

FINANZKRISE

Trio Infernale

Drei Rating-Agenturen haben das Weltfinanzsystem im Griff: Sie bewerten die Bonität von Firmen, Fonds und sogar von ganzen Staaten. Ausgerechnet dieser Finanz-TÜV ist mit schuld an der globalen Wirtschaftskrise – und das Geschäft boomt schon wieder.

Eric Kolchinsky sitzt im Zeugenstand und schwitzt. Er spürt die Blicke der Kongressabgeordneten, die auf der hölzernen Tribüne von Saal 2154, Rayburn House, in Washington D.C. Platz genommen haben. Sie sind gekommen, um ihn zu hören. Denn Eric Kolchinsky wird heute auspacken.

Um Punkt zehn Uhr eröffnet der Vorsitzende Edolphus Towns die Sitzung des Untersuchungsausschusses. Es geht um eine kleine Branche und ihre große Verantwortung: Es geht um Rating-Agenturen.

„Sie standen im Mittelpunkt der gegenwärtigen Finanzkrise. Und sie werden im Mittelpunkt des nächsten stehen“, wettert Towns. Der Demokrat glaubt nicht an Besserung. Dafür gibt es auch kaum Anzeichen.

Aus purer Profitgier, so der Vorwurf, haben die Rating-Agenturen im Vorfeld der Finanzkrise ihre Kontroll- und Bewertungsaufgabe vernachlässigt: Firmen, Finanzprodukte, sogar komplette Staaten auf ihre Kreditwürdigkeit zu prüfen und das Risiko für Investoren auszuloten. Stattdessen vergaben sie oft Bestnoten für unseriöse Klitschen und halbseidene Finanzkonstrukte.

Am Ende verlor eine Vielzahl von Investoren Milliarden und das gesamte Finanzsystem seinen Halt. Nur durch den globalen Einsatz von Staatsmitteln gelang es, den Totalzusammenbruch zu verhindern.

Dass das alles kein verhängnisvoller Unfall war, dass vielmehr die unkontrollierten Kontrolleure der Rating-Agenturen eine Hauptrolle in dem gewaltigen Monopoly spielten, das sollte diese Ausschusssitzung ans Licht bringen, mit Hilfe des Insiders Eric Kolchinsky, Kenner einer winzigen Branche, die über alles urteilt und spricht – nur über sich selbst nicht.

Er blickt ein wenig gehetzt und fühlt sich unwohl zwischen all den Washingtoner Polit-Profis. Nie hätte er sich träumen lassen, einmal als Kronzeuge gegen die Auswüchse des Kapitalismus aufzutreten. Nicht er, der so lange an das System geglaubt hat.

Kolchinsky war neun Jahre alt, als er 1981 mit seiner jüdischen Mutter aus der damaligen Sowjetunion in die USA floh.

Ex-Moody's-Mann Kolchinsky

„Einer musste es tun“



JÜRGEN FRANK

Hoffnungslosigkeit und Antisemitismus hatten sie aus dem Land getrieben.

Der Junge war voller Ehrgeiz und besaß analytisches Talent. Seinen College-Abschluss machte er in Raumfahrttechnik. Danach absolvierte er ein Jurastudium und setzte noch einen Abschluss in Statistik obendrauf, bevor er dorthin ging, wo das große Geld sitzt: an die Wall Street.

Erst arbeitete er bei den Investmentbanken Merrill Lynch und Goldman Sachs. 2000 wechselte er zur Rating-Agentur Moody's, stieg dort auf bis zum Abtei-

lungschef für strukturierte Kreditpapiere. Der gebürtige Ukrainer hatte es geschafft. Er war im Herzen des Systems, das die Finanzwelt mit Billionen von Dollar antrieb.

Und nun sitzt er hier, als Hauptbelastungszeuge, und erzählt all die Dinge, die seine Chefs bei Moody's früher nicht hören wollten. Stattdessen wurde Kolchinsky erst strafversetzt und schließlich gefeuert, nachdem er in langen E-Mails und Memos mit Fußnoten, Anhängen und Belegen immer wieder hinwies auf all die Vorgänge, die er nicht mehr länger akzeptieren wollte.

In einem internen Memo spricht er von „Betrug“ und „kriminellen Verstößen“, von „rücksichtsloser Missachtung der Wahrheit“. Er prangert „wissentlich falsche Angaben“ an und „illegale Aktionen“, „Regelverstöße“ und „massive Interessenkonflikte“. Von unzureichenden Bewertungsmethoden spricht er und davon, dass sich nichts geändert hat seit dem großen Crash: „Finanzprodukte, die man gar nicht bewerten kann, bekommen schon wieder Ratings. Es gibt einfach keinen Anreiz, die Finger von einem Produkt zu lassen, mit dem man reich werden kann.“

Moody's weist all seine Vorwürfe zurück: „Die Behauptungen von Herrn Kolchinsky im Hinblick auf die Qualität unserer Ratings und Fehlverhalten sind falsch. Das haben mehrere interne Untersuchungen ergeben sowie eine externe Untersuchung, mit der Herr Kolchinsky nicht kooperierte“, teilte die Agentur vergangene Woche in einer Stellungnahme mit.

Interviewanfragen des SPIEGEL hatte Moody's wie auch Standard & Poor's und Fitch, die anderen beiden großen Agenturen, abgelehnt.

Es ist eine lange Liste von Anklagepunkten, die Kolchinsky zusammengetragen hat, und alle weisen darauf hin: Nicht allein skrupellose Banken, Versicherungskonzerne und Finanzspekulant haben die Welt in die tiefste Wirtschaftskrise seit der Großen Depression Anfang der dreißiger Jahre getrieben.

