

# Ratings nach dem Zufallsprinzip?

Olaf Storbeck  
London

Normalerweise ist der französische Notenbank-Chef Christian Noyer ein ruhiger, besonnener Mann. Mitte Dezember jedoch gab er die für Zentralbanker sonst so typische Zurückhaltung auf und holte zu einem Rundumschlag gegen die Ratingagenturen aus. „Unverständlich und irrational“ würden diese agieren. So manche Entscheidung von Standard & Poor's (S&P), Moody's und Co. lasse sich anhand ökonomischer Fundamentaldaten nicht mehr nachvollziehen, polterte er.

Zwei Finanzmarktforscher liefern in einer neuen Studie jetzt empirische Belege für diese Kritik: Über die tatsächlichen Kreditausfallrisiken sagen die Urteile der Ratingagenturen nur sehr wenig aus, haben Jens Hilscher (Brandeis University) und Mungo Wilson (University of Oxford) festgestellt.

## Fragwürdige Privilegien

„Der Informationsgehalt der Ratings ist erstaunlich gering“, sagt Hilscher. Wer öffentlich verfügbare Daten auswerte, könne sich leicht ein deutlich besseres Bild über die Ausfallrisiken eines Kredits verschaffen. „Die Urteile der Ratingagenturen werden weit überschätzt“, ist Hilscher überzeugt.

Für die Ratingagenturen sind diese Ergebnisse brisant. Denn ihre dominante Stellung haben sie zum Teil staatlicher Regulierung zu verdanken. So dürfen viele Fonds nur in gut bewertete Wertpapiere investieren, und Banken müssen für Wertpapiere mit Bestnoten weniger Eigenkapital zur Seite legen.

Im Zuge der Finanzkrise ist die Stellung der Agenturen in die Kritik geraten. Skeptische Finanzmarktforscher sehen sich durch die neue Studie bestätigt. „Aus meiner Sicht leiden Kredit-Ratings unter sehr vielen Problemen“, sagt Robert Jarow, Finanz-Professor an der Cornell University. „Sie sollten nicht zur Grundlage von Finanzmarkt-Re-

gulation gemacht werden.“ Die Studie von Hilscher und Wilson bestätige ihn in dieser Einschätzung: „Ich halte die Ergebnisse der Arbeit für richtig. Man sollte sie sehr ernst nehmen.“

Basis der Studie mit dem Titel „Credit Ratings and Credit Risk“ sind die Urteile, die S&P zwischen 1986 und 2008 für Unternehmen abgegeben haben. Parallel dazu

konstruierten die Forscher einen eigenen Indikator, mit dem sie selbst die Insolvenzgefahr für die Unternehmen schätzen. Für diesen „failure score“ zogen sie nur öffentlich zugängliche Daten heran - vor allem Bilanzkennzahlen wie die Profitabilität, den Verschuldungsgrad und die Barreserven eines Unternehmens.

Die Wissenschaftler verglichen die S&P-Urteile und ihren eigenen Index mit den tatsächlichen Zahlungsausfällen. Sie stellen fest: Mit dem vergleichsweise simplen „failure score“ lässt sich deutlich zuverlässiger prognostizieren, welche Konzerne später in Zahlungsschwierigkeiten geraten. Der Indikator sei fast doppelt so gut wie die Ratings. „Viele Informationen, die für die Ausfallwahrscheinlichkeiten von Krediten relevant sind, werden von den Ratings nicht erfasst“, so das Fazit. „Die Ratingnote ist ein schlechter Indikator für Zahlungsausfälle.“

Die Ergebnisse ließen sich auch auf Staatsanleihen übertragen, so Hilscher. Ein Argument dafür seien Ergebnisse einer Studie, die er 2010 mit seinem Koautor Yves Nobsch veröfentlichte. Darin stellten sie fest, dass sich Risikoaufschläge für Staatsanleihen aus Schwellenländern mit makroökonomischen Fundamentaldaten besser erklären lassen als mit Ratingnoten.

Die Ratingagenturen weisen die Kritik von sich. „Die Studie kritisiert, dass wir Ziele verfehlen, die wir gar nicht erreichen wollen“, sagt Albert Metz, Managing Director Credit Policy Research bei Moody's. Es sei nicht das Ziel, individuelle, absolute Kredit-Ausfallwahrscheinlichkeiten zu prognostizieren. „Unser Ziel ist es, ein im Zeitablauf stabiles, relatives Ran-

king von Kreditrisiken zu erstellen.“ Doch selbst diesen Minimalanspruch verfehlen die Agenturen nach Ansicht von Hilscher und Wilson. Die Kredit-Ausfallwahrscheinlichkeiten für Firmen mit identischer Bewertung klaffen weit auseinander, stellten die beiden Wissenschaftler fest. Selbst wenn zwei Unternehmen die Note „AA+“ haben, klaffen ihre Kreditrisiken nicht selten völlig auseinander. S&P zweifelt die Herangehensweise der Forscher an: „Wenn es das Ziel der Arbeit ist, den Track-Record von Ratings zu beurteilen, ist die Methodik fehlerhaft“, sagte S&P-Sprecher Martin Winn. Tatsächlich gebe es einen engen Zusammenhang zwischen den Ratings und den Zahlungsausfällen. „Seit 1980 sind nur rund ein Prozent der Unternehmen, die wir als 'investment grade' eingestuft haben, innerhalb von fünf Jahren zahlungsunfähig geworden.“ Von Unternehmen, die als riskant eingestuft wurden, seien dagegen 20 Prozent gescheitert.

