

Die Welt hat ein Schuldenproblem.

DAS SIGNAL AUS WASHINGTON

Am 5. August 2026 kündigte das U.S. Treasury an, sein Emissionsprofil am langen Ende zumindest stabil zu halten.^[3] Das Detail bringt die zentrale Spannung der heutigen Schuldenmärkte auf den Punkt: Staaten brauchen aussergewöhnlich viel Finanzierung, doch der marginale Käufer reagiert immer empfindlicher auf Duration, Inflation und fiskalische Glaubwürdigkeit. Das Problem ist nicht einfach, dass die Welt viele Schulden angehäuft hat. Es ist, dass ein enormer Bestand alter, billiger Schulden in einer Welt refinanziert wird, in der Kapital nicht mehr annähernd gratis ist.

\$109 Bio.

Ausstehende Staats- und Unternehmensanleihen weltweit

QUELLE: OECD [1]

\$29 Bio.

Rekord-Anleiheemissionen erwartet für 2026

QUELLE: OECD [1]

78%

der Emissionen von OECD-Staaten 2026 refinanzieren bestehende Schulden

QUELLE: OECD [1]

≈3% des BIP

Zinslast der Staaten weltweit, gegenüber ≈2% vor vier Jahren

QUELLE: IWF [2]

DIE VERSTECKTEN KOSTEN DER SCHULDEN

Schulden werden nicht teuer, wenn die Zinsen steigen. Sie werden teuer, wenn sie refinanziert werden müssen. Der Leitzinsschock von 2022–23 wandert Fälligkeit um Fälligkeit durch das System – sinkende Leitzinsen und steigende effektive Zinskosten können deshalb nebeneinander bestehen.

WO SICH DER DRUCK AUFBAUT

Die USA rollen einen enormen Bestand an Treasuries; Japan normalisiert seine Renditen; Europa finanziert Verteidigung und Demografie – während Unternehmen in grossem Stil an die Anleihemärkte zurückkehren. Der Wettbewerb um langfristiges Kapital verschärft sich, gerade als die preisunempfindliche Käuferbasis schwächer geworden ist.

ANLEIHEEMISSIONEN WELTWEIT

(IN \$ BIO.)

2024	25
2026 (erwartet)	29
davon OECD-Zentralregierungen	18
gegenüber vor zehn Jahren	≈2x

QUELLE: OECD [1]

STAATSSCHULDEN & ZINSEN WELTWEIT

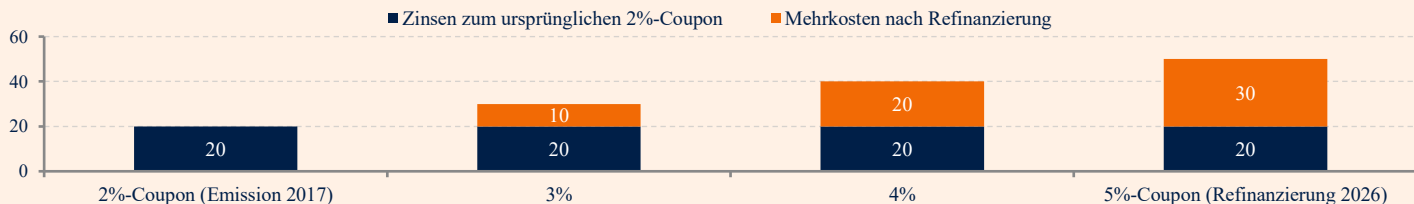
(IN % DES BIP)

Staatsschulden 2025	93.9%
Staatsschulden 2029 (Prognose)	100%
Zinsausgaben vor vier Jahren	≈2%
Zinsausgaben heute	≈3%

QUELLE: IWF [2]

DIE REFINANZIERUNGSUHR

Gleicher Nominalbetrag, höhere Rechnung: jährliche Zinsen auf \$1 Mrd. Schulden (in \$ Mio.), wenn eine Anleihe von 2017 im Jahr 2026 fällig wird.



QUELLE: HQAM, ILLUSTRATION

\$30 Mio.

pro Jahr, die nicht mehr für F&E, Übernahmen oder Ausschüttungen zur Verfügung stehen, wenn ein 2%-Coupon zu 5% refinanziert wird

QUELLE: HQAM, ILLUSTRATION

\$1.2 Bio.

an Anleihen, die neun grosse KI-Konzerne 2026–2030 emittieren könnten – ein dritter Bewerber um Kapital

QUELLE: OECD [1]



INVESTMENT TAKEAWAY

Der Refinanzierungszyklus hat zwei Uhren: den Emissionskalender der Staaten und den Fälligkeitsplan der Unternehmen. Wer eine davon ignoriert, tut das auf eigene Gefahr.

