

In ihrem Bericht vom 2. März 2010 behauptet die FINMA bekanntlich, Lehman Brothers habe „bis zum Zeitpunkt der Insolvenzerklärung über eine gute Bonität“ verfügt. Als Beweis führt sie einzig das Rating durch Moody's an (FINMA-Bericht vom 2. März 2010, S. 17).

Dass auch in hiesigen Bankenkreisen das Augenmerk längst nicht nur auf das offizielle Rating gerichtet war, sondern auch auf den Preis von Credit Default Swaps bzw. auf die sogenannten Credit Spreads (den Abstand zum risikofreien Zinssatz), geht eindrücklich aus alten Ausgaben des Schweizer „payoff“-Magazins hervor. Monat für Monat machte die Branchenzeitschrift auf die Diskrepanz aufmerksam und bezeichnete die Credit Spreads als „bessere Frühwarnsysteme für drohende Rückstufungen oder für eine sich anbahnende Insolvenz“ (derivative partners, dp payoff magazine, Nr. 4, April 2008, S. 37). In der Bankenszene piffen es also die Spatzen von den Dächern, nur die FINMA will nichts davon gehört haben.

In der nach wie vor hängigen Aufsichtsbeschwerde wurde das Missverhältnis zwischen offiziellen Ratings und Ratings auf Basis der Credit Default Swaps bereits thematisiert. Falls es noch irgendeines Beweises bedurfte, dass sich auch die hiesige Branche dieses Missverhältnisses bewusst war, die alten „payoff“-Ausgaben lieferten ihn (<http://www.payoff.ch/magazine/archive/magazine.html?year=2008>).

dp payoff all about derivative investments | April 2008

Die Kreditbonität der Emittenten wird zum Thema

Noch vor kurzem wurde die Frage nach der Kreditwürdigkeit der Banken, welche am hiesigen Markt strukturierte Produkte herausgeben, mit einem vielsagenden Lächeln abgetan. Die jüngsten Turbulenzen an den Kreditmärkten zeigen nun aber, dass Privatanleger diesem Aspekt künftig vermehrt Beachtung schenken müssen.

Ausgehend von den offiziellen Ratings, scheint die Welt in Ordnung zu sein. Leider ist diese Sichtweise trügerisch und entspricht nicht immer der Realität. Bessere Frühwarnsysteme für drohende Rückstufungen oder für eine sich anbahnende Insolvenz sind die Creditspreads zum risikofreien Zinssatz, die eine Bank bezahlen muss.

.....

Anders sieht es aber beispielsweise beim Investmenthaus Lehman Brothers aus. Gerüchte über Liquiditätsprobleme führten in der Osterwoche zu einem massiven Einbruch des Aktienkurses und zu teils empfindlichen Rückschlägen bei strukturierten Produkten von Lehman Brothers. In der nebenstehenden Grafik wird deutlich, wie sich die höheren Zinskosten, welche Lehman Brothers am Markt bezahlen muss, auf die Preise von strukturierten Produkten niederschlagen. Betroffen von diesem Szenario sind in erster Linie Produkte mit einer mehrjährigen Restlaufzeit.

(S. 37)

Credit Spreads sagen mehr als tausend Worte

Die Bewertungen der grossen Rating-Agenturen beziehen sich auf die langfristige Kreditfähigkeit von Unternehmen. Für Anleger, die in Strukturierte Produkte investieren, ist aber vor allem die kurz- und mittelfristige Bonität der Emittentin von Interesse. Eine verlässliche Aussage darüber lässt sich am einfachsten anhand der Credit Spreads machen.

Credit Spread, oder doch Agentur-Rating?

Worauf soll sich nun ein Anleger stützen, auf den Credit Spread oder auf die Agentur-Ratings? Die Antwort lautet auf beides.

(S. 42)

Refinanzierung mittels Strukturierter Produkte – problematische Entwicklung!

Mit der Finanzkrise und dem damit einhergehenden Vertrauensschwund gegenüber fast allen Schuldern sind die Preise für Kredite deutlich angestiegen. Schuldner aus der Finanzbranche versuchen nun zum Teil, durch Strukturierte Produkte an günstigeres Fremdkapital zu kommen. Die Vergleichbarkeit der Angebote ist für Privatanleger sehr schwierig.

Schlechtere Bonität erlaubt «attraktivere» Produkte

Wie die Beispielberechnungen zeigen, erscheint selbst das mit einem tieferen Credit Spread berechnete Produkt des Emittenten A (Cap 140 %) deutlich attraktiver als dasjenige des Emittenten B (Cap 120 %). Dies sind die direkten Auswirkungen der unterschiedlichen Bonitäten. Professionelle Investoren ziehen diesen Faktor in ihren Kaufentscheid mit ein, bei Privatanlegern ist dies oftmals zu wenig der Fall. Andreas Breiter, Equity Derivatives Institutional Sales von der Rabobank in London bestätigt denn auch, dass es für die meisten Anleger bei Bonds selbstverständlich ist, dass ein ausgezeichnetes Emittenten-Rating seinen Preis hat, diese Sensibilität bei Strukturierten Produkten momentan vor allem bei Privatanlegern aber noch nicht allzu stark verbreitet sei. «Hier wird in die Überlegung häufig nur der Preis einbezogen, ohne das Rating der verschiedenen Emittenten zu betrachten.» Kurzum, viele Anleger lassen sich von optisch günstigen Konditionen blenden und vergessen dabei die Ausfallrisiken. Anders sieht es bei den professionellen Anlegern aus: «Im institutionellen Bereich sehen wir in der augenblicklichen Marktlage den Trend, dass verstärkt ein ausgezeichnetes Emittenten – Rating nachgefragt wird», so der Derivatexperte der holländischen Bankengruppe.

