

Winterthur, 31. August 2006

Stellungnahme von Visual Finance zum Entwurf des Rundschreibens «Ratingagenturen» der Eidgenössischen Bankenkommission (EBK)

**Sehr geehrte Damen und Herren,
Geschätzte Mitglieder der Eidgenössischen Bankenkommission**

Wir begrüssen den von der EBK gewählten Verfahrensablauf, der Interessenten und Fachspezialisten für eine Stellungnahme offen steht.

Visual Finance ist seit Ende 2000 mit der Kernkompetenz im Bereich «Rating Advisory» tätig (www.creditrating.ch). In der zweiten Hälfte der Neunzigerjahre haben wir das Konzept «Bondholder Value» entwickelt, das sich für mehr Transparenz und einen besseren Schutz der Anleihegläubiger einsetzt (www.bondholdervalue.com/milestones.htm). Im Jahre 2004 haben wir uns am Vernehmlassungsverfahren der IOSCO betreffend «OECD Principles of Corporate Governance» beteiligt (gemäss den von der OECD veröffentlichten Kommentaren als einziges Schweizer Unternehmen).

Unsere Stellungnahme zum Thema Ratingagenturen haben wir in drei Abschnitte unterteilt (Im Grundsatz, Korrektur-Empfehlungen / Ergänzungen / Änderungsvorschlag, Allgemeines / Wunsch).

1. Im Grundsatz

Visual Finance ist der Meinung, dass die EBK mit ihrem Rundschreiben «Ratingagenturen» eine wertvolle und sehr gut strukturierte Arbeit verfasst hat, auch wenn einige Punkte (noch) etwas «offen» geblieben sind. Die Höhe der Markt-Eintrittsbarrieren für neue Rating-Anbieter stufen wir als verhältnismässig ein. Wir sind davon überzeugt, dass damit das Oligopol der mächtigen Ratingagenturen aufgebrochen werden wird und die Rating-Nachfrager vermehrt auch die Rating-Analysen anderer Anbieter nutzen werden.

Wir hoffen, dass die Systemrisiken durch das feinere "Risiko-Screening" der Banken infolge von «Basel II» reduziert werden können. Die Eigenkapitalquoten von vielen Banken sind heute deutlich tiefer als in früheren Jahrzehnten. Trotz einem sophistizierten Risikomanagement wird wohl niemand behaupten wollen, dass wegen «Basel II» bzw. wegen der «neuen» Risikofeinsteuern nun die Risiken aus dem Finanzsystem gebannt sein werden. Mit «Basel II» wird sich aber zweifelsohne zeigen, welche Finanzinstitute und welche Ratingagenturen das Handwerk der adäquaten Risiko-Einstufung beherrschen. Die Transparenz auf den Finanzmärkten wird zunehmen.

2. Korrektur-Empfehlungen (Richtigstellungen) / Ergänzung zum Entwurf / Änderungsvorschlag

2.1. Betrifft Punkt 2.1. im Entwurf, Seite 8/24, erster Abschnitt

Ihre Aussage

«Zum Beispiel beträgt die Wahrscheinlichkeit (auf der Grundlage historischer Daten), dass ein mit CCC bewertetes Unternehmen morgen zahlungsunfähig wird, 28.8%, während sie für eine Firma mit einem Rating von A 0.06% beträgt.»

Unsere Empfehlung (Richtigstellung)

«Zum Beispiel beträgt die Wahrscheinlichkeit (auf der Grundlage historischer Daten), dass ein mit CCC bewertetes Unternehmen innerhalb des Kalenderjahres zahlungsunfähig wird 28.8%, während sie für eine Firma mit einem Rating von A 0.06% beträgt.»

2.2. Betrifft Punkt 2.3. im Entwurf, Seite 11/24, zweiter Abschnitt

Ihre Auflistung von internationalen Unternehmensskandalen

Sie führen verschiedene Firmen im Zusammenhang mit Unternehmensskandalen auf. Der Fall SAirGroup (Swissair) bleibt unerwähnt.

Unsere Meinung

Im Sinne einer selbstkritischen Auseinandersetzung darf der Fall der SAirGroup (Swissair) unter keinen Umständen unerwähnt bleiben. Zudem hat die Ratingagentur (Moody's) mit ihrer Erst-Einschätzung im Jahre 2000 eine unglückliche Figur gemacht - ein Jahr vor dem Zusammenbruch wurde der SAirGroup noch ein «Investment Grade Rating» von A3 verliehen. Die SAirGroup ist eine der sehr wenigen europäischen Schuldnerinnen, die noch am Jahresanfang der Zahlungsunfähigkeit über das Prädikat «Anlage-Charakter» von einer Ratingagentur verfügte. Wie unsere Insolvenzstudie (1987-2005) ergeben hat, versagte das Vertrags-Rating einer renommierten Ratingagentur ausgerechnet bei der ersten und bis heute einzigen Insolvenz eines «gerateten»

