

Buchbesprechungen

Beena Lubig: Bedeutung von Sovereign Credit Ratings für die internationalen Finanzmärkte. Eine ökonometrische Bewertung des Informationsgehaltes von Sovereign Credit Ratings, Lang-Verlag, Frankfurt a. M. 2008, 327 S.

Rating-Agenturen sind in den letzten Jahren zunehmend ins Kreuzfeuer der Kritik geraten, nicht zuletzt aufgrund ihrer unrühmlichen Rolle in der aktuellen Finanzkrise. Dieser Tatbestand führte zu umfassenden Untersuchungen insbesondere mit Blick auf prozyklisches Verhalten, Rating Shopping resp. „Rating Inflation“ und asymmetrische Informationsverteilung. Speziell Sovereign Credit Ratings haben im Zuge der Griechenland-Krise an Bedeutung gewonnen. Diese Art der Bonitätsbeurteilung bildet ein Maß für die Wahrscheinlichkeit auftretender Zahlungsstörungen von ausgegebenen Schuldverschreibungen souveräner Staaten und erleichtert den Zugang zum Kapitalmarkt. Dennoch stellt sich erneut die Frage hinsichtlich Griechenlands, ob Rating-Agenturen zu wirtschaftlich prekären Zeiten nicht krisenverstärkend wirken. Zweifellos kann die Herabstufung dieser Länder Liquiditätsschwierigkeiten verstärken, wenn Ratinganpassungen erst während einer Krise stattfinden.

An diese wissenschaftliche Problemstellung knüpft die Kölner Dissertation von *Lubig* an. Deren Kernelement besteht in einer weitreichenden Untersuchung der Funktionsfähigkeit der Rating-Agenturen und im Speziellen des Informationsgehaltes der von ihnen erstellten Sovereign Credit Ratings für die internationalen Finanzmärkte. Hierzu wird auf die Daten ausgewählter Finanzkrisen in Lateinamerika, Ostasien resp. Russland aus der zweiten Hälfte der Neunzigerjahre abgestellt. Im Rahmen einer ökonometrischen Analyse untersucht die Verfasserin, welchen Einfluss Sovereign Credit Ratings vor, während und nach den jeweiligen Krisen besitzen und wie effizient sich deren Informationsgehalt für die Marktakteure gestaltet. In einem einleitenden Problemaufriss schildert *Lubig* die brisante Diskussion über den Nutzen von Sovereign Credit Ratings. Der Informationswert eines solchen Ratings steigt mit zunehmenden Kreditrisiken auf den Kapitalmärkten, welche insbesondere aus dem vermehrten Zugang von Emerging Markets zu den internationalen Finanzmärkten resultieren.

Den Ausgangspunkt der in vier Teile gegliederten Dissertation bildet ein Abriss grundlegender Begrifflichkeiten und institutioneller Eckpfeiler (*Teil I*). Hierbei grenzt die Verfasserin sauber die fokalen Begrifflichkeiten Unsolicited Rating, Split Rating und Sovereign Ceiling voneinander ab. Letztere fungieren als Obergrenze für Emittenten- resp. Emissions-Ratings des jeweiligen Landes zur Vermeidung einer Reduzierung der Devisenabflüsse, während Split Ratings ein Produkt des Rating Shopping darstellen.

Lubig verweist darauf, dass neben Bonitätsbeurteilungen von Anleihen in ausländischer Währung vermehrt solche mit inländischer Währung hinzutreten. Den-

