

The Independent Credit View

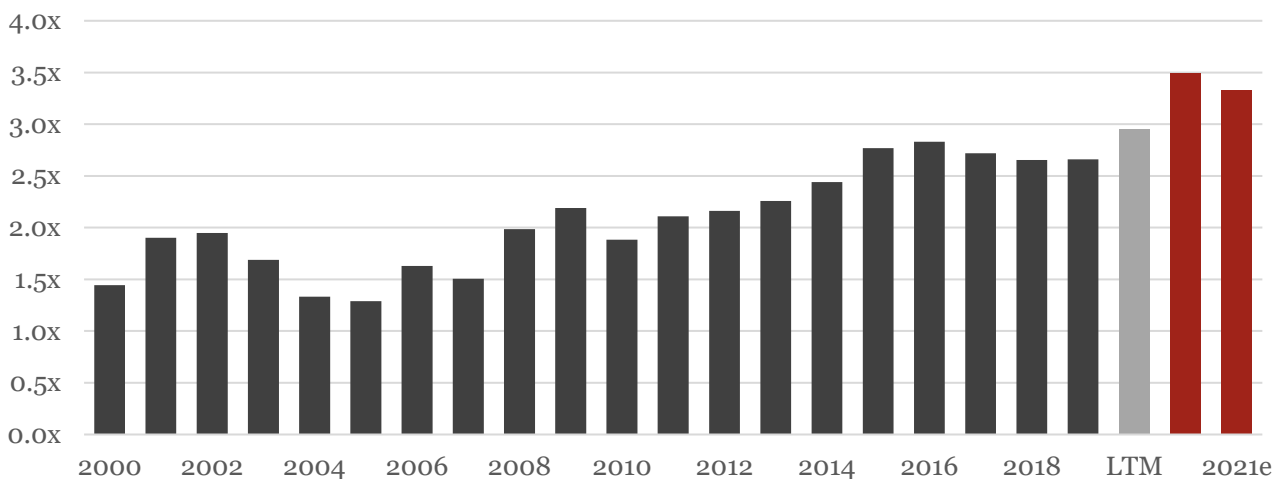
Dezember 2020

2020 – Das Wesentliche

Die globale Ausbreitung von Covid-19 in Kombination mit immer mehr Notstands- und Lockdown-Massnahmen brachten die Weltwirtschaft für ein Quartal praktisch zum Stillstand. Der Angebots- und Nachfrageschock liess die Finanz- und Kapitalmärkte sowie die Rohölpreise massiv einbrechen und führte in einigen Sektoren zum Platzen der Kreditblasen. Um der Pandemie-Krise und tiefen Rezession entgegenzuwirken, haben die Staaten und Notenbanken mit beispiellosen Rettungspaketen und aussergewöhnlich expansiver Geldpolitik reagiert und die Märkte damit stabilisiert. Die Überflutung der Finanzmärkte mit Zentralbankenliquidität führte jedoch schnell zu einer Abkoppelung von der Realwirtschaft und einem starken Ansteigen der Vermögenswerte, welche eine V-förmige Konjunkturerholung implizieren.

Bereits in unserem Independent Credit View vom Dezember 2019 haben wir darauf hingewiesen, dass sich trotz vorteilhafter Konjunktur die fundamentale Kreditqualität weiter verschlechtert hat und sich aufgrund des wirtschaftlichen Umfelds keine Besserung abzeichnet. Die von uns erwartete Risikoeubewertung mit einem Anstieg der Volatilität ist mit dem Ausbruch der Pandemie mit voller Wucht eingetroffen und die Investoren haben die in Vergessenheit geratenen Risiko- und Illiquiditätsprämien eingefordert. Nur dank dem Pandemie-Notfallankaufprogramm (PEPP) der EZB sowie dem erstmaligen Eingreifen der amerikanischen Zentralbank (Fed) gekoppelt mit der Erwartung der Investoren, dass der Staat weiter unbegrenzt Unterstützung bietet, haben sich die Risikoprämien für Corporate Bonds rasch wieder auf Vorkrisenniveau eingependelt. Durch den Stimulus der Zentralbanken hat das Volumen der Neuemissionen alle Rekorde gebrochen und vielen Unternehmen zu historisch tiefen Refinanzierungskosten verholfen, obwohl sich die Fundamentaldaten weiter verschlechtert haben (z.B. Verschuldungsgrad, vgl. Grafik).

