



The view behind the rating

## Unabhängige Kreditanalyse im Spannungsfeld der Finanzkrise Peter Jeggli – Daniel Pfister

6. Mai 2009

# Übersicht

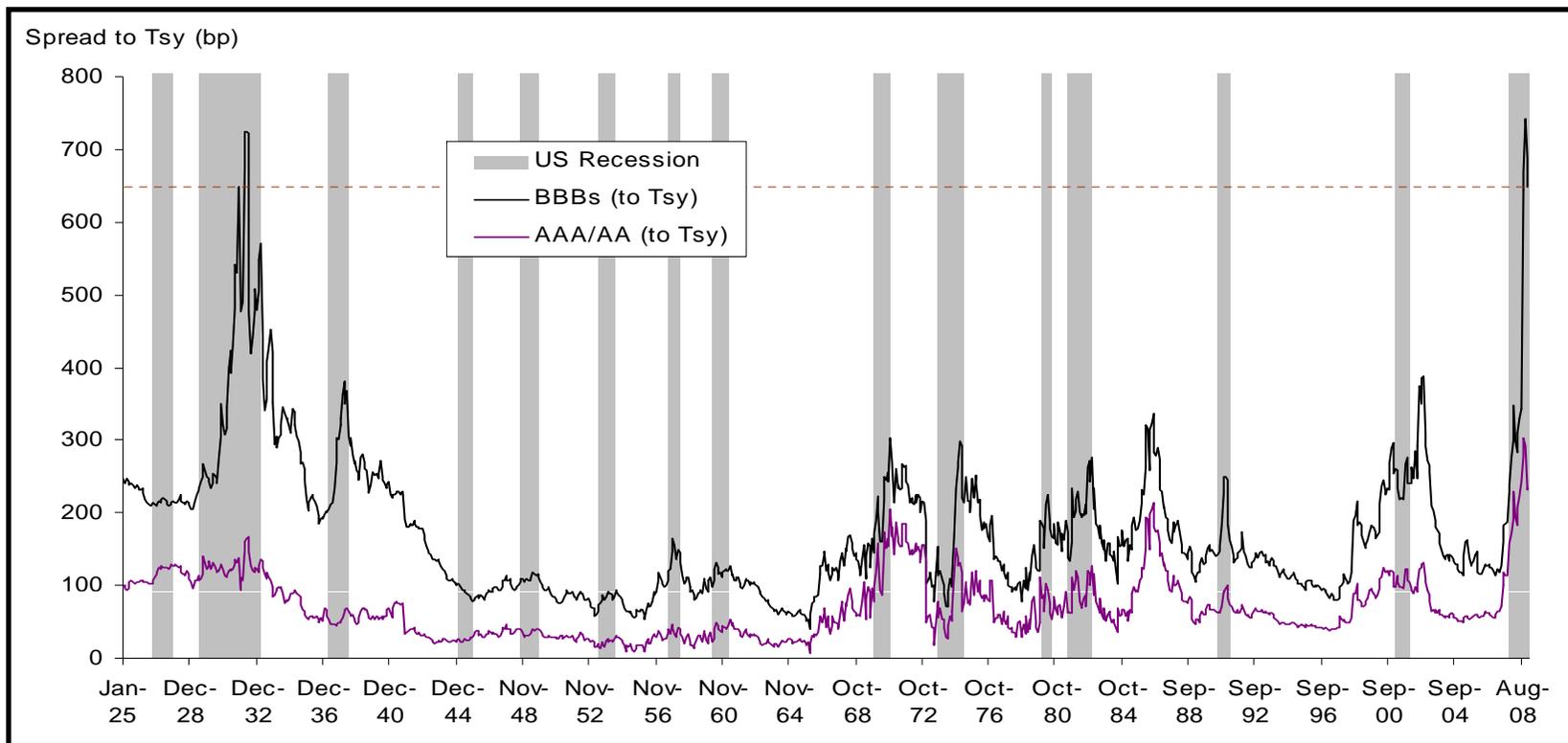
- ▶ Teil 1: Unabhängige Kreditanalyse in der Theorie
  - ▶ Kurzportrait I-CV
  - ▶ Finanzkrise
    - ▶ Wo stehen wir?
    - ▶ Die Schwächen der Rating-Agenturen
    - ▶ Wie geht es weiter?
    - ▶ Was kann der Bondinvestor tun?
  - ▶ Warum es eine unabhängige Kreditanalyse braucht
- ▶ Teil 2: Unabhängige Kreditanalyse in der Praxis
  - ▶ Banken im Stress-Test – Gewinner und Verlierer von morgen
- ▶ Beilagen

# Kurzportrait I-CV

- ▶ **Firma**
  - ▶ Die Independent Credit View AG (I-CV) wurde im Januar 2003 als erste unabhängige Bonitätsberatungs-Firma in der Schweiz gegründet
- ▶ **Tätigkeit**
  - ▶ Wir beraten institutionelle Anleger und überprüfen für diese laufend die Kreditqualität von nationalen und internationalen Kapitalmarktschuldnern, Privatplatzierungen und Darlehen
  - ▶ Wir organisieren alle 2 Jahre den Swiss Bond Congress als Dialog-Plattform zwischen Emittenten und Obligationären
- ▶ **Erfolgs-Faktoren**
  - ▶ Unabhängige Analyse
    - ▶ Wir haben keine Interessenskonflikte oder Restriktionen
    - ▶ Wir werden nicht von Emittenten bezahlt sondern von den Investoren
  - ▶ View behind the Rating
    - ▶ Bonitätsnoten sind nicht in Stein gemeisselt
    - ▶ Wir kommentieren nicht routinemässig Quartalszahlen einer Unternehmung, sondern analysieren Ereignisse und Trends, welche für die zukünftige Ratingentwicklung der Unternehmen von grösster Bedeutung sind
  - ▶ Erfahrung und Kompetenz des Teams von 6 Kreditanalysten

# Finanzkrise – Wo stehen wir?

Vertrauensverlust in Finanzinstitute und Rating-Agenturen führt zu rekordhohen Kreditrisikoprämien

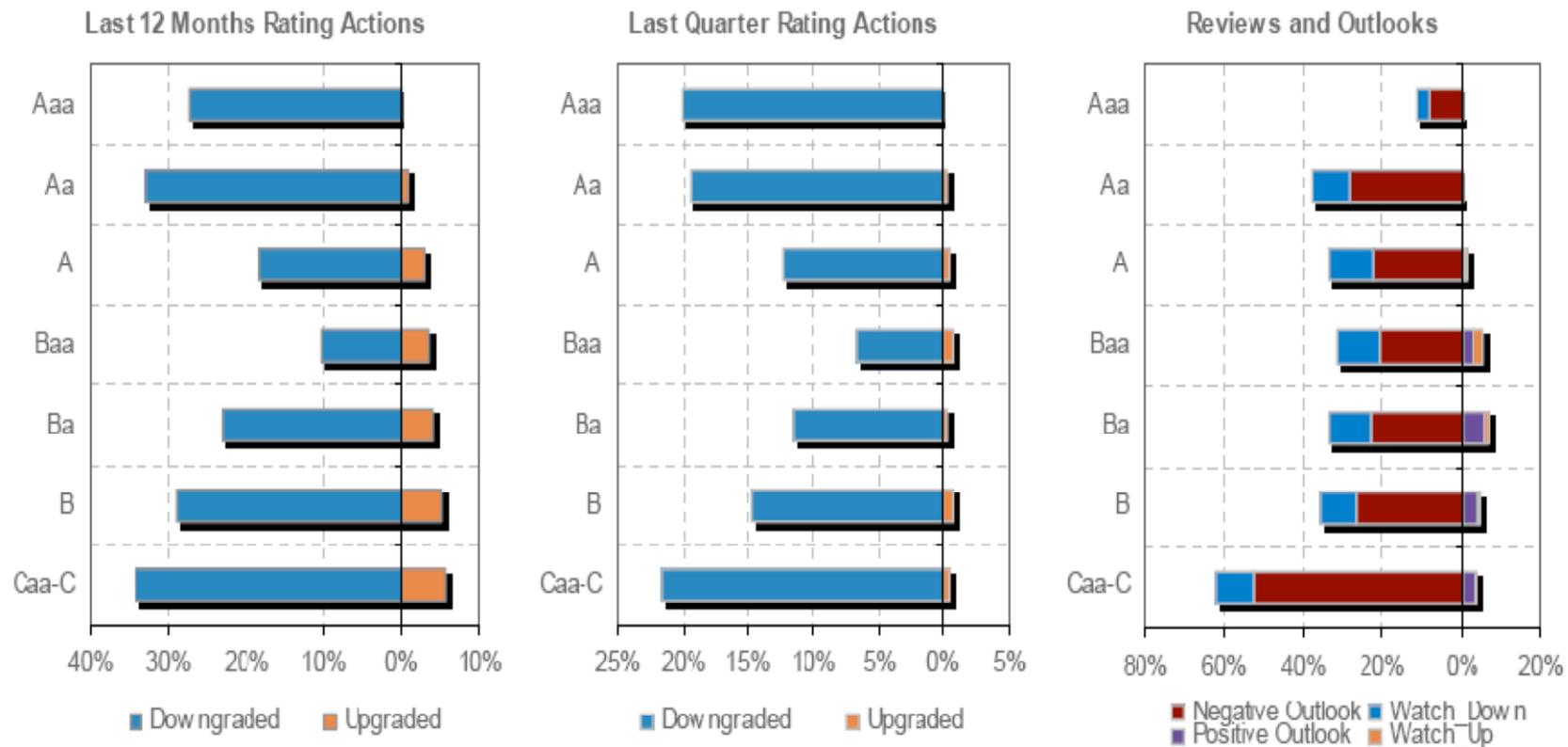


Quelle: Morgan Stanley, Dec 2008

# Finanzkrise – Wo stehen wir?

## Die Kreditqualität von Kapitalmarktschuldnern verschlechtert sich laufend

- ▶ Auch vermeintlich mündelsichere Anlagen sind von der Rating-Rückstufungsflut betroffen
- ▶ Die Reviews und Outlooks zeigen, woher die Default-Welle kommen wird...



Quelle: Moody's, I-CV

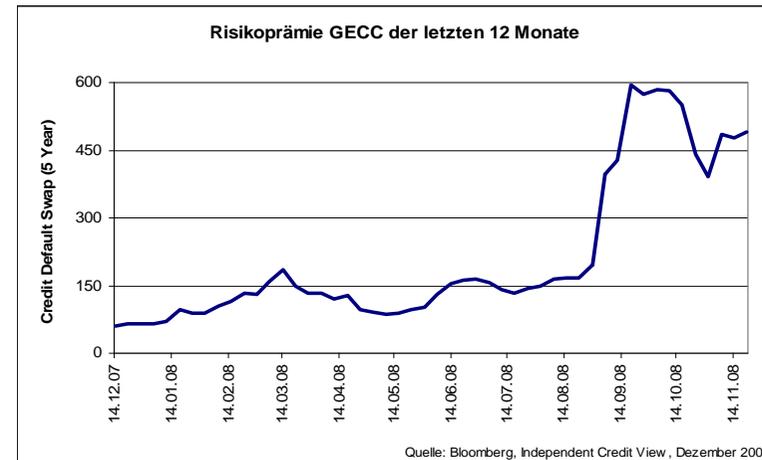
# Finanzkrise – Wo stehen wir?

## Frühwarnsignale aus Fundamental-Daten und vom Markt

Von Rating-Agenturen zu lange ignoriert

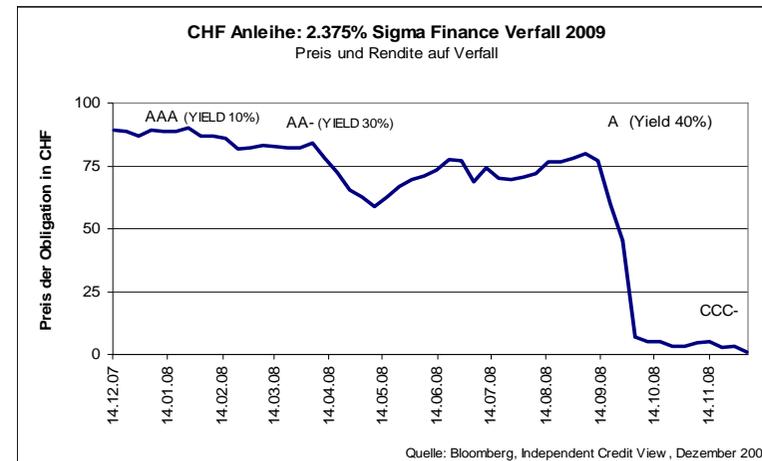
▶ Bsp. 1: General Electric Capital Corp (GECC)

- ▶ Viel zu lange AAA



▶ Bsp. 2: Sigma Finance

- ▶ AAA bis April 2008
- ▶ Ein gescheiterter SIV ohne Bankenstatus
- ▶ Rating war noch AA als Firma bereits Umschuldungs-offerten vorlegte und Refinanzierungs- Probleme hatte