Da war noch diese andere, viel weniger bekannte Macht, deren Einfluss aber bis in die letzten Kapillaren im Kreislauf des großen Geldes reicht. Thomas Friedman, „New York Times“-Kolumnist und Pulitzerpreisträger, nannte sie schon 1996 beim Namen: „Es gibt zwei Weltmächte: Die USA und die Rating-Agentur Moody's. Und glauben Sie mir, es ist nicht immer klar, wer mehr Macht besitzt.“

Denn das Trio Infernale Fitch, Moody's und Standard & Poor's (S&P) kontrolliert praktisch den Zugang zu den Finanzmärkten. Wer immer dort Schulden aufnehmen will, braucht vorher ein Rating. Die Agenturen benennen die Wahrscheinlichkeit, mit der ein Gläubiger sein Geld zurückerhält. Je höher diese Sicherheit, desto leichter und zinsgünstiger kann ein Staat oder eine Firma Geld leihen. Je schlechter das Rating, desto mehr Zinsen kassiert der Gläubiger für sein höheres Risiko.

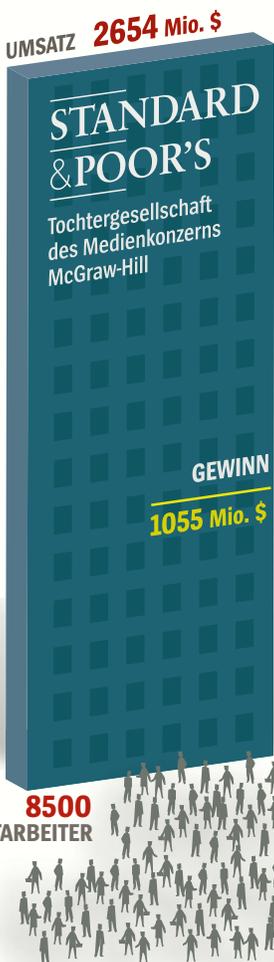
Bewertet werden auch Staaten: Irland und Spanien verloren in diesem Jahr ihre Bestnoten. Im Vergleich zu Deutschland, das immer noch mit AAA bewertet wird, müssen sie nun für neue Schulden bis zu 1,5 Prozentpunkte mehr Zins bezahlen.

Nachdem Investmentbanker Mitte der Neunziger die strukturierten Kreditpapiere erfanden, wurden auch diese von den Rating-Agenturen auf ihre Ausfallwahrscheinlichkeit geprüft. Das klang zunächst unspektakulär, doch es war der Beginn des



New Yorker Börse am 15. September 2008, Tag der Lehman-Pleite

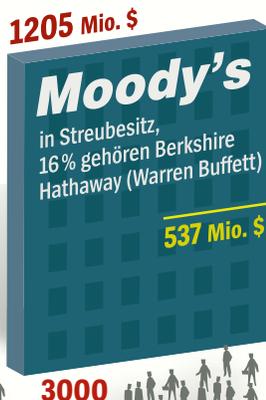
SPENCER PLATT / GETTY IMAGES



Das große Abc

Die führenden Rating-Agenturen und ihre Geschäftszahlen, 2008

MARKTANTEIL IM RATINGGESCHÄFT
2007 geschätzt



DER SPIEGEL

ganz großen Crashes. Denn diese Konstrukte waren viel zu kompliziert, als dass auch nur halbwegs seriöse Prognosen hätten gemacht werden können. Es gab keine Erfahrungswerte, keine bewährten Berechnungsmethoden. Aber es gab viel Geld zu verdienen. Die Rating-Agenturen verteilten massenhaft Bestnoten für Papiere voll fauler Kredite. Und keiner kontrollierte, was da vor sich ging.

Man sollte annehmen, dass eine derart sensible Funktion wie die der Agenturen in hoheitlichen Händen liegt; dass sie zumindest strenger staatlicher oder gar internationaler Aufsicht unterliegt. Doch das Gegenteil ist der Fall.

Es sind drei Privatunternehmen mit Sitz in New York, die als Hohepriester der Weltwirtschaft auftreten dürfen. Mit insgesamt nur 14 000 Angestellten halten sie die Weltfinanz im Würgegriff. Zeigt ihr Daumen nach unten, können Firmen bankrott, Staaten pleitegehen. Doch das Trio arbeitet weitgehend losgelöst von Aufsichtsbehörden. Sie sind, so scheint es, nur einem Ziel verpflichtet: der Maximierung des eigenen Firmenprofits.

Die Krönung dieser Konstruktion aber ist, dass die bisweilen folgenschweren Urteile der Rating-Agenturen nicht einmal stimmen müssen: Obwohl eine einzelne Bewertung Hunderttausende Dollar kosten kann, berufen sich die Firmen auf ihr Recht auf freie Meinungsäußerung.

Nichts anderes als Ansichten würden sie veröffentlichen, ähnlich wie Journalisten. Deshalb könnten sie nicht zur Rechenschaft gezogen oder gar verklagt werden, wenn mal eine Einschätzung schiefgeht.

Hinzu kommt, dass die Firmen von denen bezahlt werden, die sie bewerten sollen. „Die Interessenkonflikte werden nicht gelöst. Der Chefetage ist Umsatzmaximierung wichtiger als die Rating-Qualität“, sagt Insider Kolchinsky.