Leverage (Schulden/EBITDA) des I-CV Corporate Index (BBB bis BB-)



Quelle: I-CV

Schwerpunkte Analysetätigkeit & Projekte

Die Analysetätigkeit 2020 war geprägt durch unsere Bemühungen mit Stresstests und Simulationen die Portfolios der Kunden zu durchleuchten, um frühzeitig die Kredite zu isolieren, welche durch die Covid-19 Verwerfungen in Bedrängnis kommen. Bereits im Februar 2020 als die Pandemie noch auf China beschränkt schien, konnten wir so gefährdete Emittenten identifizieren und unsere Kunden alarmieren. Andererseits erlaubten unsere konsequenten und zeitnahen Analysen, dass wir nach dem Ausschliessen der Risikoprämien auch eine Vielzahl von Kauf-Opportunitäten zu attraktiven Spreads evaluieren und empfehlen konnten. Neben der Bankenstudie im Frühjahr und der Länderstudie im Herbst haben unsere Analysten in einer Vielzahl von Credit Insights spannende und zukunftsgerichtete Aspekte in einzelnen Sektoren (Auto- und Flugzeugbauer, Fluggesellschaften, Einzelhandelsimmobilien, deutsche und spanische Banken, u.v.m.) erarbeitet.

Besonders stolz sind wir auf die differenzierte Herangehensweise unserer Analysten bei den durch Short-Sellern ausgelösten Marktverwerfungen im Zusammenhang mit den Emittenten Wirecard und Grenke. Während wir beim nebulösen Geschäftsmodell des Zahlungsdienstleisters Wirecard schon immer sehr skeptisch waren und ein entsprechend tiefes Rating alloziert hatten, ergaben unsere Nachforschungen beim Leasingunternehmen Grenke keine Verdachtsmomente. Wir konnten eine konstruktive Sicht vertreten und haben empfohlen, die Anleihen zu halten. So ist es uns im auslaufenden Jahr gelungen, erfolgreich mit unseren Kunden durch die turbulenten und von der Pandemie geprägten Märkte zu navigieren.

Eine wichtige Neuerung gegenüber dem Vorjahr ist die Einführung von kurzen Newsmeldungen zu einzelnen Emittenten bei relevanten Ereignissen oder Neuemissionen, welche wir über das neu gestaltete [I-CV Research Portal](#) zeitnah zur Verfügung stellen. Ebenfalls eine gute Akzeptanz hat unser pragmatischer Ansatz zur Integration von ESG Faktoren im Anlageprozess gefunden. Im Hinblick auf die näher rückende Frist des europäischen Regulators (März 2021), konnten wir im engen Austausch mit unseren Kunden ein System entwickeln, welches eine voraussichtliche, aktive Auseinandersetzung ermöglicht, ohne das Anlageuniversum zu beschneiden und den Portfoliomanager einem Herdentrieb zu unterjochen. Wir werden auch 2021 weiter stark in diesen Bereich investieren, um zusammen mit Kooperationspartnern eine praxisnahe und anlagenklassenübergreifende Beurteilung von ESG-Risiken im Asset Management bieten zu können.

Ein weiteres Feld, welches vermehrt an uns herangetragen wurde und interessante Aufträge mit sich brachte, ist Private Debt. Dank unserer Kreditexpertise und selbstentwickelten quantitativen und qualitativen Modellen können wir auch in diesem Bereich bei Einzelengagements oder der Überwachung von entsprechenden Kollektivanlagen tatkräftig unterstützen.

Auf der Basis von Masterarbeiten unserer Mitarbeiter haben wir Ende Jahr damit begonnen, ein Multifaktorenmodell für die Früherkennung von Ratingverschiebungen zu entwickeln. Die Kombination von fundamentalem Kredit-Knowhow mit künstlicher Intelligenz (AI) soll es uns ermöglichen, grosse Datensätze zu analysieren und Faktoren herauszufiltern, welche die höchste Aussagekraft für eine Bonitätsverschiebung haben, um dadurch eine automatische Evaluation von möglichen Risiken und Opportunitäten zu erreichen.