# Finanzkrise - Die Schwächen der Rating-Agenturen

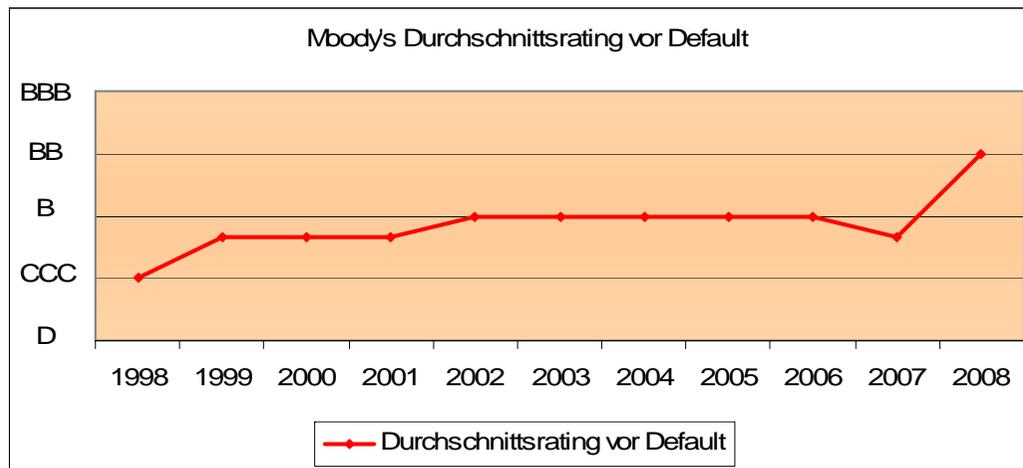
- ▶ **Fragliche Praktiken bei Interessenskonflikten**
  - ▶ Zu enge Zusammenarbeit zwischen Rating-Agentur (Analyst) und Emittent
- ▶ **Rating-Qualität durch Gewinnstreben beeinträchtigt**
  - ▶ Neu-Aufträge wichtiger als Qualität der Ratings
- ▶ **Unzulängliche Transparenz**
  - ▶ Gleiche Rating-Symbole für unterschiedliche Risiko-Profile
    - ▶ AAA-Einstufung: Keine Unterscheidung zwischen Bonität eines Staates und eines strukturierten Produktes (CDO, RMBS etc.)
- ▶ **Mangel an Überwachung**
  - ▶ Computer-Modelle zeigten Downgrades an, Rating-Agenturen übersteuerten bereits Anfangs 2007 die Resultate
- ▶ **Falsche Annahmen**
  - ▶ Investmentbanker wussten aufgrund mathematischer Modelle und Vorlagen der Agenturen wie man durch das „Bündeln“ von schlechten Krediten ein AAA modelliert
  - ▶ Rating Cliffs bei SIV's grösser als je erwartet

Quelle: Kommission der europäischen Gemeinschaften / Nov 2008

# Finanzkrise - Die Schwächen der Rating-Agenturen

## Trefferquoten leiden....

- ▶ Das **Durchschnittsrating vor Default** lag 1998 noch bei einem CCC
- ▶ 2008: Durchschnittsrating vor Ausfall bei hohem BB, also annähernd Investment Grade
- ▶ Viele der nicht mehr bedienten Anleihen im Zeitpunkt des Ausfalles haben also noch über ein „solides“ Investment Grade Rating verfügt (z.B. Lehman, Washington Mutual, Islandbanken, Sigma Finance etc.)
- ▶ Somit auch markante Ausfälle in den Portfolios von institutionellen und privaten Anlegern



**„WE CANNOT LIVE WITH THE CREDIT RATING AGENCIES' CURRENT FLAWED PRACTICES, BUT NOR CAN WE LIVE WITHOUT THEM; THEIR FUNCTION IS INDISPENSABLE. REFORM IS ESSENTIAL“**

*Financial Times, Feb 09*

# Finanzkrise - Wie geht es weiter?

- ▶ **Rating(in)stabilität:**
  - ▶ Der Kampf um das Halten der Ratings hat begonnen
  
- ▶ **Wir rechnen aus zwei Gründen mit starken Rückstufungen**
  1. Nachholbedarf der Rating-Agenturen
    - ▶ Rating-Agenturen haben Downgrades sowohl für strukturierte Produkte wie auch bei Banken und insbesondere Broker verpasst. Jetzt wird auch bei Industrie-Firmen die Handbremse deutlich stärker und früher angezogen
  
  2. Konjunktur-Einbruch
    - ▶ Die Konjunktur-Situation verschlimmert den Trend
  
    - ▶ Nach einer „Back-of-the-envelope“ Berechnung verschlechtert sich ein stabiler Single-A Kredit bei einem Einbruch des EBITDA um 35% vorübergehend in den BBB Bereich; ein stabiler BBB sogar in den Non-Investment Grade Bereich
  
    - ▶ Einige Firmen sind derzeit relativ zum Cashflow zu hoch verschuldet und sind auf Desinvestitionen angewiesen. Solch externe Faktoren können aktuell schlecht gesteuert werden
  
- ▶ **Laut Prognosen verdreifachen sich die Kreditausfallraten bis im Q1/2010**

## Finanzkrise - Was kann der Bondinvestor tun?

- ▶ **Passiv investieren, Buy and Hold Strategie fahren**
  - ▶ Und bei Kreditausfällen voll gegen die Wand fahren (s. Sigma Finance, Islandbanken, Lehman, AIG etc.)
- ▶ **Nur in Government Bonds investieren**
  - ▶ Und auf das Platzen der nächsten Blase warten...
- ▶ **Nur in „Blue Chips“ investieren**
  - ▶ GM, Ford, GE, Lehman etc. lassen grüssen...
- ▶ **Auf Banken- und Broker-Research vertrauen**
  - ▶ Und die Augen vor Interessenskonflikten verschliessen...
- ▶ **Auf Rating-Agenturen vertrauen**
  - ▶ Eine bewiesenermassen fehlgeschlagene Strategie...
- ▶ **Oder unabhängige Kreditanalyse betreiben**
  - ▶ Nur intensives Kreditresearch bringt Zusatznutzen
  - ▶ Um es richtig zu machen, braucht es Ressourcen
  - ▶ Warum braucht es eine solche?

# Warum es eine unabhängige Kreditanalyse braucht

- ▶ **Ratings sind ein Mittel zum Zweck**
  - ▶ Interessenskonflikte müssen dem Investor bewusst sein
  - ▶ Eine tiefere Kreditqualität verspricht weder höhere Renditen noch garantieren höhere Kreditqualitäten eine 100% Rückzahlung
  - ▶ Offizielle Ratings schützen nicht vor Verlusten
- ▶ **View behind the Rating**
  - ▶ Ratings hinterfragen – Kein „blindes Vertrauen“
  - ▶ Unabhängige Meinung einholen
  - ▶ Frühwarnsignale erkennen und umsetzen
- ▶ **Konsequente Überwachung**
  - ▶ Wie jede Industrie-Firma ihre Investitionen auf Nachhaltigkeit überprüft, müssen Investoren bei Obligationen eine ständige Risiko-Kontrolle vornehmen
  - ▶ Der Kreditrisiko-Management-Prozess gewinnt mit Frühwarnindikatoren und Stresstests an Mehrwert und erlaubt ein „Agieren“ und nicht ein „Reagieren“
  - ▶ Laufende Überwachung der Positionen im Portfolio, unabhängig davon ob es sich um Firmen, Banken, Länder, kurze oder lange Laufzeiten handelt

# Warum es eine unabhängige Kreditanalyse braucht

## Fazit:

- ▶ Interessenskonflikte bei Banken und Rating-Agenturen
- ▶ Fehlender Wettbewerb (u.a. dank Aufkauf von lokalen Rating-Gesellschaften)
- ▶ Mangelnde Performance
- ▶ Herdentrieb der Investoren

...führen zur grössten Vertrauens-Krise der Nachkriegszeit

- ▶ Diese Konflikte wären vermeid- oder vernachlässigbar, wenn Kreditgeber, Investoren sowie Behörden sich auf ihre eigene Analyse stützen würden und für das beste im freien Markt erhältliche Kreditresearch – ohne offiziell-sanktionierte Ratings - bezahlen würden
- ▶ Kurz- bis mittelfristig wird die Outperformance durch das Vermeiden von Unfällen (Ratingfallen) und nicht durch ein Übergewichten von einzelnen Titeln erzielt
- ▶ **There is no substitute for fundamental credit analysis**



The View behind the Rating

## **Teil 2: Unabhängige Kreditanalyse in der Praxis**

**Snapshot aus I-CV Studie vom April 2009**

**Banken im Stress-Test – Gewinner & Verlierer von morgen**

# Inhalt

- ▶ Rückblick auf frühere I-CV Studien
- ▶ I-CV Banken-Modell
- ▶ I-CV Stress-Test
- ▶ The View behind the Rating – Relative Value
- ▶ Ausblick
- ▶ Beilagen
  - ▶ I-CV Ratings im Vergleich zu S&P and Moody's
  - ▶ Stärke- & Schwächeprofil der untersuchten Banken (Snapshot)
  - ▶ Abkürzungsverzeichnis

## Rückblick auf frühere I-CV Studien

- ▶ August 2007
  - ▶ Am 4th Swiss Bond Congress weist I-CV zum ersten Mal darauf hin, dass die offiziellen Ratings der Agenturen für Banken und Broker zu hoch sind
- ▶ März 2008
  - ▶ Die Gewinner und Verlierer der I-CV März-Studie über 20 Banken und Broker wurden klar identifiziert:



Bear Stearns  
Lehman Brothers  
Merrill Lynch



HSBC Holding  
JP Morgan  
BNP Paribas

- ▶ September 2008
  - ▶ Auch die September Studie zeigte deutlich auf, dass es grosse Bonitätsunterschiede innerhalb der Finanzbranche gibt:



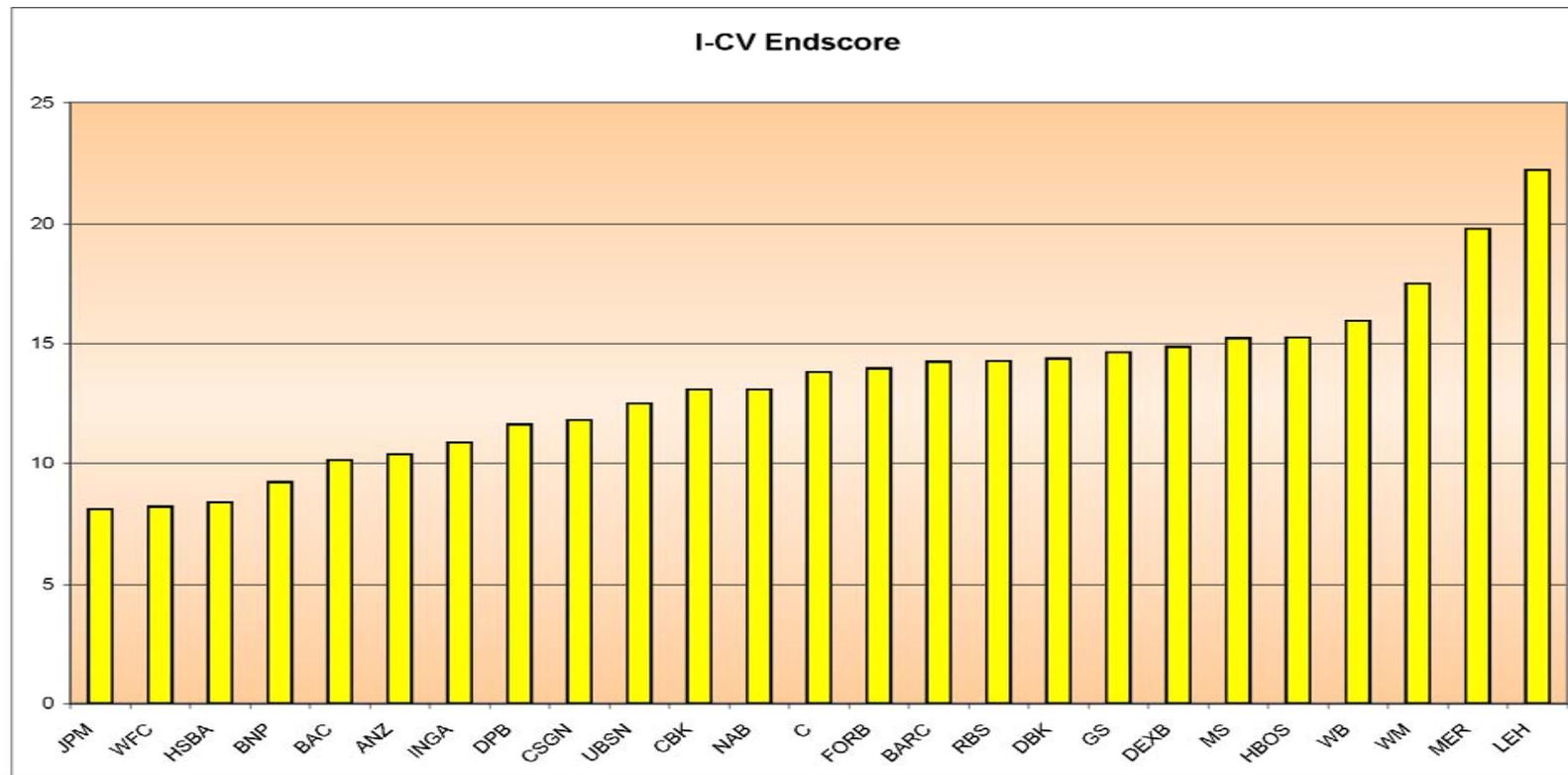
Lehman Brothers  
Merrill Lynch  
Washington Mutual  
Wachovia



JP Morgan  
Wells Fargo  
HSBC Holding  
BNP Paribas

## Rückblick auf frühere I-CV Studien

- Das I-CV Modell ist robust, was die Ergebnisse vom letzten September 2008 zeigen