\$84 Mrd. vs. \$33 Mrd.

Welches Unternehmen trägt das grössere finanzielle Risiko?

Die Bruttoverschuldung ist eine Schlagzeile. Finanzielles Risiko entscheidet sich an dem, was dahintersteht.

KENNZAHL · APR–JUN 2026	APPLE INC.	WARNER BROS. DISCOVERY
Bruttoverschuldung	\$84.3 Mrd. Term Debt \$82.3 Mrd. + Commercial Paper \$2.0 Mrd.	\$33.1 Mrd. gemäss Unternehmensdefinition
Bruttoverschuldung / EBITDA	0.5x EBITDA annualisiert \$176 Mrd.	3.8x Adj. EBITDA 12 Monate ≈ \$8.7 Mrd.
Liquide Mittel	\$146.5 Mrd. Cash + Wertschriften (kurz- und langfristig)	\$3.4 Mrd. Cash und Cash-Äquivalente
Nettoverschuldung	–\$62.2 Mrd. Nettoliiquidität: Wertschriften übersteigen die Schulden	\$29.7 Mrd. Bruttoschuld abzüglich Cash
Netto-Verschuldungsgrad	–0.4x Nettoverschuldung / EBITDA	3.4x Nettoverschuldung / Adj. EBITDA (Unternehmensangabe)
Free Cash Flow im Quartal	\$31.9 Mrd. FCF-Marge 29% des Umsatzes	\$0.6 Mrd. FCF-Marge 6.6% des Umsatzes; belastet durch ≈\$350 Mio. Trennungs-/Transaktionskosten
Bruttoschuld in Jahren FCF	0.7 Jahre Bruttoschuld / annualisierter Quartals-FCF	14.5 Jahre Bruttoschuld / annualisierter Quartals-FCF
Fälligkeiten & Refinanzierungsbedarf	\$13.0 Mrd. fällig in 12 Monaten = 9% der liquiden Mittel; Okt. 2025–Juni 2026 aus Cashflow getilgt; \$14.1 Mrd., keine Neuemission	Ø-Restlaufzeit 8.3 Jahre, Ø-Zins 5.2% \$15 Mrd. Überbrückungskredit im Quartal durch Term Loans B (\$13 Mrd. + €1.7 Mrd.) abgelöst
Rolle der Schulden	Entscheid zur Kapitalstruktur Refinanzierung ist eine Option, keine Notwendigkeit	Strategische Restriktion Schuldenabbau konkurriert mit Inhalten und Investitionen

Gleiches Kalenderquartal April–Juni 2026: Apple nennt es «Fiskal-Q3 2026» (Geschäftsjahr endet Ende September, Stichtag 27. Juni), WBD «Q2 2026» (Stichtag 30. Juni). Quellen: Apple Form 10-Q [4], WBD Earnings Release [5]; Verhältniskennzahlen für Apple von HQAM berechnet (EBITDA = operatives Ergebnis + Abschreibungen, Oktober 2025–Juni 2026 annualisiert). WBD: Übernahme durch Paramount Skydance (\$31 je Aktie) im Februar 2026 vereinbart, regulatorische Genehmigung ausstehend; die Zahlen gelten für WBD als eigenständiges Unternehmen.

Apple: hohe Schulden, geringe Abhängigkeit.

Apples Bruttoverschuldung liegt bei rund \$84 Mrd., doch ihr stehen hohe liquide Mittel und Wertschriften sowie eine aussergewöhnliche operative Cash-Generierung gegenüber. Das Unternehmen kann seine Verpflichtungen aus eigener Kraft bedienen und hat breiten Zugang zu den Kapitalmärkten. Schulden sind hier primär ein Entscheid zur Kapitalstruktur, keine Finanzierungsabhängigkeit.

Die Verbindlichkeit diktiert nicht die Strategie.

Es geht nicht darum, dass Apple kein Bilanzrisiko hätte. Entscheidend ist, dass das Management F&E finanzieren, ins Ökosystem investieren, Aktien und Chancen nutzen kann, ohne auf ein günstiges Refinanzierungsfenster angewiesen zu sein.

Warner Bros. Discovery: Schulden als Restriktion.

Per Ende Q2 2026 meldete WBD rund \$29.7 Mrd. Nettoverschuldung und einen Netto-Verschuldungsgrad von 3.4x. Die Ablösung eines \$15-Mrd.-Überbrückungskredits durch längerfristige Darlehen reduziert das unmittelbare Finanzierungsrisiko – nicht aber das strategische Gewicht der Bilanz.