2020 – I-CV Erfolge

Mittels eines eigens entwickelten Verfahrens ist es uns gelungen, schon sehr früh die von der Covid-19 Pandemie besonders betroffenen Emittenten zu isolieren und die erhöhte Ausfallwahrscheinlichkeit mittels Herabstufungen der Ratings zu signalisieren. Mit grossem Vorlauf vor den offiziellen Ratingagenturen haben wir Fallen Angels wie Kraft Heinz, ZF Friedrichshafen, Fluor, ArcelorMittal oder die Hotelbetreiber wie Marriott International und Accor Hotels im Non-Investment Grade eingestuft. Bei den globalen Automobilherstellern (Nissan, Ford, BMW, Renault) aber auch beim Motorradfabrikanten Harley-Davidson haben wir eine Bonitätsverschlechterung frühzeitig antizipieren und unsere Kunden auf Emittenten mit vielversprechenderem Verlauf aufmerksam machen können (Fiat, Toyota). Die Flugzeughersteller Boeing und Embraer aber auch der Triebwerkfabrikant Rolls Royce waren schon 2019 mit tiefen Ratings und einer Verkaufsempfehlung versehen. Positiver sahen wir den Generikahersteller Teva, wo sich trotz starken Gegenwinden eine graduelle Verbesserung abzeichnet. Das Potential für einen Aufstieg ins Investment Grade haben wir beim US-amerikanischen Hausbauer Lennar, dem schwedischen Telekom-ausrüster Ericsson sowie beim Verpackungshersteller Smurfit Kappa frühzeitig und richtig erkannt. Im Bereich der Einzelhandelsunternehmen wurde der strukturelle Abschwung durch die Verlagerung von Einkäufen auf Onlinekanäle während der Krise beschleunigt. Etablierte Unternehmen wie die US-amerikanische Macy's kämpfen ums Überleben und versuchen beinahe verzweifelt, ihre von hohen Fixkosten geprägten Geschäftsmodelle der neuen Realität anzupassen. Mit Blick auf CHF-Emittenten hat sich wie von uns erwartet, die Lage bei Kudelski, Hochdorf und Aevis weiter verschärft. Positiv entwickelt haben sich unsere aktiven Empfehlungen für Axpo (Heraufstufung), MSC Cruises, Acrotec und Gategroup (halten) sowie die Neuemissionen Firmenich, Lonza und Holcim Nachträge. Weniger Glück hatten wir bisher mit Implenia, wobei wir hier weiterhin konstruktiv sind.

Bei den Finanztiteln hat sich unsere vorsichtige Einstufung bewährt. So hat sich die Negativdynamik bei der deutschen Privatbank M.M. Warburg fortgesetzt. Auch bei der Commerzbank hat sich unsere Skepsis insofern bestätigt, dass die seitens der Bank und der Agenturen verströmte Zuversicht über keine solide Basis verfügt. Wir gehen somit weiterhin davon aus, dass Spekulationen über eine Fusion zwischen den angeschlagenen deutschen Banken (Deutsche Bank, Commerzbank) wieder an Fahrt aufnehmen werden, sobald der Rückenwind durch die Notenbanken abflaut. Eine weiterhin positive Einschätzung vertreten wir beim spanischen Bankinstitut Santander, obwohl der Heimmarkt von der Covid-19 Pandemie stark betroffen ist, da wir robuste Ergebnisbeiträge aus den Aktivitäten in Brasilien, den USA und Grossbritannien erwarten.

Im Bereich Sovereigns lagen wir mit unserer defensiven Einschätzung zu Schwellenländern wie Südafrika, Mexiko und der Türkei richtig. Konstruktiv sind wir nach wie vor bei Ländern wie Ungarn und Bulgarien, wo die positiveren Einschätzungen der Agenturen unsere Meinung inzwischen mittragen. In Europa bereitet uns Italien immer noch die grössten Sorgen, obwohl wir davon ausgehen, dass uns die offiziellen Agenturen aus politischen Gründen nicht ins Non-Investment Grade folgen werden.

