

Landis + Gyr hat IPO-Pläne nicht begraben

Spezialist für Energiemessung benötigt Kapital für weitere Expansion – Hauptsitz wieder in Zug – Zwingen Finanzprobleme Familie O'Reilly zum baldigen Ausstieg?

DOMINIK FELDGES

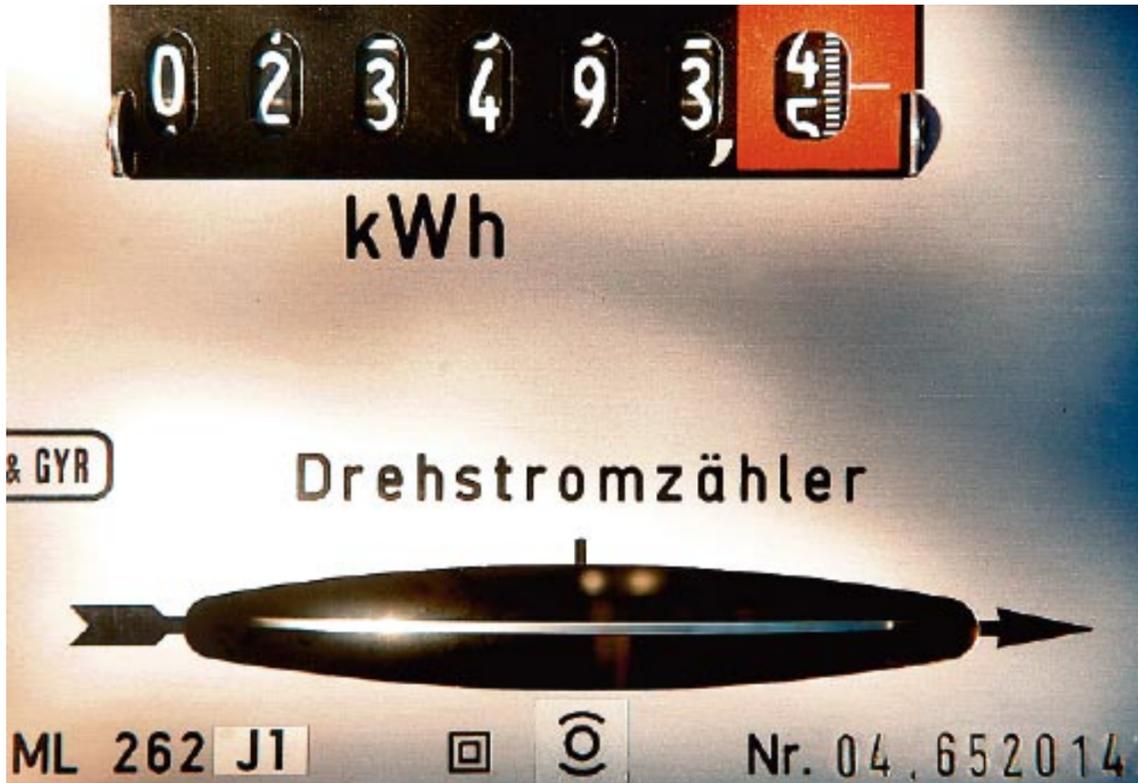
Cameron O'Reilly, der Chef des Stromzähleranbieters Landis + Gyr (L+G), wird künftig noch mehr in Zug, aber nur noch selten in Sydney anzutreffen sein. Die australische Gesellschaft Bayard, die 2004 das Zuger Traditionsunternehmen vom amerikanischen Finanzinvestor Kohlberg Kravis Roberts (KKR) übernommen hatte, hat sämtliche Aktivitäten in L+G eingebracht und den Sitz von Sydney nach Zug verlegt.

Im vergangenen Mai hatte Bayard, die neben den Zugern seit 2002 im Bereich Energiemanagement dreizehn Gesellschaften für insgesamt 1,3 Mrd. \$ übernommen hat, bereits für sämtliche Tochterunternehmen die Einheitsmarke Landis + Gyr eingeführt. O'Reilly kündigte damals zudem an, L+G innerhalb von achtzehn Monaten an die Börse zurückzuführen (vgl. FuW Nr. 41 vom 24. Mai).

Besten Zeitpunkt verpasst

Wie es um die Börsenpläne derzeit steht, wollte das Unternehmen nicht kommentieren. Angesichts der hohen Kursverluste an den Aktienmärkten in den vergangenen Monaten haben die jetzigen Eigentümer von L+G den besten Zeitpunkt aber wohl für längere Zeit verpasst. Ende Mai wurden die Aktien der beiden amerikanischen Konkurrenten Itron und Esco Technologies, die sich mit Landis + Gyr am ehesten vergleichen lassen, noch zum 2,2- respektive 2,4-fachen Umsatz des Vorjahres bewertet. Die jetzige Marktkapitalisierung entspricht lediglich noch dem 1- respektive 1,4-fachen des für das vergangene Jahr erwarteten Konzernerlöses.

