



Immobilienprojekt in Spanien, Ministerpräsident Zapatero: „Der öffentliche Druck ist groß genug für eine Veränderung“

FINANZKRISE

Unheimliche Macht

Die Kritik an den Rating-Agenturen wächst, die Europäer denken über Alternativen nach – auch weil die US-Firmen hochverschuldeten Euro-Staaten keine Chance geben.

Leute wie Brian Coulton gehören derzeit nicht zu den Sympathieträgern der Finanzindustrie, vor allem Politiker haben wenig für sie übrig. Coulton, europäischer Chefanalyst der Rating-Agentur Fitch, sorgte vorvergangenen Freitag maßgeblich dafür, dass die Bonität Spaniens herabgestuft wurde. In New York fielen sogleich die Aktienkurse, die Angst vor einem neuen Aufflackern der Euro-Turbulenzen kehrte zurück.

Coulton ist sich keiner Schuld bewusst. „Wir führten unsere Bewertung durch, und das ist alles“, kommentiert er knapp. Der Anlass sei das am Donnerstag zuvor verkündete Sparprogramm von Ministerpräsident José Luis Rodríguez Zapatero gewesen. Mehr will er dazu nicht sagen.

Mitten in der Euro-Krise stecken die hochverschuldeten Staaten in einem grotesken Dilemma. Die Rating-Agenturen strafen sie ab, wenn sie ihre gigantischen Schuldenberge nicht in den Griff kriegen. Legen die Regierungen dagegen Sparprogramme auf, um die Schulden abzubauen, werden sie von den gleichen Rating-Agenturen ebenfalls heruntergestuft.

So nährt die Krise die Krise. Ein Kreislauf nach unten kommt in Gang. Und schuld daran, glauben viele Kritiker, sind die Rating-Agenturen Moody's, Standard & Poor's und Fitch. „Wie man es macht, man macht es verkehrt“, sagt Gustav Horn, Chef des gewerkschaftsnahen In-

stituts für Makroökonomie und Konjunkturforschung, mit Blick auf die betroffenen Länder. Der Berliner Ökonom Michael Burda rügt vor allem das Timing des Spanien-Ratings, das schlechter nicht hätte sein können.

In ihrem Heimatland, den USA, gelten die Notengeber schon längst nicht mehr als unfehlbar. Die Börsenaufsicht SEC ermittelt, und Dutzende von Firmen und Personen haben Schadensersatzklagen eingereicht, weil die Agenturen bei der Bewertung von milliardenschweren Paketen amerikanischer Ramschhypotheken auf ganzer Linie versagten. Da die Emittenten der Schrottpapiere für deren Benotung bezahlten, standen die Agenturen in einem permanenten Interessenkonflikt. „Das könnte von Kühen strukturiert werden, und wir würden es bewerten“, schrieb ein Rating-Analyst im September 2007. Die Investoren vertrauten derweil blind auf die viel zu positiven Urteile, was maßgeblich für den Ausbruch der Finanzkrise verantwortlich war.

Vergangenen Mittwoch mussten sich in Washington gleich zwei prominente Branchenvertreter einer Anhörung des Kongresses stellen. Neben Moody's-Chef Raymond McDaniel versuchte selbst Investorenlegende Warren Buffet in seiner Funktion als Großaktionär, die krassen Fehler herunterzuspielen. „Die meisten Menschen in den USA waren damals in

dem Glauben gefangen, dass Häuserpreise nicht fallen können“, sagte Buffet unter Eid aus, „auch ich lag falsch.“

Trotz all der berechtigten Kritik ist ein alternatives Rating-System noch nicht in Sicht. Die Bonitätsnoten sind im globalen Geflecht der Finanzströme nach wie vor eine wichtige Orientierungshilfe. Egal ob Banken, Versicherungen oder Vermögensverwalter, sie alle steuern einen Großteil ihrer Investitionen mit Blick auf die drei Buchstaben, die Bestnote AAA. Fällt die Bonität eines Staates unter eine gewisse Schwelle, müssen etwa Pensionskassen die Staatsanleihen verkaufen. Liegen die Wertpapiere in den Büchern von Banken, verlangen die Aufseher als Sicherheitspuffer mehr Eigenkapital.

Ratings wirken deshalb oft wie ein Brandbeschleuniger. Die Herabstufung der Kreditwürdigkeit kostet die Staaten Milliarden. Der Ausstieg der Investoren sorgt für fallende Anleihekurse. Die Papiere sind günstiger zu haben, liefern aber weiterhin denselben jährlichen Zins ertrag. Dadurch steigt die Rendite an.

Die betroffenen Regierungen fürchten diesen Effekt, weil sie dann für neue Schulden höhere Zinsen zahlen. Allein Spanien muss im Juli fällig werdende Staatsanleihen in einer Höhe von 16 Milliarden Euro teurer refinanzieren. Damit wird das Regieren auf Pump noch gefährlicher. Weitere Herabstufungen drohen, die Renditen ziehen noch mehr an. Ein Teufelskreis kommt in Gang.