Auch Wochen nach der Anhörung wirkt er im Gespräch mit dem SPIEGEL noch immer angespannt. Er sucht nach einem neuen Job, er hat zwei kleine Kinder. Hätte er nicht ahnen müssen, dass man ihn feuern würde? „Ich dachte wirklich, das Management wolle Dinge ändern. Ich dachte: Die Lektion ist gelernt, das Unternehmen ist in neuen, besseren Händen“, sagt er. Würde er es noch einmal tun? Kolchinsky zögert nur kurz. „Ja, absolut. Einer musste es tun.“

Jochen Sanio, Chef der deutschen Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin), ist froh, dass es Leute gibt wie Kolchinsky. Für ihn gehören Agenturen

„zu den Hauptschuldigen der Krise“. Sie hätten die Bewertung strukturierter Finanzprodukte „als Profitmaschine betrieben und dabei ihre Vertrauenswürdigkeit verspielt“.

Die Branche nimmt's gelassen. Wie wenig das Selbstbewusstsein gelitten hat, erlebten Versicherer und Aufseher, als sie im September in Washington mit Agentur-Managern über deren Versagen diskutierten. „Können wir euch jemals wieder trauen?“, fragt ein Versicherungskontrolleur. „Es ist vielleicht nicht sinnvoll, sich ausschließlich auf unsere Ratings zu stützen“, antwortet Moody's-Mann David Teicher. „Aber bislang haben wir euren Urteilen doch trauen sollen.“ Teicher: „Also, na ja, wenn Sie Ratings benutzen, müssen Sie schon selbst entscheiden, was Sie damit machen.“

Wohlgemerkt: Versicherungen gehören zu jenen Institutionen, die vom Gesetzge-

im September eine Klage der Abu Dhabi Commercial Bank und des Landkreises King County gegen Moody's und S&P wegen irreführender Beurteilungen zu.

Die Agenturen wollten die Klage verhindern – und verwiesen wie so oft auf ihr Recht auf freie Meinungsäußerung. Doch dieses Argument gerät nun ins Wanken. Scheindlin findet, dass Einschätzungen der Agenturen durchaus als Grundlage für einen Prozess dienen, wenn ein Bonitätsgutachten nachweislich „ohne objektive Betrachtung der Fakten“ zustande kam.

Fällt das Schutzschild der Meinungsfreiheit, wären die Attackierten wohl erledigt. Weltweit würde eine Lawine von Klagen gegen ihre Fehltritte und Falschprognosen losgetreten. Doch wer glaubt, dass das passiert, wenn selbst die eigentlich zuständigen Aufsichtsbehörden zögern?

Zu Beginn der Krise noch verlangte die US-Börsenaufsicht SEC harte Eingriffe in das Geschäftsmodell der Agenturen. So sollte die Methode, sich von Emittenten bezahlen zu lassen, abgeschafft werden. Wenige Monate später ist davon keine Rede mehr. Statt schärferer Regeln akkreditiert die SEC lieber mehrere der kleineren, bislang unbedeutenden Agenturen, um die Konkurrenz zu beleben. Außerdem muss die Branche nun bei allen Ratings deren historische Entwicklung offenlegen. Jährlich will die SEC Revisionsberichte und die Namen der Großkunden erhalten.

Das tut nicht sehr weh. Hunderttausende Dollar, die die Agenturen in diesem Jahr für politisches Lobby-

ing ausgegeben hat, scheinen sich gelohnt zu haben.

In Europa ging es etwas heftiger zur Sache. Nachdem es dort bislang überhaupt keine Kontrolle gab, stellte die EU am 23. April 2009 die Agenturen unter staatliche Aufsicht. Künftig brauchen sie eine Zulassung, müssen sich von den Behörden kontrollieren lassen und dürfen keine Beratungen bei Deals leisten, die sie bewerten. Ihre Arbeitsmethoden müssen offengelegt werden. Der Verband europäischer Wertpapieraufseher wird zur Aufsichtsbehörde Esma mit Sitz in Paris.

Doch der europäische Alleingang hat auch Nebenwirkungen. Denn er erschwert eine globale Regulierung. Von den Tagesordnungen der internationalen Gipfel wie zuletzt dem G-20-Treffen in Pittsburgh ist das Thema bereits verschwunden. Auch die Gegenwehr von US-Präsident Barack Obama ist erlahmt.



Moody's-Boss Clarkson 2008

JURGEN FRANK

ER HEUERTE TYPEN AN, DIE DIE RISIKEN IGNORIERTEN.

ber gezwungen sind, ihr Geld in Wertpapiere mit der Bestnote AAA (Triple A) zu investieren. Und nun soll diese Währung nichts wert sein?

Die Wut auf die Agenturen ist groß. Der kalifornische Pensionsfonds Calpers, der mit einst bestnoteneten Papieren über eine Milliarde Dollar verlieren könnte, zieht gegen Moody's, S&P und Fitch vor Gericht. Deren Bewertungsmethoden seien „konzeptionell fehlerhaft“ und „inkompetent angewendet“ worden, heißt es in der Klageschrift. Mehrere US-Bundesstaaten haben mit Ermittlungen begonnen. „Die Agenturen sind lang genug geschützt und verhätschelt worden“, sagt der kalifornische Generalstaatsanwalt Jerry Brown. „Es wird Zeit, dass wir sie ausräuchern!“

Bedrohlicher als der wortgewaltige Kalifornier ist für die sakrosankten Agenturen jedoch eine Lady von der Ostküste: Die New Yorker Richterin Shira Scheindlin ließ

Bleiben die Agenturen also gänzlich ungeschoren? BaFin-Chef Jochen Sanio befürchtet das Schlimmste. Wer seinen Ruf so grüßlich ruiniere, an dem vollziehe der Markt normalerweise die Todesstrafe. Die Agenturen aber habe man davonkommen lassen, denn für sie gebe es keinen Ersatz. Ein Weltfinanzsystem in Geiselhaft.