Umgerechnet auf einen geschätzten Umsatz von 1,4 Mrd. \$ im letzten Jahr wäre L+G damit statt 3,1 bis 3,4 Mrd. \$ nur noch 1,4 bis 2 Mrd. \$ wert, wobei das Unternehmen wegen seiner Marktführerschaft allenfalls eine kleine Prämie beanspruchen könnte. Die Bedingungen im Geschäft mit Stromzählern haben sich jedoch trotz



Die alten Drehstromzähler haben ausgedient. Landis + Gyr verkauft inzwischen weltweit moderne Digitalgeräte.

Wirtschaftskrise nicht derart verschlechtert, wie die hohen Kursverluste von Itron und Esco glauben machen. Im Vergleich zu den im vergangenen Spätsommer erreichten Höchst haben die Titel der beiden US-Unternehmen rund 45 bzw. 30% eingebüsst (vgl. Kursgrafik).

Die von L+G angebotenen modernen Stromzähler (Smart Metering) ermöglichen Konsumenten, genau abzuschätzen, wann sie am meisten für Elektrizität bezahlen – und ihre Lebensgewohnheiten entsprechend umzustellen. Stromsparen ist vor allem in den USA zu einem grossen

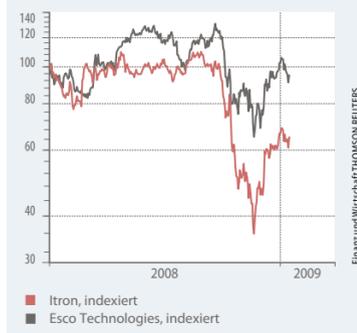
Thema geworden, wo viele Haushalte wegen der Krise knapper kalkulieren müssen. Amerika ist für Landis + Gyr ein überdurchschnittlich wachsender Markt. Das Zuger Unternehmen, das weltweit 5000 Mitarbeiter (vierhundert davon in der Schweiz) beschäftigt, erzielt dort inzwischen mehr als ein Drittel des Umsatzes.

«Moderate Verschuldung»

L+G, die als private Gesellschaft kaum Zahlen veröffentlicht, gelang es letzten Juni, von einem internationalen Banken-

konsortium ohne Schweizer Beteiligung eine neue Kreditfazilität von 1,1 Mrd. \$ zu beschaffen. Das Unternehmen bezeichnete damals seine Verschuldung als «moderat». Um im fragmentierten Stromzählermarkt weitere Anteile zu gewinnen, dürfte L+G aber schon bald zusätzliches Kapital benötigen. Im Mai bezifferte O'Reilly den Marktanteil des Unternehmens in «Finanz und Wirtschaft» auf deutlich über 10, aber unter 20%. Es ist deshalb anzunehmen, dass die Gesellschaft sich Wachstumschancen ausrechnet und diese packen will.

Wettbewerber schwächer



Für einen Börsengang zum baldmöglichsten Zeitpunkt spricht nicht nur ein allfälliger Kapitalbedarf, sondern auch die verschlechterte Finanzlage der Familie O'Reilly. Wie viel die O'Reillys und eine Reihe institutioneller Investoren (u. a. der deutsche Versicherer Allianz und der Pensionfonds des australischen Bundesstaats New South Wales) an L+G halten, ist nicht bekannt. Vor einer Woche wurde aber publik, dass Cameron O'Reillys Vater Anthony O'Reilly zusammen mit einem Schwager mehrere 100 Mio. € durch den Konkurs des irischen Kristallwaren- und Porzellanherstellers Waterford Wedgwood (vgl. FuW Nr. 1 vom 7. Januar) verlieren dürften. Hinzu kommen hohe Buchverluste im Mediensektor, wo die Familie O'Reilly in den beiden internationalen Zeitungsgruppen Independent News & Media sowie APN News & Media engagiert ist.

Als weiteres Indiz für einen Börsengang von L+G ist die kürzliche Ernennung von Stan March zum Kommunikationsverantwortlichen zu werten. March, der sein Büro in New York hat, wo sich Landis + Gyr auch kotieren lassen dürfte, war zuvor für die Investorenpflege beim grössten europäischen Halbleiterhersteller ST Microelectronics verantwortlich. In dieser Funktion betreute er massgeblich die Publikumsöffnung der Gesellschaft in Paris, Mailand und in New York.

