

Herabstufung hin zu prüfen. Daraufhin brachen an der Wall Street unter den weltgrößten und mächtigsten Investmentbanken offenen Kampfhandlungen aus.

7.3 Bear Stearns bettelt um Gnade

So meldete am 18. Juni die Informationsagentur Bloomberg, dass Bear Stearns ihre Wall-Street-Konkurrenz »um Hilfe angefleht« habe, um zwei von ihr aufgelegte Hedge-Fonds zu retten. Bear Stearns war jahrelang an der Wall Street der Hypotheken-Marktführer gewesen und ist der weltgrößte Primebroker für Hedge-Fonds. Gemessen an der Kapitalausstattung ist sie jedoch eine der kleinsten der großen Wall-Street-Investmentbanken und verfügt »nur« über ein Eigenkapital von 78,2 Milliarden US-Dollar (Stand 31. August 2007), wovon mehr als 60 Milliarden zudem nicht aus eingezahltem Aktienkapital, sondern aus langfristigen nachrangigen Krediten besteht. Tatsächlich wurde laut Jahresbericht 2006 mit einem Aktienkapital von 12,129 Milliarden US-Dollar eine Bilanzsumme von 350 Milliarden Dollar unterstützt.

Anlass der Aufregung waren Bruttoengagements von rund 20 Milliarden Dollar in Subprime-Hypotheken des Bear-Stearns-Fonds »Structured Credit Strategies« und des »Structured Credit Strategies Enhanced Leverage Fund«, von denen Ersterer bereits seit fünf Jahren am Markt war, der andere aber erst im Vorjahr aufgelegt wurde. Beide wurden von dem weitem geachteten Bond-Veteranen Ralph Cioffi gemanagt und sollten sich nur durch den Verschuldungsgrad unterscheiden. Während der ältere Fonds bis zum 10-Fachen des Anlegerkapitals an Krediten aufnehmen durfte, arbeitet der jüngere mit einem bis zu 30-fachen Leverage. Laut einer Klage, die die Britische Barclays Bank im Dezember 2007 eingebracht hatte, sei der jüngere der Fonds allerdings nur gegründet worden, um zweifelhafte Investments aus der eigenen Bilanz zu entfernen und zu einem Preis im neuen Fonds abzuladen, den kein anderer Käufer mehr bezahlt hätte. Barclays hatte immerhin 50 Millionen US-Dollar in den Fonds investiert und alles verloren.

Laut Wall Street Journal hatten die Fonds zuletzt mit rund 11,5 Milliarden US-Dollar an »bullischen« Investments auf steigende Kurse und 4,5 Milliarden US-Dollar auf sinkende Kurse gesetzt, wobei vor allem in Hypotheken- oder Industriekredite-unterlegten CDOs (Collateralized Debt Obligations) investiert wurde. Die Bear-Stearns-Fonds hatten diese Bonds als Sicherheiten für kurzfristige Kredite von zuletzt mindestens 12 Milliarden US-Dollar verwendet, die als ABCP konzipiert waren (Vgl. Kapitel 6). Als die kurzfristigen Papiere prolongiert werden mussten und der Wert der Bonds immer fraglicher wurde, begannen die Kreditgeber – allen voran Merrill Lynch, die 850

Millionen US-Dollar dieser zweifelhaften Bonds als Kreditsicherheiten hielt – offen an der Werthaltigkeit der Sicherheiten zu zweifeln und drohten mit deren Versteigerung.

Abb. 14: Die Marktführer bei MBS und ABS im 1. Halbjahr 2007: Im ersten Halbjahr 2007 boomten die Märkte für Hypotheken- und Asset-gestützte Anleihen wie noch nie.

Bookrunner	1. Halbjahr 2007				1. Halbjahr 2006		
	Volumen US\$-Mio.	Rang	Markt- anteil	Anzahl Deals	Rang	Markt- anteil	Veränderung vom Marktanteil
Lehman Brothers	74.668,3	1	9,1	71	2	8,7	0,4
JPMorgan	60.025,1	2	7,3	66	6	6,0	1,3
Bear Stearns & Co Inc	53.384,2	3	6,5	55	3	8,6	-2,1
Credit Suisse	52.128,5	4	6,3	69	4	7,1	-0,8
Morgan Stanley	52.009,2	5	6,3	57	9	5,5	0,8
Royal Bank of Scotland	51.793,8	6	6,3	60	1	9,7	-3,4
Citi	45.014,6	7	5,5	68	11	4,8	0,7
Deutsche Bank AG	43.319,1	8	5,3	60	5	6,9	-1,6
Merrill Lynch	43.253,0	9	5,3	50	13	3,9	1,4
Barclays Capital	37145,1	10	4,5	33	15	2,7	1,8
Top Ten Gesamt	512.740,4	-	62,4	589	-	63,9	-1,5
Gesamt	824.604,4	-	100	828	-	100	-