Jeder Dollar Schulden bindet mehr Kapazität.

Bei tieferer und weniger prognostizierbarer Cash-Generierung konkurriert der Schuldenabbau direkt mit Investitionen in Inhalte, Restrukturierung und Ausschüttungen. Die nominale Verschuldung ist kleiner; die Abhängigkeit von anhaltender Cash-Generierung und Kapitalmarktzugang ist deutlich grösser.

Die Lektion lautet nicht «Apple gut, WBD schlecht». Ein Dollar Schulden hat eine andere ökonomische Bedeutung – je nach Stabilität der Cashflows, Fälligkeitsstruktur, Liquidität und strategischen Alternativen.

EIN DRITTER BEWERBER UM KAPITAL: KI

Die Refinanzierungswelle trifft genau dann ein, wenn ein weiterer gewaltiger Kapitalnachfrager auftritt. Die OECD schätzt, dass neun grosse KI-Konzerne zwischen 2026 und 2030 Unternehmensanleihen von rund \$1.2 Bio. emittieren könnten^[1] – ein tiefgreifender Wandel für einen Sektor, der Investitionen bisher weitgehend aus eigenem Cashflow finanzierte. Das Problem ist nicht, dass diese Unternehmen nicht borgen könnten; viele haben hervorragende Bilanzen. Das Problem ist die aggregierte Kapitalnachfrage: Staaten, Verteidigung und Infrastruktur, refinanzierende Unternehmen und nun ein kapitalintensiver KI-Zyklus. Wer KI-Investitionen aus dem freien Cashflow finanzieren kann, behält weit mehr Flexibilität als wer wiederholt externe Märkte anzapfen muss.

\$1.2 Bio. Erwartete Anleiheemissionen der KI-Konzerne, 2026–2030 QUELLE: OECD [1]	\$18 Bio. Emissionen der OECD-Zentralregierungen, 2026 QUELLE: OECD [1]	2% → 5% Auslaufender vs. neu fixierter Coupon – die Lücke, die zählt QUELLE: HQAM, ILLUSTRATION
---	--	--

DIE KOSTEN, DIE IN KEINER BUCHHALTUNG ERSCHEINEN

Die Corporate-Finance-Forschung zeigt immer wieder, dass Finanzierungsrestriktionen reale Investitionsentscheide verändern: Finanziell eingeschränkte CFOs berichten, attraktive Projekte aufzugeben, weil externe Finanzierung schwer erhältlich ist.^[8] Finanzielle Flexibilität hat daher Optionswert. Sind Liquidität reichlich und Bilanzen stark, kann ein Unternehmen schnell und zu eigenen Bedingungen handeln. Ist Finanzierung knapp, konkurrieren selbst gute Ideen mit dem Schuldendienst.

WANDELNDE SCHULDEN: WENN REFINANZIERUNG SCHÖPFERISCHE ZERSTÖRUNG VERHINDERT

Nicht jeder wirtschaftlich schwache Schuldner verschwindet, wenn Geld teurer wird. Manche werden durch wiederholte Refinanzierung oder «Evergreening» von Krediten am Leben gehalten – die Zombie-Unternehmen. Eine Studie in *Management Science* (2025) zeigt, dass Kreditgeber bei straffer Geldpolitik *stärkere* Anreize haben können, Zombies weiter zu finanzieren, um Verluste nicht realisieren zu müssen – so sind diese weniger von der Straffung betroffen als gesündere Schuldner.^[6] Die Kosten reichen weit über den Zombie hinaus: Gesunde Unternehmen in zombielastigen Lieferanten- und Kundennetzwerken verzeichnen schwächere Umsätze, Investitionen und Beschäftigung.^[7] Das Ende des billigen Geldes ist also kein automatischer Reinigungsmechanismus – doch wo Kapital wandern darf, profitieren starke Unternehmen doppelt: von der eigenen Widerstandsfähigkeit und von einer rationaleren Kapitalallokation in der Gesamtwirtschaft. Schöpferische Zerstörung ist unbequem. Sie zu verhindern kann noch teurer sein.

–2.0% Umsatz gesunder Firmen mit 10% Exposure zu Zombie-Lieferanten (Beschäftigung: –1.2%) QUELLE: AKARSU ET AL. [7]	–1.6% Umsatz bei vergleichbarem Exposure zu Zombie-Kunden (Beschäftigung: –0.9%) QUELLE: AKARSU ET AL. [7]	+3.5% Produktivitätsgewinn innert fünf Jahren durch wirksame Insolvenzreformen, 22 Volkswirtschaften QUELLE: ADB [9]
--	--	--

Qualität gewinnt, wenn die Schulden steigen

Starke Bilanzen vermehren Freiheit.