Quelle: I-CV Banken-Modell

# I-CV Banken-Modell

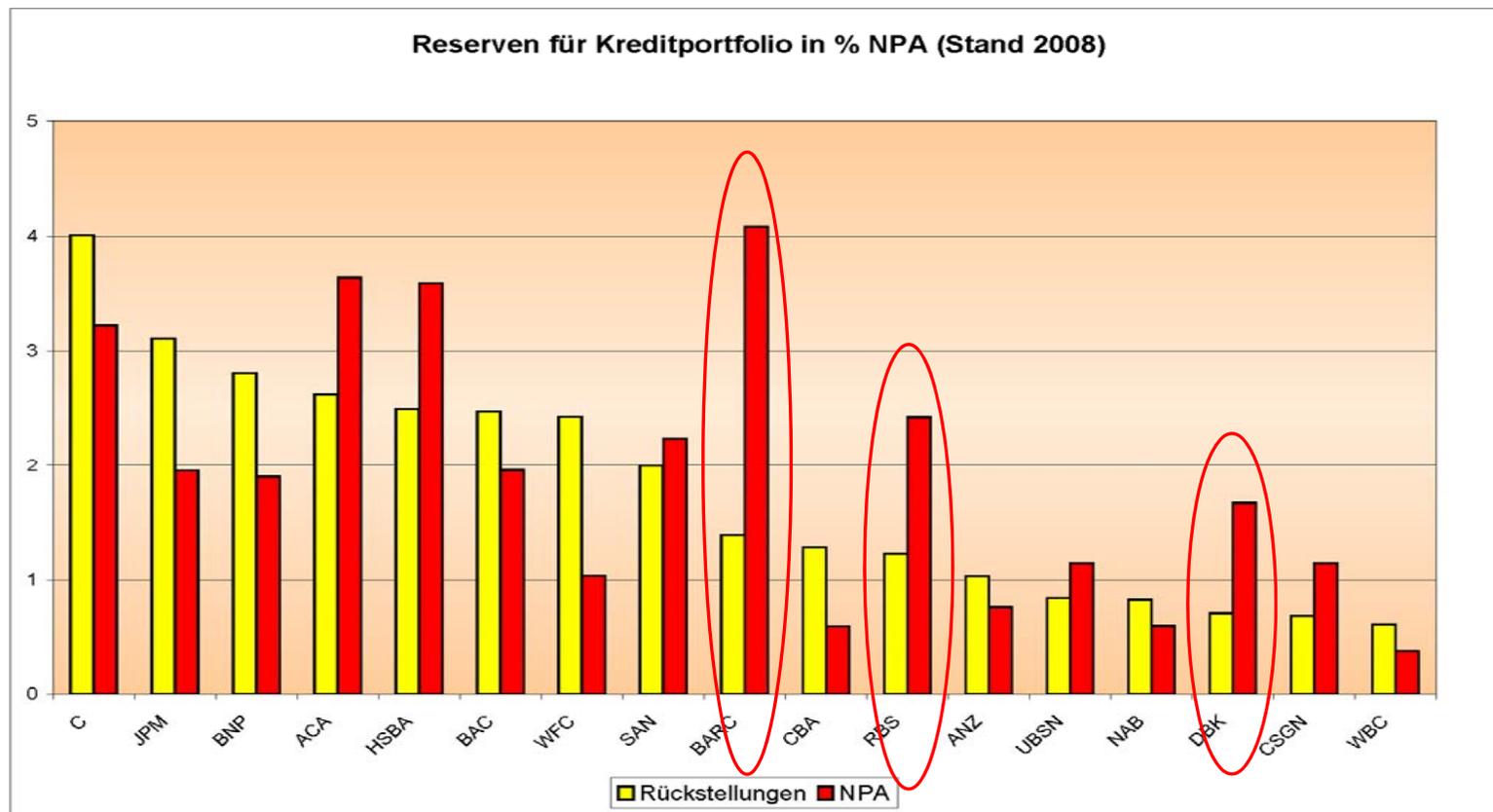
- ▶ Der Aufbau unseres Modells präsentiert sich wie folgt:
  - ▶ **Phase 1:** Aufgrund von **mehr als 30 Bewertungsfaktoren** erhalten wir pro Firma einen Bonitäts-Score. Dieser misst die Bonitätsstärke der Banken aufgrund der aktuell vorliegenden Zahlen.
  - ▶ **Phase 2:** Hier setzen wir die Bankbilanzen einem Stress-Test aus.
  - ▶ **Phase 3:** Auf dem Anlageportfolio wie auch auf dem Kreditportfolio werden weitere Abschreibungen kalkuliert und mit der Ertragskraft verglichen. Ebenso wird das neue Tier 1 Ratio ermittelt.
  - ▶ **Phase 4:** Wir konsolidieren unsere Ergebnisse aus den Phasen 1-3 zu einem I-CV Gesamtscore, **welchen wir in das I-CV Rating umwandeln.**
  - ▶ **Ausblick:** Unsere Ergebnisse setzen wir in Relative Value Vorschläge um.

# I-CV Banken-Modell

<b>Faktoren</b>	<b>Gewichtung</b>
<b>Strategie</b> <ul style="list-style-type: none"><li>▶ Produkt-Mix, Grösse, Effizienz, Geschäfts-Risiko</li></ul>	<b>15%</b>
<b>Finanzierung</b> <ul style="list-style-type: none"><li>▶ Liquidität, Tier 1, Kapital Ratio, Ausserbilanz-Geschäft</li></ul>	<b>15%</b>
<b>Volatilität</b> <ul style="list-style-type: none"><li>▶ Gewinnschwankungen über 7 Jahre, Level 3 Assets Volatilität Handelsportfolio, CDS-Performance</li></ul>	<b>15%</b>
<b>Risikovorsorge</b> <ul style="list-style-type: none"><li>▶ Aktuelle Reserven sowie historischer Vergleich, getätigte Abschreibungen, Kapitalreserven, Tier 1 Buffer</li></ul>	<b>15%</b>
<b>Stress-Test</b> <ul style="list-style-type: none"><li>▶ Weiteres Abschreibungs- und Rückstellungspotential, Simulation Tier 1 Ratio, Ertragseinbruch, Payback</li></ul>	<b>40%</b>

## I-CV Stress-Test: Ausgangslage

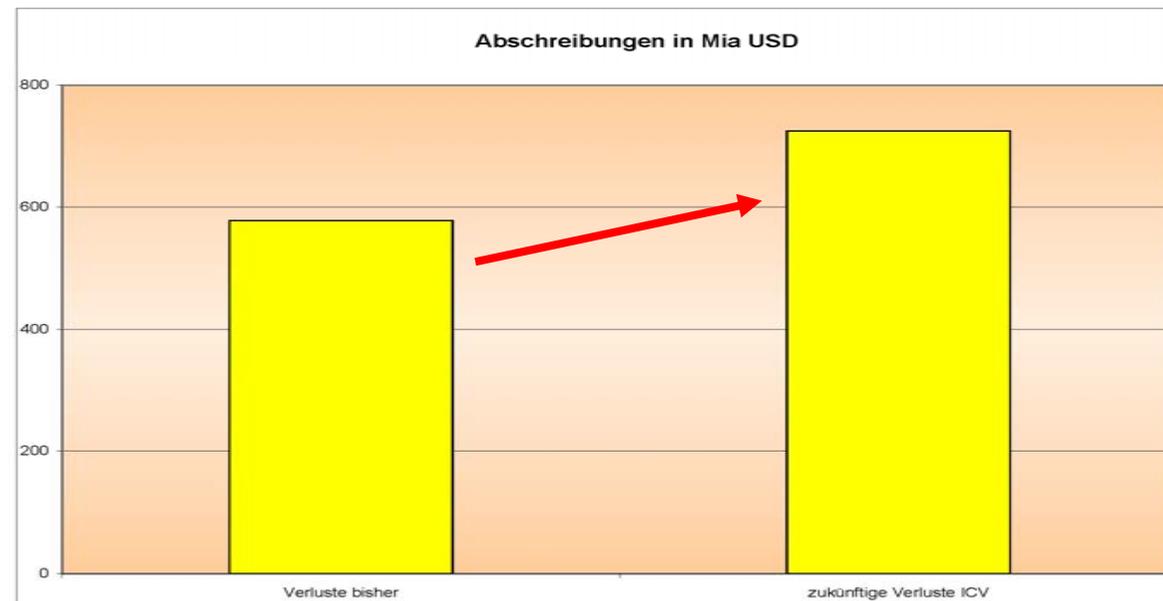
- ▶ Risikovorsorge bei den meisten Banken ist nach wie vor ungenügend (zyklisch)
- ▶ Die Reserven einiger Banken sind tiefer als die Non Performing Assets (NPA)



Quelle: I-CV Banken-Modell

## I-CV Stress Test: Annahmen Stress Test

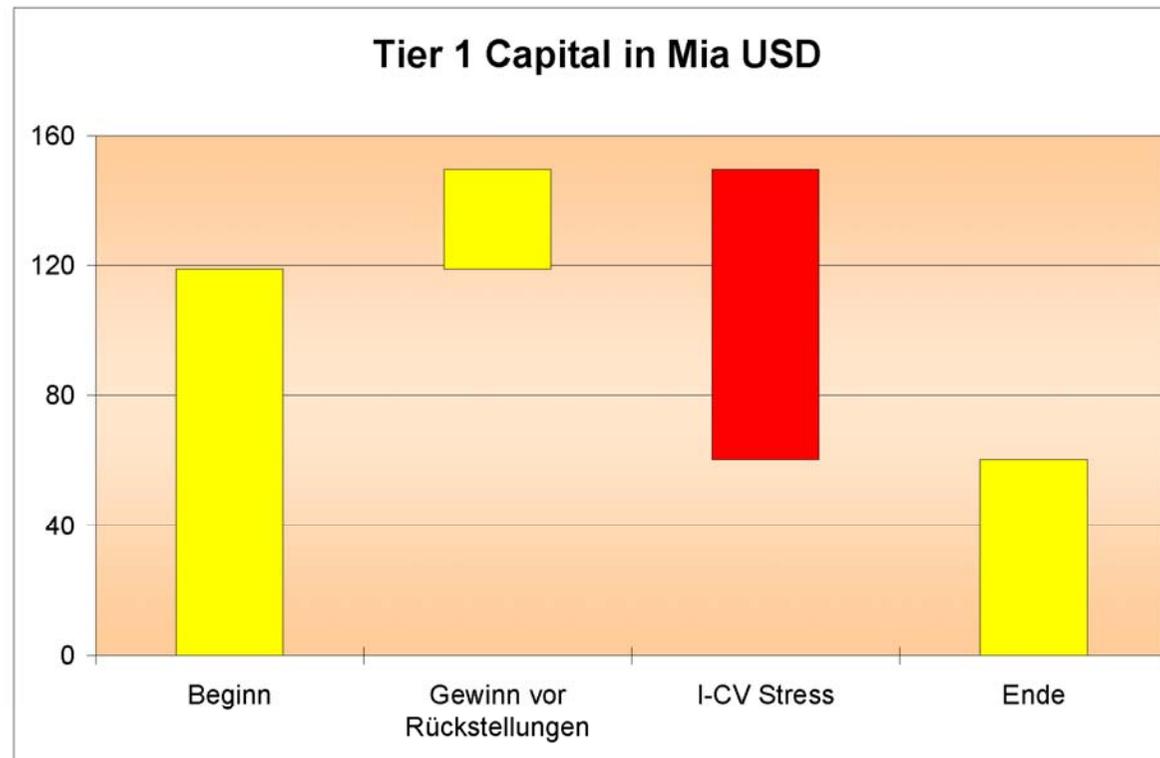
- ▶ Verdoppelung der aktuellen Abschreibungen auf dem Kreditportfolio
- ▶ Reserven für das Kreditportfolio steigen auf das Doppelte des langfristigen Durchschnittes (8 Jahre) der Branche
- ▶ Weitere Abschreibungen auf dem Anlageportfolio (10% Level 3 Assets)
- ▶ Fazit Stress Test: zukünftige Abschreibungen noch grösser als bisherige!



Quelle: I-CV Banken-Modell

## I-CV Stress-Test: Auswirkung Tier 1 (Schematik)

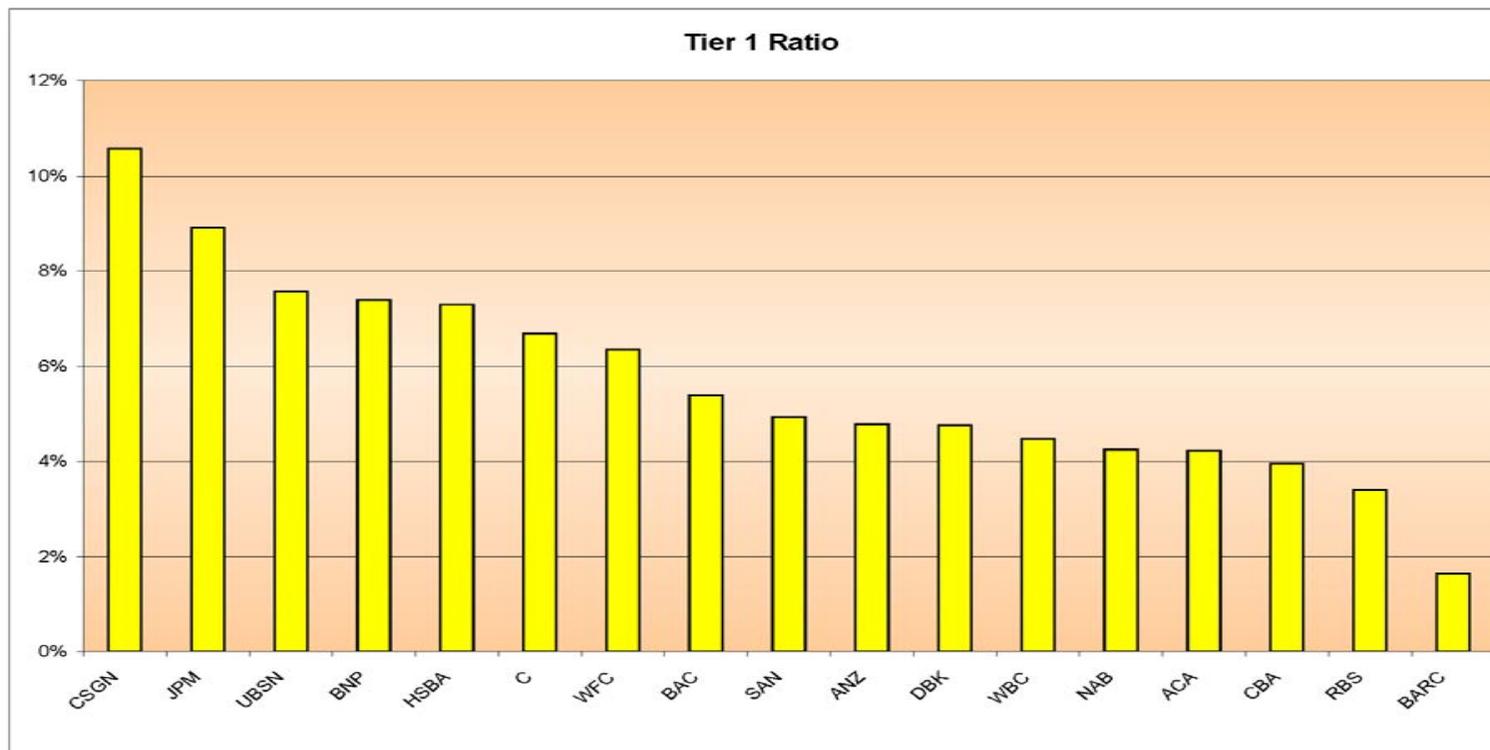
- Das Tier 1 Capital setzt sich wie folgt zusammen:



Quelle: I-CV Banken-Modell

## I-CV Stress-Test: zukünftiges Tier 1 Ratio

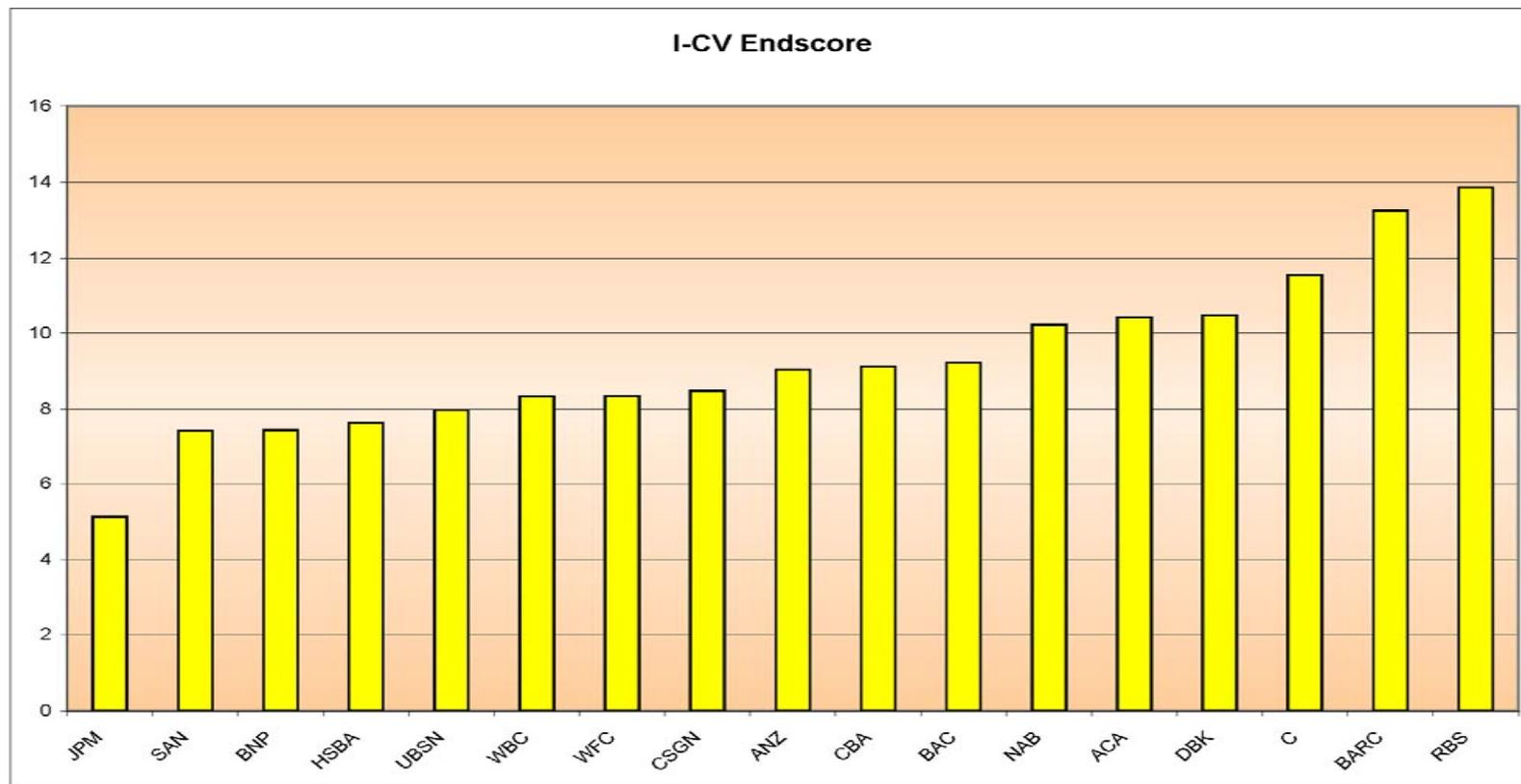
- ▶ Unter unseren Stress Annahmen sind die meisten Banken weit weg von 10%
- ▶ Als Kombination einer ungenügenden Risikovorsorge und tiefem Tier 1 leiden englische und australische Banken am Meisten
- ▶ UBS und CS schneiden dank einer moderaten Kreditportfolio-Grösse und einem relativ hohen Tier 1 Ratio gut ab



Quelle: I-CV Banken-Modell

## I-CV Stress-Test: Fazit

- ▶ Je tiefer der Score desto stärker ist das Finanzprofil
- ▶ Zu den Gewinnern gehören nach wie vor JP Morgan, Santander, BNP und HSBC
- ▶ Das Schlusslicht bilden die englischen Banken wie auch Citigroup und Deutsche Bank



Quelle: I-CV Banken-Modell

# The View behind the Rating – Relative Value



- ▶ I-CV erkennt bei aktuellen Kreditspreads nicht nur Gefahren, sondern auch Opportunitäten

	I-CV	S&P	Moody's	Differenz
JP Morgan	AA	A+	Aa3	1
Santander	AA-	AA	Aa1	-2
BNP Paribas	AA-	AA	Aa1	-2
HSBC Holding	AA-	AA-	Aa2	-1
UBS	A+	A+	Aa2	-1
Wells Fargo	A	AA	A1	-2
Westpac Banking Corp	A	AA	Aa1	-4
Credit Suisse	A	A	Aa2	-2
Aust & Nz Banking Group	A-	AA	Aa1	-5
Bank of America	A-	A	A2	-1
Commonwealth Bank	A-	AA	Aa1	-5
National Australia Bank	BBB+	AA	Aa1	-6
Credit Agricole	BBB+	AA-	Aa1	-5
Deutsche Bank	BBB+	A+	Aa1	-5
Citigroup	BBB	A	A3	-3
Barclays	BB+	A+	A1	-6
Royal Bank of Scotland	BB*	A	A1	-7

\* inkl. Mehrheitsbeteiligung:

A-

Quelle: I-CV Banken-Modell

Standalone I-CV Ratings

Overweight

Marketweight

Underweight

## Opportunitäten aus Relative Value Sicht

- ▶ JPM: Gewinner des Stress-Test
- ▶ UBS: Auslagerung der Risiken
- ▶ Citigroup: ...ist überlebensfähig
- ▶ RBS: Mehrheitsaktionär Staat UK
- ▶ Nach Outperformance von Santander, BNP & HSBC Holding -> Downgrade auf Marketweight
- ▶ Barclays, Credit Agricole, Deutsche Bank sowie australische Banken -> Underweight

# Ausblick

## Negative Aspekte

- ▶ Grösste Finanzkrise seit 1920
- ▶ Rentabilität der Banken sinkt längerfristig
- ▶ Dynamik der Ausfallraten kommt erst jetzt in Schwung -> Anstieg auf Rekordniveaus
  - ▶ Risikovorsorge bei den meisten Banken ungenügend (Reserven < NPA's)
  - ▶ Kapitalerhöhungen werden notwendig sein
- ▶ Intransparenz steigt aufgrund neuer Rechnungslegungsvorschriften massiv an

## Positive Aspekte

- ▶ Hilfsprogramme und Verstaatlichungen halten an (koordinierte Aktionen)
- ▶ Steilere Zinskurven bilden Basis für Erholung im Kerngeschäft
- ▶ Auflockerung der Rechnungslegungsvorschriften bringt weltweit Entspannung (kurzfristig)

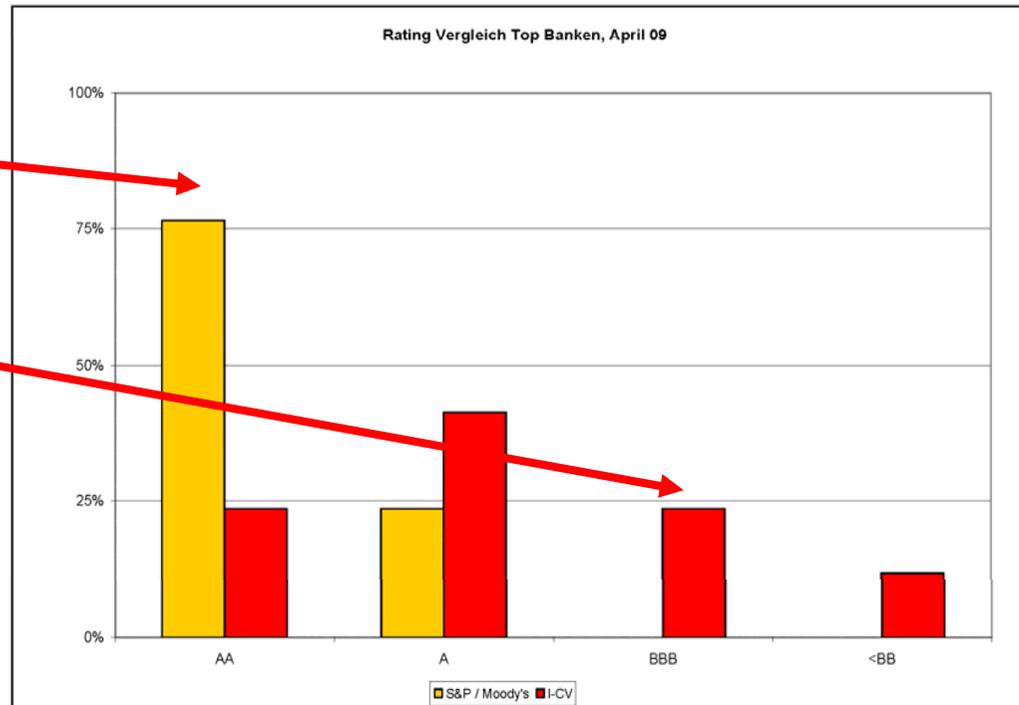
## Beilagen zum I-CV Banken Stress-Test

- ▶ I-CV Ratings im Vergleich zu S&P and Moody's
- ▶ Stärke- & Schwächeprofil der untersuchten Banken (Snapshot)
- ▶ Abkürzungsverzeichnis

## The View behind the Rating

Fokus der Studie war auf „AA“geratete Banken.

Resultat der Studie: I-CV erkennt ebenso viele „BBB“ wie „AA“ Schuldner



Quelle: I-CV Banken-Modell

- ▶ **I-CV unterstützt den Investor dank gründlicher und sorgfältiger Analyse sowie mit Hilfe von Stress-Test Simulationen, besser zwischen Chancen und Risiken zu unterscheiden und die zukünftigen Gewinner und Verlierer eruieren zu können**

# Stärke- & Schwächeprofil der untersuchten Banken

- ▶ Snapshot: ein Summary zu jedem Finanzinstitut erhalten Sie auf Anfrage bei I-CV

**I—CV**  
IndependentCreditViewAG

Flössergasse 10 8002 Zürich Telefon 043 817 68 45 info@i-cv.ch

Apr 09

Finanzinstitut	Rating			I-CV		Merkmale
	S&P	Moody's	Fitch	Score	Rating	
	A+	Aa3	AA-	5.13	AA	+ Management: Strategie 2006 zu Lasten League Table im Investment Banking + Buy on Cheapness: BearStearns + Washington Mutual (I-CV Rating: B ) - Hohe Kreditverluste zu erwarten, aber zweitbestes Tier 1 im Stress-Test - US Exponiertheit kann nicht wegdiskutiert werden
	AA	Aa1	AA	6.81	AA-	+ Management: Anstelle Aufbau Investment Banking Expansion Zinsgeschäft + Regulatorische Hürden in Bezug auf Ausserbilanz-Geschäfte - Immobilienschwäche Spanien wird Rettungsaktionen (bei Caja) auslösen müssen; Santander's Bilanzqualität könnte dadurch leiden
	AA	Aa1	AA	7.50	AA-	+ Gewinner in Europa => Pole - Position für Marktanteil Ausbau + Starke Risikovorsorge im Peer Vergleich - Relativ hohe Volatilität bei Gewinn und Handelsportfolio - Sehr aktiv in CDO/CLO Business = Downgrade I-CV Rating von AA auf AA-
	AA-	Aa2	AA	7.71	AA-	+ Geographische Diversifikation im Stammgeschäft + Gute Risikovorsorge im Peer Vergleich - Selbst unter Stress-Annahmen nur geringer Rückgang des Tier 1 zu erwarten - Downgrade I-CV von AA auf AA- wegen höheren Verlusten bei US Household
	A+	Aa2	A+	7.96	A+	+ Upgrade I-CV Rating von A auf A+ : Neupositionierung (Management) und signifikant tieferes Restrisiko (Auslagerung an Staat) + Kleines Kreditportfolio (im Peer) - Abnahme der Kundengelder und Vertrauen - Steuersituation Schweiz
	AA	A1	AA	8.36	A	+ Hoher Anteil an Spargeldern + Nutzniesser der Krise dank wenig Subprime - Aufgrund der Übernahme Wachovia (BB) verschlechtert sich Finanzprofil überproportional = Downgrade I-CV Rating von AA auf A
	AA	Aa1	AA-	8.42	A	+ Die stärkste Bank Australien's, insbesondere im I-CV Stress Test + Historisch tiefe Gewinnvolatilität und tiefes Level 3 Exposure - Starke Abhängigkeit vom Wholesale Funding - Trotz Stärke relativ zu Peer hat auch Westpac einen zu geringen Kapital Buffer
	A	Aa2	AA-	8.47	A	+ Mit Abstand das geringste Kreditportfolio relativ zu Peer (CS: USD 220 Mia; BAC: USD 900 Mia, BNP: USD 690 Mia; Santander: USD 853 Mia) + Deutlich tiefere Volatilität im Handelsgeschäft als in früheren Krisenperioden - Umsatzeinbruch Q4 - Im Peer-Vergleich: Kleiner Anteil Zinsertrag: hoher Anteil Handelsvermögen