noch bilden langfristige in Fremdwährung ausgegebene Schuldverschreibungen den zentralen Untersuchungsgegenstand. Interessanterweise existiert eine zunehmende Nachfrage der Sovereign Credit Ratings, welche auf dem Bestreben von Emerging-Market-Ländern basiert, Zugang zum Kapitalmarkt zu erhalten. Insbesondere bei Schwellenländern haben neben wirtschaftlichen oder sozialen Risikofaktoren vor allem politische einen hohen Einfluss auf die Performance der Ratings öffentlicher Staatsschulden. Ein Sovereign Credit Rating im Investment-Grade-Bereich wirkt sich einerseits positiv auf die Refinanzierungskosten sowie die Möglichkeiten des Zugangs zu „frischem“ Kapital aus, impliziert folglich verstärkt Liquidität und schafft andererseits Transparenz aufgrund der Ratingpublikation. Dennoch verursacht die Internationalisierung der Finanzmärkte, u. a. hervorgerufen durch innovative Finanzmarktinstrumente (Derivate), eine Verschmelzung der internationalen Märkte, die zu einschlägigen Contagion-Effekten (Ansteckungsgefahr) führt. *Lubig* liefert für diesen Vorgang der Übertragung von Finanzkrisen eines Landes auf andere Staaten mittels Transmissionsmechanismen eine klare Einteilung in Effekte basierend auf irrationalem Verhalten der Investoren (Contagion-Effekte i.e.S.) und solche, die sich anhand von Fundamentaldaten erklären lassen (Contagion-Effekte i.w.S.). Eine einheitliche Definition für dieses noch recht junge Konzept existiert bis dato in der ökonomischen Literatur nicht.

Im sich anschließenden *Teil II* erfolgt die Anwendung zweier vorherrschender moderner Finanzierungstheorien der Informationsökonomik auf den Bereich der Rating-Agenturen. Es zeigt sich, dass weniger die neoklassische Sichtweise, sondern primär der neoinstitutionelle Ansatz die Beziehungen einzelner Teilnehmer an den Kapitalmärkten zu erklären vermag. Kosten resultierend aus Informationsasymmetrien, Moral Hazard und Unsicherheiten verursachen Prinzipal-Agent-Probleme, die neben Adverser Selektion Marktversagen begünstigen können. *Lubig* untersucht, inwieweit Sovereign Credit Ratings in ihrer Funktion als Informations-, Anreiz- und Überwachungsinstrument einen Beitrag zur Minderung besagter Probleme leisten können. Sie kommt zu dem aus theoretischer Sicht fundierten Ergebnis, dass Rating-Agenturen zur Effizienzsteigerung unvollkommener Märkte und zur Senkung von Agency- sowie Finanzierungskosten beitragen. Gleichwohl entstehen durch das Einschalten der Agenturen als Finanzintermediäre i. w. S. neue Beziehungen zwischen Kapitalnehmer resp. -geber und der Rating-Agentur, welche additive Agency-Probleme implizieren. Diese sind unter dem Terminus des „zweistufigen Prinzipal-Agent Modells“ bekannt.

Die qualitative Analyse des Verhaltens der Agenturen vor, während und nach den insgesamt neun Finanzkrisen in Lateinamerika, Ostasien sowie Russland basiert auf einer deskriptiven Betrachtung der Entwicklungen der jeweiligen Zinsspreads (*Teil III*). Im ersten Teil wurde bereits das Zinsspread-Modell eingeführt, welches einen Nachweis für den Zusammenhang zwischen Ratingveränderungen und dem Rendite- bzw. Risiko-Verhalten der Kapitalmarktakteure liefert. Anhand der Ratinganpassungen sowie dem Zeitpunkt, zu dem sie erfolgten, werden Aussagen über den Informationsgehalt für die Teilnehmer der Kapitalmärkte getroffen. Hierbei zeichnet sich bereits ab, dass keine eindeutige Aussage möglich ist, sondern vielmehr eine Differenzierung des Informationsgehaltes notwendig wird, sodass Sovereign Credit Ratings hinsichtlich der einzelnen Finanzkrisen keine, ge-

ringe resp. zusätzliche Informationen liefern. Inwieweit Veränderungen der Ratings de facto additive Informationen beinhalten, wird mittels einer quantitativen Untersuchung dargestellt.

