

Das Umfeld für eine erfolgreiche und vorteilhafte Spitalfinanzierung ist noch komplexer geworden

# Die Dinge beim Namen nennen

Anlässlich der Podiumsdiskussion zum Thema Finanzierung am Kongress immohealthcare in Bern brachte Stefan Mühleemann, Partner pro ressource – Finanzierungsoptima, Zürich, die ZuhörerInnen mehrfach zum Schmunzeln. Er erläuterte virtuos, welche Elemente für die Finanzierung von Investitionsvorhaben im Spitalbereich entscheidend sind. Eines ist klar: Es ist angesichts von Negativzinsen und unsicheren Wirtschafts- und Konjunkturentwicklungen nicht einfacher geworden, auf diesem verzwickten Spielfeld Tore zu schiessen.

Das war Grund genug für «clinicum», dem Experten ein paar Fragen zu stellen:

**Am immohealthcare-Podium fanden Sie ein interessiertes Publikum, dem Ihre Ausführungen sichtlich gefallen haben. Was ist Ihr Erfolgsrezept?**

Stefan Mühleemann: Die Dinge auf eine anständige Weise beim Namen nennen. Moderator Steffen Lukesch hat mich aber auch entsprechend gekitzelt (lacht).

**Inwiefern ist pro ressource – Finanzierungsoptima qualifiziert, als Experte aufzutreten, wenn es um Kapitalmarktanleihen für Spitäler geht?**

Bisher wurden in der Schweiz fünf öffentliche Anleihen mit einem Gesamtvolumen von 525 Mio. Franken für öffentliche Spitäler emittiert. Von diesen fünf haben wir vier arrangiert mit einem Gesamtvolumen von 450 Mio. Franken, was 86% entspricht. Das kann uns so schnell keiner nachmachen.

**Wie sind denn die Kunden mit den Resultaten zufrieden?**

Das sollten Sie natürlich unsere Kunden fragen. Ein guter und objektiver Indikator für die erfolgreiche Platzierung einer Anleihe ist die Entwicklung des sog. Z-Spreads, oder Credit-Spreads, der Marge so zu sagen. Wenn diese nach der Emission stabil ist oder sich nur gering bewegt, dann zahlt der Kreditnehmer den fairen Preis. Wenn dieser Z-Spread aber direkt nach der Emission stark fällt, zahlt der Kapitalnehmer zu viel. Und zwar für die Gesamtlaufzeit der Anleihe. Bei unseren vier Anleihen brach der Z-Spread nie ein. Dementsprechend zahlen unsere Spital-

kunden einen fairen Preis für das aufgenommene Geld.

**Warum fällt denn dieser Spread manchmal?**

Es hat mit Angebot und Nachfrage zu tun. Wenn ein Spital z.B. CHF 100 Mio. aufnehmen will, gibt es für diesen Betrag einen fairen Preis am Markt. Den kennt natürlich niemand. Ihn herauszufinden, ist die hohe Kunst. Wenn der Preis zu tief ist, werden einem vielleicht nur CHF 60 Mio. angeboten. Wenn man hingegen mit einem zu hohen Preis an den Markt geht, dann rennen einem die Investoren die Bude ein und anstatt der CHF 100 Mio. hat man plötzlich Angebote von CHF 500 Mio. Wenn man dann nur 20% dieser Nachfrage bedienen kann, fällt der Spread direkt nach der Emission deutlich.

**Die entscheidenden Kriterien für eine erfolgreiche und vorteilhafte Finanzierung**

**Was beeinflusst eigentlich einen «fairen Preis»?**

Das sind viele Dinge. Z.B. die Finanzlage des Spitals, die verfügbaren Sicherheiten, die Qualität des Managements, der Name des Spitals aber auch die Laufzeit der Anleihe oder der Investitionsdruck der Anleger.

Damit die Investoren die Daten des Schuldners nicht selber herausfinden und analysieren müssen, lassen wir immer ein Rating von der fedafin AG erstellen. Die übernimmt die Analyse, fasst die Erkenntnisse in einem Ratingbericht zusammen und vergibt ein Rating. Darauf bauen dann die Investoren auf und offerieren Ihre Zeichnungsangebote.



Stefan Mühleemann, Partner pro ressource – Finanzierungsoptima

**Wurden Anleihen, die Sie arrangiert haben auch schon mal überzeichnet?**

Wir hatten tatsächlich schon leichte Überzeichnungen, was für die Emission gesund ist, und wir hatten auch schon einen Fall mit einer leicht tieferen Zeichnung, als eigentlich angestrebt wurde. In diesem Fall hat aber das Spital den gewünschten Betrag trotzdem erhalten, weil wir mit der Bank, die wir ausgewählt hatten, eine sog. Festübernahme vereinbart hatten. Die Bank nahm dann den Fehlbetrag in die Bücher und verkaufte den Bestand später im sogenannten Sekundärmarkt.