Inlandschuldners. Der Kollaps der SAirGroup (2001) stellt ferner die grösste Insolvenz eines CHF-Inland-Anleihenschuldners dar. Die erwartete Nachlass-Dividende ist verglichen mit anderen Insolvenzfällen auf dem CHF-Kapitalmarkt unterdurchschnittlich. Gegen die Organe der SAirGroup laufen straf- und zivilrechtliche Verfahren. Der damalige CEO der SAirGroup, Mario Corti, sprach noch einige Monate vor der Nachlassstundung in der Öffentlichkeit davon, dass die Aktionäre von der Restrukturierung profitieren würden. Die rechtzeitige Einleitung einer Bilanzsanierung blieb aus.

Unsere Empfehlung (Ergänzung)

Bitte den Fall der SAirGroup ebenfalls auflisten.

2.3. Betrifft Punkt 5. im Entwurf, Seite 21/24, zweiter Abschnitt

Ihre Aussage

«Dabei handelt es sich einerseits um so genannte moralische Risiken: Es ist unmöglich, die Bemühungen der Ratingagentur hinsichtlich der Qualität seiner Leistungen zu überwachen. Andererseits besteht das Risiko der adversen Selektion: Gute und schlechte Ratingagenturen voneinander zu trennen, ist genauso schwierig, wie einen guten von einem schlechten Schuldner zu unterscheiden.»

Unser Kommentar dazu

Visual Finance ist der Ansicht, dass diese Aussagen viel zu pessimistisch, ja sogar beinahe fatalistisch sind. Die Schlussfolgerung daraus wäre, dass die EBK - etwas überspitzt formuliert - nur ein geringes Vertrauen in das Handwerk der (anerkannten) Ratingagenturen und deren Fertigkeiten hat.

Unsere Empfehlung (Korrektur)

«Dabei handelt es sich einerseits um so genannte moralische Risiken: Es ist schwierig, die Bemühungen der Ratingagentur hinsichtlich der Qualität ihrer Leistungen zu überwachen. Andererseits besteht das Risiko der adversen Selektion: Gute und schlechte Ratingagenturen voneinander zu trennen, ist

anspruchsvoll. Deshalb sind «Erfolgskontrollen» aufgrund zu publizierender Statistiken zu den im Zeitablauf gemachten Rating-Einstufungen und Zahlungsstörungen von gerateten Schuldner von grosser Wichtigkeit.»

2.4. Betrifft Punkt 5 im Entwurf, Seite 11/24, vierter Abschnitt

Ihre Aussage

«Es ist daher wichtig, sich stets daran zu erinnern, dass Ratings nichts anderes sind als Meinungen über die Fähigkeit des Kreditnehmers, seinen vertraglichen Verpflichtungen im vereinbarten Zeitraum nachzukommen.»

Unsere Empfehlung (Korrektur)

«Es ist daher wichtig, sich stets daran zu erinnern, dass Ratings nichts anderes sind als Meinungen über die Fähigkeit des Kreditnehmers, seinen vertraglichen Verpflichtungen nachzukommen. Da sich die Rating-Einstufungen im Zeitablauf verändern können, sind Kenntnisse zur aktuellen Rating-Einstufung der jeweiligen Schuldner von höchster Bedeutung.»

2.5. Betrifft Punkt 3.8 (Empfehlung betreffend. «Marktdurchdringung»)

Ihre Aussage

«Die EBK wird die Marktdurchdringung der Ratingagentur bei der Prüfung der Anerkennungskriterien berücksichtigen. In der Tat geht die EBK davon aus, dass diese ein direktes Indiz für die generelle Glaubwürdigkeit ist, die die Agentur besitzen könnte, wie auch ein indirektes Indiz für deren Objektivität, Unabhängigkeit usw. ...»

Unsere Meinung

Die grossen Ratingagenturen haben den Schweizer Ratingmarkt bis anhin «nur» über ihre Geschäftsstellen im Ausland abgedeckt (hauptsächlich aus Frankfurt, Paris, London und New York). Beim einzigen Insolvenzfall eines Schweizer Schuldners mit einem Rating-Etikett - der SAirGroup - hat die betreffende

Ratingagentur wie bereits oben erwähnt «unglücklich» agiert. Die Gründe dafür sind leider nicht bekannt. Die Bewirtschaftung des Schweizer Ratingmarktes aus dem Ausland hat die Bewährungsprobe (noch) nicht bestanden.