109

Zombie-Unternehmen unter ≈2'800 der grössten börsenkotierten Firmen weltweit im Jahr 2022 – gegenüber 92 drei Jahre zuvor.

Rund ein Fünftel wies weiterhin eine Eigenkapitalquote über 50% aus, konnte aber selbst bescheidene Zinsen nicht aus dem Gewinn decken. Fast alle zahlten weiter Dividenden.

QUELLE: HQAM [10]

Nicht jeder schwache Schuldner verschwindet, wenn Geld teurer wird. Neuere Forschung zeigt, dass Kreditgeber bei straffer Geldpolitik *stärkere* Anreize haben können, Zombies weiterzufinanzieren – und dass gesunde Firmen in zombielastigen Netzwerken unter schwächeren Umsätzen, Investitionen und Beschäftigung leiden. Wo Kapital wandern darf, profitieren starke Unternehmen doppelt: von der eigenen Widerstandsfähigkeit und von einer rationaleren Kapitalallokation. Buchwert und Verschuldungsgrad allein belegen keine finanzielle Qualität – die Ertragskraft hinter der Bilanz tut es.

DIE VIER DIMENSIONEN FINANZIELLER QUALITÄT

1	ERTRAGSKRAFT	Widerstandsfähiger Cashflow über den Zyklus – dauerhafte Margen, Cash-Conversion und Kapitalrenditen, die auch schwächere Nachfrage überstehen.
2	LAUFZEIT DER VERBINDLICHKEITEN	Langfristige, gut strukturierte Verbindlichkeiten. Derselbe Verschuldungsgrad bedeutet je nach Fälligkeit, Fix/Variabel-Mix und Liquidität ein sehr unterschiedliches Risiko.
3	STRATEGISCHE OPTIONALITÄT	Freiheit zu investieren, zu übernehmen, Kapital zurückzuführen oder umzusteuern. Die beste Bilanz ist nicht die mit den wenigsten Schulden, sondern die, die die Strategie nicht diktiert.
4	REINVESTITIONSCHANCEN	Attraktive Möglichkeiten, Kapital zu hohen Renditen einzusetzen. Flexibilität schafft am meisten Wert, wenn sie auf eine lange Strecke profitabler Reinvestition trifft.