Quelle: I-CV Banken-Modell

# Abkürzungsverzeichnis

Abkürzung:

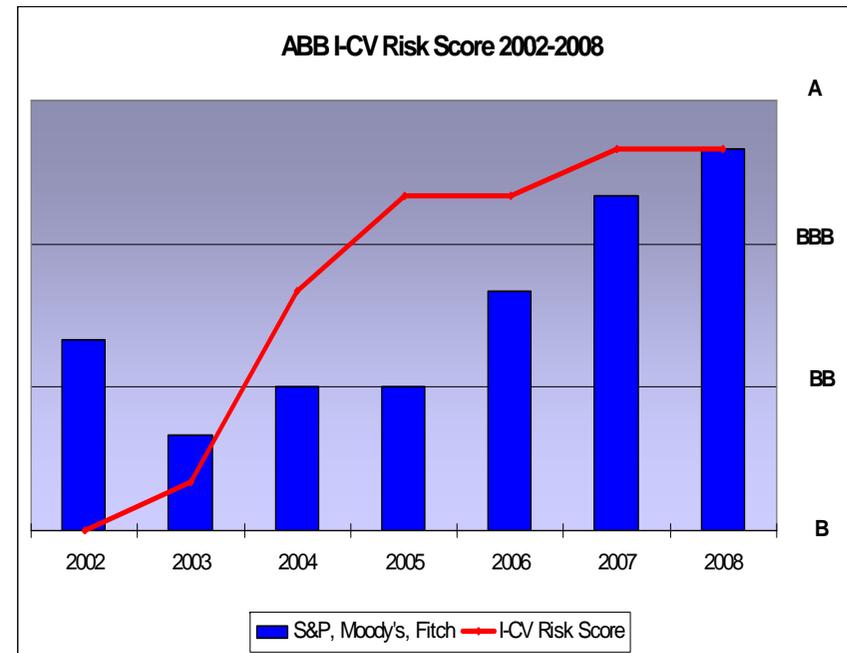
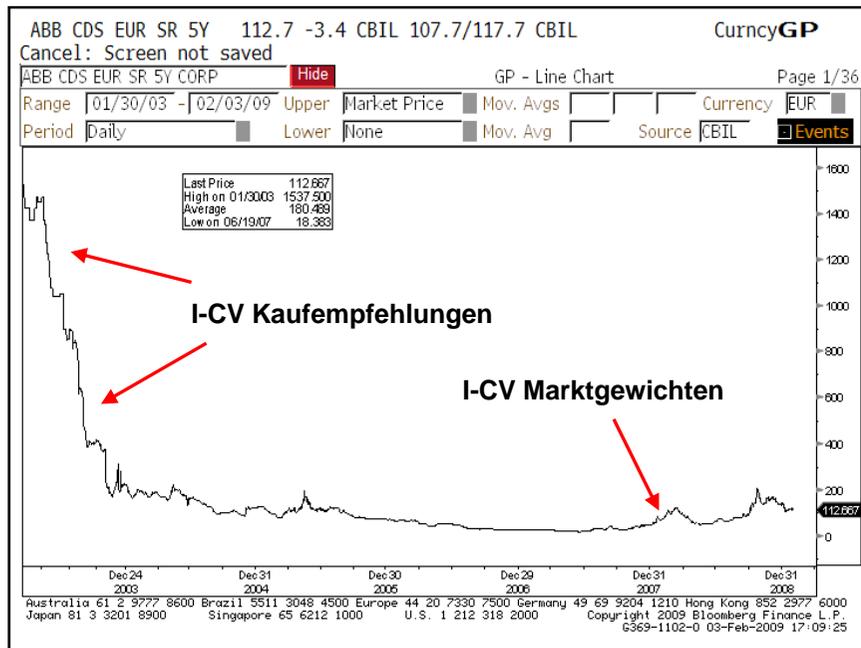
Firma:

ACA	Credit Agricole
ANZ	Australia & New Zealand Banking Group
BAC	Bank of America
BARC	Barclays Bank
BNP	BNP Paribas
C	Citigroup
CBA	Commonwealth Bank of Australia
CSGN	Credit Suisse
DBK	Deutsche Bank
HSBA	HSBC Holding
JPM	JP Morgan
NAB	National Australia Bank
RBS	Royal Bank of Scotland
SAN	Banco Santander
UBSN	UBS
WBC	Westpac Banking Corp
WFC	Wells Fargo

## **Beilagen zur Präsentation**

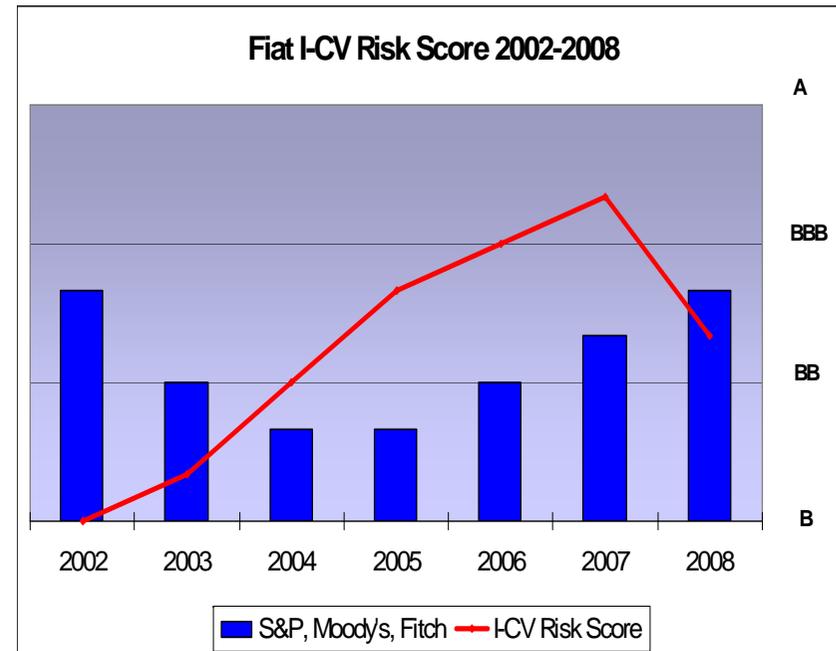
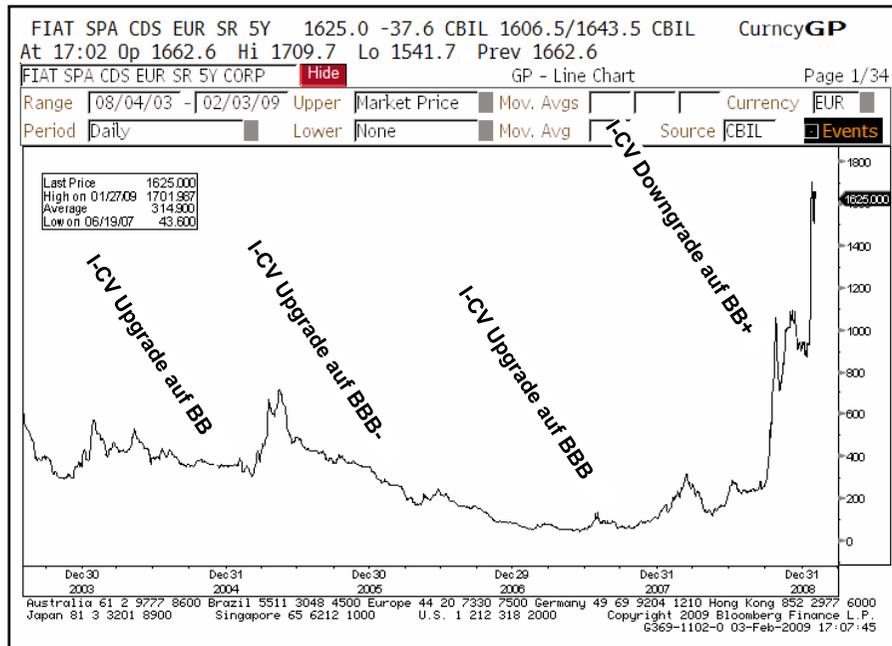
- ▶ Beispiele aus der Praxis
- ▶ I-CV Team
- ▶ I-CV Publikationen
- ▶ Kontaktadresse

# Unabhängige Ratingeinstufung – Beispiele aus der Praxis



➔ Fazit: Markt schätzte Bonität von ABB lange Zeit zu tief ein

# Unabhängige Ratingeinstufung – Beispiele aus der Praxis



➔ Fazit: Ratingagenturen hinken der Bonitätsentwicklung bei Fiat hinterher

# Beispiele unserer Analysen (Credit Alerts)



Floßergasse 10 8002 Zürich Telefon 043 817 68 45 info@i-cv.ch

## How risk-free is Asset Management?

S&P and Moody's describe it as a low-capital intensive, low-risk business. Given recent turmoil on Amaranth Advisors (loss of \$ 6bn), Bank of Montreal (loss of \$ 560), UBS (loss of \$ 124m), shut down of its hedge fund Dillon Read Capital Mgt) and Bear Stearns (bail-out of 2 funds which is the largest since LTCM with \$3.6bn in 1998), this assessment is not shared by market participants nor by I-CV.

## Why?

Asset Management relies on market pricing and a solid risk management. Lack of either of this elementary factors inherits risks.

Markets for exotic investments like derivatives linked to subprime mortgages have exploded in size in the past. Because these illiquid assets don't trade regularly and rely on external advice from Rating Agencies, "marking to market" may not be possible. In these cases, a fund manager may instead use a mathematical model (taking official credit rating as one of the main inputs) to value an asset. Such "marking to models" tend to smooth returns and may even lag credit trends (see Moody's "belated" action on 287 securities).

More worrisome for the financial system, in our view, is that nobody knows exactly how CDO and subprime assets are distributed. If held by investment banks (as inventory or within asset management), falling credit ratings and falling asset prices may reduce their risk allocation or may call for bail-out (Bear Stearns). If much of the risk is owned by hedge funds (which we fear), potential margin calls could force a wave of forced selling and plummeting prices for more illiquid paper.

The problems can be exacerbated because many hedge funds invest in CDO with the help of borrowed money. To buy a AAA CDO for \$10m, it is common for a hedge fund to put down \$1m of its own money and borrow \$9m to finance the purchase.

## Near-Term Outlook

Hedge funds report their monthly returns in the first week of each month. Given Bear Stearns guidance of minus 19% instead of minus 8%, we expect bad headline news not later than this week. In our view, this outlook is not very compelling for credit investors. Given all the uncertainties, we reduce our ratings for some of the most exposed players.

## Cash is King - Relative Value 2<sup>nd</sup> July 2007

### Performance Review

Cash is king. In June, cash outperformed most other asset classes. For once, long dated bonds did not act as safe haven, as market correction was to some extent caused by a rapid rise in US interest rates.

Credit markets also turned to the worse, as shown from the I-CV 5 Year Euro CDS Monitor (change in Month of June)

- A +2Bp +15%
- BBB +5Bp +16%
- BB +30Bp +20%
- B +70Bp +25%

### Changes In Recommendation

Swisscom Initial Coverage with Overweight: see Alert 25.6.07  
Financials Several Downgrades: see below

We downgrade JPM, Bank of America, Deutsche Bank and Credit Suisse, we initiate coverage for HSBC with Underweight and remain Overweight on Citigroup.

### Rationale

- We were Underweight US Brokerage since end of 2005, as we argued that broker will – as always – be hit most when the next market correction starts.
- Now there is an impact of wrong priced CDO and subprime assets. Given the new information (1) Moody's took "negative" action on 287 securities, backed by subprime 2nd lien mortgage loans (2) bailout of Bear Stearn Funds, it seems, that there is a potential threat of more re-pricing of these assets. This may lead to forced selling and more capital support by the Financial Community. Hence, we feel it is appropriate to justify an Underweight stance and we recommend to reduce positions until transparency improves (see left box).
- HSBC/DB/CS (Underweight): According to our assessment, this 3 names are mostly exposed outside of U.S., if contagion risk affects the industry. As spreads do not compensate this, we rate them U/W.
- Bear Stearns/Lehman/Merrill/Goldman (Underweight): ... in line with our industry recommendation. One exemption is the CHF 2.625% 2011 by Bear Stearns which we rate Market Weight. At Spread of L+ 50Bp, bondholders are compensated for a multiple notch downgrade. While more bad news might surface, a 5 notch downgrade seems unlikely to occur, keeping in mind that all 3 agencies have confirmed BSC's rating last week at A+.
- JPM/Bank of America (Market Weight): Given outperformance since recommendation and the heightened event risk, we lower our rating to Market Weight.
- Morgan Stanley (Overweight CHF; Market Weight Euro): MS is well diversified and benefits from a new and strong management team. MS has outperformed the S&P500 Financial Index this year. At L+30-40Bp in CHF, bad news are overpriced in our view – OW. At L+ 25bp in Euro, we view Euro paper as fair.
- Cit (Overweight): Cit's immense diversification and current pricing of Libor Plus compensates investors for a multi-notch downgrade. This makes Cit as our Top Pick among high rated US Banks.



