



See-Spital gibt Debüt

OBLIGATIONEN SCHWEIZ Nestlé nimmt über zwei Laufzeiten mit 1,5 Mrd. Fr. deutlich mehr auf als geplant.

MANFRED KRÖLLER

Ein weiteres Schweizer Spital hat am Mittwoch erstmals den Kapitalmarkt in Anspruch genommen. Die ZKB begleitete **1,25% See-Spital 2018/2026** über 100 Mio. Fr. Die Debütanleihe kam mit einem Renditeaufschlag (Spread) von 95 Bp über Swap-Mitte, zum Ausgabepreis von 100,17% und einer **Rendite von 1,228%**.

Das See-Spital mit Sitz in Horgen und Betriebsstätten in Horgen und Kilchberg beschäftigt über 1000 Mitarbeitende und ist als private rechtliche Stiftung mit öffent-

lichem Zweck von Kapital- und Gewinnsteuern befreit. Mit dem Emissionserlös soll ein Neubau in Horgen finanziert werden. Das Spital verfügt über 235 Betten, acht Operationssäle, drei Gebärdensäle und einen Rettungsdienst mit vier Fahrzeugen. 2017 wurden 8232 Operationen ausgeführt und gut 11000 Patienten stationär behandelt.

Die ZKB geht im Falle finanzieller Schwierigkeiten «von einer impliziten Garantie durch die Gemeinden des Bezirks Horgen mit einer mässig hohen Unterstützungswahrscheinlichkeit» aus. Das Rating der Anleihe setzt die

ZKB mit BBB- zwei Stufen über dem Stand-alone-Rating (bb) an. Wie für alle Spitäler sei auch für das See-Spital der Neubau eine anspruchsvolle Aufgabe, schreibt die ZKB. Die Investition von gut 100 Mio. Fr. sei im Vergleich zum Ebitda 2017 von 15 Mio. Fr. oder zur Bilanzsumme per Ende 2017 von 132 Mio. Fr. «substanziell».

Die Fedafin vergibt eine höhere Bonität: A+ bei stabilem Ausblick. Die Aufstockung der Verschuldung durch den Neubau wirke sich zwar negativ auf das Finanzprofil des Spitals aus, habe jedoch aufgrund des Stiftungsstatus nur einen geringen Einfluss auf das Rating, wie

Fedafin-Geschäftsführer Adrian Oberlin gegenüber FuW erläutert.

Artikel 12 der Stiftungsurkunde besage juristisch unumstösslich, dass bei einer Einstellung des Spitalbetriebs «die Aktiven und Passiven zu diesem Zeitpunkt auf diejenigen Gemeinden zurückfallen, welche bis zum 31. Dezember 2011 Trägergemeinden der Stiftung waren». Die kapitalkräftigen und mit tiefem Steuerfuss gesegneten Gemeinden des Bezirks Horgen haften somit letztlich für die Schulden des See-Spitals.

Begleitet von CS, UBS und ZKB nahm Nestlé am Donnerstag 1,5 Mrd. Fr. auf: **0,25% Nestlé 2018/2024** über 900 Mio. und **0,75% Nestlé 2018/2028** über 600 Mio. Die Spreads beschränkten sich auf 9 und 14 Bp über Swap. Bei Ausgabepreisen von 100,194% für die sechsjährige Tranche und 100,892% ergaben sich Renditen von 0,217% und 0,657%. Dank sehr guter Nachfrage wurden die angepöbelten Volumen von 500 und 350 Mio. Fr. deutlich übertroffen.

Hochgestuft hat Moody's **Banque Cantonale Vaudoise** auf Aa3 von A1 und **ENBW Energie Baden-Württemberg** auf A3 von Baa1. **Sunrise** hat Vontobel und ZKB mit der Durchführung von Investorenpräsentation in der Schweiz ab 12. Juni beauftragt. Beabsichtigt sei die Emission einer fünf- bis siebenjährigen Anleihe über bis zu 300 Mio. Fr. sowie die Aufstockung von Kreditlinien, teilt die ZKB mit. Damit wolle Sunrise vor allem die bis 2022 laufende 2,125%-Anleihe über 500 Mio. Fr. ablösen.