I-CV – In eigener Sache

Per November 2020 wurden bestehende Kapitalverbindungen zwischen Fisch Asset Management AG und Independent Credit View AG (I-CV) aufgelöst, sodass nun wieder sämtliche Aktien der I-CV von deren Partnern und Mitarbeitern gehalten werden. I-CV unterstützt Fisch Asset Management auch zukünftig mit professionellen Research-Dienstleistungen und bleibt dem Unternehmen partnerschaftlich verbunden. Durch die Transaktion ist die Unabhängigkeit auch aus Kapitalsicht vollständig gewährleistet und bietet I-CV zukünftig die Möglichkeit, ein breites Spektrum an strategischen Optionen vertieft zu prüfen. Wir sind erfreut über diesen Schritt. Für unsere Kunden und Geschäftspartner bringt dies keine Veränderung. Wir werden Sie weiterhin tatkräftig und in gewohnter Qualität mit unserer Kreditexpertise bei Ihren Anlageentscheiden unterstützen.

Konklusion

Obwohl die Zulassung eines Impfstoffs in Sichtweite ist und demzufolge die mittelfristigen Wirtschaftsaussichten verbessert, gehen wir davon aus, dass die Notenbanken ihre Massnahmen im kommenden Jahr fortsetzen bzw. weiter ausbauen werden, was die Kreditspannen tief halten wird. Wir erwarten eine erhöhte Volatilität, da bei der wirtschaftlichen Erholung auch mit entsprechenden Rückschlägen bei der Pandemie- bzw. Impfstoffentwicklung zu rechnen ist. Kurzfristig werden die staatlichen Notfallprogramme die fundamentalen Faktoren künstlich überdecken und zu noch mehr Zombie-Unternehmen führen. Mittelfristig rechnen wir angesichts der Umsatz- und Margenerosion mit einem Anstieg der Ausfallraten und einer Risikoneubewertung. Inzwischen erachtet auch der Markt das BBB-Segment als besonders gefährdet für Rückstufungen und Ausfälle, da viele BBB-Schuldner über keinen ausreichenden Puffer verfügen, um adverse Ereignisse abzufedern. Wir glauben deshalb, dass wir auch 2021 noch einige prominente Fallen Angels wie z.B. easyJet, Hyatt, Marriott u.a. sehen werden. Die Jagd nach Rendite wird jedoch vorerst weitergehen, was einerseits eine höhere Risikobereitschaft seitens der Investoren verlangt und andererseits die Steuerung und Überwachung der Kreditrisiken unabdingbar macht.

Positiv sind wir für den Bereich Software & Services (Alphabet, IBM, Microsoft), welcher als Gewinner aus der Pandemie hervorgeht. Für defensiv ausgerichtete Investoren empfehlen wir Titel aus den Sektoren Pharma, Versorger sowie Telekom während wir für Investoren, welche eine schnelle Wirtschaftserholung erwarten, in den Sektoren Kapitalgüter und Rohstoffe interessante Möglichkeiten sehen. Bei Finanztiteln bevorzugen wir nachrangige Emissionen von höher eingestuften Banken gegenüber gleich bewerteten senior non-preferred Emissionen von schwächeren Instituten und favorisieren Papiere von Banken in strukturell robusten Märkten (USA, Kanada, Australien, Benelux, Skandinavien). Im Bereich der Nachrang- und Hybridanleihen sehen wir Opportunitäten bei AT&T, BP, OMV, Helvetia, Holcim, sowie Iberdrola und Merck KGaA.



FROHE WEIHNACHTEN

und Vielen Dank für die gute Zusammenarbeit!

Dem aktuellen Umfeld entsprechend möchten wir uns mit diesem «virtuellen Handshake» für die sehr angenehme Zusammenarbeit im vergangenen Jahr bedanken. Trotz derzeit grösserer physischer Distanz freuen wir uns darauf, Sie auch 2021 mit unserer Erfahrung und Expertise in der Bonitätsanalyse sowie den damit zusammenhängenden regulatorischen Anforderungen zu unterstützen. Gerne stehen wir für Fragen und Ihre Anliegen zur Verfügung.

