The Independent Credit View – 2023

Dezember 2023

Das Wesentliche

2023 war geprägt von einem beispiellosen Zinserhöhungszyklus der Fed und EZB, was die Leitzinsen in Amerika und Europa auf den höchsten Stand seit über 20 Jahren bzw. seit dem Start der Währungsunion hievte. Die straffe Geldpolitik der Notenbanken hat die Dynamik der Preissteigerungen gebrochen, die Inflation bewegt sich jedoch immer noch weit über den Zielen der Zentralbanken. Infolgedessen werden die Leitzinsen in den USA und dem Euroraum, anders als vom Markt aktuell antizipiert, länger auf hohem Niveau verharren («higher for longer»).

Da der gegenwärtige Wirtschaftszyklus atypisch verläuft und sich die Volkswirtschaften bisher als widerstandsfähig erweisen, ignorierten die Aktienmärkte die straffe Geldpolitik und werden das Jahr positiv abschliessen. Der Anleihenmarkt ist mit den höheren Zinsen aus dem Dornröschenschlaf erwacht und festverzinsliche Wertpapiere bieten eine attraktive Alternative zu Aktien. Die Kreditspannen für Corporate Bonds haben sich im Jahresverlauf eingeengt, trotz US-Bankenkrise im Frühjahr und Volatilität nach dem Verlust eines weiteren AAA-Ratings der USA. Aktuell befinden sich die Risikoprämien auf dem Jahrestiefststand und reflektieren lediglich eine leichte konjunkturelle Abkühlung aber keine Rezession. Die Dynamik der Einengung wurde gegen Ende Jahr zusätzlich mit Zinssenkungshoffnungen für 2024 unterstützt. Wir erwarten steigende Ausfallraten, eine höhere Volatilität und aufgrund enttäuschter geldpolitischer Fantasien die eine oder andere negative Überraschung am Markt.

Quelle: Toonpool

Schwerpunkte Analysetätigkeit & Projekte

Mit unseren Analysen und themenspezifischen Credit Insights haben wir auch dieses Jahr die für Bondinvestoren relevanten Ereignisse und Entwicklungen adressiert. Erwähnenswert und erfreulich aus Investorenperspektive ist, dass die Anlageklasse Fixed Income durch den Zinsanstieg an Attraktivität gewonnen hat. Viele Investoren, welche mangels Rendite in den vergangenen Jahren das Portfolio zugunsten von Aktien und illiquiden Instrumenten (Private Debt, Immobilien, etc.) umgeschichtet haben, bauen nun den Direktbestand wieder aktiv aus.

Trotz steigenden Zinskosten zeigten sich die Ergebnisse der Unternehmen im Jahresverlauf noch als relativ robust. Die Ausnahme bildeten zyklische und konsumsensitive Sektoren, welche durch das Abflauen der postpandemischen Nachfrage, den eingetrübten Ausblick auf die Wirtschaftsentwicklung und die verhaltene Kauflust der Konsumenten unmittelbar betroffen sind. Treu dem Credo: «Opportunitäten nutzen und unnötige Risiken vermeiden», standen wir unserer Kundschaft mit Rat und Tat zur Seite und haben unter verschiedenen Szenarien die anfälligen Emittenten in den Kundenbeständen isoliert und Opportunitäten aufgestöbert.

Die grossen Gewinner waren zum einen die Banken, welche von einer höheren Zinsmarge profitieren und Profitabilität wie auch die Kreditkennzahlen stärken konnten. Die grosse Überraschung im Sektor war gewiss die Zwangsfusion der Credit Suisse mit der UBS, welche im Frühjahr in Windeseile entschieden wurde. Obwohl wir stets von Investitionen in AT1-Bonds der Credit Suisse abgeraten hatten, war es nicht unser Basisszenario, dass die Bondholder mehr bluten müssen als die Aktionäre und das Institut vollends in der UBS aufgehen würde. Das schnelle Ende der Credit Suisse kam somit auch für unsere krisenerprobten Bankanalysten abrupt.