Dabei war der Rating-Gedanke anfangs ebenso gut gemeint wie raffiniert gedacht: Es begann vor hundert Jahren. Als in den USA das Eisenbahnnetz ausgebaut wurde, brauchte man große Mengen Geld. Doch welcher Investor steckt schon sein Kapital in Firmen, über die er nichts weiß? Der Finanzanalyst John Moody erkannte das Problem – und machte ein Geschäft daraus. Moody war der Erste, der 1909 die Kreditwürdigkeit von Firmen mit Buchstaben bewertete. Die Höchstnote AAA bedeutet seither ein geringes Risiko, D Totalausfall. Für Geldgeber wurde diese Buchstabensuppe zur wichtigen Orientierungshilfe.

Bald schon bekam Moody Konkurrenz. 1916 stieg Standard Statistics in das Geschäft ein, die heute Standard & Poor's heißen; Fitch folgte 1924. Dieses Dreigestirn beherrscht heute 95 Prozent des globalen Geschäfts.

Ihre Alleinstellung haben sie amtlicher Entwicklungshilfe zu verdanken. In den dreißiger Jahren schrieben US-Finanzkontrolleure ihren Banken vor, ausschließlich Wertpapiere mit guter Bewertung zu halten. Fortan durften die Geldhäuser nur besitzen, was die Rating-Agenturen für sicher hielten.

Harmlos klingt das – doch es war der Sündenfall. Denn mit diesem Schritt wurden Teile der Finanzaufsicht an profitorientierte Privatfirmen ausgelagert. 1975 verstärkte die US-Börsenaufsicht SEC den halboffiziellen Status der Branche noch. Sie ernannte ausgewählte Agenturen zu „national anerkannten statistischen Rating-Organisationen“. Ab da waren fast nur noch solche Wertpapiere für Investoren interessant, die eine Note von S&P, Moody's oder Fitch hatten. Kleinere Agenturen wurden bedeutungslos.

Ein Oligopol war geboren. An den großen drei kam in der Folge keine Firma, keine Gemeinde und kein Staat mehr vorbei. Bald gab es Vorschriften, dass auch Fonds nur noch mindestens mit der Note A bewertete Papiere kaufen dürfen. So wurden Ratings in den siebziger Jahren immer mehr zu einer Art Gütesiegel.

Just in dieser Wachstumsphase änderten die Agenturen ihr Bezahlmodell – nicht zuletzt, weil ihre Expertisen durch das Aufkommen der Fotokopierer heimlich wei-

terverbreitet wurden. Statt wie bislang den Käufern einer Anleihe eine Gebühr zu berechnen, ließen sie sich fortan vom Emittenten entlohnen.

Dass dort mehr zu holen war, lag auf der Hand. Doch würden die Agenturen ihre zahlenden Kunden dann noch streng genug durchleuchten? War es jetzt möglich, bessere Ratings kaufen zu können?

Die Agenturen wiesen den Verdacht zurück, doch der Interessenkonflikt war programmiert. Es sollte noch über 30 Jahre dauern, bis die Bombe platzen würde.

Dabei gab es genügend Menetekel, die die Unzulänglichkeiten des Systems illustrierten. 1983 etwa hatte sich der US-Energieversorger Washington Public Power Supply System beim Bau von fünf Atomkraftwerken heftig verhoben. S&P attestierte der Firma am 13. Mai die Bestnote AAA. Moody's stufte nur mäßig ab auf die

Im Juni 1999 startete der Baseler Ausschuss für Bankenaufsicht das Projekt Basel II. Darin wurde festgelegt, die Eigenkapitalanforderungen im Kreditgeschäft der Banken mittels Ratings zu steuern. Institute mit gut benoteten Papieren müssen deutlich weniger Geld hinterlegen.

So schlitterte die Finanzwelt vollends in die Abhängigkeit von den Agenturen. Freiwillig begab man sich in die Geiselhaft eines globalen Finanz-TÜV, für den keine Aufsicht so richtig zuständig war.

Vier Jahre später bekamen deutsche Konzerne die unberechenbare Macht erstmals schmerzlich zu spüren. Moody's und Co. standen unter Druck, weil sie bei den Milliardenpleiten von Enron, WorldCom und Parmalat total versagte und bis zuletzt gute Noten vergeben hatten.

Nun wollten sie Härte zeigen. Als Erstes traf es ThyssenKrupp. 2003 stuften die Agenturen die Bonität der Essener Stahlbarone auf Ramschniveau herunter, weil sie die Pensionsverpflichtungen des Konzerns plötzlich anders bewerteten als zuvor.

Herabstufungen widerfuhren auch dem Mischkonzern Linde, der Deutschen Post und Telekom sowie dem Versicherungsriesen Münchener Rück. Mit teils drastischen Kapitalerhöhungen mussten die den Zerfall ihrer Kreditwürdigkeit verhindern.

Die Wut über das Sperrfeuer der amerikanischen ABC-Schützen war gewaltig. Prompt kam die Debatte über die Macht und die fehlende Aufsicht wieder in Gang. In einer Anhörung des Bundestags geißelte BaFin-Boss Sanio die Agenturen als eine der „größten unkontrollierten Machtstrukturen im Weltfinanzsystem“.

Zu diesem Zeitpunkt allerdings hatte sich die dreiköpfige Rating-Hydra längst selbst entfesselt.