Schuldenberge in der Inkassobranche

INTERNATIONALE ANLEIHEN Inkassounternehmen kaufen Forderungen und notleidende Kredite für einen Teil des Nominalwerts. Sie versuchen dann, möglichst die gesamte ausstehende Summe oder einen Teil einzutreiben und Gewinn zu erzielen. 2017 schwächelte die Branche. Die Anleihen und die Aktien mehrerer **europäischer Inkassofirmen** notierten auf dem niedrigsten Stand seit zwölf Monaten. Der Markt betrachtet den Sektor mit gemischten Gefühlen, was zum Teil auch mit dem grossen Bond-Angebot im europäischen Hochzinssegment zusammenhängt. Inkassofirmen haben in den letzten Jahren Anleihen über mehreren Milliarden Euro aufgelegt, um ihr Wachstum zu finanzieren.

Was uns zur Vorsicht mahnt, ist die **hohe Nettoverschuldung** im Verhältnis zum Ertrag (Leverage). Sie steigt seit Jahren deutlich und wird wohl weiter zunehmen, wenn die Inkassounternehmen wie bisher aggressiv Portfolios notleidender Kredite aufkaufen und überdies mit Fremdmitteln entsprechende Handelsplattformen übernehmen. Durch den internationalen Rechnungslegungsstandard IFRS 9 und seine Auswir-

kungen auf die Bankbilanzen werden die Geldinstitute gezwungen sein, ihre faulen Kredite schneller abzustossen als früher – für die **Inkassofirmen eine Einladung**, ihr Exposure weiter zu erhöhen.

Niedrige freie Cashflows in Relation zu den Nettoschulden, eine hohe personelle Fluktuation in den Vorständen und neue Konkurrenz durch den Zustrom von Private-Equity-Kapital stellen den Sektor vor zusätzliche Probleme. Auch die Ratingagenturen können mit ihrem Urteil über die Schuldentilgungsfähigkeit eines Unternehmens und sein Zahlungsausfallrisiko fälschlicherweise. So konnte etwa die polnische Inkassofirma **Getback** ihre Zlotyanleihen im April nicht mehr bedienen – trotz B-Rating von S&P mit positivem Ausblick und einem B+ mit stabilem Ausblick von Fitch.

Von den Inkassounternehmen, die sich am Hochzinsmarkt finanzieren, hat noch keines einen Abschwung erlebt. Zwar überstanden die meisten die Finanzkrise von 2009, doch sie waren damals noch viel kleiner, ihr Verschuldungsgrad niedriger. Wir meiden den Sektor vorerst. **TOM ROSS**, Janus Henderson Investments

Daten drücken Euro

DEISEN Franken steht im Fokus der Vollgeld-Abstimmung.

Der Euro ist am Freitag nach erneut enttäuschenden Konjunkturdaten aus Deutschland zum Dollar gefallen und notiert knapp behauptet zum Franken, der vor der Vollgeld-Abstimmung am Wochenende im Fokus steht. Devi-

senexperten rechnen mit Ablehnung. Am späten Nachmittag liegen die Notierungen bei 1.1768 \$/€ und 1.1594 Fr./€, nach 1.1814 \$/€ und 1.1605 Fr./€ am Vortag. Der Dollar geht mit 0.9852 Fr./\$ um, nach 0.9822 Fr./\$ tags zuvor. **FuW**

Kreuzparitäten und Spotkurse

Kreuzparitäten ausgewählter Währungen										Datum: 08.06.18	
Zeit: 15.00h	Fr.	US-\$	Euro	Yen	GB-£	kan.\$	austr.\$	HK-\$	sKr.		
1 Fr.	-	1.0120	0.8609	110.7900	0.7568	1.3149	1.3346	7.9372	8.8488		
1 US-\$	0.9881	-	0.8510	109.5200	0.7481	1.2997	1.3184	7.8459	8.7470		
1 Euro	1.1609	1.1746	-	128.6700	0.8789	1.5267	1.5487	9.2166	10.2742		
100 Yen	0.9020	0.9128	0.7768	-	0.6830	1.1864	1.2041	7.1619	7.9845		
1 GB-£	1.3207	1.3367	1.1372	146.3800	-	1.7368	1.7618	10.4845	11.6890		
1 kan.\$	0.7601	0.7692	0.6547	84.2400	0.5754	-	1.0141	6.0348	6.7281		
1 austr.\$	0.7493	0.7585	0.6453	83.0500	0.5673	0.9856	-	5.9495	6.6331		
100 HK-\$	12.5900	12.7455	0.1085	1395.8500	9.5379	16.5700	16.8081	-	111.4900		
100 sKr.	11.2900	11.4325	9.7200	1251.4900	8.5551	14.8500	15.0759	89.6941	-		