Auch bei den Unternehmensanleihen kam 2023 einiges an Bewegung in den Markt. Ein besonderes Augenmerk gilt neben der zukunftsgerichteten Beurteilung des Geschäfts- und Finanzprofils nun wieder der Fälligkeitsstruktur der Schulden. Unternehmen, welche beispielsweise mit akquisitionsbedingt hohen Schulden und einem kurzfristigen Fälligkeitsprofil

I—CV Independent Credit View AG
the view behind the rating
Schweizergasse 21
8001 Zürich
info@i-cv.ch
www.i-cv.ch
+41 43 204 19 19
MwSt Nr.CHE-109.887.445

aufwarten, müssen mit einem markanten Anstieg der Refinanzierungskosten rechnen. Höhere Zinsen belasten die Cashflows und führen zu einer Erosion des Zinsdeckungsgrads. Die disziplinierende Wirkung des Zinses ist zurück. Bei vielen Unternehmen rückt deshalb die Ratingpflege auf der Agenda wieder nach oben. Wurden in der Tiefzinsphase die Aktionäre mit Dividenden und Aktienrückkäufen bei Laune gehalten, bricht nun eine Phase an, wo die Interessen der Gläubiger wieder mehr Beachtung finden.

Erfolge

Immobilienmarkt: Der Immobilienmarkt erwies sich, wie von uns vermutet, als erster Dominostein, welcher in einem Marktumfeld mit höheren Zinsen fallen würde. Im Mai 2023 haben unsere Immobilienexperten mit einem Credit Insight mit dem Titel «Immobilienunternehmen im Strudel der Zinswende», erneut auf die Verletzlichkeit des Sektors hingewiesen. Im Vordergrund stand dabei die Problematik der Bewertung nach IFRS, welche es in der Tiefzinsphase erlaubte, Aufwertungsgewinne zu verbuchen und de facto Kapital ohne Substanz zu erschaffen. Dass diese Gewinne unrealisiert und flüchtig sind, wurde lange ausgeblendet. Der steile Zinsanstieg lässt die Blase nun platzen, indem zum einen Bewertungsverluste verbucht werden müssen, was den Belehnungswert (LTV) strapaziert. Zum anderen steigen die Refinanzierungskosten an, was die Kennzahl Zinsdeckung schrumpfen lässt. Hoch verschuldete Unternehmen, die sich kurzfristig oder opportunistisch (z.B. mit Hybridanleihen) refinanziert haben, kommen unter Druck und müssen sich in einem fallenden Markt mit Notverkäufen Liquidität beschaffen. Der Ausfall der Signa Group aber auch der unseres Erachtens unvermeidbare Abstieg der CPI Property Group in den Junk-Bereich (Fallen Angel) sowie die Umschuldung der Adler Gruppe oder die Insolvenz der WeWork, unterstreichen die Anfälligkeit des Sektors.

Länderstudie 2023: Im Oktober wurde die jährliche Länderstudie veröffentlicht, welche eine Einschätzung der Kreditqualität von rund 50 Staaten sowie der relevanten Ratingtreiber enthält. Kernthemen der diesjährigen Studie sind der Einfluss der steigenden Zinsen auf die Staatshaushalte, welche vielerorts immer noch überhöhte Schuldenstände ausweisen, sowie die temporäre Verschnaufpause durch den «Inflationszauber». Die Transmission der strafferen Geldpolitik in die Realwirtschaft beginnt erst und wird dazu führen, dass Staaten harte Einschnitte in der Ausgabenpolitik machen müssen, um die Schuldensituation angesichts verhaltener Wachstumsaussichten zu stabilisieren. Unsere Einschätzungen zu den USA aber auch China, welche schon länger deutlich unter den Ratingagenturen notieren, haben sich bewährt. Deutschland hat bei uns ebenfalls die Top-Einstufung eingebüsst. Positiv für Investoren ist jedoch, dass sich durch den Rückzug der Notenbanken die Renditen erholt und Staatsanleihen somit wieder an Attraktivität gewonnen haben.