Floßergasse 10 8002 Zürich Telefon 043 817 68 45 info@i-cv.ch

**Toyota (AAA/Aaa), I-CV: AA, UW**  
Unser Ratingsdowngrade von AAA auf AA+ und Underweight Empfehlung vor 4 Wochen kam zur richtigen Zeit. Aufgrund der Rückstufung durch Fitch haben sich die Kredit spreads in letzten 10 Tagen mehr als verdoppelt. Wir halten am Underweight für Toyota fest, weil wir mit noch mehr Verkaufsdruk rechnen und weil wir negativ bleiben zum fundamentalen Ausblick. Der massive Nachfragerückgang in der Automobilbranche und der sich abzeichnende Wirtschaftsabschwung machen auch vor Toyota nicht halt. Dies widerspiegelt sich einerseits in der sinkenden Anzahl verkaufter Neuwagen, andererseits in der Abwertung des Yen's gegenüber USD. Obschon Toyota in den USA Marktanteile gewinnen konnte, ist die Produktion mehrheitlich in Japan. Der hohe Yen drückt folglich auf die Marge von Toyota, welche ihre Gewinnerwartung für 2009 nochmals revidieren wird. Wir reduzieren unsere Einstufung auf AA.

**Georg Fischer (NR/NR), I-CV: BBB-, UW**  
Diese Woche mussten wir am Conference Call der Georg Fischer einen abrupten Produktionsstopp zur Kenntnis nehmen. Der Nachfragerückgang (insbesondere bei GF Automotive und GF AgieCharmilles) drückt auf den Umsatz und die Marge. Wir bestätigen unser Underweight nicht nur für Georg Fischer, sondern auch für die weiteren Autosupplier wie EMS und Rieter. Mit dem I-CV Rating von BBB- fühlen wir uns noch wohl, weil die Liquidität der GF durch offene Kreditlinien gesichert ist. Wir warnen jedoch vor massiven Downgrades bei der Konsensmeinung von 3x BBB+ der ZKB / CS / Vontobel Kreditanalyse-Abteilungen.

**Danone (A-/A3), I-CV: BBB+, UW**  
Letzten Monat haben wir unser I-CV Rating von A- auf BBB+ reduziert. Auch hier haben sich die Kredit spreads massiv ausgeweitet (insbesondere im Euro Markt). Das geplante De-Leveraging (nach der Übernahme des Babynahrung Herstellers Nutricia) konnte bislang nicht vollzogen werden und somit wird Danone bis 1HJ 2009 sein A- Rating bei S&P und Moody's verlieren. Der Refinanzierungsbedarf von Danone bleibt und wird dazu führen, dass wir weitere Neuemissionen sehen werden (diese Woche begab Danone eine 6-jährige Euro-Anleihe bei MS+300Bp). Wir bestätigen unser Underweight für die CHF Anleihe (MS+113Bp) wie auch Euro Anleihe.

### Disclaimer

Die Anlageverträge sind nur in Zeitpunkt ihrer Erstellung durch die INDEPENDENT CREDIT VIEW gültig und erfolgen auf Basis des von Ihnen dargelegten Profils Ihrer Finanzziele und Ihrer Risikobereitschaft. I-CV haftet jedoch weder für Verluste noch für druck-, online- oder publiziert erscheinende, separate oder nachfolgende Ausgaben, die Ihnen aufgrund der hier enthaltenen Informationen und Vorschläge, beziehungsweise, aufgrund von Schwankungen der Finanzmärkte entstehen. Insbesondere haftet I-CV nicht für den Erfolg der von I-CV abgegebenen Empfehlungen. Alle Angaben stammen aus zuverlässigen Quellen. I-CV kann jedoch nicht für die Richtigkeit dieser Daten haftbar gemacht werden. Wandelanleihen unterliegen einer grösseren Volatilität als gewöhnliche Straight Anleihen.

## Relative Value – 28. November 2008

### Die Downgrade-Spirale dreht sich weiter

Die meisten Rating-Actions der Agenturen bezogen sich in den letzten Monaten auf die Finanzbranche, welche aufgrund hoher Abschreibungen, Rückstellungen und sinkenden Erträgen unter Druck stand. Eine Massnahme, welche die Finanzbranche (insbesondere die Banken) massiv vorantreibt ist das De-Leveraging. Risikoübertragene Assets werden verkauft oder ausgelagert, die Anforderungen an die Kreditvergabe steigen weiter. Das Nachsehen einer restriktiveren Kreditpolitik der Banken haben nun die Industrien, welche vermehrt an den Kapitalmarkt gehen müssen. Somit gibt es einen neuen Supply was im heutigen Umfeld höhere Spreads bedeutet. Nachstehend die meistgefährdeten Branchen:

### Automobil

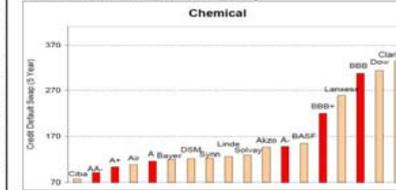
Eine der ersten Industrien, welche die Auswirkungen der Finanzkrise zu spüren bekommt, ist die Autobranche. Tiefere Verkaufszahlen führen zu Überkapazitäten. Werke müssen stillgelegt/geschlossen werden und die Finanztätcher über welche die Leasings abgeschlossen wurden, sind mit höheren Kreditverlusten und Refinanzierungskosten konfrontiert (FMCC, GMAC, BMW, u.w.). Die CDS sind massiv gestiegen, der Druck bleibt hoch. Mit Ausnahme von BMW, Daimler und Honda bleiben wir für den Automobilssektor zurückhaltend (Details zu den einzelnen Unternehmungen siehe Beilage „Auto – Spotlight“).

### Baumaterialien & -Rohstoffe

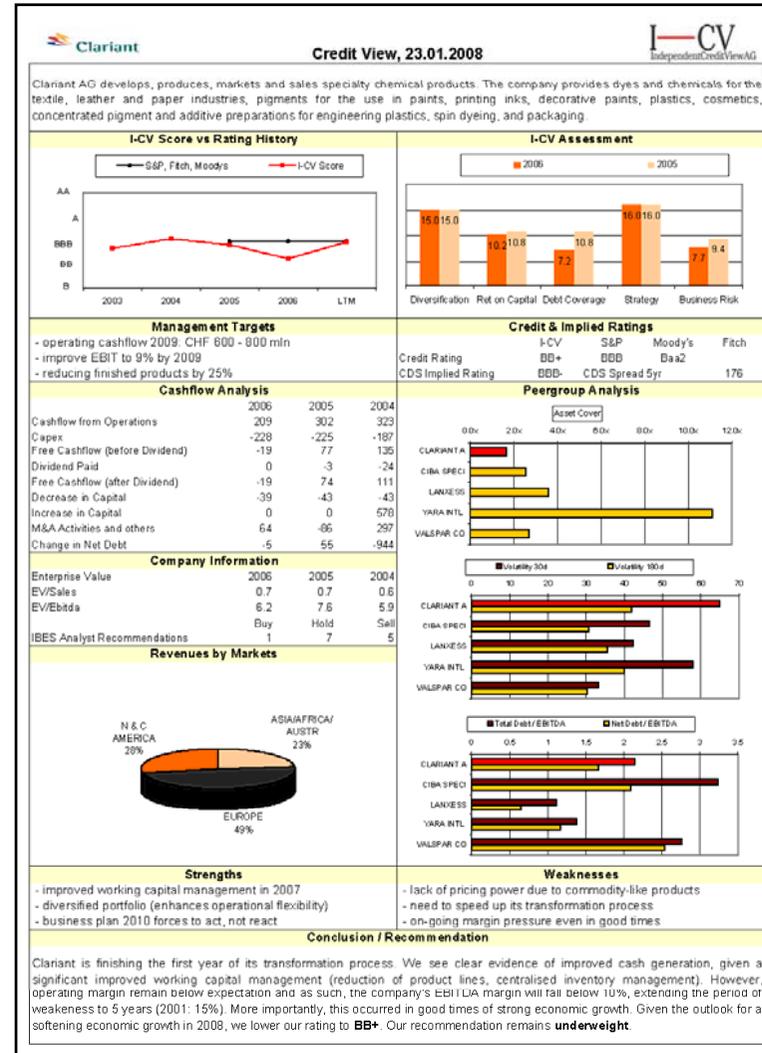
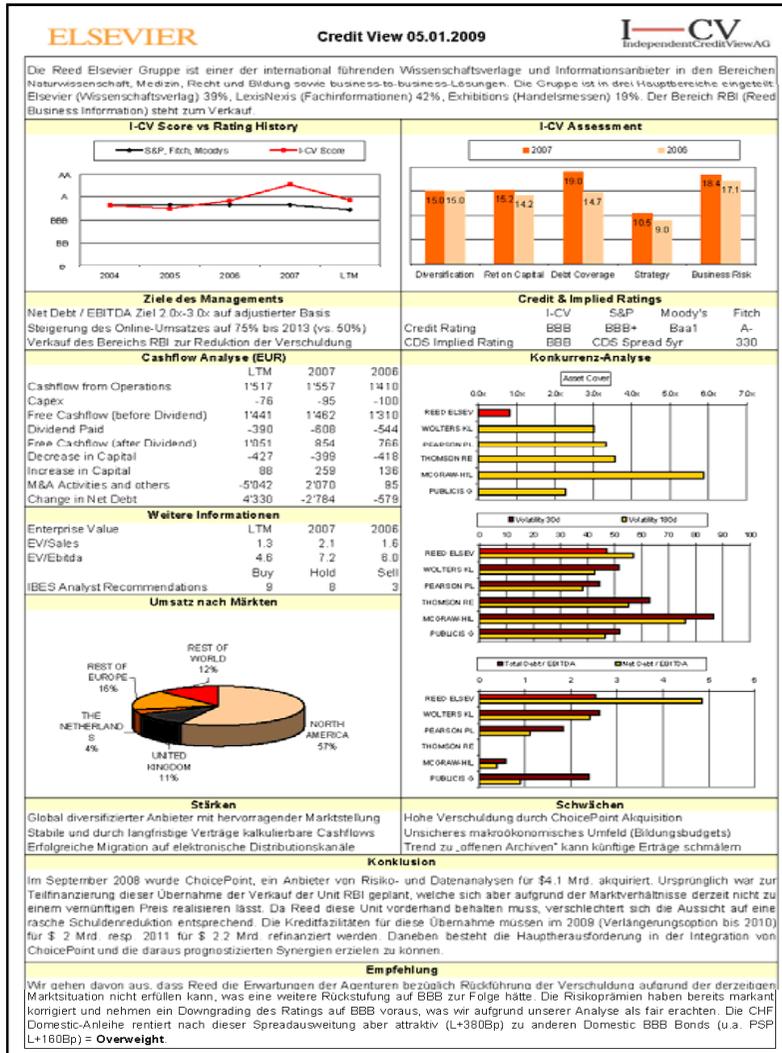
Die Zulieferer/Hersteller von Baumaterialien & -rohstoffen sind in den letzten Wochen ebenfalls massiv unter Druck geraten. Heidelberg wurde von allen Agenturen von Investment Grade in den Junk herabgestuft (Hauptproblem: Refinanzierung -> teure Übernahme von Hanson). Auch Cemex und Lafarge kämpfen mit Refinanzierungsproblemen. Wir stufen die ganze Branche mit Underweight ein.

