

Beurteilung und Prüfung der Kapitalmarktfähigkeit

Schweizer Kapitalmarkt: attraktive Finanzierungsquellen

Dario Laterza, Kapitalmarktberater der Zürcher Kantonalbank, präsentierte die Kriterien der Beurteilung und Prüfung der Kapitalmarktfähigkeit und verwies auf anhaltend gute Bedingungen für Schweizer Emittenten. Das durchschnittliche Wachstum des Schweizer Kapitalmarktes liegt seit 2000 bei 2,8%, der aktuelle Bestand bei 552 Mrd. Franken. Seit 2010 wurden deutlich mehr Anleihen emittiert als zurückbezahlt. Der Boom sei umso bemerkenswerter, als die Eidgenossenschaft weniger Anleihen ausgeben habe.



Dario Laterza,
Zürcher Kantonalbank

Das Inlandsegment wird dominiert von Emittenten mit Top-Ratings. Die eidgenössischen Anleihen und solche von Emittenten mit einem Rating von AAA, AA oder A machen 76% des Emissionsvolumens aus. Das Tiefzinsumfeld ermöglicht darüber hinaus neu aber auch vermehrt Anleihen aus dem Sub-Investment Grade-Bereich (BB+ und tiefer) zu platzieren. Kantone und Städte machen «nur» rund 10% des Schweizer Kapitalmarktes aus – Tendenz steigend. Spitalanleihen sind aus Sicht der Investoren ein Teil des Corporate-Segments.

Zinssätze auf Allzeittief

Nach rekordtiefen Zinssätzen im Dezember 2012 stiegen die Zinssätze bis Herbst 2013 je nach Laufzeit zwischen 30 bis 90 Basispunkte (0.3% bis 0.9%) an. Seit Anfang 2014 wird nun wieder ein markanter Zinsrückgang von 50 bis über 90 Basispunkten verzeichnet. Damit bewegen sich die Swapsätze in der Schweiz auf ihrem Allzeittief. Die Credit Spreads aller Bonitätsklassen notieren ebenfalls auf historisch tiefen Ständen. In jüngster Vergangenheit ist allerdings ein leichter Aufwärtsdruck als Gegenwirkung zum tiefen Zinsniveau spürbar.

Das attraktive Marktumfeld hat einige Spitäler bereits dazu bewogen, den Kapitalmarkt zu nutzen. Interessant ist dabei die Tatsache, dass es Schweizer Spitalern gelungen ist, mehrfach Anleihen von unter einer (früher als üblich angenommenen) Summe von 100 Mio. Franken zu begeben, so das Regionalspital Emmental (75 Mio.) und die Psychiatrischen Dienste des Kantons Aargau (60 Mio. Franken). Höher lagen das Spital Limmattal mit 100 Mio. und das GZO Spital Wetzikon mit 170 Mio. Franken. Die Laufzeiten liegen zwischen 8 und 10 Jahren, womit auch das breiteste Investorenspektrum angesprochen werden kann.

Kredit oder Kapitalmarkt-Instrumente?

Dario Laterza zeigte die Unterschiede der beiden hauptsächlichsten Finanzierungsinstrumente: Geldaufnahme auf dem Kredit- oder dem Kapitalmarkt. Hier geht es einmal um die Flexibilität hinsichtlich der Beanspruchung, wobei Kredite hier eine hohe Flexibilität aufweisen (Auszahlung in Teilbeträgen, flexible Amortisationsstrukturen, vorzeitige Rückzahlung und Rückzahlung

in Raten). Gut im Rennen liegen andererseits die Kapitalmarkt-Instrumente bezüglich Wirkung in der Öffentlichkeit und als Diversifikation der Finanzierungsquellen. Die Finanzierungssicherheit hingegen hängt wieder von den aktuellen Marktbedingungen ab, die gegenwärtig sehr günstig sind. Unterschiedlich präsentiert sich die Beurteilung des Experten auch hinsichtlich der nötigen Zusicherungen an die Geldgeber: Während beim Kredit höhere Financial Covenants (Eigenkapitalquote, Nettoverschuldung zu EBITDA, Zinsdeckungsgrad usw.) nötig sind und das Laufzeitspektrum auf unbesicherter Basis in der Regel bis zu 5 Jahren reicht, kommen Anleihen-Emissionen mit geringeren Financial Covenants aus. Die Laufzeiten von Anleihen bewegen sich über eine kurze wie sehr lange Dauer, je nach Marktbedingungen und Rating. Zusammenfassend hielt Dario Laterza fest, dass eine öffentliche Anleihe oft das ideale Instrument zur Beschaffung einer Sockelfinanzierung ist und Bankkredite ergänzend dazu zur flexiblen Finanzierung von Liquiditätsschwankungen dienen können.

Ein Rating-Praxisbeispiel

Dario Laterza zeigte anhand der Finanzierung der Psychiatrischen Dienste des Kantons Aargau die Bonitäts-Beurteilung der Zürcher Kantonalbank auf. Massgebend war hier die Tatsache, dass die PDAG in ihrem Bereich nach der Psychiatrischen Universitätsklinik Zürich der zweitgrösste Leistungserbringer und zudem akademisches Lehrspital der Universität Zürich ist. Die PDAG befindet sich zu 100% in Kantonsbesitz; gemäss Spitalgesetz ist eine Kantonsbeteiligung von 70% vorgegeben. Die Eigenkapitalquote lag per Ende 2013 bei soliden 83%. Auch nach der geplanten Investition sind nicht weniger als 50%

budgetiert. Ausserdem führt der Kanton Aargau die PDAG im Verwaltungsvermögen, eine Verschiebung ins Finanzvermögen und somit eine Veräusserung sind nicht ohne Weiteres möglich. All das führte zu einer sehr guten Risikobeurteilung. Die Kreditwürdigkeit des Kantons Aargau spielte bei der finanziellen Sicherung der PDAG eine wichtige Rolle. Das Rating wurde mit AA bestimmt.