Umrechnungskurse in Franken (Spotpreise)

Land	Währung	Veränderung in %		Land	Währung	Veränderung in %	
		08.06.18	-1Wo.			08.06.18	-1Wo.
Argentinien	100 ARS	3.959	+0.02	Norwegen	100 NOK	12.221	+1.19
Australien	1 AUD	0.750	+0.40	Philippinen	100 PHP	0.187	-0.56
Brasilien	100 BRL	25.861	-1.66	Polen	100 PLN	27.131	+1.43
China	10 CNY	1.543	+0.27	Russland	100 RUB	1.583	-0.40
Dänemark	1 DKK	0.156	+0.69	Schweden	100 SEK	11.301	+0.98
Euroland	1 EUR	1.161	+0.74	Singapur	1 SGD	0.740	+0.24
Grossbritannien	1 GBP	1.321	+0.19	Südafrika	1 ZAR	0.076	-3.21
Hongkong	100 HKD	12.601	+0.09	Südkorea	100 KRW	0.092	-0.10
Indien	1000 INR	14.646	-0.67	Taiwan	100 TWD	3.309	+0.01
Indonesien	1000 IDR	0.071	-0.16	Thailand	100 THB	3.085	+0.08
Japan	100 JPY	0.903	0	Tschechien	100 CZK	4.498	+0.71
Kanada	1 CAD	0.760	-0.28	Türkei	100 TRY	22.018	+2.42
Malaysia	1 MYR	0.248	-0.16	Ungarn	100 HUF	0.363	+0.80
Mexiko	1 MXN	0.048	-2.94	USA	1 USD	0.989	+0.10
Neuseeland	1 NZD	0.694	+0.71				

Notenkurse finden Sie auf Seite 28

Swiss Re begibt Elm-Notes

WANDELANLEIHEN Die Struktur des Papiers ist recht komplex.

In der derzeitigen Welle von Neuemissionen lassen sich Emittenten immer wieder einmal Innovationen einfallen. Zur Wochenmitte begab **Swiss Re** eine sechsjährige Wandelanleihe mit 3,25% Coupon. Das über ein Konsortium von fünf Banken über nominal 500 Mio.\$ emittierte Papier hat eine recht hohe Mindeststückelung von 200000\$, was kleinere Anleger tendenziell fernhält. Ein anderer Grund für ein Fernbleiben könnte die recht komplexe Struktur des Papiers sein, denn die Anleihe ist aus steuerlichen Gründen als Umtauschanleihe eines «Special purpose Vehicles» in den Niederlanden, der **Elm B.V.**, in Aktien der Swiss Re strukturiert.

Anleger haben in diesem Fall keinen direkten Anspruch gegenüber der Swiss Re, sondern gegen Loan Notes, eine unbesicherte Verbindlichkeit der Swiss Re. Eine in den Emissionsbedingungen enthaltene Klausel sorgt ferner dafür, dass im (unwahrscheinlichen) Fall einer nicht ausreichenden Solvabilität des Loan-Notes-Emitenten eine Zwangswandlung in Aktien geschehen kann. Dies ist die **Eigenschaft einer Coco-Anleihe**, nur dass das Papier der Swiss Re nicht so genannt wurde.

In einem Schönwetterzenario entspricht das Profil des Titels eher einer nicht verwässernden Anleihe, in stürmischen Zeiten ändert sich die Charakteristik in Richtung einer **bedingten Pflichtwandelanleihe**. Details des Titels mit der **ISIN XS1592282740** sind in den fünfzehnjährigen Emissionsbedingungen aufgeführt.

Profile dieser Ausgestaltung gelten bei einigen Convertible-Anlegern als wenig attraktiv, denn sie bieten nicht den Bond Floor, den man sich wünscht. Im unwahrscheinlichen Fall einer Krise fehlt damit die Konvexität. Auch die Swiss Re hatte ja in der letzten Dekade an den Märkten eine bewegte Vergangenheit. Brokerseitig zeigt sich, dass ein paar der üblichen Convertible-Händler die Swiss-Re-Wandelanleihe meiden, da sie das Papier als Coco-Anleihe klassifizieren und ihnen hierfür interne Risikolimits fehlen.