ESG-Radar: Vergangenes Jahr konnten wir mit dem ESG-Radar eine benutzerfreundliche und marktnahe Lösung etablieren, welche bei Investoren auf guten Anklang stiess. Mit dem Credo «von Praktikern für Praktiker» adressiert der ESG-Radar viele der Problemfelder von vorgefertigten und intransparenten Lösungen, welche Investoren in der Auswahl der Anlagen künstlich einschränken und einem gefährlichen Herdentrieb unterjochen (Stichwort: forced selling). Abgestützt auf wertvolles Kundenfeedback haben unsere Applikationsentwickler die Lösung im 2023 kontinuierlich ausgebaut. Besonders erfreut sind wir über die Zusammenarbeit mit RepRisk, einem ebenfalls in Zürich ansässigen aber global etablierten Spezialisten im Bereich der Risikoidentifikation. Abgestützt auf die RepRisk-Daten lassen sich die Absichtserklärungen in Nachhaltigkeitsberichten von Unternehmen mit dem realen Geschäftsverhalten plausibilisieren.

I-CV feiert 20-jähriges Bestehen: Ein Highlight aus interner Sicht war das 20-jährige Jubiläum unseres Unternehmens, welches wir dieses Jahr feiern durften. In den vergangenen zwanzig Jahren hat sich I-CV vom kleinen Start-up zu einem etablierten Unternehmen mit einer breiten und treuen Kundenbasis entwickelt. Der Mehrwert von einer unabhängigen Krediteinschätzung hat sich über die Jahre bewährt und das «investor pay» Geschäftsmodell hat sich trotz anhaltender Dominanz der grossen Agenturen bei professionellen Investoren fest verankert. Wir bedanken uns an dieser Stelle für die Treue, den spannenden Austausch und freuen uns auf die nächsten zwanzig Jahre.

Ausblick

Die Ausfallraten stiegen 2023 wie von uns erwartet langsam von den historischen Tiefstwerten an, welche 2022 verzeichnet wurden. Auch sind seitens der Agenturen mehr Downgrades als Upgrades zu verzeichnen, welche mit einer Anpassung der vormals optimistischen Erwartungen einhergehen. Ein Flächenbrand blieb jedoch aus und die höheren Zinsen schlagen sich mit Verzögerung auf die Finanzprofile der Unternehmen, Staats- und Privathaushalte durch. Für 2024 erwarten wir deshalb einen weiteren Anstieg der Insolvenzen und Ausfallraten, was auf die erschwerte Tragbarkeit der Schulden aber auch Bereinigungseffekte aus der Tiefzinsphase (Stichwort: Zombiefirmen) zurückzuführen sein wird. Die Immobilienbranche bleibt weiterhin einem rauen Wind ausgesetzt. Probleme werden auch in illiquiden Private Credit Vehikeln auftauchen, wo sich bereits eine Abschwächung der Qualität abzeichnet. Wir erwarten generell eine höhere Volatilität, da die geldpolitischen Fantasien (Hoffnung auf schnelle Leitzinskürzungen) kaum in Erfüllung gehen und der Markt durch die eine oder andere negative Überraschung verunsichert werden dürfte. Daraus ergeben sich jedoch wiederum interessante Opportunitäten, wobei eine sorgfältige Auswahl und Überwachung zwingend sind.

Bei defensiven Sektoren (Pharma, Nahrungsmittel, Telekom, Versorger) bleibt man wie schon im auslaufenden Jahr gut positioniert. Aus dem Bereich der zyklischen Sektoren bevorzugen wir z.B. BASF, BHP, Danfoss, Glencore, Holcim, Honeywell und Schneider. Für Non-IG Instrumente sehen wir Rising Star Opportunitäten bei Cemex, Darling Ingredients, Elis und Rolls-Royce. Im Bereich der Hybridanleihen bevorzugen wir Instrumente von soliden IG-Schuldnern (AT&T, Enel, Engie, Iberdrola, TotalEnergies) mit First Call Daten im Zeitraum von 2026-2029 sowie hohen Reset Spreads als Schutz vor möglichen Verlängerungsrisiken. Bei Finanzinstituten favorisieren wir die fundamental soliden, stärker auf Privatkunden ausgerichteten Banken aus oligopolistischen Märkten (Benelux, Frankreich, Grossbritannien; z.B. ING, KBC, BNP Paribas, Crédit Agricole und Lloyds) wie auch die grossen spanischen Institute. Die Belastungen aus dem schwächeren Immobilienmarkt halten wir auch für