EU-Binnenmarktkommissar Michel Barnier will die unheimliche Macht der drei Rating-Agenturen deshalb stärker kontrollieren. In seinem Gesetzesvorschlag ist vorgesehen, dass die neue EU-Aufsichtsbehörde für den Wertpapierbereich mit Sitz in Paris auch die Rating-Agenturen regulieren wird. Bislang sind die nationalen Aufseher zuständig. Bar-

DIE WAHRE ERFRISCHUNG.



DAS EINZIG WAHRE



WARSTEINER®



DIE GROSSE WARSTEINER RADLER PROBIER-AKTION!



PROBIEREN UND SPAREN 1 EURO RABATT

AUF JEDES 6ER-PACK WARSTEINER PREMIUM RADLER.



Der Coupon kann innerhalb des Gültigkeitszeitraums vom 07.06. bis 31.07.2010 in teilnehmenden Märkten eingelöst werden. Dieser Coupon kann an der Kasse als Rabatt für ein 6er-Pack Warsteiner Premium Radler eingelöst werden. Nur jeweils ein Coupon kann für ein 6er-Pack Warsteiner Premium Radler eingesetzt werden. Der Coupon kann nicht für ein anderes Produkt eingelöst werden. Eine Barauszahlung ist nicht möglich. Der Coupon gilt nur für Personen ab 16 Jahren.



*Nur in teilnehmenden Märkten.

www.warsteiner.de

Abgestraft

Abwertungen durch die Rating-Agenturen

Griechenland

Irland

Portugal

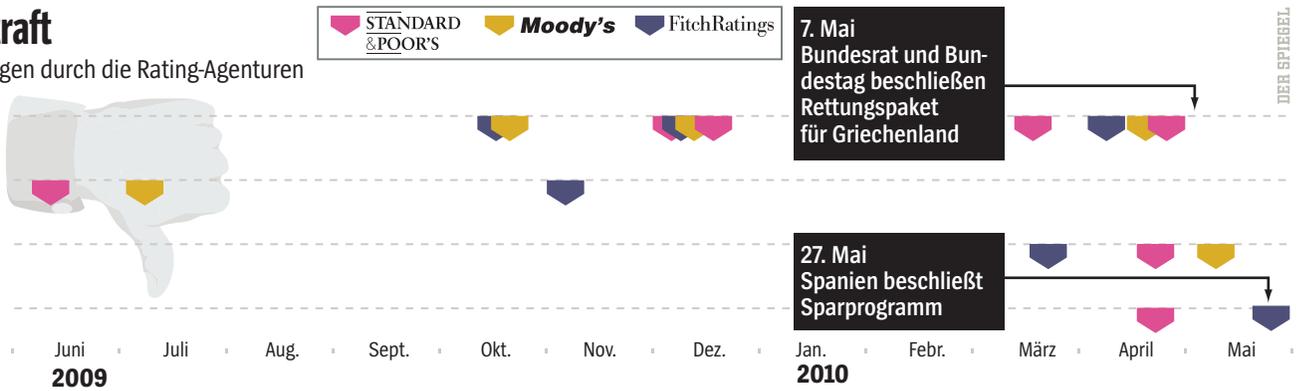
Spanien

Quelle: Bloomberg

2009

7. Mai
Bundesrat und Bundestag beschließen
Rettingpaket
für Griechenland27. Mai
Spanien beschließt
Sparprogramm

2010



niers Vorschläge sehen auch eine Verschärfung des Wettbewerbs zwischen den Agenturen vor. So sollen Emittenten wie Banken oder Finanzgesellschaften ihre Informationen nicht nur für Auftrags-, sondern für alle Ratings publik machen.

Die Vorschläge des Franzosen betreffen freilich nur Papiere, mit denen Kredite oder Hypotheken verpackt und weiterverkauft werden. Hier sieht die EU-Kommission aufgrund der Erfahrung aus der Finanzkrise den größten Handlungsbedarf. Die Ratings von Unternehmen oder Staaten bleiben dagegen außen vor.

Um das faktische US-Oligopol aufzubrechen, propagiert das französische Lager zusätzlich die Einrichtung einer europäischen Rating-Agentur. Der Gouverneur der französischen Zentralbank schlug kürzlich in einem Interview mit dem „Handelsblatt“ vor, private Kreditversicherer wie Euler Hermes oder Co-face als neue Anbieter zu installieren. „Sie haben das Wissen, eine entsprechende Erfahrung“, sagte Christian Noyer, „und sie müssen sogar bezahlen, wenn die Ratings falsch sind.“

In Berlin kommt der Vorschlag von Noyer gut an. Das hat vor allem damit zu tun, dass Marktführer Euler Hermes zu 100 Prozent dem Münchner Versicherungsriesen Allianz gehört. In seiner Datenbank lagern Informationen von rund 45 Millionen Unternehmen rund um den Globus. Damit kann der Konzern beinahe für jede Warenlieferung auf dieser Welt die Wahrscheinlichkeit eines Zahlungsausfalls und die entsprechende Versicherungsprämie berechnen.