Insider Kolchinsky erinnert sich genau, wie der Wahnsinn begann. 1998 heuerte ihn die Investmentbank Merrill Lynch an, um an einem neuen, vielversprechenden Produkt mitzuarbeiten.

Collateralized Debt Obligations (kurz: CDOs) nannten sich die neuen Wunderwaffen der Investmentbanker. Kolchinsky war zunächst fasziniert, „denn das Ganze basiert vor allem auf statistischen Modellen“. Und Statistik war für ihn immer eine Kunst. Er stieg in die Abteilung für strukturierte Kreditprodukte ein.

CDOs waren Fonds, in denen Kredite unterschiedlicher Qualität gelagert wurden. Die Banken wollten diese Kredite nicht in den eigenen Büchern haben. Mit-



FREIWILLIG BEGAB SICH DIE FINANZWELT IN DIE GEISELHAFT EINES GLOBALEN FINANZ-TÜV.

Note Baa. Kurz darauf war der Energieversorger zahlungsunfähig.

Die zunehmende Bedeutung, aber auch das Versagen der Agenturen blieben nicht unbemerkt. Dem damaligen Deutsche-Bank-Vorstand Rolf Breuer missfiel die Abhängigkeit von den amerikanischen Bewertern. Konnte man deren Deutungshoheit nicht durch eine eigene europäische Rating-Agentur brechen? Er gründete einen Arbeitskreis, in dem die gesamte hiesige Wirtschaftsprominenz saß.

Doch die Geldhäuser fürchteten um ihre Margen im Kreditgeschäft. Noch nahmen europäische Firmen Schulden lieber zu Hause auf. Ratings hätten es ihnen einfacher gemacht, sich Geld mittels Anleihen billiger auf dem Kapitalmarkt zu besorgen. Breuers Initiative verebbte. So kam es, dass Moody's und Co. ihre marktbeherrschende Stellung ausbauten. Weltweit kauften sie Konkurrenten auf.

tels CDOs wurden alle Sorten – auch schlechte – Kredite gebündelt, in Tranchen mit unterschiedlichen Risiken aufgeteilt und weltweit verkauft. Damit hatten die Banken das Risiko ausgelagert und kein Eigenkapital gebunden.

Keiner sorgte sich darum, dass sich dieser Giftmüll nun überall auf der Welt verteilte. Zwischen 2003 und 2006 vervierfachte sich das Ausgabevolumen von CDOs auf über eine Billion Dollar jährlich, obwohl kaum einer verstand, was man da kaufte. Die Investoren verließen sich bei den großen Tranchen auf das Gütesiegel der Warentester: AAA. Das bedeutete: Ausfallrisiko beinahe null.

„Aus der Nische war diese riesige Maschine geworden, die alles antrieb“, sagt Kolchinsky, der als Abteilungsleiter die CDO-Bewertung von Moody's verantwortete. „Es war Fließbandproduktion.“

Die wenigen kritischen Stimmen gingen im allgemeinen Geldrausch unter. Anfang 2005 warnte die Bank für Internationalen Zahlungsausgleich (BIZ) Anleger davor, sich beim Kauf von kompliziert strukturierten Kreditpapieren zu sehr auf Ratings zu verlassen. Die seien „kein geeignetes Maß, um das Risiko dieser Instrumente beurteilen zu können“.

Doch wie kamen die Agenturen überhaupt zu ihren tollen Noten? Wie konnten sie die Ramschkredite, die vielen CDOs zugrunde lagen, derart schönfärben? Was war geschehen, dass alle Sicherungssysteme durchbrannten?

Nicht zu unterschätzen ist der menschliche Faktor: ein nagender Minderwertigkeitskomplex. Traditionell litten die Bewerter unter der Hämmer der Finanzwelt. Für die schillernden Investmentbanker und Hedgefonds-Manager waren sie Buchhalter. Ganz unten in der Hackordnung der Wall Street.

Eric Kolchinsky spürte den Kulturbruch, als er zu Moody's wechselte. „An der Wall Street herrscht das Alpha-Männchen: ehrgeizig, aggressiv, kompetitiv. Die Agentur dagegen war ein Biotop für Beta-Typen: risikoscheu, akribisch, wenig Unternehmungsgeist.“ Als die strukturierten Papiere den Markt überschwemmten, rissen sie die bodenständigen Notengeber mit in den Größenwahn. Plötzlich waren die Ärmelschoner-Typen Co-Stars.

Denn ohne die begehrten AAA-Noten waren die Kreditverschachtelungen der Investmentbanker schlicht unverkäuflich. Für die Noten wurde fürstlich bezahlt.

Moody's stellte im Akkord neue Leute ein. Neulinge, direkt von der Uni, aber

auch Investmentbanker, die die komplizierten Finanzkonstrukte selbst entwickelt hatten. Die Alpha-Männchen infiltrierten allmählich die Beta-Welt. Und weckten dort einen Schläfer: Brian Clarkson.

Clarkson arbeitete bereits von 1991 an bei Moody's. Anfang 2000 übernahm er die Abteilung für strukturierte Finanzprodukte, danach stieg er zum Moody's-Präsidenten auf. Einmal oben, war es mit dem alten Understatement schnell vorbei.

Clarkson entpuppte sich als „Schreihaas“. Er brüllte durch die Flure, sagen Ex-Mitarbeiter. Viele fürchteten ihn und seinen Humor. Einmal, während eines Ausflugs für Führungskräfte, zwang er zwei Direktoren, die um einen Vorstandsposten konkurrierten, zum Duell. Er steckte sie in die Ganzkörperkostüme von Sumo-Ringern und ließ sie vor versammelter Mannschaft gegeneinander antreten. Ein anderes

residiert die Abteilung für strukturierte Finanzprodukte ganz oben, in Rufnähe zum Top-Management.

