

# **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	<b>28</b>
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