

**Swiss  
Bond  
Congress**



## Presseartikel

4th Swiss Bond Congress

6. September 2007

Swiss Bond Congress 2007: Schweizer Schuldner haben viel Zeit und brauchen wenig

# Verdienen Banken die guten Noten?

So viel in so kurzer Zeit wird den Obligationären selten geboten. Nur zwei Wochen nach dem SWX Bond Event, das den Schwerpunkt Swiss Bond Index SBI setzte (vgl. FuW Nr. 66 vom 25. August), luden die Bonitätsspezialisten von Independent Credit View (IC-V) und Fisch Asset Management am Donnerstag zum Swiss Bond Congress. Initiant IC-V, der die Veranstaltung zum vierten Mal durchführte (Fisch war heuer erstmals mit von der Partie), verstand es, ein bekömmliches Mahl aus Schuldnerpräsentationen und anderen Ingredienzen anzurichten.

Zu den anderen Elementen gehörte die Bewertung und Einstufung amerikanischer und europäischer Banken, die IC-V-Mitgründer Peter Jeggli wagte. Die Risikoaufschläge für Finanzschuldner sind in den letzten Wochen teilweise dramatisch gewachsen – ob für Credit Default Swaps, wo das reine Ausfallrisiko gehandelt wird, oder im Anleihenmarkt. Jeggli unterzog daher die Banken einem Stresstest, um Stärken und Schwächen der Institute zu eruieren. Geprüft wurden die vier Faktoren Strategie, Finanzierung, Gewinnvolatilität, Immobilien sowie «gehebelte» Darlehen; ausserhalb des Modells floss die implizite systemische Unterstützung z. B. durch Notenbanken ein. Die Resultate weichen teilweise massiv vom Urteil der Agenturen Moody's und Standard & Poor's ab (vgl. Grafik), die derzeit beide den Zustand der Banken ebenfalls sehr genau überwachen.

Basierend auf seiner Einschätzung, aber in einer Relative-Value-Betrachtung, empfahl Jeggli Bank of America, Citigroup, Morgan Stanley, BNP Paribas, ING und UBS. Deutsche Bank, Commerzbank, Royal

Bank of Scotland, Lehman Brothers und Goldman Sachs (der einzige Namen ohne Frankenanleihen!) sind dagegen Verkaufskandidaten. Ausser von Nord LB, LBBW und Bayern LB sollte man zudem die Finger von den Landesbanken lassen.

Ebenfalls speziell war das Referat, das der Informatiker Oliver Marchand von Fisch Asset Management hielt. Er zeigte auf, wie genetische Algorithmen, richtig auf- und eingesetzt, beim Finden der (annähernd) optimalen Portfoliokonstruktion gute Dienste leisten können – gerade und besonders wenn die doch recht anspruchsvolle Wandelanleihe das Anlageinstrument ist.

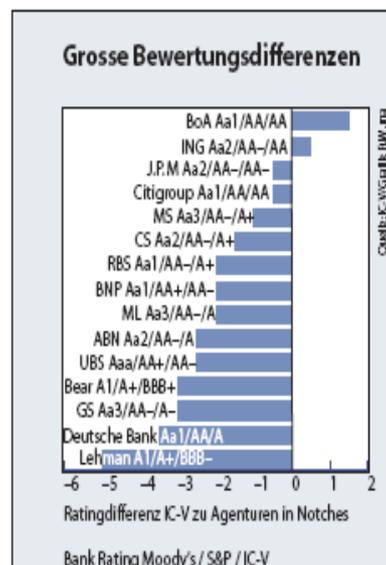
Wenn auch in der Sache nicht neu, so doch in der Authentizität packend waren die Ausführungen des Liquidators der Swissair. Karl Wüthrich schilderte die Bewältigung des in seiner Komplexität und dem Ausmass in und für die Schweiz einmaligen Desasters. Er bekräftigte, dass die

Obligationäre im November eine erste Abschlagszahlung von 5,3% erhalten werden (vgl. FuW Nr. 65 vom 22. August).

Wer den Schuldner zuhörte, hatte nicht das Gefühl, dass Schweizer Gesellschaften demnächst für Neuemissionen Schlange stehen. Philipp Hammel, Treasurer Clariant, zeigte zwar auf, wie sich die Finanzierung von den Banken zum Kapitalmarkt verschoben hat. Die im März 2008 fällige Anleihe über 384 Mio. Fr. (ursprünglich 500 Mio.) werde wohl nur teilweise refinanziert; Währung, Markt und Form scheinen offen zu sein. Clariant wolle Investment-Grade-Schuldner bleiben, wobei man mit der Einstufung im Triple-B-Bereich nicht unzufrieden sei.

Karl Rieder, Leiter des Funding von Roche, legte die komfortable Finanzsituation des Doppel-A-Schuldners dar: Die wenigen ausstehenden Bonds, u. a. die Milliardenanleihe mit Verfall 2008 im Inlandsegment, würden ohne Refinanzierung getilgt, sofern bis dann keine grössere Akquisition vorgenommen werde.

Aus einer ganz anderen Industrie stammt Holcim. Tresoreriechef Christof Hässig wies auf die Kapitalintensivität der Branche und Holcims Expansionsvorhaben hin. Der Triple-B-Schuldner, der sich zu einem soliden Investment-Grade-Rating bekannte, verfügt aber über reichlich Liquidität und will sich zudem möglichst währungskongruent finanzieren, was die Fantasie für Frankenemissionen begrenzt. Doppel-A-Schuldner Raiffeisen Schweiz, den CFO Barend Fruithof vorstellte, hegt ebenfalls mannigfaltige Ausbaupläne, ist aber – Kundeneinlagen ausgenommen – wenig fremdkapitalbedürftig. **PK**



Märkte und Meinungen

## Die US-Banken in günstigem Licht

Die anhaltende Verstopfung in den Kreditmärkten und die von schlechten Kreditrisiken ausgelösten Wertberichtigungen setzen den Finanzinstituten heftig zu. Im Rampenlicht stehen vor allem die amerikanischen Banken und Wertschriftenhäuser. Wegen der Subprime-Krise haben ihre Aktien überdurchschnittliche Kurseinbussen einstecken müssen, und ihre Obligationen werden links liegen gelassen. Instinktiv wohler fühlt man sich als Investor mit europäischen Banken-Papieren.