Was schreibt das Kotierungsreglement der SIX Swiss Exchange vor?

Die Emission einer öffentlichen Anleihe bedarf einer Kotierung der Anleihe an der SIX Swiss Exchange. Verschiedene Anforderungen seien dafür zu erfüllen:

- Die Gesellschaft muss drei Jahre bestehen und hat drei Jahresabschlüsse nach dem geltenden Rechnungslegungsstandard erstellt.
- Rechnungslegung nach IFRS oder Swiss GAAP FER
- und Eigenkapital von mindestens 25 Mio. Franken
- Bestimmung einer Zahlstelle (Bank oder Effektenhändler)
- Kotierungsgesuch durch die Gesellschaft und Ausgabe eines Kotierungsprospekts
- In Zukunft veröffentlicht die Gesellschaft regelmässig einen geprüften Jahresbericht sowie den zugehörigen Revisorenbericht und informiert über kursrelevante Tatsachen.



Und was wollen die Investoren?

Entscheidend für die erfolgreiche Anleihe-Platzierung ist natürlich das Interesse der Investoren. «Sie erwarten eine klare Positionierung im Marktgebiet, eine ebensolche Strategie und Mittelfristplanung, den Nachweis, dass das Management über die nötige Erfahrung verfügt und Corporate Governance-Regeln beachtet werden», erläuterte Dario Laterza. Es müssten zudem eine ein-

deutige Definition der Mittelverwendung und möglichst keine strukturelle Nachrangigkeit für die Anleihegläubiger bestehen.

Natürlich ist auch ein gutes Rating von Vorteil: «Das Vorliegen eines Banken- oder fedafin-Ratings ist unerlässlich. Wichtig ist auch eine Investorenpräsentation (Roadshow).» Dario Laterza betonte: «Insbesondere bei der Erstemission einer Straight-Anleihe kommt einer Präsentation für Bond-Investoren eine zentrale Bedeutung zu. Die erfolgreiche Vorstellung eines Spitals kann einen entscheidenden Einfluss auf die erfolgreiche Platzierung haben. Eine Emission einer Straight-Anleihe bedarf inklusive Vorbereitung der Dokumentation drei bis vier Wochen Zeit. Grundsätzlich empfehlen wir, Kapitalmarkttransaktionen möglichst rasch nach der Publikation der Unternehmenszahlen durchzuführen, um den Investoren die höchstmögliche Transparenz zu gewähren.»

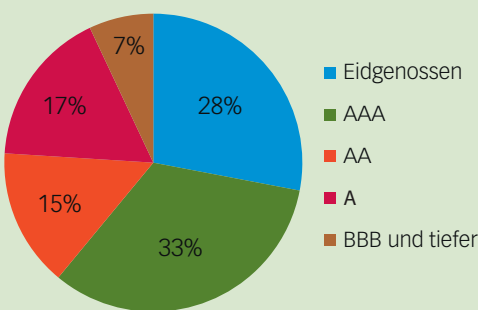
Vielfältige Chancen nutzen

Das Fazit des Referenten fiel eindeutig aus:

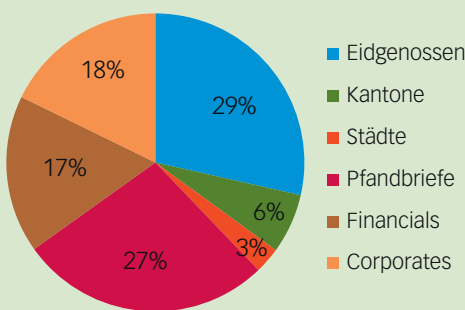
- Der Schweizer Kapitalmarkt bietet den Spitälern eine attraktive Finanzierungsquelle.
- Die Kapitalmarktfähigkeit muss im Einzelfall sorgfältig geprüft werden.
- Ein Investment Grade Rating ist Grundvoraussetzung.
- Im Vergleich zum Kreditmarkt ist der Kapitalmarkt zusätzlichen Einflussfaktoren ausgesetzt.
- Es empfiehlt sich, frühzeitig den Austausch mit möglichen Emissionsbanken zu suchen.

CHF-Kapitalmarkt – Bonitäts- und Branchensegmente

Bonitätssegmente nach Emissionsvolumen*



Branchenaufteilung nach Emissionsvolumen*



* CHF Inlandsegment

- Das Inlandsegment wird dominiert von Emittenten mit Top-Ratings.
- Das Tiefzinsumfeld ermöglicht vermehrt Emissionen aus dem Sub-Investment Grade Bereich (BB+ und tiefer).
- Kantone und Städte machen «nur» rund 10% des CHF Kapitalmarkts aus – Tendenz steigend.
- Spitalanleihen sind Teil des Corporate-Segments.

Quelle: SIX Swiss Exchange / Zürcher Kantonalbank, Stand Juni 2014