### Chemie

Die ersten Anzeichen der Finanzkrise haben wir mit den jüngsten Meldungen von BASF (Gewinnwarnung, Stilllegung von Produktionsanlagen) gesehen. Die Nachfrage insbesondere für die Autobranche (Plastik, Farben/Pigmente) hat deutlich abgenommen. Dazu kommen verschiedene Akquisitionen der jüngsten Vergangenheit, welche nun finanziert werden müssen (u.a. Dow mit Rohm&Haas). Die CDS sind im Vergleich zur restlichen Industrie nach wie vor sehr tief. Wir würden dies für einen Abbau nutzen und empfehlen ein Underweight für die Branche. Grafik: I-CV implied market ratings



# Beispiele unserer Analysen (Credit Views)



# Beispiele unserer Analysen (Branchenstudien)

I-CV IndependentCreditViewAG		Special: Schweizer Elektrizitätswerke									
Industrie	Emittent	Unternehmensbeschreibung	Rating Banken			Credit View I-CV					
			CS Rating	UBS Rating	ZKB Rating	Credit Trend	Relative Value	Rating			
<p>Der Schweizer Versorgungsbranche abgebaut wird, dass infolge des angestrebten Trend zu höherer Ratingtrend vorläufig ge</p> <p><b>Marktaussichten</b> Nach einer Periode, in der die Schuldenstruktur 2006 Kraftwerke Linth-Limme diesem Jahr. Zusätzlich dürfte. Im vorliegenden I</p>	<p><b>BKW</b></p>	<p>Die BKW FMB Energie AG ist das grösste Schweizer Unternehmen für Wasserkraftwerke sowie Kernkraftwerken. In Bern sowie Teile von Solothurn und Basel im Stromhandel tätig. Wasserkraftwerke und Gaskombikraftwerke gehen sollten. Heute (52.9%) und die E.C.</p>									
		<p>Die Engadiner Kraftwerke AG (EKW) mit Sitz in Zermatt sind als Betreiber von Speicher- und Flusskraftwerken im Unterengadin ein grosser Stromproduzent. Der Strom wird in drei Kraftwerken produziert: EKW verfu konzi Folgt Grau GR Ents Einst koste</p>									
		<p>Der Stromproduzent mit Sitz in Martigny für Speicherenergie im Gebiet des Mont-Bleu auf 193 Stromproduktion von Bâtiatz (Schweiz) I Aktionäre, ATEL 51 des Partnerwerks Aktionäre sind ents A+, da sie den St abnehmen.</p>									
		<p>Die EGL (Elektrizitätshandels) Grosskunden (Str) bedeutenden Energiebörsen. Die der Schweiz, lagert in Frankreich und in von Produktionskap vier Gas-Kombikraft werden sollen. Tochtergesellschaft</p>									
		<p>Das Kernkraftwerk Leibstadt (KKL) nahm 1984 den Dauerbetrieb als grösstes Schweizer Kernkraftwerk mit einer Kapazität von 1165 MW auf. Die Anlage liefert 15% des schweizerischen Strombedarfs. Es sind insgesamt sieben Partner am KKL beteiligt, wobei die NOK mit der Geschäftsführung beauftragt ist. Aktionäre sind ATEL (27.4%), NOK (22.8%), EGL (16.3%), CKW (13.6%), BKW (9.5%), AEW (5.4%) und EOS (5%).</p>	A+	A	A	→	Overweight	A	<p>Das Kernkraftwerk Leibstadt liefert Bandenergie rund um die Uhr und sieben Tage die Woche. Es hilft damit, die Stromabhängigkeit vom Ausland zu verringern. Das KKL nimmt somit eine wichtige Position im Schweizer Strommarkt ein. Das Unternehmen hat im Laufe der Zeit die Kapazität angehoben, die Erzeugungskosten gesenkt und die Verschuldung verringert. Unser Kreditrating ist ein "A" und stützt sich auf die Kreditwürdigkeit der sieben Partner. Der Outlook ist stabil. Möglicherweise bestehen zu geringe Rücklagen für den künftigen Abbruch und die Entsorgung.</p>		
		<p>Das 1922 gegründete Kraftwerk Amsteg unterzog sich 1992 einer Gesamterneuerung, um sich baulich, betrieblich und kapazitätsmässig auf den gestiegenen Strombedarf im Hinblick auf die NEAT einzustellen. Die Kraftwerkzentrale in Amsteg wird durch den Stausee am Pfaffenprung unterhalb Wassens gespeist. Der Strom wird ausschliesslich in die Bahnstromanlagen der SBB gespeist. Aktionäre sind die SBB (90%), der Kanton Uri (9%) und die Urner Kantonalbank (1%). Dieser Hintergrund bürgt u. E. für eine hohe Kreditqualität, auch wenn die Kosten mit den neuen, teuren Anlagen überdurchschnittlich hoch sind.</p>	AA	n.r.	AA	→	Marketweight	AA	<p>Das Kraftwerk Amsteg ist die wichtigste Stromanlage der SBB in ihrem Kraftwerkspark. Es dient im Hinblick auf die erweiterten Aufgaben der SBB. Die Bonitätseinstufung fällt mit einem "AA"-Rating überdurchschnittlich aus. Das Rating beruht weitgehend auf der SBB als Bundesbetrieb im Portfolio der Eidgenossenschaft. Der Outlook ist stabil.</p>		
		<p>Die Kraftwerke Linth-Limmern (KLL) mit Sitz in Linth/AG sind ein Partnerwerk des Kantons Glarus (15% des Aktienkapitals) und der NOK (85%). Die KLL produzieren mit Wasserzuflüssen aus dem Linth-Quellgebiet, den Stauseen Limmernboden und Muttsee sowie vier Kraftwerkzentralen Spitzenenergie. Die KLL sollen bis 2015 mit einem leistungsfähigen Pumpspeicherwerk ausgebaut werden. Dabei soll die Leistung signifikant von heute 340 MW auf 1240 - 1340 MW angehoben werden - bei Investitionskosten von ca. CHF 1 Mrd.</p>	AA-	n.r.	n.r.	→	Marketweight	AA-	<p>Mit dem Ausbauprojekt der KLL, bei dem die NOK voll dahinter steht und die Federführung inne hat, werden die KLL zu einem der führenden Schweizer Stromproduzenten wertvoller Spitzenenergie ausgebaut. Die Aktionärsstruktur ist mit dem Kanton Glarus (AA) und der NOK (AA-) sehr solide und entscheidend für das aktuell hohe Rating von AA-. Auch wenn sich die Finanzrelationen auf der KLL-Ebene aufgrund der Projektfinanzierung abschwächen dürften, gehen wir nicht davon aus, dass das Kreditrating unter Druck kommen sollte. Der Outlook ist stabil. Mit dem Ausbau sind u. E. mögliche geologische/technische Risiken verbunden.</p>		

# I-CV-Team

**Peter Jeggli**

**Partner**

Betriebsökonom FH, International Banking School, New York

**Seit 2003**

Mitbegründung und Aufbau der Independent Credit View

**2001 – 2002**

Analyse & Portfoliomanagement bei Braun, von Wyss & Müller AG

- ▶ Analyse von stark unterbewerteten Wertpapieren für den globalen Aktienfonds „Classic Global Equity Fund“

**1985 – 2001**

Credit Suisse, Zürich, London, New York

- ▶ Mitverantwortung des „CSFB Credit Research Zürich“ im Range eines Direktors; Unterstützung von Handel und Sales
- ▶ Primär- und Sekundär-Markt-Research von Schweizer und internationalen Kapitalmarkt-Emittenten
- ▶ Spezialisierung in der Bonitätseinstufung von Unternehmen ohne offizielle Ratings durch S&P und Moody's
- ▶ Analyse von hochverzinslichen Wertpapieren (Junk Bonds, „Fallen Angels“) sowie Restrukturierungsfällen von Industrieunternehmen
- ▶ Ausarbeiten und Durchführen von Schulungen im Bereich des Kreditrisikomanagements und der Kreditrisikoanalyse

# I-CV-Team

**Daniel Pfister**

**Partner**

Betriebsökonom FH, International Banking School, Chicago

**Seit 2003**

Mitbegründung und Aufbau der Independent Credit View

**1993 – 2003**

Credit Suisse, Zürich

- ▶ Leitung Private Banking Niederlassung Dietikon im Range eines Vize-Direktors
- ▶ Relationship-Manager Private Banking
- ▶ Firmenkundenberater Small und Mid Caps
- ▶ Analyse, Bewertung und Restrukturierungen von Industrieunternehmen

**1990 - 1993**

Horizon Immobilien AG, Zürich

- ▶ Treasury, Finanz und Liegenschaftsbewertung

**1985 – 1990**

Schweizerischer Bankverein, Zürich

- ▶ Leitung Support-Team für Hypotheken und Grundpfandkredite
- ▶ Durchführen von Liegenschaftsbewertungen

# I-CV-Team

**Ernst Zbinden**

**Senior Credit Analyst**

B.A. in Economics & Commerce, Canadian Securities Course

**Seit 2005**

Independent Credit View, Senior Credit Analyst

**2002 – 2005**

Credit Suisse First Boston, Zürich

- ▶ Bonitätsanalyse und –studien von Schweizer Unternehmen
- ▶ Unterstützung von Handel & Sales
- ▶ Verantwortung für die Publikation „Kredithandbuch Schweizer Unternehmen“

**1990 – 2001**

Bank Leu, Zürich, Leitung Obligationen-Research und ökonomische Analysen

- ▶ Festverzinsliche Strategie und Obligationen-Anlagefondsmanagement

**1982– 1988**

Credit Suisse Zürich, Leitung Obligationen-Research

**1976 – 1981**

Credit Suisse Zürich, Aktienanalyse und Aktienanlagefondsmanagement

**1973 – 1975**

Intershop, Zürich, Immobilien-Wirtschaftlichkeitsstudien und Standortanalysen

## I-CV-Team

### **Christian Fischer**      **Senior Credit Analyst**

Betriebsökonom FH

**Seit 2007**

Independent Credit View, Senior Credit Analyst

**2006 –2008**

MAS Corporate Finance, Zug

**1998-2007**

Credit Suisse Private Banking, Dietikon

- Stellvertretender Leiter Private Banking Niederlassung Dietikon
- Fachverantwortlicher Hypotheken und Grundpfandkredite Private Banking Region Zürich-West
- Relationship Manager; Beratung und Betreuung von vermögenden Privat- und Firmenkunden

### **Thiemo Fisch**

### **Credit Assistant**

KV Business School Zürich

**Seit 2007**

Independent Credit View, Kreditassistent

**2004–2007**

Fisch Asset Management, Kaufmännische Grundausbildung

# I-CV-Team

**Dr. Kurt Hess**

**Senior Credit Advisor**

Dipl. Ing. ETH, MBA, PhD

**Seit 2009**

Independent Credit View, Senior Credit Advisor

**Seit 1999**

University of Waikato, Neuseeland, Management School

- ▶ Lehrauftrag im Bereich Finanzwesen mit Fokus auf Kapitalmärkte und Bankenwesen
- ▶ Spezialgebiete: Analyse und Modellierung von Kredit- und Anleihenrisiken. Entwicklung von Modellen für Research und Finanzplanung

**1991 – 1999**

Credit Suisse First Boston, Zürich, Direktor Fixed Income Research

- ▶ Bonitätsanalyse in- und ausländischer CHF-Kapitalmarktschuldner mit Spezialgebiet Utilities, Industrials und Governments
- ▶ Entwicklung und Implementierung von Relative Value- und Risikomodellen für Anleihen und Marktsegmente

**1990 - 1991**

SIG Neuhausen, Beringen, Projekt-Manager Marketing Information System

**1987 - 1990**

General Motors Europe (AG), Glattbrugg, Senior Financial Analyst

# I-CV Publikationen

# Sind die Kreditspreads weit genug?

## Renditeprämien implizieren doppelt so hohe Ausfallraten wie zur Zeit der Grossen Depression

Die Risikoaufschläge in den Anleihenmärkten haben sich mit der Finanzkrise markant ausgeweitet. Davon sind auch etablierte Blue Chips wie Toyota oder Roche betroffen, die historisch fast gleich oder sogar weniger als Regierungsanleihen rentierten. Für Anleihen eher bekannter Schuldner mit Anlagequalität beobachtet man gegenwärtig je nach Ausgabe-währung Aufschläge von 3 bis 5%. Beispiele sind Frankenanleihen der Flughafen-gesellschaft Unique und von Jelmoli sowie Bonds von Anheuser-Bush und Electricité de France in Euro oder Dollar. Viel höhere Prämien werden mit Spreads um die 10% für Junk Bonds verlangt.

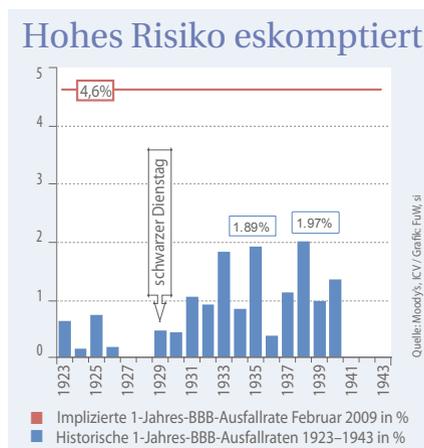
Mit so hohen Aufschlägen stellt sich die Frage, ob die Investoren damit für die potenziellen Ausfallrisiken adäquat kompensiert werden und ob sich hier nicht sogar günstigere Kaufgelegenheiten ergeben könnten. Einen Ansatzpunkt, quasi als Worstcase-Szenario, bietet der Verlauf der Kreditausfallraten während der Grossen Depression der dreissiger Jahre. Historische Daten dazu hat die Agentur Moody's, deren Gründer John Moody bereits 1909 mit der systematischen Einstufung von Eisenbahnanleihen begonnen hatte. Diese Statistiken (vgl. Grafik) zeigen, dass Schuldner mit tiefer Anlagequalität (BBB) in jener Zeit relativ mässige Kreditausfallquoten aufwiesen. Erst einige Jahre nach dem Aktienmarktkollaps im Oktober 1929 – als die Wirtschaft bereits wieder wuchs – erreichten sie knapp 2%. Die Werte bezeichnen den Anteil der Triple-B-Schuldner (mit Stichtag 1. Januar des Jahres), die in Jahresfrist in Zahlungsverzug geraten.

Die gegenwärtigen Renditeprämien sind ein Indiz für die vom Markt erwarteten künftigen Kreditausfallraten. Zu diesem Zweck nimmt man an, dass die Prämie gegenüber risikolosen Anleihen vollum-fänglich durch Kreditverluste «aufgefres-sen» wird. So kann man eine implizierte Kreditausfallrate bestimmen, die die Risi-koprämie absorbiert. Eine kritische Zusat-zannahme in dieser Rechnung stellt die Höhe der Rückgewinnungsquote dar. Damit schätzen wir, wie viel Wert dem Investor nach einem Kreditausfall bleibt. Anhalts-punkte liefern wiederum langfristige Statistiken der Ratingagenturen. Der Modellrechnung (vgl. Grafik) wurde ein Wert von 20% zugrunde gelegt. Bei einem Spread von 4% (400 Basispunkte) ergibt sich für ein Jahr somit eine implizierte Kreditausfallrate von 4,6%, also mehr als doppelt so viel wie die historischen Werte der Grossen Depression. Damit scheint

klar, dass der gegenwärtige Markt gross-zügig für die Kreditrisiken von Schuldnern mit Anlagequalität kompensiert.