Global Asset-Backed Securities (B11)							
Manager	1. Halbjahr 2007				1. Halbjahr 2006		
	Volumen US\$-Mio.	Rang	Markt- anteil	Anzahl Deals	Rang	Markt- anteil	Veränderung vom Marktanteil
Citi	71.451,1	1	10,0	120	1	9,1	0,9
Merrill Lynch	61.533,1	2	8,6	79	3	7,8	0,8
JPMorgan	53.413,3	3	7,5	90	8	5,7	1,8
Royal Bank of Scotland	45.918,6	4	6,4	86	4	7,3	-0,9
Barclays Capital	45.531,0	5	6,4	59	13	4,0	2,4
Deutsche Bank AG	45.328,4	6	6,3	91	2	8,0	-1,7
Banc of America LLC	43.704,4	7	6,1	92	10	4,6	1,5
Morgan Stanley	38.035,6	8	5,3	90	5	7,0	-1,7
Lehman Brothers	32.685,7	9	4,6	75	6	6,9	-2,3
Wachovia Corp	31.130,2	10	4,3	51	15	2,3	2,0
Top Ten Gesamt	468.731,4	-	65,5	833	-	62,7	2,8
Gesamt	717.072,8	-	100	1.198	-	100	-

Quelle: Thomson Financial/Freeman & Co

Wäre es dazu gekommen, wäre die Vertrauenskrise wohl noch vor August ausgebrochen, am 12. Juni schafften es die Bear-Stearns-Fonds Bonds mit einem Nennwert von annähernd vier Milliarden US-Dollar ohne übermäßige Abschläge zu verkaufen, allerdings vorerst insbesondere die Papiere mit den besten Ratings. Das reichte dennoch nicht aus, um die Kreditgeber voll zu befriedigen, woraufhin Bear Stearns anbot, selbst 1,5 Milliarden US-Dollar an Krediten einzuschießen, vorausgesetzt die anderen Wall-Street-Banken würden

ihrerseits 500 Millionen zur Verfügung stellen und von Versteigerungen absehen.

Kooperativ zeigten sich jedoch nur Bank of America, Deutsche Bank und Goldman Sachs. Merrill Lynch, JPMorgan und Lehman Brothers ließen den Deal platzen. Daraufhin gab Bear Stearns bekannt, 3,2 Milliarden US-Dollar an eigenem Kapital in die Hand zu nehmen, um die Fonds zu retten. Das beruhigte die Märkte so weit, dass die Fonds nun doch noch Käufer für die schlechteren Tranchen fanden und Bear Stearns melden konnte, dass für die Rettungsaktion nur 1,6 Milliarden US-Dollar erforderlich gewesen waren. Die Investoren der Fonds hatten hingegen praktisch ihr gesamtes Kapital verloren.

Bloomberg zufolge wären die zuvor genannten 3,6 Milliarden US-Dollar die größte Rettungsaktion für einen Hedge-Fonds seit 1998 gewesen, als führende Investmentbanken koordiniert von der New Yorker Fed 4,5 Milliarden US-Dollar zur Verfügung gestellt hatten, um den gestrauchelten Mega-Hedge-Fonds LTCM zu retten. Von den großen Wall-Street-Banken war damals übrigens einzig Bear Stearns dem Rettungskonsortium ferngeblieben.

Abb. 15: Im Juni konnte sich die Bear-Stearns-Aktie noch behaupten – der große Absturz erfolgte im Juli.



Im Sommer 2007 galt Bear Stearns durch die aktuellen Probleme zwar noch nicht als substanziell gefährdet, zunehmend aber als Übernahmekandidat. So hatte der Börsenkurs zuvor im Jahresverlauf bereits fast zehn Prozent und seit Ausbruch der Krise nochmals rund fünf Prozent nachgegeben, wodurch die Börse die Investmentbank nur noch mit rund 20 Milliarden US-Dollar

bewertete, angesichts der von PE-Fonds zu dieser Zeit noch locker mobilisierten Summen also eine Kleinigkeit.