Auch Hilscher und Wilson sprechen den Ratings nicht jeglichen Informationsgehalt ab. „Es ist auf jeden Fall besser, ein Rating zu haben als gar keine Informationen“, sagt Hilscher. Aussagekräftig seien die Ratings aber nicht mit Blick auf die individuellen Kreditrisiken, sondern nur für die Frage, wie gut ein Unternehmen für wirtschaftlich schlechte Zeiten gerüstet sei. Schlecht beurteilte Firmen überleben Rezessionen seltener, stellen die Forscher fest. Hilscher: „Der entscheidende Punkt unserer Studie ist: Der Informationsgehalt von Ratings ließe sich sehr leicht mit öffentlich verfügbaren Informationen deutlich verbessern.“

## „Die Urteile der Ratingagenturen werden weit überschätzt. Der Informationsgehalt ist gering.“

Jens Hilscher  
Brandeis University



Klaus Meinhardt für Handelsblatt

**H** **Kostenloser Download der vollständigen Studie**  
handelsblatt.com/link

**Wissenswert:** Wie objektiv ist das Online-Lexikon **Wikipedia**? Zwei US-Forscher haben die Probe aufs Exempel gemacht und kommen zu einem beunruhigenden Ergebnis.

Johannes Pennekamp  
Düsseldorf

Weniger als ein Jahrzehnt hat ausgereicht, um es zum größten Wissensspeicher der Menschheit zu machen: Rund 400 Millionen Menschen stöbern jeden Monat bei Wikipedia. Allein die 1,34 Millionen Artikel der deutschsprachigen Ausgabe würden ausgedruckt mindestens 700 Bücher mit je 1000 Seiten füllen. Das Brockhaus-Lexikon kommt in seiner aktuellen Ausgabe auf gerade mal 300 000 Artikel.

Doch die Mitmach-Enzyklopädie hat immer wieder mit dem Vorwurf zu kämpfen, anfällig für Manipulationen zu sein. Wie objektiv sind die Artikel, die jedermann verfassen und ändern kann und deren einzige Qualitätskontrolle die Aufsicht der Internetgemeinde ist?

Zwei US-Ökonomen sind dieser Frage wissenschaftlich auf den

Grund gegangen. Shane Greenstein (Kellogg School of Management) und Feng Zhu (Marshall School of Business) haben untersucht, wie objektiv die Artikel über Politikthemen der US-Version des Online-Lexikons sind.

Die Forscher stellen Wikipedia ein durchwachsendes Zeugnis aus: In den vergangenen Jahren habe die Neutralität zugenommen - bei rund 40 Prozent der Artikel fanden die Wissenschaftler aber Hinweise auf tendenziöse Darstellungen.

Um problematische Einträge zu identifizieren, nutzten sie eine bei Zeitungsanalysen gängige und akzeptierte Methode: Sie untersuchten, wie häufig Begriffe vorkommen, die eindeutig einem der beiden politischen Lager zuzuordnen sind.

So sprechen zum Beispiel die Republikaner häufig von „illegal immigration“ - Demokraten nehmen die Wortkombination dagegen so gut

wie nie in den Mund nehmen. „Genau andersherum ist es mit dem Begriff ‚civil rights‘“, erläutert Greenstein.

40 %

aller Politik-Artikel im Online-Lexikon Wikipedia sind nicht vollständig objektiv und neutral.

Quelle: Greenstein/ Zhu (2012)

Die US-Forscher durchforsteten Anfang 2011 mehr als 70 000 Einträge auf die häufigsten Polit-Phrasen. In rund 28 000 Einträgen stießen sie auf mindestens eine problematische Floskel, in knapp vier Prozent der Fälle fanden sie gleich mehr als zehn der verdächtigen Schlüsselwörter.

„Die meisten der älteren Artikel neigen mehr zu den Demokraten“, schreiben die Ökonomen. Besonders bei Themen wie den Bürgerrechten, der Regierung oder der sozialen Sicherheit schlage das Pendel in Richtung der Obama-Partei aus. Bei kontroversen Inhalten wie der Außen- und Kriegspolitik oder der Abtreibungsfrage dagegen machten die Forscher kaum einseitige Aus-schläge aus.

Die Tatsache, dass bei dem Web-Lexikon auch ältere Textversionen einzusehen sind, nutzten die Forscher, um nachzuvollziehen, wie sich die Verzerrungen im Laufe der Zeit verändert haben.

Die aus Sicht der Nutzer positive Nachricht: Die Einschläge zugunsten einer Partei werden schwächer, die Texte nähern sich mehr und mehr einer neutralen Position an. Das liege vor allem an den vielen komplett neuen Einträgen. Die

Überarbeitung existierender Artikel durch andere Autoren dagegen habe kaum Einfluss auf die Ausgewogenheit. Texte, die einmal mit einer bestimmten Tendenz erschienen sind, würden später selten deutlich neutraler.

Die Forscher weisen darauf hin, dass ihre Ergebnisse nur der Startschuss für weitere Analysen sein könnten. Um klarere Schlussfolgerungen ziehen zu können, müssten noch viele weitere Rätsel gelüftet werden. Offen sei zum Beispiel noch, ob sehr einseitige Artikel besonders oft aufeinander verweisen oder ob immer die gleichen Verfasser für sie verantwortlich sind.

„Is Wikipedia Biased?“, von Shane Greenstein und Feng Zhu, Vortrag auf der Jahrestagung der American Economic Association (Januar 2012)

**Kostenloser Download der Studie:**  
handelsblatt.com/link