Wir wünschen Ihnen und Ihrer Familie gute Gesundheit und einen guten Start in ein erfolgreiches neues Jahr!

Ihr I-CV Analysten-Team.

2021 – Vorschau zu ausgewählten Branchen

Die **Automobilhersteller** sind mit stärkeren Kreditprofilen als vor der letzten Finanzkrise in diese Covid-19 Krise gefahren, wurden jedoch sehr hart von Produktions- und Verkaufsunterbrüchen getroffen. Die Umsätze und Margen werden sich 2021 moderat erholen, jedoch bleibt das Marktumfeld angesichts der rezessiven Tendenzen sehr schwierig. Zudem müssen sich die Automobilhersteller dem kostspieligen strukturellen Umbruch der Industrie stellen. Angesichts dieser Herausforderungen und der geringen Visibilität gehen wir davon aus, dass die Kreditkennzahlen schwächer bleiben und die finanzielle Flexibilität der Hersteller limitieren. Seitens Ratingagenturen erwarten wir weiteren Druck auf die Einstufungen der Hersteller.

Die **Kapitalgüterindustrie** wurde von der Covid-19 Krise getroffen, jedoch mit unterschiedlicher Ausprägung. Die Ausblicke sind mehrheitlich vorsichtig optimistisch, doch klare Prognosen bleiben Mangelware. Nichtsdestotrotz scheint das Schlimmste vorbei, weshalb wir die I-CV Sektorview im November von Declining auf Stable geändert haben. Fraglich bleibt jedoch, wie schnell die hohen Schuldenstände, welche im Rahmen der Liquiditätssicherung angehäuft wurden, wieder abgebaut werden. Wir beobachten bereits, dass diese – vermeintlich nicht mehr benötigte – Reserve für M&A entfremdet wird. Speziell im Fokus bleibt neben den traditionellen Zyklikern vor allem die Aviatik-Zuliefererindustrie.

Obwohl die Lockdowns für einen Rückgang von Arztbesuchen und somit zu einem langsameren Wachstum bei neu lancierten Therapien führten, hatte Covid-19 einen verschwindend kleinen Einfluss auf die Kreditprofile im **Pharmasektor**. Für 2021 erwarten wir ein solides Wachstum mit gewissen Nachholeffekten bei neuen Therapien sowie möglichen Blockbuster-Umsätzen bei Covid-19 Impfstoffen. Ausserdem rechnen wir weiterhin mit reger Akquisitionstätigkeit, bei der nebst der Onkologie auch Therapien für seltene Krankheiten und Gentherapien im Fokus stehen dürften. Weitere Themen auf der Agenda sind die Medikamentenpreis-Diskussion in den USA sowie die Opioid-Klagen.

Die tiefen Ölpreise und die nachlassende industrielle Nachfrage haben ausnahmslos alle Basischemikalienhersteller stark getroffen. In der **Spezialitätenchemie** gilt es jedoch genauer hinzuschauen: Während Aromen- & Duftstoffproduzenten von defensiven Endmärkten und Farben- & Beschichtungshersteller von einer stärkeren Nachfrage aus dem Heimwerker-Segment profitierten, litten Unternehmen mit Bezug zum Automobil- und/oder Energiesektor stärker. Obwohl auch diese im dritten Quartal eine erstaunliche Erholung zeigten, gehen wir weiterhin von einer schwächeren Nachfrage aus.

Die **Integrierten Öl- und Gasunternehmen** verfügen unserer Meinung nach immer noch über genügend finanzielle Flexibilität, um einem weiteren allfälligen Preiszerfall des Rohöls zu widerstehen. Infolge der massiven Auswirkungen von Covid-19 auf die wirtschaftlichen Aktivitäten erwarten wir zwar deutliche Umsatzrückgänge, aufgrund der vertikalen Integration jedoch stabile Margenentwicklungen und mehrheitlich unveränderte Bonitätseinstufungen.

Für die Unternehmen im **Rohstoffsektor (Metalle & Bergbau)** erwarten wir infolge der konjunkturellen Erholung Chinas und den damit verbundenen höheren Rohstoffpreisen eine positive Entwicklung der Finanzprofile, was jedoch nicht zu höheren Ratingeinstufungen führen wird.