**Warum soll sich ein Kreditnehmer überhaupt für eine Anleihe entscheiden?**

Gründe, die für eine Anleihe sprechen, sind z.B. das relativ einfache Vertragswerk im Vergleich z.B. zu einem Konsortialkreditvertrag, das kaum

existierende Gegenparteirisiko oder die momentan vorherrschenden tiefen Zinskosten gepaart mit der hohen Zinssicherheit. Im Anleihenmarkt kann der Kreditnehmer von den momentan vorherrschenden Negativzinsen profitieren, was bei Bankkrediten nicht der Fall ist. Nachteile sind z.B. die Inflexibilität, die relativ teuren Kommissionen und dass der Kreditnehmer auf ein Mal einen grossen Geldbetrag bekommt, den er evtl. in einem Bauprojekt erst später braucht. Bei den aktuell vorherrschenden Negativzinsen auf Anlagen kann das teuer werden, wenn der Schuldner das Geld zu Minuszinsen anlegen muss.

Man sollte aber nie nur ein einzelnes Finanzierungsprodukt isoliert betrachten. Es geht darum, für Kreditnehmer die optimale Gesamtfinanzierung und Zinsabsicherung zu arrangieren. Da kann eine Anleihe mit dabei sein, oder auch nicht. Das hängt von den Bedürfnissen des Spitals ab. Wir haben schon viele Gesamtfinanzierungen arrangiert, die ohne Anleihe mehr Sinn machten.

### Welche anderen Produkte haben Sie dann dort verwendet?

Wenn wir eine Finanzierung für einen Kunden beschaffen, machen wir eine Ausschreibung und vergleichen alle möglichen Finanzierungsformen und Anbieter. Da kommen Kredite von Banken genauso in Frage wie sog. Schuldscheindarlehen von Versicherungen, Privatplatzierungen bei Pensionskassen und viele andere.

### Oftmals wird ist sehr schwierig, Vergleiche anzustellen

### Sind die denn immer einfach vergleichbar?

Nein. Es ist in der Tat eine grosse Herausforderung, all diese Produkte mit einander zu vergleichen, denn jedes Produkt und jeder Kapitalanbieter hat seine individuellen Vor- und Nachteile und Kosten.

Wir isolieren dann jeweils die einzelnen Aspekte und können ein Preisschild daneben halten. Damit werden die Produkte vergleichbar. Somit hat der Kunde eine saubere Entscheidungsgrundlage.

### Im Podium wurde Ihnen auch die Frage gestellt, wie sich Spitäler davor schützen können, bei einer Anleiheemission über den Tisch gezogen zu werden. Besteht diese Gefahr effektiv?

Grundsätzlich lohnt es sich bei allen Finanzierungsarten immer, einen unabhängigen Exper-

ten zuzuziehen, der im Interesse des Schuldners berät, vergleicht, abwägt und verhandelt. Während einer Anleiheemission, bzw. dem sog. Bookbuilding, das sind die Minuten oder Stunden, in denen das Geld wirklich beschafft wird, muss man mehrmals Sofortentscheidungen treffen, die Auswirkungen auf die Zinskosten eines Spitals in Millionenhöhe haben. In diesen Momenten ist guter Rat sicher angebracht.

### Was könnte passieren, wenn jemand dem «Do it yourself»-Motto huldigt und sich diesen Rat nicht holt?

Es könnte beispielsweise sein, dass der Kunde nicht über alle Möglichkeiten, die ihm offen stehen, informiert wird. Wenn z.B. eine Überzeichnung einer Anleihe stattfindet und gleichzeitig neben der Anleihe noch andere Finanzierungsformen geplant sind, sollte der Kreditnehmer die Möglichkeit haben, in letzter Sekunde mehr Kapital mit der möglicherweise günstigeren

Anleihe aufzunehmen, anstatt mit anderen teureren Finanzierungsprodukten. Anbieter von Finanzierungsprodukten haben natürlich auch immer eigene Interessen. Wenn der Kreditnehmer unerfahren ist, kann sich dies negativ für ihn auswirken.

### Kommen Sie bald mit der nächsten Anleihe für ein öffentliches Spital an den Markt?

Ja, es laufen Vorbereitungen für mehrere Kunden im Gesundheitswesen aber auch in anderen Branchen, die höchstwahrscheinlich in einer Anleihe als Teil eines Gesamtfinanzierungskonzepts resultieren werden.

### Dann wünsche wir Ihnen für diese anstehenden Transaktionen alles Gute.

Besten Dank.

Interview: Dr. Hans Balmer