Analysten erwarteten unmittelbar nach dem vorläufigen Ende der Affäre allerdings sogar, dass diese Episode Bear Stearns letztendlich gerade einmal zehn Prozent des Jahresgewinns von zuletzt rund zwei Milliarden US-Dollar kosten werde, wenn überhaupt. Denn wie Bear Stearns vertrauensvoll mitgeteilt hatte, handle es sich um einen voll besicherten Kredit, der gar keine Verluste bringen werde.

Diese Annahme sollte sich allerdings als recht optimistisch erweisen. Bis Jahresende musste die Investmentbank Abschreibungen im Volumen von 9,4 Milliarden US-Dollar eingestehen und den Chinesischen Staatsfonds CIC mit zehn Prozent am Grundkapital beteiligen, um ihre Kapitalbasis zu retten.

7.3.1 Pandoras Büchse wird geöffnet

Mit dem Zusammenbruch der beiden Fonds war die Büchse der Pandora geöffnet. Denn da CDOs kaum gehandelt werden – bzw. kein »fairer« Markt existiert, wo Angebot und Nachfrage über die Preise ausgeglichen werden –, erfolgen die Geschäfte in der Regel nicht zu Marktpreisen, sondern anhand bestimmter mathematischer Berechnungsmodelle.

Zwar gab es die neu eingeführten Indizes, doch kam es in der Regel nur dann zu Geschäften, wenn die Berechnungsmodelle von Käufer und Verkäufer, die diese Geschäfte direkt untereinander aushandelten, zu annähernd übereinstimmenden Bewertungen führten. Inzwischen wichen die mathematisch-statistisch errechneten Werte aber weit von den am Markt erzielbaren Preisen ab. Die neuen CDO-Indizes, die anhand der Preise der auf sie bezogenen Kreditversicherungen, den Credit Default Swaps (CDS), berechnet wurden, zeigten einen rapiden Preiszerfall, der begann auch auf die besser gerateten CDO-Tranchen überzugreifen.

Da die besseren CDO-Tranchen mit Investment-Grade-Rating zumeist rund 80 Prozent einer Emission ausmachten, war die nun stetig steigende Nervosität an den Finanzmärkten absolut verständlich. Denn bei Emissionen von mehr als 500 Milliarden US-Dollar an CDOs allein im Jahr 2006 war klar, dass sich ein gewaltiger Wertberichtigungsbedarf ergeben würde, sollten jetzt auch die angeblich risikolosen Tranchen einbrechen. Zumal auch nicht bekannt war, wer die Risiken aktuell in der Hand hatte, verwundert es nicht, dass die Investmentbanken nun alles Mögliche versuchten, um die Risiken aus den eigenen Büchern zu bekommen.

Dabei zeigten sich einzelne Investmentbanken recht kreativ. So engagierte Lehman Brothers im Juni den Präsidentenbruder Jeb Bush, der bis Januar 2007 Gouverneur von Florida gewesen war. Dessen Freunde hatten ihre

Posten indes behalten und so verkaufte Bear Stearns ganz zufällig im Juli und August strukturierte Hypothekendarlehen für 842 Millionen US-Dollar an einen öffentlichen Geldmarktfonds aus Florida, der von einem engen Vertrauten Buschs gemanagt wurde. Dessen als risikofrei gedachter Geldmarktfonds, bei dem Städte, Schuldistrikte und andere öffentliche Körperschaften überschüssige Gelder kurzfristig parken, musste aufgrund dieser Papiere im November dann auch tatsächlich die Auszahlungen vorübergehend einstellen und sein Portfolio von externen Managern sanieren lassen, aus der Lehman-Bilanz war dieser »Giftmüll« jedoch verschwunden.

