

Die Verpackungskünstler

Die US-Banken haben Hypothekarkredite schlechter Schuldner frisch verpackt, die Ratingagenturen erteilten ihren Segen. Wie Moody's, Standard & Poor's und Fitch mitgeholfen haben, mehr als 500 Milliarden Dollar zu versenken.

Von Stefan Lüscher (Text)
und Lorenz Meier (Illustration)

Die Ratingagenturen haben massiv Geld damit verdient, Anleger und Hauseigentümer über den Tisch zu ziehen.» Marc Dann liebt den starken Auftritt. Der Generalstaatsanwalt des Bundesstaates Ohio drohte gar damit, die Ratingagenturen vor Gericht zu ziehen. «Ich werde Moody's und Standard & Poor's vorladen», verkündete auch sein New Yorker Amtskollege Andrew Cuomo. Und Christopher Cox, Chairman der US-Börsenaufsichtsbehörde Securities and Exchange Commission (SEC), liess verlauten, man suche nach Anhaltspunkten, wonach Banken und Finanzhäuser Druck auf die Ratingagenturen ausgeübt hätten, damit diese ihren frisch emittierten Finanzprodukten bessere Noten erteilten.

Die Welle des Misstrauens gegenüber den Bonitätswächtern schwappte auch nach Europa. «Die Rolle der Ratingagenturen muss von den Aufsichtsbehörden genauer untersucht werden», meinte der sonst für seine liberale Haltung bekannte EU-Binnenmarktkommissar Charlie McCreevy. Worauf die Politik ins Konzert der Kritiker einstimmt: Frankreichs Staatspräsident Nicolas Sarkozy forderte eine Überprüfung der Geschäftspraktiken, Bundeskanzlerin Angela Merkel rief nach einer

EU-Initiative für mehr Transparenz an den Finanzmärkten.

Als sich im Herbst des vergangenen Jahres das Ausmass der amerikanischen Hypothekarkrise immer mehr abzuzeichnen begann, wuchs weltweit die Empörung. Die Suche nach den Verursachern war kurz. Die Banken und Finanzhäuser, doch in erster Linie die drei führenden Ratingagenturen Standard & Poor's (S&P), Moody's sowie Fitch fanden sich unversehens am Pranger wieder. Im September mussten S&P sowie Moody's in zweitägigen Anhörungen vor dem US-Senat Auskunft geben. Die Branche ist harsche Kritik

«Es gibt nur zwei globale Supermächte: die US-Regierung und die Ratingagenturen.»

Thomas L. Friedman, Pulitzer-Preis-Träger

gewohnt; schon beim Sturz des US-Energieriesen Enron oder bei den Finanzkrisen in Mexiko, Asien oder Russland mussten sich die Bonitätshüter den Vorwurf gefallen lassen, die Schuldnerisiken falsch eingeschätzt oder zu spät reagiert zu haben (siehe «Rating-Flops» auf Seite 54).

Vor dem Bankenausschuss des Senats verteidigten sich die beiden führenden Ratingagenturen eher flau. «Die jüngsten Schwierigkeiten im Markt für Subprime-

Hypotheken waren für uns eine harte Lektion», versicherte in ihrer Rede Vickie Tillman, Executive Vice President von S&P. In der anschliessenden Fragerunde jedoch verteidigten beide Firmen ihr Geschäftsmodell, verwiesen Interessenkonflikte ins Reich der Märchen und stellten zur Beruhigung der Senatoren einige Neuerungen in Aussicht. Was vielen nicht genügte; der Alabama vertretende republikanische Senator Richard Shelby meinte nachher erbost, da habe «Geld über die Ethik triumphiert».

Um der Entrüstung die Spitze zu brechen, präsentierten die Ratingagenturen flugs Sündenböcke: S&P-Chefin Kathleen Corbet musste bereits vor Tillmans Senatsauftritt ihr Büro räumen – die Bemerkung eines Firmensprechers, die Kündigung stehe nicht im Zusammenhang mit der Kreditkrise, sorgte in New York für Heiterkeit –, bei Moody's mussten drei Topmanager unter Aufsicht ihre Habseligkeiten packen. Sonst jedoch haben die Schuldnerwächter mit überraschend wenig Ausdauer Asche auf ihr Haupt gestreut. Die Chefs der führenden Ratingfirmen, Deven Sharma von Standard & Poor's, Raymond W. McDaniel Jr. von Moody's sowie Stephen Joynt von Fitch Ratings, fanden jedenfalls schnell wieder zu altem Selbstbewusstsein.