I—CV Independent Credit View AG
the view behind the rating
Schweizergasse 21
8001 Zürich
info@i-cv.ch
www.i-cv.ch
+41 43 204 19 19
MwSt Nr.CHE-109.887.445

die nordischen Banken für verkraftbar. Unter Carry-Aspekten sind bei solch robusten Emittenten Senior Non-Preferred und Tier 2 Emissionen attraktiver als die Senior Preferred-Anleihen schwächerer Kreditinstitute.
Wir freuen uns schon heute darauf, im September 2024 eine neue Auflage des Swiss Bond Congress in Zürich durchzuführen. Das Programm wird in gewohnter Manier Einblicke ins Ratinghandwerk und die Unternehmensstrategie von namhaften Emittenten geben. Das gesellschaftliche soll dabei ebenfalls nicht zu kurz kommen. Reservieren Sie sich schon heute das Datum (Donnerstag, 19. September 2024). Die offizielle Einladung erfolgt dann im April. Falls Sie einen Wunsch oder ein Spezialthema bei uns platzieren möchten, wenden Sie sich bitte direkt an uns und wir werden uns bemühen, dies in der Programmgestaltung entsprechend zu berücksichtigen.

***

Wir bedanken uns für die angenehme Zusammenarbeit sowie Ihr Vertrauen im vergangenen Jahr und freuen uns darauf, Sie auch 2024 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 Ihren Familien schöne Festtage und einen guten Start in ein erfolgreiches neues Jahr!

Ihr I-CV Analysten-Team

I—CV Independent Credit View AG
the view behind the rating
Schweizergasse 21
8001 Zürich
info@i-cv.ch
www.i-cv.ch
+41 43 204 19 19
MwSt Nr.CHE-109.887.445