Gemeinden können sich weiterhin günstig finanzieren

Markt ist umkämpft – Auslandbanken haben sich abgemeldet – Bei guter Bonität stehen inländische Kreditgeber Schlange – 83 Fr. pro Kopf Jahreszins – Effiziente Broker

CHRISTOPH LENGWILER UND CHRISTOPH HENSEL

Gemeindefinanzierungen stellen für Banken und institutionelle Anleger ein attraktives Kundensegment dar. Gemeinden gelten nach wie vor als sichere Schuldner und als stabilisierender Bestandteil eines Kreditportfolios. Wenn man berücksichtigt, dass die Verschuldung der Gemeinden nach Schätzungen des Bundes rund 44 Mrd. Fr. beträgt, dürfte das Finanzierungsvolumen wohl zwischen 25 und 35 Mrd. liegen.

Das Institut für Finanzdienstleistungen Zug IFZ der Hochschule Luzern hat zum zweiten Mal eine Studie über Gemeindefinanzierungen verfasst (vgl. FuW Nr. 13 vom 16. Februar 2005). Per Ende 2007 wurden 1804 Finanzierungspositionen von 217 Deutschschweizer Gemeinden mit 4000 bis 30000 Einwohnern analysiert. Die untersuchten Gemeinden machen rund ein Viertel der Schweizer Bevölkerung aus, das Volumen beträgt 5,2 Mrd. Fr. Die Banken sind mit 57% des erfassten Volumens die wichtigsten Finanzierungspartner (vgl. Kuchengrafik). Mit 20% folgen die Versicherungen. Einen beachtlichen Marktanteil von 8 bzw. 7% an den Gemeindefinanzierungen halten AHV und Suva. Pensionskassen und die Emissionszentrale der Schweizer Gemeinden sind von untergeordneter Bedeutung.

Postfinance mischt Markt auf

In den Bankfinanzierungen sind die Kantonalbanken mit 29 vor UBS mit 26% führend. Danach folgen Postfinance mit 17%, die – meist aus Deutschland oder Österreich stammenden – Auslandbanken mit 13, die Regionalbanken mit 8, die Raiffeisenbanken mit 5 und Credit Suisse mit 2%. Postfinance stieg erst 2004 in das Geschäft ein. In den seit 2004 abgeschlos-

nen Finanzierungen hat sie sich mit einem Anteil von jeweils 25 bis 31% an den Bankfinanzierungen hinter den Kantonalbanken als Nummer zwei positioniert.

Die Gemeinden bevorzugen vorwiegend Finanzierungen mit fixer Verzinsung und fixer Laufzeit. Über 88% des Volumens sind Festkredite bzw. Schuldscheindarlehen oder feste Vorschüsse. Die durchschnittliche Laufzeitdauer der Ende 2007 offenen Fremdkapitalpositionen beträgt 8,25 Jahre. Unter den Banken weisen Raiffeisenbanken mit 5,9 Jahren die kürzeste durchschnittliche Laufzeit auf, die Auslandbanken mit 9,6 die längste. Versicherungen, Suva und AHV finanzieren ebenfalls lang, so haben jeweils rund 70% der Kredite Laufzeiten von über 8 Jahren.

Von den Ende 2007 ausstehenden Krediten sind 2008 17% fällig geworden, 2009 werden es 14 und in den Jahren 2010 bis 2012 jeweils je 11 bis 12% sein. Die Staffelung der Kreditlaufzeiten gibt den Gemeinden Flexibilität, um auf schwankenden Kapitalbedarf zu reagieren. Gleichzeitig reduziert sie das Refinanzierungsrisiko, weil jeweils nur einzelne Tranchen erneuert werden müssen. Dank der Staffelung der Zinsbindungsfristen wirken sich Veränderungen des Zinsniveaus nur verzögert auf die durchschnittliche Verzinsung der Gemeindegeldkredite aus, die Ende 2007 3,03% oder 83 Fr. pro Kopf betrug. Die Gemeinden steuern die Zinsänderungsrisiken in erster Linie durch die Staffelung der Laufzeiten ihrer Festkredite. Zinsswaps oder andere Absicherungsinstrumente wie Caps und Floors werden praktisch nie eingesetzt.