Wie stark tragen die Ratingagenturen eine Mitschuld an der Kreditkrise, indem

Buchstabensuppe

Die Ratingagenturen spielen eine wichtige Rolle.

__ Bevor ein Investor eine Obligation oder ein anderes Wertpapier kauft, muss er sich über die Bonität des Schuldners ein möglichst genaues Bild machen. Diese Arbeit nehmen ihm die Ratingagenturen ab. Dazu beurteilen sie die Kreditwürdigkeit von Firmen, Staaten oder Gemeinden anhand von deren Bilanzen sowie weiteren Unterlagen. Das Resultat dieser Beurteilung ist eine Note, also ein Rating, das zum Ausdruck bringt, wie pünktlich und vollständig ein Schuldner seine Kreditverpflichtungen erfüllen kann.

Die Ratings werden in einen Buchstabencode verpackt, der von Agentur zu Agentur leicht abweicht. Die Benotungen reichen dabei über rund 20 Stufen, bei der US-Ratingagentur Standard & Poor's von der Bestnote AAA (hier ist das Ausfallrisiko fast null) bis hinunter zu D (der Schuldner ist zahlungsunfähig). Für die Schuldner ist es wichtig, ein gutes Rating zu erhalten. Je besser das Rating ausfällt, umso weniger Zins müssen sie bezahlen. Zudem lassen sich Papiere mit einem hohen Rating leichter am Kapitalmarkt verkaufen. Was viele Investoren übersehen: Ratings sind keine Anlageempfehlungen. Sie sagen nichts aus über die Marktliquidität eines Wertpapiers.

In der Schweiz gibt es nur noch ein Unternehmen mit einem makellosen Corporate Rating von AAA: den Basler Pharmakonzern Novartis. Bis vor kurzem waren es noch zwei. Nestlé allerdings wurde von den drei führenden Ratingagenturen die Höchstnote im vergangenen August aberkannt, weil der Nahrungsmittelkonzern für 25 Milliarden Franken Aktien zurückkauft und damit die eigene Finanzbasis schwächt.

Weltweit gibt es einige Dutzend Ratingagenturen. Drei davon bilden ein Oligopol: Standard & Poor's, Moody's sowie Fitch halten zusammen einen Marktanteil von schätzungsweise 95 Prozent. Das Trio gerät immer wieder unter Beschuss wegen des Interessenkonflikts, er daraus entsteht, dass die Schuldner den Auftrag für ein Rating geben – und dieses auch selbst bezahlen.

Gewinnträchtige Benotung

Die drei grössten Ratingagenturen im Überblick (Zahlen per Ende 2006)

	S&P	Moody's	Fitch ¹
Umsatz in Millionen Dollars	2746	2037	890
Veränderung zu 2005 in Prozent	+14,4	+17,6	+16,7
Betriebsgewinn in Millionen Dollars	1202	1260	272
Veränderung zu 2005 in Prozent	+18,0	+34,0	+16,0
Betriebsgewinnmarge in Prozent	43,8	61,9	30,6
Nettogewinn	n.a.	754	n.a.
Gewinnmarge in Prozent	n.a.	37,0	n.a.
Beschäftigte	8500	3350	2200
Ländervertretungen	21	27	50 ²
Erteilung von Ratings seit	1916	1909	1913
Marktanteil³ in Prozent	40	39	16

¹ Geschäftsjahr 2006/07 per Ende September, von Euros in Dollars umgerechnet. ² Inklusive Joint Ventures. ³ Marktanteile Ratinggeschäft, geschätzt.

sie den strukturierten Produkten zu optimistische Ratings aufgepappt haben? «Wir bewerten lediglich das Ausfallrisiko, aber nicht die Liquidität oder die Marktvolatilität», sagt Martin Winn, Vice President Communications von Standard & Poor's in London, gegenüber BILANZ. Mit dieser Strategie wollen sich die Ratingagenturen aus der Kritik befreien: Sie betonen bei jeder Gelegenheit, dass sich ihre Ratings lediglich auf die Bonität eines Schuldners beziehen (siehe «Buchstabensuppe» links). Dagegen sei ihre Benotung keine Anlageempfehlung; sie treffe deshalb keine Schuld daran, dass die Kurse der strukturierten Produkte gesunken seien. Dies stimmt nur teilweise. Denn ohne die Hilfe der Ratingagenturen hätten die Banken ihre minderwertige Hypothekarware nie derart leicht absetzen können.