(S. 42 f)

Situation spitzt sich weiter zu!

Der vergangene Monat brachte in den Bankbilanzen nicht die erhoffte Entspannung. Ganz im Gegenteil, die Herabstufung des Ratings verschiedener Bankhäuser brachte zusätzliche Nervosität in den Markt.

Daniel Manser | Im Juni vollzogen die führenden Rating-Agenturen, was die Credit Spreads bereits vorweg nahmen. Die Bonität verschiedener Investmentbanken wurde als tiefer als bisher eingestuft, die Banken wurde folglich «gedownratet».

Emittent	Kredit-Rating				Credit Spreads* in Basis- punkten, Stand 24.6.08	Verän- derung zum Vormo- nat	Trend
	Moody's	S&P	Fitch	ZKB			
Lehman Brothers	A1	A ↘	A+ ↘	-	447	+182	↗

Credit Spread Lehman Brothers



Quelle: Bloomberg

Stellvertretend für die aktuell angespannte Situation an den Finanzmärkte die Entwicklung des Credit Spreads von Lehman Brothers in den letzten Monaten.



(S. 35f)

Beunruhigende heterogene Entwicklung

Die Bonitätssituation hat sich im Juli für eine Mehrzahl der Investmentbanken entspannt. Einige amerikanische Häuser aber leiden unter einem hartnäckigen, sich akzentuierenden Vertrauensverlust.

..... Umgekehrte Situation in den USA


Eine gegenteilige Entwicklung erlebten die Investmentbanken aus den Vereinigten Staaten. Diese verloren teils deutlich an Anlegervertrauen und die Credit Spreads erreichten besorgniserregende Höchstwerte. Lehman Brothers, Merrill Lynch und Morgan Stanley müssen für einjährige Gelder allesamt über ein Prozent mehr bezahlen als noch vor Monatsfrist. Die in New York beheimatete Lehman Brothers führt die unrühmliche Liste mit einem Risikoaufschlag von mittlerweile über 7 Prozent an.

Emittent	Kredit-Rating				Credit Spreads* in Basispunkten, Stand 28.07.08	Veränderung zum Vormonat	Trend
	Moody's	S&P	Fitch	ZKB			
Lehman Brothers	A2 	A	A+	-	769	+322	

(S. 35f)

US-Geschäftsbanken verlieren an Vertrauen

Nachdem zu Beginn der Finanzkrise in erster Linie die Investmentbanken in der Schusslinie standen, leiden nun auch zunehmend die US-Geschäftsbanken an einem Vertrauensverlust.

Emittent	Kredit-Rating				Credit Spreads* in Basispunkten, Stand 28.07.08	Veränderung zum Vormonat	Trend
	Moody's	S&P	Fitch	ZKB			
Lehman Brothers	A2	A+	-	-	697	-72	

(S. 36f)

Interview mit Bundesrat Hans-Rudolf Merz

Bundesrat Hans-Rudolf Merz, Vorsteher des Eidg. Finanz-Departements über den Finanzplatz Schweiz und die Rolle Strukturierter Produkte.

Daniel Manser | Herr Bundesrat, der Markt für Strukturierte Produkte boomt. In Schweizer Depots liegen derzeit Derivate im Wert von rund CHF 340 Mrd., dies sind etwa 6,4 Prozent aller Depotwerte. Die jährlichen Wachstumsraten liegen im mittleren zweistelligen Prozentbereich. Wie beurteilen Sie diese Entwicklung aus Ihrer Sicht?

Mit einem Anlagevolumen von über CHF 300 Mrd. verfügt die Schweiz über den weltweit grössten Markt für Strukturierte Produkte. Das ist eine erfreuliche Entwicklung, denn der Finanzsektor stellt eine tragende Säule der Schweizer Volkswirtschaft dar. Zukunftsträchtige und prosperierende Segmente der Finanzindustrie sollen sich in der Schweiz entsprechend entfalten können. Damit sind zum einen attraktive Arbeitsplätze sowie Einkommen verbunden. Zum anderen wird dadurch Steuersubstrat für den Fiskus generiert.

Der Markt der Strukturierten Produkte ist noch relativ jung und entsprechend gering reguliert. Absicht des Schweizerischen Verbandes für Strukturierte Produkte (SVSP) ist es, selbstregulierend in den Markt einzugreifen und so einheitliche Richtlinien durchzusetzen. Befürworten Sie dieses Vorgehen grundsätzlich oder sind Regulierungsfragen Ihrer Meinung nach Sache des Bundes?