Wie immer in vereinfachenden Mod-ellrechnungen, ist es allerdings gefährlich, voreilige Schlüsse zu ziehen. Zum einen ist die branchenmässige Zusam-mensetzung der Schuldner heute sehr verschieden von derjenigen zu John Moody's Zeiten. Damals dominierten der anlageintensive Transportsektor (Bahnen) und die Industrie, heute insbesondere der Finanzsektor und öffentlichrechtliche Schuldner. Es liegt in der Natur des Geschäfts von Finanzschuldnern, dass sie anfälliger auf Vertrauenskrisen sind und mit extrem dünner Eigenkapitaldecke arbeiten. Wie das Beispiel Lehman Brothers zeigt, sind deutlich tiefere Rückgewin-nungsquoten nichts Ungewöhnliches.

In der aktuellen Krise spielen zudem Rettungsaktionen von Regierungen und multilateralen Organisationen eine ent-scheidende Rolle. Das führt zu grossen Verzerrungen, wenn Titel von verlet-zlichen Schuldnern plötzlich mündel-sichere Anlagen darstellen, weil der Staat sie aus nationalem Interesse vor dem Untergang bewahrt. Man kann argumen-tieren, dass die gegenwärtige Rating-struktur diese potenziellen Supportfaktoren nur ungenügend berücksichtigt. Wenn in ein paar Jahren Analysten die Kreditausfallstatistik dieser Krise zusam-menstellen, könnte sie somit ganz anders aussehen.





# Ratings im Stresstest

Von Daniel Pfister, Partner und Geschäftsführer, Independent Credit View AG, Zürich

Gewaltige Verluste auf hypothekarisch gesicherten Produkten bringen zahlreiche Finanzinstitute in eine bedrohliche Situation. Risiken, die sich bei den Banken insbesondere durch die gefährlichen Kreditkonstrukte abgezeichnet haben, fanden jedoch keinen Niederschlag in den Bonitätsnoten der Rating-Agenturen. In unserem erstmals im August 2007 durchgeführten Stresstest über die Bonitätsstärke von Banken und Brokern haben wir festgestellt, dass die Rating-Agenturen in der Einstufung der von uns untersuchten Institute praktisch keine Rating-Unterschiede machen.

## Die Rolle der Rating-Agenturen

Die Kreditkrise ist ganz klar auch eine Krise der Rating-Agenturen. Noch im Juli letzten Jahres schrieben diese in ihren Berichten, dass sie bezüglich der Subprime-Krise keine negativen Auswirkungen auf die Ratings der Investmentbanken sehen. Moody's vermerkte in einem Report über solche mit AAA eingestuften Strukturierten Investment Vehikel (SIV) sogar, dass diese als eine „Oase der Ruhe“ im stürmischen Kreditmarkt betrachtet werden können.

Die Problematik ist, dass die Rating-Agenturen mit Modellen arbeiten, die mit historischen Daten wie beispielsweise der Entwicklung der Häuserpreise oder von Ausfallraten der Hypothekarschuldner gespeist werden. Dies führte dazu, dass heute praktisch wertlose Ramschanleihen zum Zeitpunkt der Emission anhand von Modellrechnungen als risikolos eingestuft und mit Top-Ratings versehen wurden. Diese müssen jetzt massiv nach unten angepasst werden.

## Die totale Vertrauenskrise

Viele Investoren sehen derzeit weder einen Unterschied zwischen stärkeren und schwächeren Finanzinstituten noch zwischen risikoerprobten und risikobehafteten strukturierten Anlagen. Die Rating-Agenturen sind aufgrund ihrer Verfehlungen in der Gestaltung und Einstufung von strukturierten Produkten nicht in der Lage, diesen Unterschied aufzuzeigen. In den Veröffentlichungen der Banken fehlen Detailangaben über Höhe, Art und Laufzeit der Verbriefungsprodukte, Absicherungen gegen Wertverluste et cetera, weshalb sich Analysten mit Preisherleitungen aus Indizes oder Bookrunner-Tabellen behelfen. In Windeseile verbreiten sich jeweils neue und teilweise wenig fundierte Berechnungen des zusätzlichen Bedarfs an Wertberichtigungen und der Handel mit fast sämtlichen verbrieften Anleihen ist zum Stillstand gekommen.

Für die Bankbilanzen und das Kreditgeschäft ist aber die Verbriefung von Vermögenswerten von immenser Wichtigkeit. Muss die Bank solche Aktiven auf die Bilanz nehmen, wird sie aus Gründen der

steigenden Eigenmittelunterlegungskosten zwangsläufig mit der Vergabe von Krediten massiv zurückfahren. Dies führt mit einer Zeitverzögerung in der Regel zu höheren Kreditausfallraten und abermals steigenden Kreditrisikoprämien. Die nächsten Problemherde sind die überhitzten Immobilienmärkte Spaniens und Englands, aber auch der Markt mit Geschäftliegenschaften in den USA.

Wir untersuchten mit einer Analyse aller zugänglichen Informationen und mit Hilfe von Stresstest-Simulationen, wie sich bereits erfolgte und künftig zu erwartende Abschreibungen und Ertragsminderungen auf das Bonitätsprofil der Banken und Broker auswirken.

## Gewinner und Verlierer von morgen

Anhand von über 30 verschiedenen Bewertungsfaktoren messen wir die Bonitätsstärke der Finanzinstitute.

Die Rating-Einstufungen der Agenturen sind unserer Analyse nach fallweise immer noch markant zu hoch.

Wir setzen dann die Bilanzen einem Stresstest aus, indem wir die Gewinne um bis zu 50 Prozent reduzieren und die Kreditrisiko-Exposures (Subprime, Monoline, Alt-A, RMBS, CMBS, CDO sowie LBO) nochmals massiv abschreiben. Wir berechnen die verbleibenden Netto-Exposures

und dadurch die zukünftigen Abschreibungspotenziale und vergleichen diese mit der Ertragskraft der einzelnen Institute für die nächsten zwei Jahre. Daraus ermitteln wir das zukünftige Kernkapital und konsolidieren die Ergebnisse in einem Gesamt-Score, welchen wir in das I-CV Rating-Symbol umwandeln.

JPMorgan hat bei den US-Banken die Nase vorn, vor Bank of America und Citigroup. Bei den US-Brokern erreicht keiner die offiziellen Ratings; Bear Stearns, Lehman und Merrill Lynch bilden das Schlusslicht. In Europa steht BNP klar vor Credit Suisse, während Royal Bank of Scotland und Deutsche Bank fast am Ende der Rangliste zu finden sind. UBS schneidet bei den untersuchten Banken am schlechtesten ab; die Tage des Aaa-Ratings von Moody's sind gezählt. Die Rating-Einstufungen der Agenturen sind unserer Analyse nach für einige Institute noch immer markant zu hoch.

Das Gewinn-Momentum 2008 für die Banken allgemein ist negativ, zusätzlich drohen weitere Abschreibungen auf ihren Risikobeständen. Banken sind jedoch „Cash Cows“ und haben noch viele Möglichkeiten, ihre Kapitalausstattung zu verbessern. Die zur Überwindung der Krise aber wichtigste Massnahme ist die Rückgewinnung des Investorenvertrauens. Wir warten darauf, dass ein Institut mit gutem Beispiel vorangeht und lückenlose Transparenz schafft.

Investoren dagegen sollten sich eine eigene, unabhängige Meinung (zum Beispiel durch einen Portfolio-Check) bilden, die „Spreu vom Weizen“ trennen und wieder in Institute mit stärkeren Bonitätsprofilen wie auch in krisenerprobte verbrieft Anlagen investieren.

# Kreditkrise trifft Ratingagenturen – Obligationenanleger sind misstrauisch

## Banken und Broker im Stresstest

Von Christian Fischer

Die meisten Banken und Broker mussten im zweiten Halbjahr 2007 substanzielle Beträge auf ihren hypothekarisch gesicherten Anlagen abschreiben. Doch wer dachte, das Schlimmste sei nun überstanden, der irrt. Die Zahlen des ersten Quartals 2008 zeigen weitere grosse Abschreibungen auf Kreditkonstrukten, die die Banken auf ihren Büchern halten. Dies hat sich bislang kaum in den Bonitätsnoten der Ratingagenturen niedergeschlagen. 75% der 20 von Independent Credit View (I-CV) untersuchten Finanzinstitute werden von den Agenturen nach wie vor mit Ratings von AA- bis AA+ eingestuft.

Die Kreditkrise ist auch eine Krise der Ratingagenturen. Sie schrieben noch im Sommer 2007, aufgrund der Subprime-Krise seien keine negativen Auswirkungen auf die Ratings der Investmentbanken zu erwarten. Moody's vermerkte in einem Report über mit AAA eingestufte strukturierte Investmentvehikel (SIV), sie könnten als eine «Oase der Ruhe» im stürmischen Kreditmarkt betrachtet werden.

### Triple-A basiert auf Modell

Gründe, weshalb solchen Konstrukten bei der Emission ein Triple-A verliehen wurde, sind die von den Ratingagenturen verwendeten Modelle. Diese werden mit historischen Daten wie z. B. der Entwicklung der Häuserpreise oder den Ausfallraten der Hypothekarschuldner gespeist und müssen ständig revidiert werden.

Es erstaunt nicht, dass viele Investoren misstrauisch sind und derzeit weder einen Unterschied zwischen stärkeren und schwächeren Finanzinstituten noch zwischen risikoeingestuftem und risikobehafteten

strukturierten Anlagen sehen. Die Ratingagenturen sind wegen ihrer Verfehlungen in der Gestaltung und Einstufung strukturierter Kreditprodukte nicht in der Lage, diese Differenz aufzuzeigen. Die Verbriefung von Vermögenswerten ist fast zum Erliegen gekommen. Sie ist jedoch für Banken und ihr Kreditgeschäft von immenser Wichtigkeit. Kann eine Bank keine Verbriefungen vornehmen, muss sie die Werte auf die Bilanz nehmen, was die Kosten für die Eigenmittelunterlegung erhöht und zu einer Reduktion der Kreditvergabe führt. Mit zeitlicher Verzögerung führt das in der Regel zu höheren Ausfallraten und abermals steigenden Kreditrisikoprämien.

Zum vierten Mal (vgl. FuW Nr. 70 vom 8. September 2007, Nr. 87 vom 7. November 2007 und Nr. 2 vom 9. Januar) untersuchte I-CV – anhand aller zugänglichen Informationen und mithilfe von Stress-

tests, wie sich bereits erfolgte und künftig zu erwartende Abschreibungen und Ertragsminderungen auf das Bonitätsprofil der Banken und Broker auswirken.

Zuerst wird die Bonitätsstärke anhand von mehr als 30 Bewertungsfaktoren gemessen. Diese werden anschliessend einem Stresstest ausgesetzt: zuerst einer Reduktion des Ertrags vor Abschreibungen um 35% für Banken und 50% für Broker, dann weiteren Abschreibungen – Collateral Debt Obligations CDO um 75%, Monoliner um 100%, Residential und Commercial Mortgage-backed Securities RMBS/CMBS um 20%, Alt-A-Hypotheken um 20% sowie Leveraged Loans um 10%.

### US-Broker stehen schlecht da

Anhand des verbleibenden Netto-Exposures wird für jedes Institut das zukünftige Abschreibungspotenzial berechnet und der Ertragskraft gegenübergestellt (Payback in Jahren). Zudem wird das künftige Kernkapital (Tier 1) ermittelt. Die Ergebnisse werden konsolidiert und in das I-CV-Ratingsymbol umgewandelt (vgl. Tabelle).

Unter den US-Banken hat J. P. Morgan die Nase vorn, gefolgt von Bank of America und Citigroup. Von den US-Brokern erreicht keiner die offiziellen Ratings. In Europa steht BNP Paribas deutlich vor Credit Suisse. UBS schneidet unter den Banken am Schlechtesten ab.

Die zur Überwindung der Krise wichtigste Massnahme ist das Zurückgewinnen des Vertrauens der Investoren. Dies ist unserer Ansicht nach nur mit vollständiger Transparenz und Offenlegung des Risiko-Exposures zu erreichen.

#### Rating der Agenturen bleibt hoch

	Ratings		
	I-CV	S&P	Moody's
HSBC	AA+	AA-	Aa2
ING	AA	AA-	Aa2
J. P. Morgan	AA	AA-	Aa2
BNP Paribas	AA	AA+	Aa1
Fortis	AA-	A+	-
Bank of America	AA-	AA	Aa2
Deutsche Postbank	A+	A-	Aa2
Dexia	A+	-	-
Commerzbank	A+	A	Aa3
Credit Suisse	A	A+	Aa2
Citigroup	A	AA-	Aa3
Goldman Sachs	A	AA-	Aa3
Deutsche Bank	A	AA-	Aa1
Barclays Bank	A-	AA-	Aa2
Royal Bank of Scotland	A-	AA-	Aa1
Morgan Stanley	A-	AA-	Aa3
UBS	A-	AA-	Aa1
Lehman Brothers	BBB	A+	A1
Merrill Lynch	BBB	A+	A1
Bear Stearns	BBB- <sup>1</sup>	AA-	Baa1

<sup>1</sup> Standalone-Rating

Quelle: Independent Credit View (I-CV)

Christian Fischer ist Mitarbeiter von Independent Credit View, Zürich.

**Kontaktadresse:**

Independent Credit View  
Peter Jeggli / Daniel Pfister / Christian Fischer  
Ernst Zbinden / Dr. Kurt Hess / Thiemo Fisch  
Flössergasse 10  
8001 Zürich  
info@i-cv.ch  
Tel. 043 817 68 45  
Fax 043 817 68 47

Besuchen Sie unsere Website

[www.i-cv.ch](http://www.i-cv.ch)