Rückblende. Die Terroranschläge vom 11. September 2001 lähmten die weltweiten Aktien- und Kreditbörsen. Um einen Kollaps zu vermeiden, pumpeten die Zentralbanken in nie gesehenem Ausmass Liquidität in die Märkte. Geld war plötzlich extrem billig, die Banken konnten sich zu niedrigsten Zinssätzen refinanzieren. Dollars waren dermassen im Überfluss vorhanden, dass die Banken Hypothekarkredite auch an schlechte Schuldner vergaben – die berühmt-berüchtigten Subprime-Hypotheken entstanden. Die Institute kassierten dafür hohe Zinsen; wer ein schlechter Schuldner ist, muss entsprechend mehr bezahlen.

Gross waren nicht nur die Einnahmen, sondern auch die Schuldnerisiken. Ergo begannen die Geldhäuser damit, zweit- und drittklassige Hypotheken aus ihren Bilanzen herauszunehmen, sie zu poolen und in neue Finanzinstrumente zu verpacken. Die Ratingagenturen erteilten

den diversen Arten von strukturierten Produkten Noten, und zwar überwiegend der besseren Klasse. Was sich nicht verkaufen liess, wurde neu gebündelt, mit Titeln besserer Bonitäten aufgemotzt, dann wurde ein schönes Papier darumgewi-

«Wir haben oft gelacht, wenn wir die Kreditpackung zurück-erhielten und das unrealistisch hohe Rating sahen.»

ckelt, eine Masche draufgesetzt, ein frisches Rating umgehängt – und schon ging es erneut auf den Markt (siehe «Wunderbare Verwandlung» auf Seite 55). Lange ging alles gut, die Investoren waren heiss auf diese Papiere; innerhalb weniger Jahre vervielfachte sich das Volumen auf etwa 800 Milliarden Dollar.

Dieses Spiel wurde so lange betrieben, bis kaum mehr jemand wusste, wer eigentlich wie viel und welche Risiken in den Büchern hielt. Zumal manche Käufer solcher Titel, beispielsweise Versicherungen oder Fondshäuser, die Papiere in Eigenregie wieder zu neuen Produkten schnürten und zum Verkauf anboten. Die fortwährenden Neuverpackungen respektive das Gütesiegel dafür konnten die Banken und Finanzhäuser nur mit willigen Ratingagenturen bewerkstelligen. Denn ohne neue respektive bessere Ratings waren auch schön verpackte Anlageinstrumente nicht abzusetzen. «Speziell für strukturierte Finanzprodukte geht der Kunde zu jener Ratingagentur, von der er weiss, dass sie tendenziell bessere Noten erteilt. Wer sich als Ratingagentur da nicht grosszügig zeigt, dem laufen die Kunden weg», sagt ein Topmanager einer Ratingagentur, der lieber anonym bleiben will.

Die Ratingmodelle für Staaten, Gemeinden und Unternehmen haben sich über Jahrzehnte bewährt und weisen eine befriedigende Transparenz auf. Die Bewertungsmodelle für strukturierte Finanzprodukte wie Collateralized Debt Obligations (CDO) oder Asset-Backed Securities (ABS) dagegen sind jung, komplex und wenig transparent. Zudem reicht die historische Datenbasis lediglich fünf Jahre zurück. Das kommt den Ratingagenturen entgegen, denn damit lassen sich die Modelle schön kneten. «Oft probiert eine Bank zusammen mit ihrer Ratingagentur verschiedene Mischungen von Subprime-Hypotheken, angereichert mit besseren Wertpapieren wie Unternehmensobligationen, am Modell aus. Ergibt das Bewertungsmodell nach mehreren Versuchen immer noch ein unbefriedigendes Rating, wird es angeglichen, bis die neue Note dem Gusto des Kunden entspricht», beschreibt der erwähnte Spitzenmanager einer Ratingagentur. Und ein Portfoliomanager meint: «Wir haben oft gelacht, wenn wir die Kreditpackung zurückerhielten und das unrealistisch hohe Rating sahen.»