Wir verstehen, dass die «Marktdurchdringung» ein wichtiger Faktor darstellt und viele Gründe dafür sprechen. Doch nach Ansicht von Visual Finance sollte der Punkt «Marktdurchdringung» aus den oben geschilderten Gründen pragmatisch angegangen werden. Weshalb? Eine Ratingagentur, die sich beispielsweise auf die Rating-Einstufung von Schweizer Anleihenschuldnern oder öffentlichen Körperschaften konzentriert und dafür ein bestimmtes Rating-Modell entwickelt, hat es nicht allzu schwierig das Modell mit den gewählten Kriterien derart zu kalibrieren, dass über die Qualität der Rating-Einstufungen noch auf Jahre hinaus keine genaue Aussage gemacht werden kann. Der Grund: Die Zahlungsausfälle sind in diesen gewählten Segmenten ausgesprochen tief und die Volatilität Bonitätsveränderungen (bis anhin) insgesamt ziemlich stabil. In der gesamten Nachkriegszeit (Zeit nach dem Zweiten Weltkrieg) musste beispielsweise von etwa 3 000 Gemeinden nur ein Mal eine Gemeinde (Munizipalgemeinde Leukerbad) unter Beiratschaft gestellt werden.

Unsere Empfehlung

Bitte behandeln Sie den Punkt «Marktdurchdringung» pragmatisch.

2.6. Betrifft Punkt 4 (Änderungsvorschlag betreffend Kosten)

Ihre Aussage

«Die durch die Prüfung des Anerkennungsgesuchs verursachten Kosten trägt der Antragsteller. Die EBK rechnet mit Kosten bis zu einem Betrag von CHF 30 000.»

Unsere Meinung

Die Formulierung betreffend den Kosten für das Anerkennungsgesuch erachten wir als etwas zu vage formuliert. Nischenanbieter wünschen sich Informationen zu den Mindestkosten. Die einzelnen Ratingagenturen können sehr unterschiedlich strukturiert sein. Möglicherweise liegt die Geschäftsstelle sogar im Ausland.

Unser Änderungsvorschlag

«Die durch die Prüfung des Anerkennungsgesuchs verursachten Kosten trägt der Antragsteller. Die EBK rechnet mit Kosten zwischen CHF 5 000 und CHF 30 000.»

3. Allgemeines / Wunsch

Der Möglichkeit Rating-Einstufungen von Anleihschuldnern durch Banken zur Hinterlegung von Risiken für die Eigenmittelunterlegung herbeizuziehen, stehen wir zwiespältig gegenüber. Es ist absehbar, dass der interne Druck auf die Rating-Analysten dadurch zunehmen wird; die Qualität ihrer wertvollen Arbeit könnte darunter leiden. Auf der anderen Seite erwarten wir von einem solchen Schritt auch eine Meinung zu Schuldnern während kritischen Unternehmensphasen, was positiv zu werten ist. In der Vergangenheit «mussten» die Credit-Research-Abteilungen oft ausgerechnet in den heiklen Phasen wegen «Interessenkonflikten» mit ihren Rating-Einstufungen «in den Ausstand treten». Dies wäre im Falle eines Anerkennungsstatus durch die EBK unmöglich. Sollten sich die Credit-Research-Abteilungen in Interessenkonflikte verstricken, könnte dies zu einem nicht zu unterschätzenden Reputationsschaden führen. Durch die möglicherweise anstehende «Verlinkung» von so genannten Initiativ-Ratings zu Anleihschuldnern mit der Höhe der Eigenkapitalunterlegung gemäss Basel II steigt auf alle Fälle die Bedeutung solcher Ratings für die Schuldner. Es ist also sinnvoll, dass den Analytinnen und Analysten genügend Zeit für eine umfassende Analyse bleibt. Diesem Punkt ist, unserer Meinung nach, im Rundschreiben zu wenig Beachtung geschenkt worden. Was sind die Anforderungen bezüglich der Fachkenntnisse und der Integrität der (Lead-) Analytinnen und Analysten? Sie sind es, die im Rating-Prozess eine besonders hohe Verantwortung tragen. Es kann beispielsweise für die Rating-Nachfrager nützlich sein zu wissen, für wie viele Rating-Einstufungen ein Analyst oder eine Analytistin zuständig ist? Werden fünf Schuldner analysiert oder sind es 100 Schuldner, die «laufend» überprüft werden müssen? Wie gross ist die Berufserfahrung usw.? Sollten die Rating-Nachfrager diese Informationen haben?

Die Kapitalisierung des Schweizer Anleihenmarktes hat sich in den letzten drei Jahrzehnten vervielfacht. Das Wachstum übertrifft dasjenige des Schweizer Wirtschaftswachstums um ein Mehrfaches. Die Bedeutung von Anleihen und Anleihen-Ratings hat logischerweise sehr stark zugenommen. Wir fragen uns,

wie die Bond-Investoren (Bondholder) – als traditionelle Nachfrager nach Kredit- bzw. Rating-Informationen – direkt von den neuen Bestimmungen/Bestrebungen von Basel II profitieren können und wünschen uns diesbezüglich eine offensive Kommunikationspolitik der EBK an die Adresse der Bondholder (Gläubiger).

Besten Dank!

Hochachtungsvoll

Visual Finance