



Investor Info

Anlagekommentar

Ratingagenturen – ein Vorbild der Marktwirtschaft!

Der folgende Artikel geht auf die Problematik in den Kreditmärkten im Zusammenhang mit Ratingagenturen ein. Dabei wird aufgezeigt, dass die alleinige Kritik an den Ratingagenturen etwas zu kurz greift.



Es wird kaum möglich sein, die Rolle der drei grossen Ratingagenturen S&P, Moody's und Fitch im Zusammenhang mit den Krisen der jüngeren Vergangenheit genau zu bestimmen. Klar ist jedoch, dass sie eine wichtige Hauptrolle spielten, in welcher sie kläglich versagten. Wie auf einer Partnerbörse sollten diese Agenturen über die Sichtbarmachung der Bonität die Kreditnehmer mit passenden Kreditgebern zusammenführen. Und genau hier versagten die Ratingagenturen, was an den Kreditmärkten ungewollte Risiko-Allokationen stark begünstigte. Erst als das Kartenhaus zusammenbrach, realisierten viele Investoren, dass sie in vermeintlich sichere Anleihen investiert hatten, die in Wirklichkeit hochriskant waren. Erst als es zu spät war, wurden diese Anleihen im Umfang von deutlich mehr als tausend Milliarden USD in kurzer Zeit auf realistischere Ramschniveaus herabgestuft. Eine Untersuchungskommission¹, welche in den USA nach Ausbruch der Finanzkrise von Regierungsseite gegründet

wurde, bestätigte, dass die grossen Agenturen mit ihren falschen Ratings eine wesentliche Mitverantwortung für das gesamte Desaster tragen. Die Bank für Internationalen Zahlungsausgleich (BIS) bringt es in ihrer letzten Publikation vom Juli 2011, in welcher sie den Markt für Verbriefungen analysiert, treffend auf den Punkt:

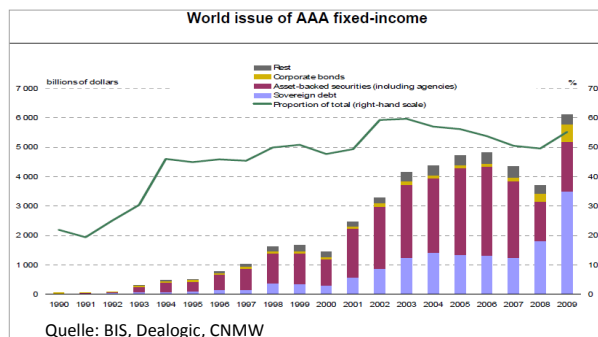
„This demand for assets with (perceived) low credit risk but with higher yields had clear consequences on the incentives for the financial industry to produce such assets.“²

Somit haben Ratingagenturen, wohlgerne nach allein marktwirtschaftlichen Kriterien beurteilt, „vorbildlich“ gehandelt. Sie haben auf die gestiegene Nachfrage nach hochsoliden Anlagen mit einer raschen Angebotsausweitung reagiert. Jedoch schlicht, indem sie ihre zahlende Klientel, also Kreditsuchende, höher als gerechtfertigt bewerteten. Damit dies nicht allzu stark auffiel geschah dies zudem über vorzugsweise komplex strukturierte Produkte. Die negativen Folgen dieser Bewertungen trugen dagegen die nicht zahlenden und für die Ratingagenturen folglich weniger relevanten Investoren.

¹ Financial Crisis Inquiry Commission.

² Bank for International Settlement: „Report on asset securitisation incentives“ 2011, Seite 5. www.bis.org/publ/joint26.pdf

Dass Ratingagenturen ihren Bewertungsspielraum zu Gunsten ihrer zahlenden Kundschaft massiv ausreizten, zeigt die Grafik aus der weiter oben erwähnten Publikation³ der Bank für Internationalen Zahlungsausgleich:



Aus der Darstellung wird deutlich, dass zwischen 1990 und 2006 der Anteil mit Triple-A bewerteter festverzinslicher Wertpapiere von 20% auf sagenhafte 55% explodierte. Somit lebten wir nach Ansicht der Ratingagenturen in einer der solidesten Welten überhaupt. Bis man durch den Ausbruch der Finanzkrise eines Besseren belehrt wurde. Ergänzend sei noch eine Studie⁴ von Ökonomen der Universität St. Gallen erwähnt, welche aufzeigt, dass auch durch teils nicht nachvollziehbare Bonitätseinstufungen der PIGS-Staaten die Eurokrise unnötig verschärft wurde.

Trotz der gravierenden Fehler der Ratingagenturen trugen aber auch zahlreiche Investoren eine Mitschuld. Sie begaben sich in die Illusion eines Free-Lunch, indem sie als Gläubiger annahmen, die Bonitätsprüfung von Kreditnehmern gratis an Ratingagenturen auslagern zu können. Durch diese Auslagerung konnte auf den kostenintensiven Aufbau interner Ressourcen verzichtet werden. Statt mühevoll eigene Kompetenzen zur Bonitätsprüfung aufzubauen, genügte alternativ ein flüchtiger Blick auf die Ratingbuchstaben. Wer etwas kritischer war, der verglich vielleicht noch schnell die Ratings der grossen Agenturen

³ BIS: „Report on asset securitisation incentives“ 2011, Seite 6

⁴ Gärtner, Griesbach, Jung: „PIGS or Lambs? The European Sovereign Debt Crisis and the Role of Rating Agencies.“ 2011, www.springerlink.com/content/p7102pv44172k117

untereinander. Das war's aber in der Regel auch schon. Eine allfällige Hinterfragung der Bewertungskriterien⁵ selbst beschränkte sich meist nur auf den akademischen Apparat an den Hochschulen.

Nicht zuletzt trugen aber auch öffentliche Einrichtungen wie Finanzaufsichten oder Zentralbanken zu den Fehlentwicklungen bei, da sie die Bonitätseinstufungen der privatwirtschaftlich organisierten Agenturen in ihre Regelwerke aufnahmen und damit vor allem institutionelle Anleger geradezu in die Arme der grossen Ratingagenturen trieben. Immerhin scheint man in den USA aus den alten Fehlern gelernt zu haben. Die in 2010 über die Dodd-Frank-Gesetze eingeleiteten Reformen werden die Bedeutung der Ratingagenturen zumindest auf gesetzlicher Ebene wieder reduzieren.

Bei der ARVEST-Gruppe werden sämtliche festverzinsliche Wertpapiere, in welche wir investieren, unabhängig von ihren Ratings zusätzlich einer internen Bewertung unterzogen. Unser Bewertungsprozess selbst ist sicherlich nicht besonders beeindruckend oder innovativ. Das muss er auch nicht sein. Entscheidend ist, dass wir uns auf diese Weise die Fähigkeit bewahrt haben, externe Ratings kritisch zu hinterfragen. Dank dessen konnten wir unsere Kunden in der Vergangenheit wirksam vor Kreditausfällen schützen. Wer auch in Zukunft keine ungewollten Risiken eingehen möchte, dem sei eine altbekannte Redewendung erneut ans Herz gelegt: Vertrauen ist gut, Kontrolle ist besser!

02.08.2011
ARVEST Funds AG,
Beyzade Han, MBA
Fondsmanager

⁵ Siehe hierzu u.a. das Interview „Ideologie ist kein Massstab“ vom 25.7.2011 in der taz. www.taz.de/!75076/