Die Vermischung von «Beratung» und Bonitätsprüfung ist denn auch der grösste Interessenkonflikt, dem sich die Ratingagenturen ausgesetzt sehen. «Nein, das ist nicht wahr», reagiert S&P-Presseman Martin Winn auf die Frage, ob die Ratingagenturen die Banken bei deren Verpackungsaktivitäten beraten hätten. Die meisten Beobachter dagegen zweifeln nicht an dieser Symbiose. So sprach EU-Kommissar Charlie McCreevy in einem Interview mit der «Finanz und

Wirtschaft» exakt diesen Interessenkonflikt an: «Dieselben Ratingagenturen, welche die Investmentvehikel einstuften, erklärten den Banken, wie sie diese strukturieren sollten.» Hansjörg Schmidt, Leiter Quantitatives und Bond Research der Zürcher Kantonalbank, die selbst Ratings für Schweizer-Franken-Kapitalmarktrenten verfasst, findet eine solche «Beratung unproblematisch, solange die Anleger davon wissen».

Die Willfährigkeit der Ratingagenturen gegenüber ihren Kunden kann nicht verwundern, hat sich doch das Bewertungsgeschäft mit strukturierten Produkten in den letzten Jahren zum goldenen Kalb entwickelt. Moody's verdankt das immense Wachstum – über die letzten zehn Jahre hat sich der Umsatz verfünffacht, Betriebs- und Reingewinn stiegen um das Zehnfache – zu einem beträchtlichen Teil diesem Geschäftszweig. Zwischen 2002 und 2006 wurden alleine mit Ratings für strukturierte Produkte 3456 Millionen Dollar vereinnahmt, 2006 hat dieser Sektor 44 Prozent an die Gesamteinnahmen beigesteuert. Damit ist dieser Bereich wichtiger als die ehemaligen Hauptdomänen öffentliche und Unternehmensfinanzen. Zwar liefert Moody's für die einzelnen Aktivitäten keine Ertragszahlen, doch ist davon auszugehen, dass die strukturierten Produkte den wichtigsten Beitrag an die fast legendäre Ertragskraft der Firma leisten: 2006 stellte sich die Betriebsgewinnmarge auf 62 Prozent, jeder dritte Umsatzdollar blieb als Nettogewinn im Unternehmen hängen (siehe «Gewinnträchtige Benotung» auf Seite 52). Im Durchschnitt schaufelte jeder Beschäftigte bei Moody's, ob Analyst oder Sekretärin, einen Gewinn von 225 000 Dollar in die Firmenkasse.

Im Gegensatz zur börsenkotierten Moody's geben S&P sowie Fitch Ratings keine detaillierten Umsatz- und Ertragszahlen bekannt. Sie ducken sich lieber un-

ter die Fittiche ihrer Mutterfirmen: S&P gehört in den Einflussbereich der US-Verlagsgruppe McGraw-Hill, Fitch befindet sich in den Händen des französischen Mischkonzerns Fimalac. Auch sind ihre Betriebsgewinnmargen