Das Volumen, das die drei Agenturen in dieser Zeit zu bewältigen hatten, war gewaltig. Die Agenturen schmissen mit AAA geradezu um sich.

Kein Wunder: Viele der Produkte, die sie bewerteten, kannten sie nur zu gut, denn ganz leise waren die Firmen selbst ins Beratergeschäft eingestiegen. Im Vorfeld einer Emission fragten die Banken häufig, wie das Papier verfasst sein müsse, um AAA zu bekommen. Die Agenturen halfen.

Es war, als würde der TÜV Autos prüfen, die er selbst gebaut hat. Wobei die Prüfplaketten für die neuen Wagen bis zu deren Verschrottung gelten – unabhängig von Rost und Kilometerstand. Denn die Rating-Analysten kümmerten sich nach dem Verkauf kaum noch um die Überwachung.

Grund dafür ist das Entlohnungssystem. Bei CDOs wird der Großteil des Umsatzes – bis zu einer halben Million Dollar – am Tag der Emission fällig. Der Anreiz war klar: Neugeschäft um jeden Preis. „Die Produkte könnten von Kühen strukturiert sein, und wir würden sie bewerten“, spottete ein Mitarbeiter in einer E-Mail, die nun dem US-Kongress vorliegt.

„Es war Partystimmung, und niemand kümmerte, ob die Bewertungsmodelle stimmen“, sagt Jerome Fons. Bis er 2007 gehen musste, war er 17 Jahre lang bei Moody's, zuletzt als Vorsitzender des Ausschusses, der die Rating-Methodik steuert. „Die Haltung war: Wir haben so viel zu tun, ständig neue Geschäfte in der Pipeline, wir haben keine Zeit

und keine Lust, uns um die Methodik zu kümmern.“

Diese Konstruktionsfehler allein hätten genügt, um massenhaft Fehlrteile zu produzieren. Doch es kam noch schlimmer: Die Grundannahmen, auf denen die Bewertungen beruhen, erwiesen sich oft als falsch. Trickereien und Lücken in den mathematischen Modellen sorgten für absurde Ergebnisse – und für viel zu positive Ratings.

Grund: Für Ramschhypothesen gab es nur begrenzt historisches Datenmaterial. Die prognostizierte Wahrscheinlichkeit von Pleitefällen der Schuldner basierte hauptsächlich auf den Erfahrungen weniger Boomjahre. Trotzdem übernahmen die Banken die Urteile von Moody's, S&P und Fitch ungeprüft.

Die strukturierten Produkte seien eigentlich „überhaupt nicht bewertbar“, sagt Fons. „Es gibt keine adäquaten statistischen Methoden, um Aussagen über die Sicherheit dieser Produkte zu treffen.“



DIE WENIGEN KRITISCHEN STIMMEN GINGEN IM ALLGEMEINEN GELDRAUSCH UNTER.

Mal trat er bei einem Betriebsfest im „Blues Brothers“-Outfit auf die Bühne und sang ein Spottlied auf seine hauseigene Revisionsabteilung.

Clarkson heuerte Typen an, die ohne lange zu fackeln Geschäfte ranschleppten, den Aktienkurs nach oben trieben und nicht so genau aufs Risiko schauten. Das rechnete sich: 2006 stammten 44 Prozent des Umsatzes aus der Bewertung strukturierter Finanzprodukte. Die Sparte machte eine Umsatzrendite von über 80 Prozent, erzählt ein Insider.

Die veränderten Machtstrukturen wurden sogleich in Stein gemeißelt. 2007 verließ Moody's seinen Fünfziger-Jahre-Bau in Manhattans Church Street mit seinen rumpeligen Rolltreppen und Linoleumböden und zog in einen neuen Wolkenkratzer aus Glas und Stahl, gleich neben Ground Zero. Er ist höher als die benachbarten Banken und Finanzmaklerfirmen. Und natürlich

Zur mageren Datenbasis gesellten sich viel zu optimistische Annahmen. Die Rating-Firmen hielten es für unwahrscheinlich, dass Häuserpreise überall im Land gleichzeitig fallen. „Man ging von regionalen Ereignissen aus wie etwa ein paar Tausend arbeitslosen Hausbesitzern nach der Pleite eines Konzerns“, sagt der Experte einer deutschen Großbank. Bei dieser Annahme verliert der große Rest des Portfolios höchstwahrscheinlich nie an Wert. Es sollte einer der größten Irrtümer der Agenturen werden.

Die verheerendste Entwicklung aber war, dass die großen drei nicht die gleichen Messlatten anlegten. Für die Bewertung der komplizierten Finanzprodukte, die nun auf dem Markt waren, benutzten sie unterschiedliche mathematische Modelle. Und die spuckten verschiedene Noten aus. Der Anfang vom Ende, glaubt Insider Kolchinsky: „Stellen Sie sich vor, was passieren würde, wenn jeder Wirtschaftsprüfer bei der Buchprüfung eine eigene Definition von Gewinn und Verlust benutzen würde, gerade so, wie es dem zahlenden Kunden passt! Kein Investor würde mehr auf die Geschäftsberichte vertrauen.“

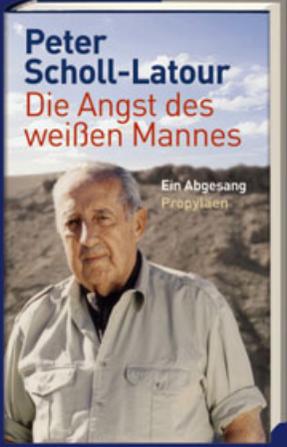
Die Kunden der Rating-Agenturen störte das nicht weiter – im Gegenteil. Wenn ihnen eine Note nicht gefiel, gingen sie einfach zur Konkurrenz, wo sie womöglich freundlicher behandelt wurden. „Es gab zu viele Hebel, die man einfach umlegen konnte, damit das erwünschte Triple-A herauskam“, sagt Fons. Das Rating-Hoppen und -Shoppen war geboren.