Die Frage ist, ob die Kreditversicherer seriöser als US-Agenturen arbeiten, ob sie anders rechnen und so das Dilemma der Schuldenstaaten lösen, es niemandem recht machen zu können.

Tatsächlich stufte Euler Hermes in seinen internen Länderanalysen Portugal, Spanien und Griechenland bislang nicht zurück. „Wir arbeiten allerdings mit einem viel kürzeren Zeithorizont als die Rating-Agenturen“, relativiert Konzernchef Wilfried Verstraete. 80 Prozent der versicherten Kredite würden nach sechs bis neun Monaten auslaufen.

Ob Euler Hermes in das Rating-Geschäft einsteigt, kann Verstraete noch nicht sagen. Interne Arbeitsgruppen beschäftigen sich zwar schon seit 2002 mit der Frage, aber bislang war der Markt noch nicht reif. Die aktuelle Diskussion über eine europäische Rating-Agentur hält Verstraete für deutlich seriöser als noch vor zwei Jahren. „Der öffentliche Druck ist groß genug für eine Veränderung“, sagt er, viele Leute seien ziemlich sauer auf die drei US-Agenturen. Dabei sei die entscheidende Frage, wer die Rechnung für falsche Urteile zahle. „Wir haften bei Fehlentscheidungen mit unserem Eigenkapital, das ist ein ganz anderes Anreizsystem als bei den Rating-Agentu-



Investor Buffet, Moody's-Chef McDaniel
„Auch ich lag falsch“

ren“, betont Verstraete. Ein glaubhaftes Geschäftsmodell könne nur funktionieren, wenn man sich nicht von den Firmen für die Ratings ihrer Wertpapiere bezahlen lasse, sondern von den interessierten Investoren.

Hinter dem französischen Werben für eine europäische Rating-Agentur steckt freilich nicht nur der Wettbewerbsgedanke. So mancher Politiker und Professor sieht Moody's & Co als Machtinstrument der USA. Sie seien in das „Interessensystem“ des dortigen Finanzsektors eingebunden, glaubt etwa der Bremer Wirtschaftsprofessor Rudolf Hickel.

Agieren die Agenturen als Speerspitze der Wall Street? Liefere sie mit den Herabstufungen gar vorsätzlich die Munition für amerikanische Euro-Spekulanten?

„Der Vorwurf des amerikanischen Einflusses auf europäische Ratings ist absurd“, kontert Alexander Kockerbeck, der bei

Moody's in Frankfurt die beiden Schwergewichte Deutschland und Italien analysiert. In einem Rating-Komitee, das die Herabstufung per Mehrheitsbeschluss entscheidet, würden „rund 15 Analysten aus allen Regionen der Welt“ sitzen.

Ökonomen wie Kockerbeck können die Kritik an ihren Arbeitgebern nur zum Teil verstehen. Mit den Kollegen aus den Giftmüll-Abteilungen, die vor der Finanzkrise verpackte Ramschhypotheken hochjubelten, wollen sie nichts zu tun haben. Länderspezialisten bauten auf Fundamentalanalysen und nicht auf windige Modelle, betonen sie gern. Sie kämpfen auch mit weniger Interessenkonflikten. Länder-Ratings erstellen die Agenturen meist aus Image-Gründen auf eigene Kosten. Nur wenige Regierungen, etwa in Osteuropa, vergeben Rating-Aufträge.

Die Spekulationswelle gegen Griechenland hätten „nicht die Rating-Agenturen ausgelöst, sondern Griechenland selbst“, ereifert sich Kockerbeck. Das Land hatte in der Vergangenheit die Höhe seines Defizits falsch angegeben. Als die tatsächliche Verschuldung bekannt wurde, reagierten die Märkte mit Misstrauen, was wiederum die Zinsen erhöhte. „Unsere Schuldenformel zeigte mit den neuen Zahlen logischerweise ein tieferes Rating an“, erklärt Kockerbeck kühl.

Der Moody's-Mann kann für die Staaten kein Rating-Dilemma erkennen. Die Kausalität sei nicht so simpel, wie sie manchmal dargestellt werde. „Ein Sparplan einer Regierung ist eine Sache, dessen Durchsetzung eine andere“, sagt er. Wenn die Wirtschaftskraft eines Landes unter den Sparbemühungen leide, dann veränderten sich mittelfristig die Kosten der Verschuldung im Verhältnis zu den Staatseinnahmen. Die Folge ist laut Kockerbeck klar: „Das müssen wir in einem Rating berücksichtigen.“

Fitch-Analyst Coulton argumentiert in der schriftlichen Begründung für die jüngste Herabstufung von Spanien ähnlich wie sein Moody's-Kollege. Dass die Betroffenen sein Urteil deshalb einsichtiger hinnehmen, glaubt er aber offenbar nicht. Dieses Jahr plant Coulton vorsichtshalber keinen Urlaub an der Costa Brava: „Ich fliege nach Asien.“

BEAT BALZLI