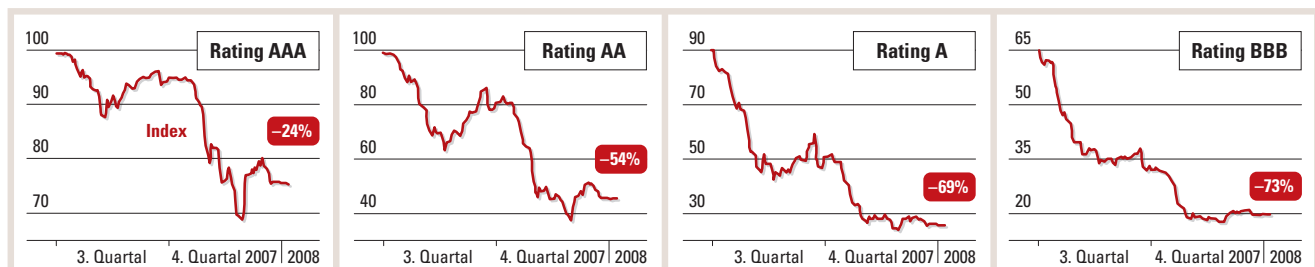
kleiner als jene von Moody's. Dennoch darf davon ausgegangen werden, dass sowohl S&P wie auch Fitch sich im Geschäft mit strukturierten Finanzprodukten eine goldene Nase verdienten. «Bei derart hohen Erträgen liegt die Vermutung nahe, dass sich die Branche manchmal zu Gefälligkeitsratings verführen liess», urteilt Jan Amritt Poser, Chefökonom der Bank Sarasin.

Die Ereignisse der letzten Monate weisen darauf hin, dass die Ratingagenturen tatsächlich viel heisse Luft in ihre Noten geblasen haben. Die Krise meldete sich auf leisen Sohlen Anfang 2007, als einige Hypothekarinstitute Zahlungsprobleme eingestanden. Monate später meldeten die ersten Finanzhäuser und Banken grosse Abschreiber auf ihren strukturierten Hypothekarinstrumenten. Die US-Häuserpreise, die sich seit 2000 mehr als verdoppelt haben, begannen zu fallen, die Ausfallraten der Hypothekarschuldner stiegen steil an. Mitte Jahr erwachten auch die Ratingagenturen; im Schnellzugtempo wurden die Ratings für Zigtausende CDO, ABS und andere Produkte zurückgeschnitten. Unters Messer gerieten auch viele Papiere mit der Topnote AAA.

An den Märkten brach Panik aus. Für viele strukturierte Finanzprodukte wurden keine Preise mehr gestellt, der Markt war praktisch klinisch tot. Die Kurse schmierten ab, quer durch alle Ratingklassen; Asset-Backed Securities der Spitzenklasse AAA verloren innerhalb von sechs

Auf faulen Krediten gebaut

Wertentwicklung von verbrieften US-Hypotheken verschiedener Qualitäten im zweiten Halbjahr 2007¹



¹ Wertentwicklung, gemessen an verschiedenen ABX-Indizes; alle Papiere wurden im ersten Halbjahr 2007 emittiert. Quelle: Markit, New York. © BILANZ-Grafik

Fotos: Dennis Brack / Swiss Press

Rating-Flops

Die Ratingagenturen haben schon öfters versagt.

__ Die Vorwürfe, wonach die Ratingagenturen Risiken falsch einschätzten oder viel zu spät auf Entwicklungen bei Unternehmen oder der Finanzmärkte reagierten, sind nicht neu.

Mexiko: In den siebziger und achtziger Jahren türmen die lateinamerikanischen Länder riesige Schulden auf. 1982 zieht Mexiko die Notbremse und stellt den Schuldendienst ein, was eine globale Finanzkrise nach sich zieht. Die Ratingagenturen haben dies viel zu spät erkannt.

Asien: 1997 rasseln die Tigerstaaten in die Krise. Mehrere Länder müssen ihre Wechselkurse freigeben und bitten den Internationalen Währungsfonds um Hilfe. Die Aktienbörsen der Region stürzen ins Bodenlose. Erst jetzt, nachdem die Märkte ihr Verdikt längst gesprochen haben, reagieren die Ratingagenturen; dafür nehmen sie die Ratings derart stark zurück, dass ihnen Überreaktion vorgeworfen wird.

Russland: 1998 herrscht gähnende Leere in Russlands Staatskassen, die Unternehmen können die Löhne nicht mehr bezahlen, es wird massenhaft Geld ins Ausland verschoben, die Notenbank muss den Rubel freigeben. Russland ist zahlungsunfähig. Viele Ökonomen haben die Gefahr vorausgesehen, die Ratingagenturen haben die Krise verschlafen.