Ende 2004 rechnete die BIZ vor, wie sich mit geschicktem Hin- und Herhüpfen die Noten hochschrauben ließen. Im BIZ-Modell gab es für die risikoarme Tranche eines Kreditpakets bei Standard & Poor's nur die Note A. Moody's dagegen vergab für dieselbe Tranche AAA. Bei den riskanteren und kleineren Tranchen lieferte dagegen S&P die höheren B-Noten.

Es war das Ende der Verlässlichkeit. „Früher haben unsere Kunden uns gehasst“, beschreibt Fons die Zeit, als die Agenturen noch einigermaßen objektive Urteile abgaben. Damit war es nun vorbei. Es wurde kollaboriert.

Auch innerhalb der Agenturen änderte sich das Klima. Natürlich wurde einigen Kollegen unwohl angesichts der riskanten Konstrukte, die sie zu bewerten hatten. Natürlich ahnten einige, dass ihre AAA-Noten nicht viel wert waren. „Hoffentlich sind wir alle reich und im Ruhestand, wenn dieses Kartenhaus zusammenfällt“, schrieb ein Mitarbeiter in einer E-Mail, die dem US-Kongress vorliegt.

Eric Kolchinsky wollte im September 2007 zum ersten Mal nicht mehr mitmachen. Er sollte Produkte bewerten, in denen bestimmte Kredite verwurstet waren. Zufällig erfuhr er aus einer anderen Abteilung, dass diese Kredite demnächst massiv heruntergestuft werden müssen. Mit diesem



464 S. mit 24 S. Farbbabb. | € (D) 24,90

Der neue Bestseller von Deutschlands erfolgreichstem Sachbuchautor

PROPYLÄEN
www.propylaeen-verlag.de

10% sparen + Geschenk wählen!



GRATIS zur Wahl!



DER SPIEGEL GESCHICHTE

Ihre Vorteile im Überblick:

- ▶ Sie sparen 10%: sechs Hefte im Jahr für nur € 6,10 statt € 6,80 pro Ausgabe.
- ▶ Ein Geschenk Ihrer Wahl.
- ▶ Sie verpassen keine Ausgabe.
- ▶ Lieferung bequem frei Haus.

Jetzt bestellen und profitieren!

Telefon 018 02/77 55 66
(6 Ct./Anruf*) Aktionsnummer SG09-043

* aus dem deutschen Festnetz; abweichende Preise für Mobilfunk

www.spiegel-geschichte.de/abo
Einfach und schnell im Internet

Mach's wie Mika. Mach keine Umwege.

Mit über 14.000 PaketShops ist Hermes immer in Ihrer Nähe. Und in der Stadt durchschnittlich sogar nur 600 m entfernt. Jetzt einfach online Ihren nächsten PaketShop finden und Pakete günstig und sicher versenden.

www.myhermes.de



Wissen durfte er keine Top-Note mehr geben. Er vertraute sich seiner Chefin an. Nichts geschah. Also ging er eine Stufe höher. Irgendjemand bei Moody's würde doch Verständnis aufbringen für seine Skrupel. Kurz darauf wurde er versetzt.

Zwei Jahre später fällt Kolchinsky ein ähnlicher Deal auf, immer noch werden seiner Meinung nach komplizierte Wertpapiere absichtlich zu hoch bewertet. Er schreibt ein 14 Seiten langes Memo an die zuständigen Top-Manager, belegt seine Vorwürfe mit langen Zahlenreihen und Fakten. Er schreibt: „Dies ist genau das Verhalten, wovon ich mehrfach gewarnt habe.“ Dieses Mal wird er gefeuert.

Bei Moody's wurde Kritik nicht einmal von dem angenommen, dessen Job es ist, Kritik zu üben. Scott McCleskey war Chef der Compliance-Abteilung, zuständig für die Einhaltung der Gesetze und Vorschriften. Er nervte seine Chefs, indem er beharrlich eine stärkere Trennung zwischen der Neukundengewinnung und den Notengebern verlangte. Ein andermal wies er darauf hin, dass Ratings für kommunale Schuldverschreibungen teilweise seit 20 Jahren nicht mehr erneuert worden waren. Als einzige Reaktion bekam er die Anweisung, dies bloß nirgendwo aufzuschreiben. „Mein Rat wurde immer dann ignoriert, wenn er dazu geführt hätte, weniger Geld zu verdienen“, sagte McCleskey vor dem US-Untersuchungsausschuss.

Anfang 2008 wurde er von wichtigen Besprechungen ausgeschlossen. Zudem setzte man ihm einen Mann aus der Abteilung strukturierte Finanzprodukte vor – jenem Bereich, dem McCleskey am häufigsten auf die Finger sah. Der Neue warf McCleskeys erfahrenste Leute raus und ersetzte sie durch Mitarbeiter, die zuvor Finanzprodukte strukturierten. Ende 2008 verließ McCleskey das Unternehmen.