Bereits im Frühjahr 2020 haben wir die Sektor View für **Stromversorger** hinsichtlich steigender Begehrlichkeiten durch unterschiedliche Interessensgruppen (z.B. höhere Dividenden, risikoreichere Investitionen, M&A, höhere Steuern) und Ausbruch der Covid-19 Pandemie auf Stable (bisher Improving) geändert. Wie antizipiert sind die europäischen Versorger bisher gut durch die Pandemie-Krise gekommen und wir bleiben konstruktiv für diesen defensiven Sektor mit Präferenz für vertikal-integrierte Versorger (mögliche Katalysatoren: EU «Green Deal», gestiegene Sensibilisierung für Versorgungssicherheit, Abbau konventionelle Erzeugungsanlagen, steigende CO₂-Preise zur Erreichung ambitionierter Emissionsreduktionsziele).

Der Ausbruch von Covid-19 hat auch die Art und Weise verändert, wie Menschen arbeiten, lernen und einkaufen. Die zunehmende Wichtigkeit der Fernarbeit und des Online-Shoppings kam verschiedenen **Software & Service** Unternehmen, von Online-Marktplätzen bis hin zu Cybersicherheitsfirmen zugute. Wir erwarten, dass viele Unternehmen in diesem Sektor (mit Ausnahme derjenigen, die wesentlich von Werbeeinnahmen abhängig sind) auch im GJ21 von einer starken Nachfrage profitieren, da nach wie vor die Bewegungseinschränkungen in Kraft bleiben.

Da infolge der Pandemie viele Menschen von zu Hause arbeiteten und studierten, wurden mehr Personalcomputer und andere Geräte angeschafft. Dies hat die Verkäufe der **Technologie Hardware** Unternehmen unterstützt. Darüber hinaus haben die Arbeitgeber die Investitionen in Rechenzentren aufgestockt, um einen reibungslosen Arbeitsablauf zu ermöglichen. Künftig werden diskretionäre IT-Ausgaben unter Druck bleiben, da die Visibilität gering bleibt und die Erholung ungewiss ist. Wir erwarten, dass die strukturellen Trends eine langsame Erholung in der zweiten Hälfte des nächsten Jahres unterstützen dürften.

Für die **Telekommunikationsunternehmen** erwarten wir 2021 weitgehend eine stabile operative Leistung. Während die hohe Wettbewerbsintensität zusammen mit der geringen Konsumentenstimmung ein schnelleres Umsatzwachstum verhindern werden, dürften die Kosteneinsparungsprogramme die hohen EBITDA-Margen stützen. Wir sehen jedoch keinen grossen Spielraum für eine Verbesserung der Kreditkennzahlen, da der Grossteil der Cashflows dem erheblichen Investitionsbedarf (Glasfaserdichte, Bandbreitenkapazität, 5G-Spektrum) sowie den Aktionären dient.

Mit wenigen Ausnahmen gingen die internationalen **Banken** oder nationalen Champions mit einer soliden Verfassung in das Geschäftsjahr 2020. Trotz einer weiterhin starken Stützung durch Finanz-, Geldpolitik sowie von aufsichtsrechtlicher Seite halten wir für 2020/21 schwächere Finanz- und Risikoprofile gegenüber 2019 für realistisch. Hauptrisiko bleibt der weitere Verlauf der Pandemie und die Wirksamkeit der verschiedenen wirtschafts- & sozialpolitischen Massnahmen. Zum jetzigen Zeitpunkt und im Jahr 2021 sollte die Corona-Rezession v.a. zu Lasten der Aktionäre gehen. Wir erwarten bei den bonitätsstarken Banken, wenn überhaupt, nur marginale Ratinganpassungen. Problematisch dürfte es für diejenigen Banken werden, welche die zuletzt konjunkturell guten Jahre nicht für die Verbesserung des Finanzrisikoprofils genutzt haben. Hierzu gehören teilweise Banken aus Südeuropa und Deutschland. Als ebenfalls exponiert erachten wir auch aufgrund der besonderen Situation mit Brexit und Covid-19 Banken aus Grossbritannien.

