

Die Analyse der Bonität und das Rating von Schweizerfranken-Anleihen

Dissertation
der Hochschule St. Gallen
für Wirtschafts-, Rechts- und Sozialwissenschaften
zur Erlangung der Würde eines
Doktors der Wirtschaftswissenschaften

vorgelegt von

Joachim Rudolf
von Zürich

genehmigt auf Antrag
der Herren Professoren Dr. Leo Schuster und Dr. Benno Lutz

Dissertation Nr. 1116

Verlag Paul Haupt Bern und Stuttgart

I N H A L T S U E B E R S I C H T

| | <u>Seite</u> |
|--|--------------|
| Inhaltsverzeichnis | ii |
| Darstellungsverzeichnis | viii |
| Tabellenverzeichnis | x |
| Abkürzungsverzeichnis | xi |
| | |
| 1. Aktueller Problembezug | 1 |
| 2. Der Markt in Schweizerfranken-Anleihen | 5 |
| 3. Das Insolvenzrisiko bei festverzinslichen Wertpapieren und dessen Auswirkungen auf die Preisbildung | 28 |
| 4. Die Anlegerinformation auf dem Markt in Schweizerfranken-Anleihen | 59 |
| 5. Vorschläge zur Verbesserung der Publizität durch die Schuldner | 120 |
| 6. Vorschläge zur Verbesserung der Folgepublizität durch Ratings | 144 |
| 7. Zusammenfassung und Schlussfolgerungen | 217 |
| | |
| Anhang | 226 |
| Verzeichnis der Interviewpartner | 244 |
| Literaturverzeichnis | 246 |
| Verzeichnis benutzter Gesetzestexte | 261 |

I N H A L T S V E R Z E I C H N I S

| | <u>Seite</u> |
|---|--------------|
| <u>1. Aktueller Problembezug</u> | 1 |
| 2. Der Markt in Schweizerfranken-Anleihen | |
| 2.1. Die Funktion | 5 |
| 2.2. Der institutionelle Rahmen | 6 |
| 2.3. Die Entwicklung | 10 |
| 2.4. Die Investorenstruktur | 13 |
| 2.5. Die Schuldnerstruktur | 18 |
| 2.6. Die Emissionssyndikate | 20 |
| 2.7. Die Anleihenstypen | 24 |
| 2.8. Zusammenfassung und Folgerungen | 27 |
| | |
| <u>3. Das Insolvenzrisiko bei festverzinslichen Wertpapieren und dessen Auswirkungen auf die Preisbildung</u> | |
| 3.1. Grundlage: Das Verhalten eines effizienten Investors | 28 |
| 3.2. Die Risiken einer Investition in festverzinsliche Wertpapiere | 30 |
| 3.3. Das Insolvenzrisiko | 33 |
| 3.3.1. Das Rating als Mass für das Insolvenzrisiko | 34 |
| 3.3.2. Renditeunterschiede | 35 |
| 3.3.3. Junk Bonds | 48 |
| 3.3.4. Die Folgen einer Schuldnerinsolvenz | 57 |

4. Die Anlegerinformation auf dem Markt in Schweizerfranken-Anleihen

| | |
|--|-----|
| 4.1. Das Ziel der Bonitätsanalyse | 59 |
| 4.2. Die Durchführung einer Bonitätsanalyse | |
| 4.2.1. Grundlagen | 62 |
| 4.2.2. Das Domizil des Schuldners | 67 |
| 4.2.3. Die Branche | 72 |
| 4.2.4. Das Management | 75 |
| 4.2.5. Die Finanzierung | 77 |
| 4.2.6. Unvorhersehbare Ereignisse | 86 |
| 4.3. Objekt und Wesen des Anlegerschutzes in einem freien Markt | 91 |
| 4.4. Das Spannungsfeld 'Syndikatsbanken- Emittenten-Investoren' | |
| 4.4.1. Die Interessenlagen | 96 |
| 4.4.2. Die Bonitätsprüfung durch die Syndikatsbanken | 99 |
| 4.5. Geltende Anlegerinformationsbestimmungen auf dem Markt in Schweizerfranken-Anleihen | |
| 4.5.1. Anlegerinformationsbestimmungen bei öffentlich begebenen Schweizerfranken-Anleihen | 101 |
| 4.5.1.1. Anlegerinformationsbestimmungen bei der Emission öffentlich be- gebener Schweizerfranken-Anleihen | 101 |
| 4.5.1.2. Anlegerinformationsbestimmungen bei der Börsenkotierung öffentlich begebener Schweizer- franken-Anleihen | 103 |

| | |
|--|-----|
| 4.5.1.3. Anlegerinformationsbestimmungen während der Laufzeit öffentlich begebener Schweizerfranken- Anleihen | 110 |
| 4.5.2. Anlegerinformationsbestimmungen bei Notes | 111 |
| 4.6. Beurteilung und Folgerungen | 118 |