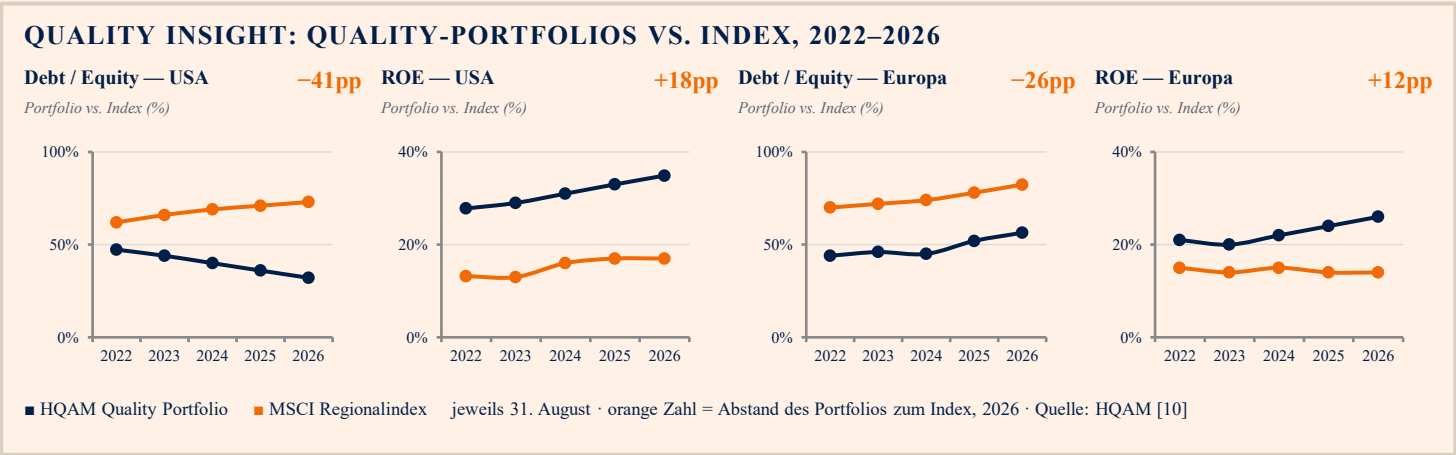


Die Qualitätslücke, die HQAM 2022 gemessen hat, besteht bis heute. Das HQAM USA Quality Portfolio steigerte die Eigenkapitalrendite zwischen 2022 und 2026 von 27.8% auf 34.9% und senkte gleichzeitig das Debt/Equity von 47.3% auf 32.1% – in beiden Kennzahlen jedes Jahr besser als der MSCI USA Index. Europa zeigt eine ähnliche ROE-Verbesserung; die Verschuldung stieg dort 2026, weil Unternehmen das noch günstige Zinsfenster nutzten, liegt mit 56.4% aber weit unter den 82.4% des Index.^[10]

Warum Qualität durch einen Schuldenzyklus hindurch wachsen kann.
Zwei Unternehmen mit identischer Ökonomie vor einem Abschwung: A startet mit reichlich Liquidität und moderater Verschuldung; B ist hoch verschuldet und nahe an seiner Fälligkeitsmauer. Bei beiden fallen die Umsätze um 10%. A investiert weiter, übernimmt einen schwächeren Konkurrenten mit Abschlag und hält die F&E aufrecht. B kürzt Investitionen, schont Liquidität und verhandelt mit Gläubigern. Drei Jahre später erklärt nicht mehr der Abschwung die Leistungslücke – sondern die Verzinsung von Entscheiden, die nur ein Unternehmen frei treffen konnte. Starke Bilanzen sind nicht bloss defensiv; sie sind offensive Aktiva.

OKT. 2022	ZOMBIES	MSCI ACWI	GLOBAL QUALITY
Debt / Equity	≈169%	62%	40%
Eigenkapitalrendite	5.7%	13.2%	24.1%

QUELLE: HQAM [10] (≈2'800 GROSSE KOTIERTE UNTERNEHMEN)





THE PULSE

Die wahren Kosten der Schulden sind nicht der Coupon. Es sind die Entscheide, die die Bilanz nicht mehr treffen kann.

Wenn sich der Refinanzierungszyklus beschleunigt, genügt der Blick auf Verschuldungsgrad und absolute Schulden nicht mehr.

Kann der Gewinn höhere Kapitalkosten absorbieren? Verschaffen die Fälligkeiten Zeit? Behält das Management strategische Freiheit – und attraktive Reinvestitionschancen? Eine starke Bilanz zählt vor allem deshalb, weil sie die Fähigkeit zu wählen bewahrt.

QUELLEN

1. OECD (2026), *Global Debt Report 2026: Sustaining Debt Market Resilience Under Growing Pressure*, 4. März 2026 – doi.org/10.1787/e9d80efd-en

2. IWF (2026), *Fiscal Monitor, April 2026: Fiscal Policy under Pressure* – imf.org/en/publications/fm/issues/2026/04/15/fiscal-monitor-april-2026

3. U.S. Treasury (2026), *Quarterly Refunding Statement*, 5. August 2026 – home.treasury.gov/news/press-releases/sb0590

4. Apple Inc. (2026), Form 10-Q, Quartal bis 27. Juni 2026 – sec.gov/Archives/edgar/data/320193/000032019326000020/aapl-20260627.htm

5. Warner Bros. Discovery (2026), *Second Quarter 2026 Results*, 6. August 2026 – s201.q4cdn.com/336605034/files/doc_earnings/2026/q2/earnings-result/WBD-2Q26-Earnings-Release.pdf

6. Albuquerque, B. & Mao, C. (2025), «The Zombie Lending Channel of Monetary Policy», *Management Science* – doi.org/10.1287/mnsc.2024.07315

7. Akarsu, O., Aktuğ, E. & Torun, H. (2025), «Zombie Firms in Network: Congestion and Evergreening», *Economic Modelling* 151 – doi.org/10.1016/j.econmod.2025.107217

8. Campello, M., Graham, J. R. & Harvey, C. R. (2010), «The Real Effects of Financial Constraints», *Journal of Financial Economics* 97(3) – doi.org/10.1016/j.jfineco.2010.02.009

9. Nilsson Hakkala, K. & Kumar, A. (2026), *Zombies, Insolvency Reform, and Misallocation of Capital*, Asian Development Bank – adb.org/publications/zombies-insolvency-reform-misallocation-capital

10. HQAM (2022), «End of Zombification Era?», *Corporate Excellence Insights*, Oktober 2022; HQAM Portfolio- und Indexkennzahlen per 31. August, 2022–2026



HQAM

HERENS QUALITY ASSET MANAGEMENT

www.hqam.ch