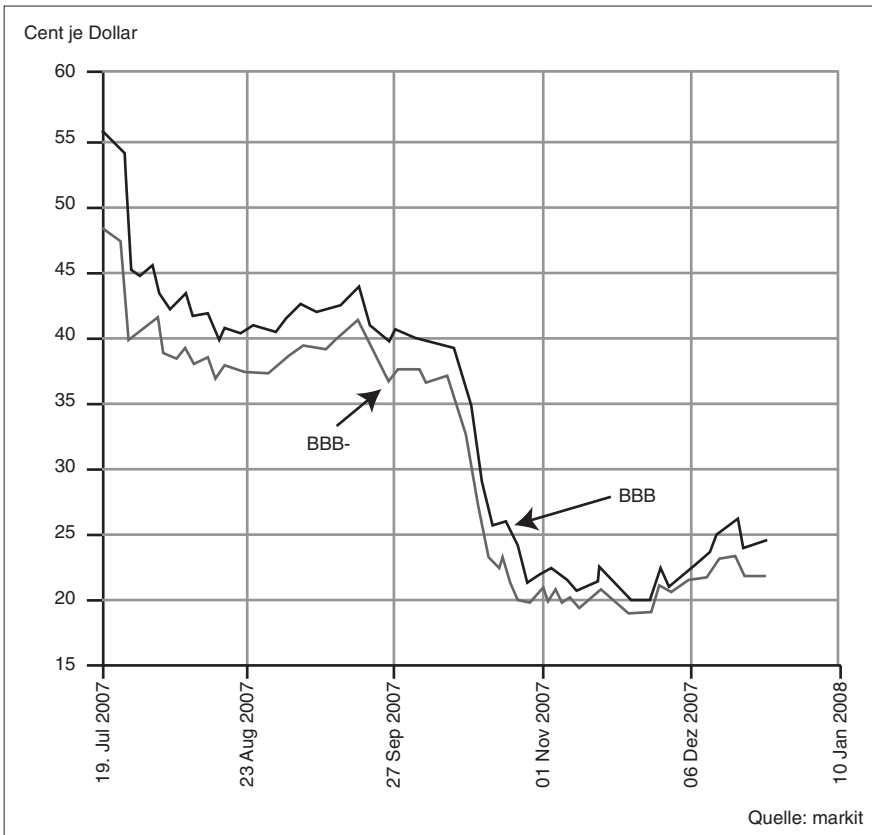
Nachdem die Liquidation der beiden Fonds nicht zum befürchteten Zusammenbruch der Märkte geführt hatte und auch nicht zu Ausfällen bei deren Kreditgebern, sondern nur zum Totalverlust der Anteilszeichner geführt hatte, schien zu jenem Zeitpunkt das Schlimmste wieder abgewendet. Dann versetzte am 10. Juli die Ratingagentur S&P den Märkten den nächsten Tiefschlag und gab bekannt, dass mit Wohnbauhypotheken unterlegte ABS aus dem Jahr 2006 im Gesamtwert von 12 Milliarden Dollar auf die Beobachtungsliste für eine eventuelle Herabstufung gesetzt würden. Am gleichen Tag folgte die Meldung, dass Moody's Subprime-Anleihen im Wert von 5 Milliarden Dollar herabstufte und die Ratings von weiteren 184 CDO-Tranchen auf die »Watchlist« gesetzt hatte.

Kaum zur Beruhigung der Märkte trug wohl auch bei, dass einen Tag später bekannt wurde, dass die Zahl der Eigenheim-Zwangsversteigerungen im Juni um 87 Prozent höher ausgefallen war als ein Jahr zuvor. Infolgedessen weiteten sich die Risiko-Spreads auf CDS und nun auch für europäische Unternehmensanleihen am 10. und 11. Juli um jeweils fast einen halben Prozentpunkt aus; ein Einbruch, der an den Aktienmärkten als Crash gegolten hätte.

Die Nachrichtenlage verbesserte sich auch in den nächsten Tagen nicht. So zeigte am 26. Juli der Index der National Association of Home Builders (NAHB), dass im Juni der Absatz neuen Wohneigentums um 6,6 Prozent unter dem des Vormonats gelegen hatte und das zweitgrößte Wohnungsbaunehmen der USA gab für das zweite Quartal einen riesigen Verlust bekannt. Noch schlimmer wurde aber der Auftragseingang des Unternehmens aufgenommen, der um 40 Prozent zurückgegangen und wertmäßig sogar um die Hälfte eingebrochen war. Erneut wurden innerhalb von zwei Tagen (26. und 27. Juli) heftige Bewegungen wichtiger Kreditindizes verzeichnet. So schnellten die Risiko-Aufschläge beim US-Index für hochrentierende CDS und beim europäischen Crossover-Index für Unternehmensanleihen neuerlich um 59 bzw. 71 Basispunkte in die Höhe.

