

Agenturratings zu hoch – Zahlen für das dritte Quartal wurden teilweise beschönigt

Finanzsektor untergewichtet

Von Peter Jeggli und Daniel Pfister

Nach den Marktturbulenzen, die durch die Subprime-Krise in den USA ausgelöst wurden, hat Independent Credit View (I-CV) im Sommer dieses Jahres Banken und Broker einem Stresstest unterzogen, um Stärken und Schwächen der Institute zu eruieren. Die ersten Ergebnisse wurden am vierten Swiss Bond Congress im Frühherbst veröffentlicht (vgl. FuW Nr. 70 vom 8. September).

Bereits damals hat sich gezeigt, dass die Geschäftsprofile der amerikanischen Broker und Banken grössere Risiken aufweisen, als dies die Ratings von Standard & Poor's (S&P) und Moody's signalisieren. Die Analyse der Abschlüsse für das dritte Quartal zeigt, dass diese sehr unterschiedlich ausgefallen sind bzw. dargestellt wurden. Generell ist festzustellen, dass der Handlungsspielraum der Berichterstattung sehr gross ist und unterschiedliche Bewertungsansätze das Bild verzerren.

Im Gegensatz zu Merrill Lynch (ML), die in ihrem Drittquartalsabschluss über die Monate Juli bis September berichtet, zeigen die übrigen Broker (Lehman, Bear Stearns, Goldman und Morgan Stanley) in ihrem Abschluss die Monate Juni bis August. Damit werden sie – anders als ML – den schlechten September erst im vierten Quartal in den Büchern haben.

Weiter fällt auf, dass der US-Broker Lehman Brothers die Investoren nur deshalb positiv überraschen konnte, weil er zu einer kreativen Buchhaltungsmethode mit

(zu) tiefen Steuern für das dritte Quartal gegriffen hat. Diese Massnahme hatte zur Folge, dass Lehman nicht wie von den Aktienanalysten erwartet einen Fehlbetrag auswies, sondern deren Konsensschätzungen sogar um 5 Cent pro Aktie übertroffen wurden. Ebenso hat Goldman Sachs durch einen Investitionsgewinn in eine «eigene» Fondsgesellschaft die Zahlen unserer Meinung nach beschönigt. Die Abschreibungen in untenstehender Grafik sind ein erster Gradmesser.

Die Resultate sind jedoch zu relativieren, denn der immense Unterschied zwischen dem in dieser Darstellung besten (Morgan Stanley) und dem schwächsten Broker (Merrill Lynch) ist fundamental nicht nachzuvollziehen. Nicht nur Merrill

Lynch, sondern alle Broker haben ein massives Exposure in mit entsprechenden Subprime-Hypotheiken unterlegten strukturierten Anlagevehikeln wie Collateralized Debt Obligations (CDO), Asset-backed Securities (ABS) oder Residential Mortgage-backed Securities (RMBS). Sofern sich diese Märkte nicht erholen, sind weitere Abschreibungen zu erwarten.

Zudem müssen im vierten Quartal – anders als im Vorquartal – die Resultate den Rechnungsprüfern vorgelegt werden. Und wir gehen nicht davon aus, dass dies positive Überraschungen zu Tage fördern wird. Der Ratingtrend bleibt somit negativ und unsere Einstufungen zeigen für die Broker weiterhin ein deutlich höheres Bonitätsrisiko als die Noten von S&P und Moody's. Wir bewerten die Gesellschaften denn auch tiefer als die grossen Ratingagenturen: Goldman Sachs wird mit A- (Agenturen AA-), Morgan Stanley mit A+ (AA-), Merrill Lynch mit A- negativ (A+), Bear Stearns mit BBB+ (A+) und Lehman Brothers mit BBB- (A+) eingestuft.

Die massiv gestiegenen Risikoprämien für die Anleihen der Broker zeigen, dass die Investorenschaft sehr vorsichtig gegenüber diesen Instituten geworden ist. S&P und Moody's sind unter Druck, die Ratings den aktuellen Verhältnissen anzupassen. Aufgrund der Intransparenz in der Berichterstattung raten wir weiterhin, diesen Sektor unterzugewichten.

Peter Jeggli und Daniel Pfister sind Inhaber von Independent Credit View, Zürich.