5. Vorschläge zur Verbesserung der Publizität durch die Schuldner

| | |
|--|-----|
| 5.1. Vorschläge zur Verbesserung der Publizität zum Zeitpunkt der Emission und der Börsenkotierung | |
| 5.1.1. Erweiterung der anlegerschützenden Wirkung der Prospekte | 120 |
| 5.1.1.1. Die Erweiterung des Prospektinhaltes | 121 |
| 5.1.1.2. Die Erweiterung des Prospektwirkungsbereiches | 127 |
| 5.1.2. Die Tätigkeit der Schweizerischen Zulassungsstelle | |
| 5.1.2.1. Die Rechtsgrundlage | 128 |
| 5.1.2.2. Die heutige Tätigkeit der Zulassungsstelle | 130 |
| 5.1.2.3. Die zukünftige Tätigkeit der Zulassungsstelle | 133 |
| 5.1.2.4. Die Beurteilung der Tätig- keit der Zulassungsstelle | 134 |

| | |
|--|-----|
| 5.2. Verbesserung der Folgepublizität durch eine permanente Informationspflicht der Obligationenschuldner gegenüber den Obligationären | |
| 5.2.1. Gegenwärtige Situation | 136 |
| 5.2.2. Der Wert regelmässiger Berichterstattung | 138 |
| 5.2.3. Die Verbesserung der Folgepublizität durch eine perpetuierte Prospektpflicht | 141 |
| 5.3. Zusammenfassung | 143 |

6. Vorschläge zur Verbesserung der Folgepublizität durch Ratings

| | |
|---|-----|
| 6.1. Bedürfnisabklärung | 144 |
| 6.2. Der Nutzen der Ratings für den Anleger | |
| 6.2.1. Entstehung und Dienstleistungsangebot der Rating-Agenturen | 145 |
| 6.2.2. Der Vorgang der Raterstellung und der Ratingänderung | |
| 6.2.2.1. Die Aufbauorganisation der Rating-Agenturen | 149 |
| 6.2.2.2. Der Ablauf des Ratingprozesses | 152 |
| 6.2.2.3. Die verwendeten Kriterien | 156 |
| 6.2.2.4. Die laufende Ueberprüfung und Aenderung von Ratings | 160 |
| 6.2.2.5. Modelle zur Prognose von Bond Ratings | 163 |

| | |
|--|-----|
| 6.2.3. Unterschiede zwischen den Ratings verschiedener Agenturen | 168 |
| 6.2.4. Der Neuheitswert der durch Ratings bzw. Ratingänderungen vermittelten Informationen | 174 |
| 6.2.4.1. Die Untersuchungen von Katz (1974) | 175 |
| 6.2.4.2. Die Untersuchung von Grier and Katz (1976) | 177 |
| 6.2.4.3. Die Untersuchung von Weinstein (1977) | 178 |
| 6.2.4.4. Die Untersuchung von Pinches and Singleton (1978) | 179 |
| 6.2.4.5. Die Untersuchung von Holthausen and Leftwich (1986) | 181 |
| 6.2.4.6. Die Beurteilung des Neuheitswertes von Ratings | 182 |
| 6.2.5. Ratings als Instrument zur Insolvenzprognose | 183 |
| 6.2.6. Die Beurteilung der Bedeutung von Ratings für den Anleger | 188 |
| 6.3. Erhöhung der Ratingdichte auf dem Markt in Schweizerfranken-Anleihen | |
| 6.3.1. Ausgangslage: Die momentane Ratingdichte | 191 |
| 6.3.2. Die Gründung einer 'Swiss Rating Agency' | 193 |
| 6.3.2.1. Das Anforderungsprofil an eine 'Swiss Rating Agency' | 195 |
| 6.3.2.2. Abklärung des Bedürfnisses für eine 'Swiss Rating Agency' | 197 |
| 6.3.2.3. Die Durchführbarkeit des Konzeptes einer 'Swiss Rating Agency' | 203 |
| 6.3.3. Die Einführung eines Rating- Obligatoriums | 209 |
| 6.4. Zusammenfassung | 213 |