Die **Versicherungsindustrie** startete mehrheitlich mit soliden Kreditkennzahlen ins Jahr, was für ausreichend Puffer zur Abfederung der negativen Auswirkungen von Covid-19 sorgte. Die Pandemie sorgt für ein erhöhtes Schadenaufkommen und die Gegenmassnahmen der Notenbanken belasten die Anlageerträge der Versicherungen langfristig. Besonders gefährdet in diesem Umfeld sind Lebensversicherer mit hohen, garantierten Leistungsversprechen. Die Rückversicherer müssen ebenfalls eine höhere Schadenlast schultern, während die klassischen Sachversicherer begünstigt durch eingeschränkte Mobilität und Heimarbeit eine Verbesserung der Combined Ratio verzeichnen werden. Die vollen Auswirkungen der Krise werden sich erst mittelfristig manifestieren, weshalb wir für den Sektor von einer Abschwächung der Kreditkennzahlen ausgehen.

Die **Immobilienunternehmen** blicken auf ein turbulentes Jahr zurück. Während beim Wohneigentum durch die tiefen Zinsen ein regelrechter Goldrausch ausgebrochen ist und insbesondere Einfamilienhäuser stark gefragt sind, hat sich der Strukturwandel bei den Gewerbeliegenschaften beschleunigt. Die temporäre Schliessung von Einkaufszentren hat zu einer Veränderung der Einkaufsgewohnheiten geführt. Ähnliches wird bei Büroliegenschaften festgestellt. Es ist zu befürchten, dass insbesondere weniger zentral gelegene und in die Jahre gekommene Flächen zukünftig einen Nachfrageeinbruch erleiden. Diese Entwicklung wird durch die rege Bautätigkeit zusätzlich verschärft. Entsprechend gilt es insbesondere bei Gewerbeliegenschaften auf die Lage der Objekte sowie deren Spezifität ein besonderes Augenmerk zu legen.

Gesundheitseinrichtungen/Spitäler in der Schweiz und in Europa werden wirtschaftlich stark von den Nachfrageverschiebungen durch die Covid-19 Pandemie betroffen sein (Sektorview: Declining). Wir gehen allerdings davon aus, dass die wirtschaftlich fragileren Spitalgesellschaften der öffentlichen Hand aus systemischen Gründen gestützt werden, während stärkere private Betreiber unter Umständen von den Problemen der öffentlichen Spitäler profitieren können, wenn sie Aufgaben defizitärer Einrichtungen übernehmen.

Im **Getränke und Nahrungsmittelsektor** sorgte Covid-19 für gegenläufige Effekte. Während Getränkehersteller stark unter den weltweit angeordneten Schliessungen von Bars und Restaurants litten, profitierten Hersteller verpackter Lebensmittel vom zunehmenden Konsum zuhause. Wir erwarten, dass sich diese Effekte im Laufe des GJ21 umkehren bzw. normalisieren dürften.

Disclaimer

Dieses Dokument dient nur zu Informationszwecken und ist keine Aufforderung zur Tätigung von Transaktionen oder zum Abschluss irgendeines Rechtsgeschäftes. Die in diesem Dokument enthaltenen Informationen stammen oder beruhen auf Quellen, die Independent Credit View AG (nachfolgend I-CV) als verlässlich erachtet. I-CV übernimmt jedoch keine Gewährleistung für die Richtigkeit, Aktualität oder Vollständigkeit der Informationen. I-CV behält sich zudem vor, im Dokument geäusserte Meinungen ohne Vorankündigung und ohne Angabe von Gründen zu ändern. I-CV lehnt jegliche Haftung für Verluste aus der Verwendung dieses Dokuments und den möglichen rechtlichen, regulatorischen, steuerlichen und buchhalterischen Konsequenzen ab. Insbesondere haftet I-CV nicht für den Erfolg der von ihr abgegebenen Empfehlungen. Ratings beziehen sich einzig auf Kreditrisiken. Insbesondere berücksichtigen Ratings das Zinsänderungsrisiko und andere Marktrisiken nicht. Das vollständige oder teilweise Reproduzieren oder Veröffentlichens dieses Dokuments ist nicht gestattet.