\*  
Diese Einschätzung könnte sich als ein Trugschluss erweisen, wenn man die jüngsten Resultate betrachtet, die das unabhängige schweizerische Bonitäts-Research-Unternehmen Independent Credit View (ICV) zusammengetragen hat. Seine Ratings werden indirekt von institutionellen Investoren bezahlt und nicht wie im Fall von Moody's, Standard & Poor's und Consorten von den Emittenten, was einen ständigen Interessenkonflikt schafft. ICV hat amerikanische und europäische Banken einem «Stress-Test» unterzogen, um herauszufinden, ob die von den gängigen Rating-Agenturen ausgegebenen Bewertungen der Realität noch standhalten. Das erstaunliche Fazit ist, dass die Bandbreite der Ratings viel grösser sein müsste, als die Agenturen dies einschätzen («AA+» bis «AA-»), und dass die US-Banken vielfach besser dastehen als ihre europäischen Kollegen. Während die Reserven für Kreditausfälle in Europa lediglich knapp dem Ausmass der nicht fristgerecht bedienten Ausleihen entsprechen, haben die US-Banken Reserven in der Höhe des Zweieinhalbfachen gebildet. Zudem haben sie ihre Eigenkapitalquote verbessert und sind noch effizienter geworden. Ihr grösster Vorteil sei die Fähigkeit, Risiken auszulagern, heisst es bei ICV. Die Verluste werden die Investoren der verbrieften Papiere haben, nicht die Banken.

\*  
Nach den Befunden der Verlust-Simulationen fahren einige europäische Banken, gemessen an den Eigenmitteln, zum Teil ein zwei bis drei Mal höheres Risiko («value at risk») als die Amerikaner. Besonders exponiert sei die Deutsche Bank wegen der starken Handelsaktivitäten sowie die ABN Amro wegen ihres hohen Anteils forderungsbesicherter Wertschriften («asset-backed securities»). Aus Bonitäts-Sicht am solidesten sei in Europa die niederländische ING. In den USA schneidet die Bank of America am besten ab, die im Modell von ICV sogar ein Top-Rating («AAA») verdient. Ausser diesen beiden Banken seien alle untersuchten Banken weniger solid, als sie aufgrund der offiziellen Ratings beurteilt würden. Das gelte auch für die beiden Schweizer Grossbanken UBS und CS.

**GELDFRAGE**

## «Risiken bei Banken sind deutlich höher»



**PETER  
JEGGLI**

Partner des unabhängigen Schweizer Bonitäts-Research-Unternehmens **Independent Credit View**, Zürich.

*Sie haben den Bankensektor einem Stresstest unterzogen. Mit welchem Ergebnis?*

**Peter Jeggli:** Wir haben zehn Banken sowie die fünf US-Broker getestet. Das Fazit ist klar: Wir sehen deutlich höhere Risiken, als die aktuellen Ratings von Standard and Poor's und Moody's implizieren. Dies gilt vor allem für die US-Broker sowie für Deutsche Bank, ABN Amro und Royal Bank of Scotland.

*Wie kommt es zu dieser Diskrepanz in der Bewertung?*

**Jeggli:** Der wesentliche Unterschied liegt wohl darin, dass wir uns nicht von den Emittenten bezahlen lassen. Zudem haben wir die Gewinnvolatilität, Handelsrisiken (gemessen an Value at Risk - VAR) sowie Ausserbilanzgeschäfte höher gewichtet.

*Gibt es Unterschiede zwischen amerikanischen und europäischen Instituten?*

**Jeggli:** Die US-Banken verfügen nicht nur über eine deutlich höhere Risikovorsorge als die europäischen Banken, sondern haben auch tiefere Handelsrisiken in den Büchern. Zudem ist die Transparenz deutlich besser.

*Wie schneiden Credit Suisse (CS) und UBS ab?*

**Jeggli:** Der Risiko-Unterschied zwischen UBS und CS hat sich stark verringert. Die UBS hat die Risiken eher erhöht, die CS gesenkt. Insgesamt bleibt ein leichter Bonitäts-Vorsprung für die UBS.

*Bei welchen Banken-Anleihen lohnt sich der Einstieg, welche sollte man meiden?*

**Jeggli:** Wir favorisieren Anleihen der Bank of America, ING, BNP sowie UBS. Reduzieren würden wir Deutsche Bank, Commerzbank, Royal Bank of Scotland, alle Islandbanken sowie vor allem spanische und englische Hypothekarbanken. Die deutlich überhitzten Immobilienmärkte in Spanien und England warten auf eine scharfe Korrektur.

*Welches sind die Gewinner und Verlierer von morgen?*

**Jeggli:** Banken mit einer konstanten Strategie, einem ausgezeichneten Risikomanagement und einer hohen Kapitalbasis werden immer die Nase vorne haben. Dazu gehören Bank of America, ING und die UBS. Bei den Deutschen Landesbanken stehen die eingegangenen Risiken dagegen in keinem Verhältnis zu den Managementkapazitäten.

INTERVIEW: NATALIE GRATWOHL