„Kein Moody's-Angestellter wurde jemals dafür entlassen, dass er seine Meinung gesagt oder die Revision gestärkt hätte, und das gilt auch für Herrn McCleskey. Die Moody's-Revisionsabteilung ist sehr fähig, erfahren und gut besetzt“, sagt die Firma gegenüber dem SPIEGEL.

Zwischenzeitlich war das Verbriefungsfever über die Grenzen geschwappt. Auch in Deutschland waren Banken auf die Idee gekommen, riskante Finanzierungen scheinbarweise an Investoren weiterzugeben. Egal, ob HypoVereinsbank, Deutsche Bank, Commerzbank oder HSBC Trinkaus, alle mischten mit. In den Jahren 2004 bis 2007 verpackten sie Mittelstands-

finanzierungen von 800 Firmen im Umfang von beinahe fünf Milliarden Euro. Auf den meisten Papieren klebte AAA.

Die wurden „uns förmlich aus den Händen gerissen“, erinnert sich ein Banker. Die Mittelständler mussten meist nur einen Schnelltest bestehen. Eingehende Buchprüfungen fanden ebenso selten statt wie die Kontrolle der Managementqualitäten oder Zukunftsstrategien.

Die Investoren ahnten nicht, welche Klitschen sie mit ihrem Geld bisweilen unterstützten. Etwa die Hamburger Internet-holding Emprise, die sich in einem Programm der HSBC-Bank befand. 2005 lag das Betriebsergebnis bei minus 750 000 Euro. Ein Jahr später waren es bereits minus 6,6 Millionen. Zudem hatte die Deutsche Prüfstelle für Rechnungslegung in der Bilanz millionenschwere Fehlbuchungen festgestellt.



AUCH DIE GEGENWEHR DES US-PRÄSIDENTEN IST ÜBERRASCHEND SCHNELL ERLAHMT.

Seit April ist Emprise weit entfernt von der Triple-A-Liga. Die Firma ist insolvent. HSBC möchte sich dazu nicht äußern.

Der Giftmüll made in Germany ähnelt in vielerlei Hinsicht den amerikanischen Sünden. Die Annahmen der Rating-Agenturen über die maximalen Verluste entpuppten sich als Schönwetter Szenarien.

Jetzt läuft die schmerzhafteste Korrektur der großen Notenillusion an. Ungeniert degradieren die Agenturen vermeintliche Geldmaschinen mit AAA-Prädikat zum wertlosen Schrott.

Beispielsweise das Papier Balta 2006-8 1A2, in dem US-Ramschhypotheken verpackt wurden. Am 10. März 2008 bewertete Moody's Balta mit Aaa – so sicher wie ein Sparbuch. Ende August benoteten dieselben Analysten dasselbe Papier 14 Stufen tiefer mit B3: hochspekulativ. Dieses Jahr reichte es nur noch für Ca: beinahe Ramsch.

Die Rückstufungen fressen zugleich die Kapitaldecken der Banken auf. Gemäß den Regeln von Basel II müssen sie für ein Papier über eine Million Euro nur 5600 Euro Eigenkapital hinterlegen, wenn es ein Aaa-Rating hat. Bekommt es nur ein Ba1, sind es bereits 200 000 Euro. Sinkt die Bewertung auf B1, fällt die ganze Million an. Das Kapital steht der Bank für neue Geschäfte wie etwa Mittelstandsfinanzierungen nicht mehr zur Verfügung. Eine neue Kreditklemme droht. Komplette Volkswirtschaften befinden sich so im Schwitzkasten der großen drei.

Auf Schuldbewusstsein jedoch wartet man vergebens. Und was sollte die Verantwortlichen auch bremsen? Am Rande der Jahrestagung des Internationalen Währungsfonds Anfang Oktober in Istanbul sprach man ganz offen von der Unantastbarkeit der Rating-Agenturen. „Wir haben keine Ersatzspieler“, stöhnte ein Bankvorstand. Selbst der Internationale Währungsfonds will die Aufgabe nicht übernehmen.

Nach einer Krise, die Billionen verschlang, Firmen in den Bankrott, Staaten in die Schuldenfalle und Millionen Menschen in die Arbeitslosigkeit trieb, lautet das Motto: Weiter so!

Wie so oft ist die Wall Street die Spitze der Bewegung. Neben dem Geschäft mit klassischen Firmenanleihen bieten Investmentbanken seit Monaten wieder neue, komplizierte Finanzprodukte an. Sie heißen ReRemics und sind die altbekannten Risikopapiere, neu verpackt. Dazu schnürt man die alten Pakete auf, sortiert die darin enthaltenen Hypotheken nach gut und schlecht, bündelt die guten

zu neuen Paketen, bekommt ein Triple-A-Rating – und findet so wieder Käufer.

Es ist wie vor der Krise: ein prima Geschäft für alle Seiten. Seit Sommer boomt der Markt für die Neuverpackung, Banken und Agenturen kassieren ab. Vor zwei Wochen erhöhte Moody's die eigene Gewinnerwartung für dieses Jahr. Und die Aufseher sind machtlos, denn die Geschäfte sind nicht meldepflichtig, immer noch nicht.

„Das sind Produkte, die komplexer und noch undurchsichtiger sind als ihre Vorgänger, die CDOs“, warnt der US-Politiker Dennis Kucinich, der im Überwachungsausschuss des Kongresses sitzt. „Die Rating-Agenturen könnten uns geradewegs noch einmal in die Krise stürzen.“

Kolchinsky ist sicher: „Das System hat sich nicht geändert.“ Die Agenturen seien „zurück im Geschäft“. Nur er ist nicht mehr dabei.

BEAT BALZLI,
MICHAELA SCHIESSL, THOMAS SCHULZ