Vorschau zu ausgewählten Sektoren

Industrie	Aktuelle Situation
Versorger	Das Marktumfeld für europäische Versorger bleibt günstig. Stützend wirkt, dass die Staaten mit diversen Hilfspaketen die Systemrelevanz des Sektors untermauern und sich die Risiken entlang der Versorgungskette entschärft haben. Bei weiterhin hohem Preisniveau sind mit der Beruhigung der Märkte auch die Handelsrisiken zurückgegangen. Davon profitieren insbesondere Strompro-duzenten. Zudem dürfte das veränderte Zinsumfeld für die meisten Stromversoger kein «Game Changer» darstellen. In diesem Zusammenhang erachten wir die jüngsten Meldungen markanter Wertberichtigungen bei einzelnen Offshore-Windprojekten als unternehmensspezifische Ereignisse und nicht als Branchenphänomen. Alles in allem prognostizieren wir trotz steigender Zinskosten gut tragbare Schuldenratios.
Banken Europa	Während in 2023 ausgehend von einer schwachen konjunkturellen Entwicklung (mit Vorteilen für die US-Wirtschaft) ein schlechteres Investitions- und Konsumklima mit steigenden Unternehmens-insolvenzen sowie höheren Problemkreditquoten und Risikokosten zu verzeichnen waren, konnten diese durch die positive Entwicklung beim Zinsertrag mehr als kompensiert werden (Ausnahme u.a. kanadische und einige französische Banken). In 2024 erwarten wir, dass die negativen Auswirkungen der Inflation sowie die konjunkturellen Belastungen und Verwerfungen in Immobilienmärkten der positiven Entwicklung ein Ende setzen. Die Fundamentaldaten der grossen Universalbanken sollten sich über das Jahr auf einem robusten, tieferen Niveau stabilisieren.
Versicherungen	Die Versicherungsindustrie blickt auf ein solides Jahr zurück und die Vorzeichen sind auch für 2024 positiv. Der harte Markt hielt an und vor allem im Bereich der kommerziellen Risiken in der Schaden- und Haftpflichtversicherung wie auch in der Rückversicherung liessen sich stattliche Prämienerhöhungen durchsetzen. Im Lebensversicherungsbereich brachte der Zinsanstieg Rückenwind bei den Solvenzquoten. Für 2024 erwarten wir eine graduelle Normalisierung. Die Prämienerhöhungen lassen sich nicht beliebig fortschreiben, während sich die höheren Kosten langsam in den Schadenaufwendungen niederschlagen werden. Die unrealisierten Verluste auf der Anlageseite sind ein Damoklesschwert bei Versicherungen mit hohem Bestand an illiquiden Anlagen sowie Geschäftsmodellen mit regulatorischer Arbitrage.
Energie	Der verhaltene Wirtschaftsausblick für 2024 wird zu einer Normalisierung der Energienachfrage und des Preisumfelds führen. Die Rekordresultate der integrierten Öl- und Gasunternehmen der vergangenen zwei Jahre können wohl nicht wiederholt werden. Da sich die Kreditprofile jedoch substanziell verbessert haben, können die Unternehmen mit der finanziellen Flexibilität auch bei tieferen Energiepreisen den Aktionärsfokus weiterführen. Wir erwarten eine stabile Entwicklung der Finanzprofile.
Rohstoffe	Die strukturelle Wirtschaftskrise in China sowie die entspannte Versorgungslage hat im 2023 zu tieferen Rohstoffpreisen geführt, wobei einige Basismetalle aufgrund der Dekarbonisierung von einer Nachfrageverschiebung begünstigt werden. Auch bei einer wirtschaftlichen Schwäche gehen wir im 2024 von einer stabilen Entwicklung der Finanzprofile aus und erwarten, dass global zunehmende Investitionen für Rüstung, Transport und Energiewende stützend wirken.
Nahrungsmittel	Das aus Preiserhöhungen resultierende Umsatzwachstum lässt allmählich nach, da die Preis-elastizität der Konsumenten steigt. Damit werden weitere Preisanhebungen im GJ24 schwieriger umsetzbar und zu einer Umsatznormalisierung führen. Nahrungsmittelhersteller müssen sich für das GJ24 eine Strategie zurechtlegen, da erhöhte Werbeausgaben und Promotionen zur Ankurbe-lung der Absatzvolumen die Margen unter Druck setzen könnten. Produktmix und Markt-positionierung werden bei der weiteren Entwicklung der Profitabilität entscheidend sein. Premiumprodukte dürften es zwischenzeitlich schwer haben, da Verbraucher vermehrt auf günstigere Alternativen ausweichen.
Software & Services	Aufgrund zurückhaltender IT-Ausgaben und geringerer Werbeeinnahmen verzeichneten die Software & Services Unternehmen im 2023 ein schwächeres, aber immer noch robustes Umsatz-wachstum. Die Profitabilität konnte durch Kostenoptimierungen weitgehend gehalten werden. Wir gehen davon aus, dass strukturelle Treiber wie die Transition zur Cloud weiterhin stützend wirken, die IT- und Werbebudgets von Unternehmen jedoch stagnieren und selektiver alloziert werden.

I—CV Independent Credit View AG
the view behind the rating
Schweizergasse 21
8001 Zürich
info@i-cv.ch
www.i-cv.ch
+41 43 204 19 19
MwSt Nr.CHE-109.887.445