In *Teil IV*, dem innovativen Part dieser Dissertation, erfolgt daher die Aufstellung von folgenden drei Hypothesen: 1. Finanzmärkte antizipieren vor den Rating-Agenturen Finanzkrisen und implizieren stärkere Rendite-/Risiko-Anpassungen für Finanzmarktteilnehmer; 2. Sovereign Credit Ratings bieten keinen zusätzlichen Nutzen bzw. Informationsgehalt für die Akteure der internationalen Finanzmärkte und 3. Rating-Agenturen agieren prozyklisch und verstärken Boom-Bust-Zyklen. Diese Hypothesen spiegeln die unterschiedlichen Meinungen in der wissenschaftlichen Literatur hinsichtlich des Informationsgehaltes von Sovereign Credit Ratings wider und werden im Rahmen der quantitativen Erhebung getestet. Es zeigt sich, dass keiner der oben angeführten Hypothesen eine eindeutige Gültigkeit zugesprochen werden kann. Mittels einer Ereignisstudie sowie ökonometrischen Berechnungen kommt *Lubig* zu dem Resultat, dass publizierte Rating-Herabstufungen bei Sovereign Credit Ratings nur in begrenztem Umfang neue, additive Informationen für die Marktteilnehmer liefern. Herabstufungen implizieren folglich schwache stabilisierende Effekte, während Heraufstufungen keinerlei signifikante Auswirkungen auf die Kapitalmärkte und deren Akteure haben, was die Verfasserin anhand kaum nennbarer Veränderungen der relativen Zinsspreads aufzeigt. Die ambivalenten Ergebnisse der Untersuchungen der Sovereign Credit Ratings in Bezug auf die einzelnen Finanzkrisen, differenziert nach Down- und Upgrades sowie positiven resp. negativen Ausblicken der Watchlist, lassen keine eindeutigen Aussagen bzgl. des Nutzens, insbesondere in Form der Erhöhung von Transparenz an den internationalen Finanzmärkten und der Fähigkeit zur Berteilung des Kreditrisikos durch die Rating-Agenturen zu.

Dennoch gelingt es *Lubig* mit dieser erstmaligen, umfassenden Untersuchung von Sovereign Credit Ratings einen eindeutigen Zusammenhang zwischen Zinsspreads und dem Verhalten der Marktakteure herzustellen. Kritisch gestaltet sich die enge Datenauswahl, die eine allgemeingültige Aussage erschwert. Zudem erweist es sich für den Leser diffizil, eine eindeutige Sicht auf die Untersuchungsergebnisse zu den spezifischen Hypothesen zu erlangen, aufgrund der Vielzahl an Differenzierungen hinsichtlich Ratingveränderungen. Hier wären prägnante Aussagen wünschenswert. Auffällig ist, dass eine Ableitung der drei Hypothesen aus Resultaten vorangegangener, in *Teil IV* kurz beschriebener Studien, erfolgt, der Leser jedoch nicht bis an den Rand des aktuellen Finanzmarktgeschehens geführt wird. Die US-Immobilienkrise und deren schwerwiegende Auswirkungen auf die internationalen Finanzmärkte werden daher nicht betrachtet.

Ferner sei anzumerken, dass *Lubig* eine ausgezeichnete Erläuterung der einzelnen das Sovereign Credit Rating beeinflussenden Risikofaktoren liefert. Dem Leser eröffnet sich die Fülle der Einflussfaktoren auf ein Sovereign Credit Rating und folglich die Herausforderung, der sich Agenturen gegenübersehen, eine realitätsnahe Beurteilung über die Zahlungskraft souveräner Staaten abzugeben. Zudem gelingt es, einen eindeutigen Überblick über Contagion-Effekte, die in Zeiten von Finanzkrisen einen zusätzlichen nicht zu unterschätzenden Faktor in der Beurteilung darstellen, abzubilden, welches die Rezensentin als durchaus lohnend für den Einstieg in dieses komplexe Thema ansieht. Die Autorin liefert für die

analysierten Finanzkrisen jeweils einen Bezug zu diesen Effekten und veranschaulicht damit deren negative Auswirkungen auf Sovereign Credit Ratings.

Zusammenfassend lässt sich konstatieren, dass *Lubig* eine stringente Darstellung sowie ein fundierter Überblick über das Verhalten der Rating-Agenturen während der Finanzkrisen und deren Einflüsse auf die Kapitalmarktteure gelungen sind. Der positive Gesamteindruck dieser Dissertation kann durch die kritischen Randbemerkungen in keinsten Weise getrübt werden. Daher ist der Verfasserin zu wünschen, dass diese Schrift hohen Anklang findet, denn sie bietet neben umfassenden Informationen eine Basis für weiterführende Analysen und leistet in hohem Maße einen gewinnbringenden Beitrag zur aktuellen Diskussion über den Nutzen der Rating-Agenturen zur Effizienzsteigerung der Kapitalmärkte.

Susann Engelmann, Kassel