Die Strukturierten Produkte sind von der vollständigen Prospektspflicht nach dem Kollektivanlagengesetz entbunden. Hingegen ist ein vereinfachter Prospekt zu veröffentlichen. Dessen Mindestanforderungen zu konkretisieren und Mindeststandards zu setzen, ist der Selbstregulierung überlassen. Die marktnahe Selbstregulierung hat in der Schweiz eine lange Tradition. Sie hat sich bewährt und leistet einen wichtigen Beitrag zugunsten von effizienten und effektiven Rahmenbedingungen für unseren Finanzplatz.

Der Schweizer Derivatmarkt ist liberal organisiert und nicht zuletzt deshalb auch sehr erfolgreich. Befürchten Sie nicht, dass aufgrund der liberalen Handhabung gewisse Marktteilnehmer allenfalls zu grosse Risiken eingehen und so langfristig dem Finanzplatz Schweiz schaden könnten?

Das Scheitern gehört ebenso zu einer Marktwirtschaft wie wirtschaftlicher Erfolg. Totale Sicherheit gibt es nicht. Damit müssen wir leben. Insofern bestehen immer auch gewisse Reputationsrisiken für den Finanzplatz. Der Ruf unseres Finanzplatzes ist mir äusserst wichtig. Es wäre jedoch irrig zu glauben, dass der Staat alle Gefahren bannen kann. Aber natürlich verfolgen wir die Entwicklungen aufmerksam.

(S. 7f)

«Die Anleger verfügen unter geltendem Recht nicht in jedem Fall über ausreichende Informationen zu Eigenschaften und Risiken des Produkts.»

Franz Stirnimann, Leiter Geschäftsbereich Märkte bei der Eidgenössischen Finanzmarktaufsicht FINMA, über den Anlegerschutz in der Praxis, die Zukunft der Prospektpflicht und möglichen Anpassungsbedarf.

Der Anleger besitzt während der Zeichnung in der Regel meist nur Angaben des Termsheets oder Offering Circular, die in Bezug auf die endgültigen Konditionen oft erst indikativen Charakter haben. Wäre es nicht opportun, wenn die gesetzliche Pflicht zum Angebot eines vereinfachten Prospekt bereits im Zeitpunkt der Zeichnung vorliegen müsste und nicht erst im Zeitpunkt der Emission?

Der vereinfachte Prospekt muss nach dem Willen des Gesetzgebers erst in der Phase des Sekundärmarktes, d.h. ab dem Zeitpunkt der Emission, angeboten werden. Die FINMA verlangt in ihren «FAQ Strukturierte Produkte», dass die vor der Emission zur Zeichnung angebotenen indikativen Term Sheets oder andere Unterlagen angemessene Informationen zu den wesentlichen Merkmalen des Strukturierten Produkts (Eckdaten), dessen Gewinn- und Verlustaussichten sowie den bedeutenden Risiken für die Anlegerinnen und Anleger zu enthalten haben. Diesem Erfordernis haben die Beaufichtigten in der Schweiz Folge zu leisten. **Dazu gehört auch, dass solche Unterlagen den Hinweis auf das Emittentenrisiko enthalten.** Ich gehe mit Ihnen einig, dass es opportun wäre, wenn die gesetzliche Pflicht zum Angebot eines vereinfachten Prospekts bereits schon im Primärmarkt bestehen würde. Dabei müsste jedoch weiterhin die Möglichkeit existieren, kursabhängige oder variable Parameter vor der definitiven Fixierung im Emissionszeitpunkt als Bandbreite angeben zu können.

In welchen Bereichen sehen Sie Anpassungsbedarf oder Ergänzungen bei der Regulierung und Aufsicht von Strukturierten Produkten?

Die Anleger verfügen unter geltendem Recht nicht in jedem Fall über ausreichende Informationen zu Eigenschaften und Risiken des Produkts sowie den Produkteemittenten.

(S. 24ff)



Sie denken an Vermögensschutz.

Wir auch an sichere strukturierte Produkte.

Beste Bank in der Schweiz.

Euromoney Awards for Excellence 2007.

Investment Banking • Private Banking • Asset Management

Dank mehr als 150 Jahren Erfahrung mit Investment-Lösungen ist die Credit Suisse Ihr verlässlicher Partner für strukturierte Produkte.

Für weitere Informationen rufen Sie uns an:
Institutionelle Anleger, Firmen und Banken +41 (0)44 395 76 00*
Privatpersonen +41 (0)44 393 52 52*
Unabhängige Vermögensverwalter +41 (0)44 392 20 20*
www.credit-suisse.com/structuredproducts

Neue Perspektiven. Für Sie.

CREDIT SUISSE 

*Wir weisen Sie darauf hin, dass alle Finanzgeschäfte auf Risikoprämissen beruhen. Bei Ihren Entscheidungen gehen wir davon aus, dass Sie mit diesen Geschäftsbedingungen einverstanden sind. Besonders Risiken in Zusammenhang mit Abgrenzung strukturierte Produkte sind in der entsprechenden Produktliteratur aufgeführt.

(S. 26)