Telekommunikation	Die Telekommunikationsunternehmen konnten im 2023 den inflationsbedingten Kostendruck mehrheitlich an die Kunden weitergeben, ihre Bilanzen aber aufgrund hoher Investitionen in Mobilfunk- und Breitbandnetze nicht nachhaltig stärken. Wir rechnen aufgrund der Konjunkturresistenz des Sektors weiterhin mit einer stabilen Entwicklung. Allerdings dürften Premiumanbieter aufgrund steigender Preissensitivität der Konsumenten leicht an Marktanteilen verlieren.
Pharma	Aufgrund der starken Entwicklungspipelines ist auf Branchenebene auch in Zukunft mit einer robusten Geschäftsentwicklung zu rechnen. Im aktuellen Hochzinsumfeld sind potenzielle Übernahmekandidaten allerdings erschwinglicher geworden und wir rechnen mit einem Anstieg der M&A-Aktivität. Dank solider Bilanzen können die meisten Pharmaunternehmen unseres Erachtens aber auch grössere Akquisitionen gut verkraften.
Einzelhandel	Die hohe Inflation belastet die Konsumentenstimmung und setzt den Sektor unter anhaltenden Druck. Die Visibilität in Bezug auf die Verbraucher bleibt gering und Einflussfaktoren wie steigende Privatschulden und Kreditkartenausfälle sowie die Rückzahlungspflicht von Studentenkrediten in den USA belasten zusätzlich. Vor diesem Hintergrund sind Preiserhöhungen nur schwer umsetzbar, was die operativen Gewinne und freien Cashflows auch im neuen Jahr schmälern dürfte.
Automobil	Das Umfeld für Automobilhersteller wird rauer und eine sich abschwächende Preisdynamik, die höhere Wettbewerbsintensität sowie der steigende EV-Anteil bringt die Margen unter Druck. Die meisten Automobilhersteller verfügen aktuell über stärkere Kreditprofile als während der letzten Finanzkrise. Dies gibt einen gewissen Spielraum, um Unsicherheiten im Zusammenhang mit der erwarteten Abschwächung der Nachfrage zu meistern. Der Ratingdruck dürfte sich aber verschärfen, zumal die strukturelle Transformation des Sektors eine grosse Herausforderung bleibt, welche nicht alle Marktteilnehmer gleich gut bewältigen werden.
Chemie	Im Zuge der konjunkturellen Eintrübung in der zweiten Hälfte des vergangenen Jahres war auch 2023 geprägt von Kosteninflation und Nachfragerückgängen, die vor allem auf den Lagerabbau bei den Kunden zurückzuführen waren. Die erhoffte Trendwende in der zweiten Jahreshälfte blieb jedoch aus, so dass der Druck zu Lasten der Finanzprofile vorerst anhalten wird. Wir gehen davon aus, dass auch das 1H24 herausfordernd bleiben wird, bevor die Nachfrage sich verbessert und die Kreditkennzahlen sich allmählich wieder erholen.
Kapitalgüter	Das GJ23 zeigte bisher ein gemischtes Bild. Gerade zyklische Unternehmen kämpfen infolge tieferer Nachfrage und anhaltender Kosteninflation (u.a. Löhne) mit Margendruck. Trotzdem konnten gewisse Kapitalgütergesellschaften im 3Q23 gute resp. besser als erwartete Resultate rapportieren (ABB, 3M, GE etc.). Alles im allem bleiben die Wirtschaftsaussichten fürs 2024 aber ungewiss. Hinzu kommen höhere Finanzierungskosten. Immerhin agieren viele Kapitalgütergesellschaften im I-CV Universum aus einer Position der finanziellen Stärke und Ratingpflege ist im Rahmen der Kapitalkostenoptimierung auf der Agenda der Finanzchefs wieder nach oben gerückt.
Immobilien	Die weltweiten Zinssteigerungen haben die Immobilienmärkte in Unruhe versetzt. Während sich die Auswirkungen in der Schweiz in Grenzen hielten, sind in Ländern wie Deutschland oder Schweden erhebliche Preiskorrekturen zu verzeichnen. Insbesondere Immobilienunternehmen mit gedrängten Fälligkeitsprofilen und überbewerteten Anlageportfolios geraten stark unter Druck und können ihre Liquidität nur mit erheblichem Aufwand aufrechterhalten. Dies gelingt durch Massnahmen wie Verkäufe, Eigenkapitalerhöhungen und besicherte Finanzierungen über Banken. Aufgrund der niedrigen Nettomietrendite der Portfolios ist der Kapitalmarkt derzeit für viele Unternehmen rein wirtschaftlich gesehen keine attraktive Alternative. Die verstärkte Nutzung besicherter Finanzierungen erhöht die strukturelle Nachrangigkeit unbesicherter Anleihen. Wir prognostizieren weiteren Druck auf die Finanzprofile, der sich in sinkenden Zinsdeckungen, Liquiditätsengpässen und steigenden Beleihungsquoten manifestieren wird.

Weitere Informationen sowie Termine zu Veranstaltungen und Analysen finden sich auf unserem I-CV Research Portal

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 Veröffentlichen dieses Dokuments ist nicht gestattet.

I—CV Independent Credit View AG
the view behind the rating
Schweizergasse 21
8001 Zürich
info@i-cv.ch
www.i-cv.ch
+41 43 204 19 19
MwSt Nr.CHE-109.887.445