Enron: Nach einem rasanten Wachstum muss der amerikanische Energiekonzern Trickereien in der Bilanz eingestehen. Noch am 27. November 2001 wird Enron von S&P und Moody's als solider Schuldner bewertet; wenige Tage später rutscht das Unternehmen in die Insolvenz.

Swissair: Moody's hinkte mit ihren Ratings für die SAirGroup-Obligationen jahrelang hinterher. Noch im Herbst 2000, als Analysten bereits vor schweren Eigenkapitalproblemen warnen, liegt das Rating bei einem hohen A3. Und erst am 2. Oktober 2001, als die Swissair-Flugzeuge am Boden bleiben, stuft Moody's das Rating auf Ca zurück – Junkbond-Status. Zu diesem Zeitpunkt hat der Markt die Bonds schon längst in den Keller geschickt.

Foto: PR

Monaten ein Viertel ihres Wertes, Titel mit einem schlechten Rating von BBB stürzten um 73 Prozent ab (siehe «Auf faulen Krediten gebaut» auf Seite 53). Die Folge waren noch kräftigere Abschreiber bei Banken und Investoren. «Kaum jemand weiss, wie viel seine Investments in solchen Finanzprodukten noch wert sind. Die Vertrauenskrise ist total», lautet das Verdikt von Stephan Knuser, Chef Portfoliomanagement der Zuger EMCORE Asset Management.

Eine Zwischenbilanz zeigt: Die US-Kreditkrise hat kolossale Schäden angerichtet. Weit über 50 Hypothekarinstitute rutschten in den Konkurs, Zehntausende von Stellen gingen verloren, bei Hypothekenfirmen, aber auch bei Bauunternehmen oder Herstellern von Baumaterialien. Die Banken mussten im vergangenen Jahr für rund 100 Milliarden Dollar Wertberichtigungen vornehmen, weitere Abschreiber dürften folgen. Wie viel Pensionskassen, Hedge Funds, Investmentfonds oder Privatanleger wegen der Subprime-Krise verloren haben, wird sich nie feststellen lassen; es dürften, so meinen Experten, mindestens 200 Milliarden Dollar sein. Dazu gesellen sich, grob geschätzt, weitere 200 Milliarden an Kursverlusten an den Aktienbörsen und Kreditmärkten.

Die US-Hypothekarkrise hat bislang mindestens 500 Milliarden Dollar an Kapital vernichtet. Kaum messbar sind weitere, langfristig negative Auswirkungen. Jan Amrit Poser von der Bank Sarasin: «Die Banken werden ihre Risiken weiter herunterfahren und bei der Vergabe neuer

«Bisher hat man den Ratingagenturen zu wenig über die Schulter geschaut. Das muss sich ändern.» Eugen Haltiner, EBK

Kredite erst recht zurückhaltend sein. Das ist sehr schlecht für die Prosperität der Weltwirtschaft.»

«Wenn diese Krise nicht ausreichend Anlass ist, um Veränderungen herbeizuführen, weiss ich nicht, was es noch zusätzlich braucht», sagt Hansjörg Schmidt von der ZKB. Seitdem Aufsichtsbehörden, Staatspräsidenten und Notenbankiers auf

die Barrikaden stiegen, sind einige Monate ins Land gezogen. Auf Anfrage bei den entsprechenden Stellen herrschte zuerst meist betretenes Schweigen. John Heine, Mediensprecher der Securities and Exchange Commission, murmelte etwas von «kein öffentliches Statement». Ohios Generalstaatsanwalt Marc Dann hat sich anscheinend anderen, wählerstimmenwirksameren Themen zugewandt. Und aus dem Kreis um EU-Kommissar Charlie McCreevy verlautete, es müssten noch wichtige Punkte analysiert werden.

Die zögerliche Haltung kommt nicht von ungefähr. Einmal sind die Ratingagenturen auch nach dem argen Imageverlust, den ihnen die Kreditkrise eingetragen hat, unverändert mächtig. Der Pulitzer-Preis-Träger Thomas L. Friedman schrieb einst in der «New York Times», es gebe nur zwei globale Supermächte: die US-Regierung und die Ratingagenturen. Nur sei «nicht immer klar, wer mehr Macht hat» – eine vertretbare Übertreibung. Was noch mehr zählt: «Zwar hat die Marktlösung bei den strukturierten Finanzprodukten versagt. Doch es gibt keine echte Alternative zu den Ratingagenturen», sagt Klaus Spremann, Professor für Finanzwirtschaft am Schweizerischen Institut für Banken und Finanzen der Universität St. Gallen. Er lehnt eine staatliche Aufsicht ab. «Wenn hier eine Behörde regulierend eingreift, würde daraus ein riesiger Beamtenapparat erwachsen.»