In der Folge verging kein Tag ohne weitere Meldungen über Probleme von Hypothekenbanken und Brokern, und das »Implode-o-Meter« der gescheiterten Hypothekenbanken war inzwischen dreistellig geworden.

Abb. 16: Die Subprime-Indizes brechen ein: Im Juli zeigten die ohnehin bereits schwachen Subprime-Indizes weitere drastische Einbrüche.



Das führte zu drastisch steigenden Sicherheitsabschlägen (»Haircuts«), die von den Brokern auf die Nennwerte der von Hedge-Fonds gestellten Sicherheiten verlangt wurden. Da sich viele Hedge-Fonds – so wie auch die meisten Conduits – ihre langfristigen Subprime-Positionen kurzfristig von ihren Wall-Street-Primebrokern oder mit ABCP-Programmen vom Geldmarkt finanzieren ließen und dafür als Sicherheit eben diese Anleihen verwendeten, stieg im Markt die Besorgnis, es werde unweigerlich zu Nachschussforderungen kommen. Da die Fonds – anders als die Conduits – zumeist nicht über Notfall-Liquiditäts-Fazilitäten verfügten, war für jeden Insider nun absehbar, dass einzelne Hedge-Fonds zu Notverkäufen gezwungen sein würden.

Dazu kam das Herannahen der Roll-Over-Termine für zahlreiche kurzfristig finanzierte langfristige Positionen vieler Conduits.

Genau solche Notverkäufe setzten dann tatsächlich ein. Da das Interesse für mit Hypotheken verbundene Wertpapiere und strukturierte Kreditprodukte aber völlig versiegt war, warfen Hedge-Fonds und Conduits Vermögenswerte höherer Qualität auf den Markt. Das führte – ob sie nun verkauft wurden oder nicht – bei allen Investmentkategorien, von denen bekannt war, dass sie in großem Umfang von Hedge-Fonds gehalten wurden, zu kräftigen Abschlügen und somit zur »Ansteckung« nicht nur der höherrangigen CDO-Tranchen, sondern auch einer breiten Palette an Finanzinstrumenten von außerhalb des Segments der Wohnbauhypotheken.

Am schwersten erwischte es hier die weit verbreiteten CMBS (*Commercial Mortgage Backed Securities*), der Bereich der verbrieften und strukturierten Kredite für Gewerbeimmobilien, in dem es wie bei Eigenheimhypotheken zuvor zu einer enormen Kreditexpansion gekommen war. Dementsprechend weiteten sich bei den CMBS-Indizes⁴⁷ die Risiko-Spreads für schlechte (BBB-)Kreditnehmer gegenüber ihren Tiefständen vom Juni um über 200 Basispunkte. Daraufhin kamen auch in diesem Bereich die Märkte zum Erliegen und das Absatzvolumen brach bei praktisch allen riskanten Zinspapieren auf breiter Front ein. Gekauft wurden nur noch erstklassige Staatsanleihen, die in Krisenzeiten gemeinhin als »sicherer Hafen« gelten, was als *flight to quality* bezeichnet wird.

7.4 Die Übernahmewelle versiegt

Ab Mitte Juli kam auch der LBO-Markt (Leveraged Buy-Out) ernsthaft ins Stocken. Hier geht es – Stichwort Private Equity – um fremdfinanzierte Übernahmen zumeist börsennotierter Unternehmen; ein Bereich, in dem zuvor Woche für Woche neue Megadeals angekündigt worden waren. Lange war dieses oft hochprofitable Geschäft einem elitären Kreis professioneller Anleger und *high net worth individuals* vorbehalten gewesen und der Zugang – wie bei Hedge-Fonds – in vielen Ländern für normale Privatanleger gesetzlich gesperrt. Seit Ende Juni notierten nun mit der Blackstone Group und der legendären KKR von Henry Kravis zwei legendäre Buy-Out-Firmen an der Börse und waren somit für jeden auch noch so unbedarften Anleger frei zugänglich. Blackstone hatte sich vier Milliarden Dollar von der Börse geholt und so genannte Partnership Units verkauft, die kaum Mitspracherechte über

47) CMBS-Indizes bilden den Markt für mit Gewerbeimmobilienhypotheken unterlegte Wertpapiere ähnlich den Indizes für Subprime-Strukturen (ABX-HE) anhand der Preise darauf bezogener Ausfallversicherungen (CDS) ab.