



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 eingestuftem 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 Verbrieferung 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.