Eugen Haltiner ist gegenteiliger Ansicht. «Bisher hat man den Ratingagenturen zu wenig über die Schulter geschaut. Das muss sich ändern», ist der Präsident der Eidgenössischen Bankenkommission (EBK) überzeugt. «Ratings sollen Dienstleistungen sein, die weiterhin die Privatwirtschaft erbringt. Doch die staatlichen Organe müssen eine verstärkte Aufsicht ausüben.» Ein weiterer Knackpunkt sind die Bewertungsmodelle, gerade für strukturierte Produkte. Haltiner: «Diese Modelle könnte man künftig zertifizieren. Damit liesse sich die Qualität der Ratings verbessern, und das Vertrauen in die Ratingagenturen würde wieder steigen.»

Die Installation staatlicher Aufsichtsorgane ist allerdings eine langwierige und schwierige Angelegenheit. Einfacher wirklichen liessen sich andere Ideen, beispielsweise zusätzliche Ratings, mit denen nicht nur die Schuldnerqualität, sondern auch die Marktliquidität beurteilt werden könnte. Ein radikalerer Gedanke ist die vollständige Trennung des Beratungsgeschäfts von der Bonitätsprüfung.

Nur werden die Ratingagenturen solche Auflagen nicht ohne weiteres schlucken; sie bewegen sich seit Jahrzehnten in einem nicht regulierten Umfeld, und diese Narrenfreiheit möchten sie sich so lange wie möglich erhalten.

Marco Daldoss, Geschäftsführer der Schweizer Ratingagentur Fedafin, die sich auf Emittenten der öffentlichen Hand spezialisiert, glaubt deshalb nicht an echte Veränderungen. «In einem Jahr spricht niemand mehr von der Kreditkrise oder der Verantwortung der Ratingagenturen. Das haben wir ja schon mehrmals erlebt, so bei Enron oder den Finanzkrisen in Mexiko und Asien.»

Die meisten der Bankiers und Finanzmarktexperten sind überzeugt, dass der

größte Teil der Hypothekarkrise ausgestanden ist. Nur ist nicht auszuschliessen, dass in einigen Monaten die Wirtschafts-

presse über erneute Verwerfungen berichten muss: Es droht die nächste Kreditkrise. Millionen von Amerikanern, nicht zuletzt jene, die durch das Platzen der Immobilienblase in Bedrängnis geraten sind, leben noch stärker auf Pump als bisher. Sie bezahlen die laufenden Ausgaben mit teurem Plastikgeld, der Grossteil des nächsten Monatslohns geht an die Kreditkartengesellschaft. Amerikas Konsumenten schieben etwa 950 Milliarden Dollar an Kreditkartenschulden vor sich her. Dazu gesellen sich gegen 600 Milliarden Dollar an Verbindlichkeiten für Autokäufe sowie knapp 100 Milliarden an Ausbildungskrediten, sogenannten Student Loans.

Die ersten US-Banken haben bereits damit begonnen, die faulen Konsumkredite in bekannter Manier aus ihren Bilanzen zu tilgen: Sie verschreiben die Schulden, verpacken sie in neue Finanzprodukte, lassen die hübsch drapierten Verpackungen frisch bewerten und verkaufen sie anschliessend an die Anleger.

 Hören Sie diesen Text auf www.bilanz.ch/hoerbilanz

Stefan Lüscher,
stefan.luescher@bilanz.ch

Wunderbare Verwandlung

Die Banken haben zweitklassige Hypothekarschulden frisch verpackt, die Ratingagenturen erteilen dafür Topnoten.