Interessant könnte das Papier, welches mit leichtem Abschlag gegenüber Ausgabekurs gehandelt wird, aber für klassische Coco-Anleger sein. Denn sie erhalten zusätzlich noch die Option auf die Swiss Re-Aktie.

CARSTEN KRÖGER, Holinger AM

Neu lancierte Frankenemissionen

Valor, Emittent, Federführer, Rating ¹	Betrag in Mio. Fr.	Laufzeit in Jahre	Zins in %	Aufn. Börsenhandel	Libe-rierung	Briefkurs	Rendite in %
Anleihen inländischer Schuldner							
37 347 679 Investis Holding (ZKB/CS/Vontobel)	100	2	0,35	11.6.	12.6.	100,00	0,35
41 708 609 Swiss Credit Card Issuance 2018-1 Class A Notes (CS/ZKB) -/AAA/AAA	190,4	3	0,1	13.6.	15.6.	100,45	-0,05
42 048 995 Raiffeisen Schweiz (Raiffeisen) A2/-/-	175	3	0	15.6.	19.6.	-	-
37 347 694 Pfandbriefzentrale, Serie 454 (Kantonalbanken) Aaa/-/- ⁶	143	5,82	0,75	20.6.	21.6.	104,50	-0,02
37 347 695 Pfandbriefzentrale, Serie 499 (Kantonalbanken) Aaa/-/- ⁷	350	9,91	0,5	20.6.	21.6.	100,65	0,43
37 347 696 Pfandbriefzentrale, Serie 502 (Kantonalbanken) Aaa/-/-	176	15	0,75	20.6.	21.6.	99,95	0,75
41 737 602 Peach Property Group (J. Safra Sarasin) ²	50		1,75	25.6.	22.6.	-	-
37 347 693 Kanton Zürich (CS/Raiffeisen/UBS) -/AAA/-	240	7	0	26.6.	27.6.	99,80	0,03
41 904 249 Nestlé (CS/UBS/ZKB) Aa2/AA/-	900	6	0,25	26.6.	28.6.	100,40	0,18
41 904 250 Nestlé (CS/UBS/ZKB) Aa2/AA/-	600	10	0,75	26.6.	28.6.	101,20	0,63
41 904 251 Nestlé (CS/UBS/ZKB) Aa2/AA/-	100	8	1,25	2.7.	3.7.	100,75	1,15
Anleihen ausländischer Schuldner²							
41 708 608 Münchener Hypothekbank (CS) Aaa/-/-	150	10	0,5	12.6.	14.6.	101,00	0,40
41 860 958 Banco Mercantil del Norte (UBS) A3/BBB+/BBB+	100	3,5	0,875	12.6.	14.6.	100,82	0,64
41 708 607 Korea Development Bank (CS/BNP Paribas) Aa2/AA/-	200	5	0,303	12.6.	14.6.	100,75	0,15
42 046 594 AMP Group Finance Services (UBS/CS) A2/A/-	110	4,5	0,75	15.6.	19.6.	100,30	0,68
41 860 962 Hyundai Capital Services (UBS/CS) Baa1/A-/BBB+	300	5	0,695	25.6.	27.6.	100,60	0,57

¹ Erstmals in dieser Tabelle: ² Erwartete Ratings ³ das Rating von Moody's, Standard & Poor's und Fitch bezieht sich auf vergleichbare ausstehende Anleihen desselben Schuldners ⁴ Titel ausländischer Schuldner sind quellensteuerfrei ⁵ Floater ⁶ nachrangig ⁷ Ewiges Anleihen, wird bis zum ersten möglichen Kündigungstermin am 22. Juni 2023 fest zu 1,75% verzinst, anschliessend variabel zum dann gültigen Kapitalmarktzins (mindestens 0%) zuzüglich 9,25%; die Valorennummer gilt für die Variante «cum Option», der Valord der Obligation «ex Option» ist 41 737 604 ⁸ Aufstockung um 143 Mio. Fr. auf 713 Mio.; nach Liberierung am 21. Juni fungibel mit Valord 25 360 923, zusätzlich werden Marchzinsen für 66 Tage gezahlt ⁹ Aufstockung um 350 Mio. Fr. auf 723 Mio.; nach Liberierung am 21. Juni fungibel mit Valord 37 347 641, zusätzlich werden Marchzinsen für 32 Tage gezahlt