Die durchschnittliche Zinsmarge über dem bei Laufzeitbeginn relevanten Libor- oder Swapsatz betrug in den Ende 2007 ausstehenden Gemeindegeldkrediten 23 Basispunkte (Bp). Die Margen sind in den letzten Jahren durch den Wettbewerb unter den Kreditgebern unter Druck

Die Studie des IFZ

- 217 der 303 Gemeinden mit 4000 bis 30000 Einwohnern in der Deutschschweiz
- Details zu 1804 Finanzierungspositionen mit 5,2 Mrd. Fr. per 31. Dezember 2007
- rund 25% der Bevölkerung in der Schweiz abgedeckt
- Studie kann bei ifz@hslu.ch für 490 Fr. erworben werden

gekommen. Dies zeigt sich, wenn die Margen für die einzelnen Jahre der Kreditabschlüsse separat analysiert werden: Während im Jahr 2002 die Margen der neu abgeschlossenen Kredite im Durchschnitt noch 33 Bp betragen, lagen sie 2006 auf 17 Bp und 2007 auf 8 Bp.

Die Gemeinden profitierten also in den letzten Jahren vom intensiven Wettbewerb. Sie holen mehrere Offerten ein und beanspruchen die Dienste von Brokern, z. B. Confinanz, Finexgo, Tradition oder Finarbit. Diese Dienstleister tragen ihren Teil zu marktgerechter Zinsfindung und effizienter Darlehensbeschaffung bei. Gemeinden, die vor Kreditabschluss mehrere Offerten einverlangt haben, zahlen signifikant tiefere Zinsmargen als Gemeinden, die nur wenige Offerten verlangt haben. Ebenfalls kann die Beanspruchung von Brokerdiensten von Vorteil sein.

Bei der Frage der Optimierung der verlangten Zinsmargen gilt es zu beachten, dass die Schwankungen des allgemeinen Zinsniveaus auf den Finanzmärkten einen viel grösseren Einfluss auf den Zinsaufwand der Gemeinden haben als die Schwankungen der Zinsmargen. Interessant ist die Analyse weiterer Einflussfaktoren. Nimmt man das Kreditvolumen pro Einwohner als Indikator für die Bonität der Gemeinde, lässt sich ein signifikanter

– allerdings nicht sehr hoher – Einfluss der Bonität auf die Höhe der Zinsmarge nachweisen. Belegen lässt sich auch, dass die Banken für kleinere Kreditvolumen höhere Margen kalkulieren als für grössere. Dies lässt sich wohl dadurch erklären, dass die fixen Kosten der Banken auf ein grösseres Volumen umgelegt werden können. Im Gegensatz zum Kreditvolumen hat die Laufzeit keinen signifikanten Einfluss auf die Zinsmarge.

Steigt die Marge wieder?

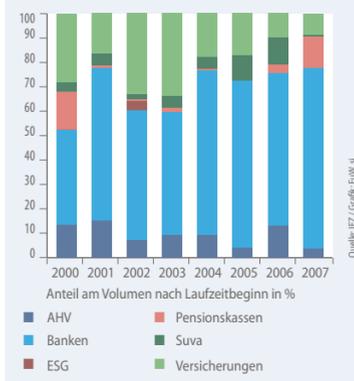
Das Feld der Finanzierungspartner der Gemeinden hat sich im Zuge der Finanzkrise gelichtet. Vor allem die Auslandbanken haben sich praktisch aus dem Markt abgemeldet. Die inländischen Banken und institutionelle Anleger sind im Moment auf dem Markt für Gemeindefinanzierungen unter sich, die Zahl der Anbieter hat sich reduziert. Dies dürfte – verbunden mit den allgemeinen Bremsspuren auf dem Kreditmarkt – zu steigenden Zinsmargen für Gemeindegeldkredite führen.

Zu beachten ist auch, dass nur den Gemeinden mit akzeptabler Bonität eine grosse Zahl von Finanzierungspartnern offensteht. Denn die institutionellen Anleger, aber auch etwa die Postfinance stützen sich auf externe Ratings (zumeist der Fedafin) ab und erstellen quasi eine Shortlist mit denjenigen Gemeinden, die anhand der Bonitätseinschätzung für eine Kreditgewährung in Frage kommen. Für Gemeinden, die nicht berücksichtigt werden, bleiben dann unter Umständen nur die in der Region tätigen Banken übrig.

In der aktuellen Marktsituation hat allerdings das Gros der Gemeinden – abgesehen von einem möglichen Anstieg der Zinsmargen – kaum grosse Probleme zu befürchten. Vielmehr eröffnet das aktuell tiefe Zinsniveau Chancen, um günstige Finanzierungen zu verwirklichen.

Prof. Dr. Christoph Lengwiler ist Leiter und Christoph Hensel wissenschaftlicher Mitarbeiter des Instituts für Finanzdienstleistungen Zug IFZ der Hochschule Luzern.

Anteil der Banken wächst



Finanzierungspartner