— Die US-Banken konnten sich in den letzten Jahren derart billig refinanzieren, dass sie zunehmend Hypothekarkredite auch an schlechte Schuldner vergaben. Ein für die Banken attraktives Geschäft, denn Schuldner mit mieser Bonität müssen hohe Zinsen bezahlen. Allerdings sind auch die Risiken beträchtlich.

So kamen die Geldhäuser auf die Idee, diese sogenannten Subprime-Hypothekarschulden aus ihren Bilanzen herauszunehmen und weiterzuverkaufen. Dazu wird eine Anzahl von Subprime-Hypotheken in einem Pool zusammengefasst (siehe «Schulden-Hokuspokus» unten). Dieser Pool wird von einer Ratingagentur beurteilt, und die verschiedenen Tranchen werden mit Ausfallwahrscheinlichkeiten versehen. Danach verbriefen die Banken den Pool in Asset-Backed Securities (ABS) und finanzieren diesen mit möglichst günstigen Obligationen. Die so entstandenen AAA-Obligationen lassen sich mühelos verkaufen, während der Absatz bei schlechteren Qualitäten harzt.

Deshalb wird ein Portfolio von Obligationen mit BBB-Ratings zusammengestellt und in sogenannte Collateralized Debt Obligations (CDO) eingebracht. Dabei handelt es sich um eine weitere Verbriefungsform. Es ist das gleiche Spiel wie bei den ABS, nur enthalten die CDO

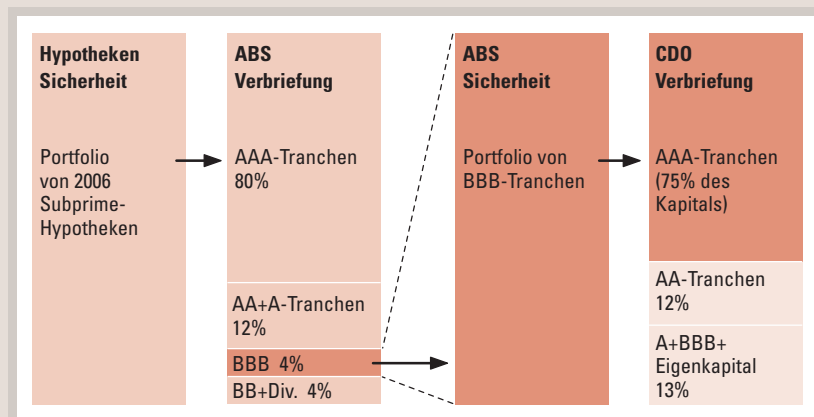
weitaus mehr schlechte Schuldnerqualitäten. Die Ratingagenturen bewerten diese strukturierten Finanzprodukte erneut, und daraus entsteht, je nach Zusammensetzung, wieder ein grosser Teil an AAA-Qualitäten.

Die wunderbare Verwandlung ist ökonomisch gesehen blanker Unsinn, statistisch dagegen erklärbar. Die Ratingagenturen wenden Modelle an, die mit Daten der letzten fünf Jahre gefüttert werden. Wenn die Häuserpreise oder die Ausfallraten der Hypothekarschuldner stark fallen, wirkt sich das wegen des kurzen Zeitraums im Modell nur wenig aus. Kommt dazu, dass diese Modelle jüngeren Datums sind und deshalb laufend an den Parametern geschraubt wird – nicht selten auf Anregungen der Kunden hin. Die Ratingagenturen haben die Banken beraten, wie sie die strukturierten Produkte am besten neu verpacken, damit ein möglichst hohes Rating resultiert.

So liess sich eine statistische Wirklichkeit modellieren, die der Realität aber wenig entsprach. Als die Krise im US-Häusermarkt immer sichtbarer wurde, sorgten dieselben Modelle dafür, dass die Ratingagenturen ihre zu positiven Einstufungen im Schnellzugstempo zurücknehmen mussten. Die Anleger reagierten mit Panik, der Markt für ABS und CDO krachte endgültig zusammen.

Schulden-Hokuspokus

Wie die Ratingagenturen Hypothekarkredite zweitklassiger US-Schuldner in erstklassige Anlagevehikel verwandeln.



Quelle: Paulson / Reichmuth Privatbankiers. © BILANZ-Grafik

Foto: Laura Cavanaugh / Swiss Press