Neue Emissionen am Euromarkt

Schuldner (Federführer)	Moody's/S&P/Fitch	Ratings*	Betrag in Mio.	Verfall	Zins in %	Libe-rierung	Ausg.-preis %
Euro							
Everbright Bank (Joint Leads)	-/-/BBB	XS1823227175	300	2021	13.06.	-	-
Andina de Fomento (Joint Leads)	Aa3/-/AA-	XS1837142790	500	2023	0,75	13.06.	-
Commerzbank (Joint Leads)	Aaa/-/-	DE000CZ40MW3	1000	2023	0,25	13.06.	-
Stadtsparkasse München (BAYLB)	-/-/AA+	DE000A2LQP36	250	2024	0,375	13.06.	-
Investitionsbank SH (Joint Leads)	-/-/AAA	DE000A135L91	500	2025	0,5	13.06.	-
Knorr-Bremse (Joint Leads)	A2/-/-	XS1837288494	750	2025	1,125	14.06.	-
NatWest (Joint Leads)	Baa2/BBB+/BBB+	XS1837997979	500	2023	1,125	14.06.	-
SBAB Bank (Joint Leads)	A1/-/-	XS1837975736	500	2023	0,75	14.06.	-
WIBank (Joint Leads)	-/-/-	DE000A2DAF36	750	2028	0,875	14.06.	-
ICBC London (Joint Leads)	A1/-/-	XS1831163396	500	2021	1	14.06.	-
Carrefour Banque (Joint Leads)	-/-/-	FR0013342664	400	2022	1	15.06.	100,00
Cajamar (Joint Leads)	-/-/-	ES0422714123	500	2023	0,875	18.06.	-
Crédit Agricole (CACIB)	-/-/-	FR0013336245	300	2028	1,9	26.07.	100,00
US-Dollar							
Everbright Bank (Joint Leads)	-/-/BBB	XS1823226524	300	2021	13.06.	-	-
ELM BV for Swiss Life (Joint Leads)	-/-/-	XS1592282740	500	2024	3,25	13.06.	100,00
KfW (Joint Leads)	Aaa/-/AAA	US500769HV97	4000	2020	2,75	13.06.	-
ASB Bank (Joint Leads)	A1/-/AA-	US00216NAB55	500	2023	1	14.06.	-
ASB Bank (Joint Leads)	A1/-/AA-	US00216NAA72	500	2023	3,75	14.06.	-
Vinpearl (CS/DB)	-/-/-	XS1836357357	325	2023	3,5	14.06.	100,00
ICBC London (Joint Leads)	A1/-/-	XS1830985278	500	2023	1	14.06.	-
ICBC London (Joint Leads)	A1/-/-	XS1830984628	500	2021	1	14.06.	-
Trimble (Joint Leads)	Baa3/-/-	US896239AC42	600	2028	4,9	15.06.	99,87
Trimble (Joint Leads)	Baa3/-/-	US896239AB68	300	2023	4,15	15.06.	99,96
SFIL (Joint Leads)	Aa3/-/AA-	FR0013342615	1000	2021	3	15.06.	-
Edwards Lifesciences (Joint Leads)	-/BBB-/-	US58176EAD04	600	2028	4,3	15.06.	99,77
Kraft Heinz (Joint Leads)	Baa3/BBB/BBB-	US50077LAT35	1100	2029	4,625	15.06.	99,41
Kraft Heinz (Joint Leads)	Baa3/BBB/BBB-	US50077LA551	1600	2023	4	15.06.	99,80
Kraft Heinz (Joint Leads)	Baa3/BBB/BBB-	US50077LAR78	300	2021	3,375	15.06.	99,92
Albertsons Cos. (Joint Leads)	Ba2/-/-	USU01258AA73	750	2024	1	25.06.	99,50

* = einschliesslich erwartetem Rating 1 = variabler Zins
Die Tabelle zeigt eine Auswahl von Anleihen und erhebt keinen Anspruch auf Vollständigkeit.
Die Bewertungen beziehen sich auf die bisher ausgegebenen Anleihen dieses Schuldners bzw. Garanten Quelle: Bloomberg

Kennziffern Zinsen Schweiz

	Ende 2017	Hoch 2018	Tief 2018	6.6.	7.6.	8.6.
Kassazins (10 Jahre)	-0,10	0,22	-0,11	0,02	0,09	0,05
1,5% Eidgenossenschaft 2025 ¹	-0,07	0,19	-0,10	0,02	0,06	0,03
4% Eidgenossenschaft 2028 ¹						