

Christine Ott

Der Informationsgehalt von Credit Ratings am deutschen Aktienmarkt

Eine empirische Untersuchung



GABLER

RESEARCH

Christine Ott

Der Informationsgehalt von Credit Ratings am deutschen Aktienmarkt

GABLER RESEARCH

Christine Ott

Der Informationsgehalt von Credit Ratings am deutschen Aktienmarkt

Eine empirische Untersuchung

Mit einem Geleitwort von Prof. Dr. Robert M. Gillenkirch



RESEARCH

Bibliografische Information der Deutschen Nationalbibliothek
Die Deutsche Nationalbibliothek verzeichnet diese Publikation in der
Deutschen Nationalbibliografie; detaillierte bibliografische Daten sind im Internet über
<<http://dnb.d-nb.de>> abrufbar.

Dissertation Universität Göttingen, 2011

1. Auflage 2011

Alle Rechte vorbehalten

© Gabler Verlag | Springer Fachmedien Wiesbaden GmbH 2011

Lektorat: Marta Grabowski | Sabine Schöller

Gabler Verlag ist eine Marke von Springer Fachmedien.

Springer Fachmedien ist Teil der Fachverlagsgruppe Springer Science+Business Media.

www.gabler.de



Das Werk einschließlich aller seiner Teile ist urheberrechtlich geschützt. Jede Verwertung außerhalb der engen Grenzen des Urheberrechtsgesetzes ist ohne Zustimmung des Verlags unzulässig und strafbar. Das gilt insbesondere für Vervielfältigungen, Übersetzungen, Mikroverfilmungen und die Einspeicherung und Verarbeitung in elektronischen Systemen.

Die Wiedergabe von Gebrauchsnamen, Handelsnamen, Warenbezeichnungen usw. in diesem Werk berechtigt auch ohne besondere Kennzeichnung nicht zu der Annahme, dass solche Namen im Sinne der Warenzeichen- und Markenschutz-Gesetzgebung als frei zu betrachten wären und daher von jedermann benutzt werden dürften.

Umschlaggestaltung: KünkelLopka Medienentwicklung, Heidelberg

Gedruckt auf säurefreiem und chlorfrei gebleichtem Papier

Printed in the Netherlands

ISBN 978-3-8349-3099-6

Geleitwort

Rating-Agenturen nehmen nicht nur auf den U.S.-amerikanischen, sondern mittlerweile auch auf den deutschen und europäischen Finanzmärkten eine zentrale Position ein. Auch nach der Finanzkrise ist unbestritten, dass sie als Informationsintermediäre potentiell entscheidungsnützliche Informationen für Fremdkapitalgeber liefern. In ihrer Dissertation geht Frau Ott der Frage nach, ob Ratings nicht nur für Fremdkapitalgeber, sondern auch für Eigenkapitalgeber entscheidungsnützlich sind. Diese Frage ist im Kern empirischer Natur, die Arbeit von Frau Ott hat dementsprechend ihren Schwerpunkt auf einer Ereignisstudie der Auswirkungen von Rating-Aktionen auf Aktienkurse börsennotierter deutscher Gesellschaften.

Frau Ott geht sehr umfassend vor: Sie untersucht den Einfluss aller potentiell relevanten Rating-Maßnahmen der großen Agenturen für den deutschen Aktienmarkt. Zu den Rating-Aktionen zählen nicht nur Heraufstufungen, Herabstufungen oder Bestätigungen, sondern auch Aufnahmen auf die Überwachungsliste und Veränderungen des Ausblicks. Die Auswirkungen untersucht sie anhand der Kursreaktionen, aber auch anhand der Veränderungen im Handelsvolumen und der Volatilität der Aktienkurse. Schließlich geht sie auch der Frage nach, ob Rating-Aktionen Spill-Over-Effekte auf die Kurse anderer (konkurrierender) Unternehmen haben.

Mit ihrer knüpft Frau Ott an eine große Zahl empirischer Studien zum Einfluss von Ratings auf Aktienkurse an, die seit den 80er Jahren bis in die jüngste Vergangenheit durchgeführt wurden. Dabei fällt auf, dass keine der bestehenden, auf den deutschen Markt bezogenen Studien eine umfassende Stichprobe verwendet, die sowohl alle drei großen Rating-Agenturen (Moody's, Standard&Poors und Fitch) umfasst als auch einen längeren Zeitraum abdeckt. Frau Ott schließt diese Lücke in der Literatur. Zudem zeichnet sich die Arbeit von Frau Ott durch eine im Vergleich zu bestehenden empirischen Studien sehr viel differenziertere theoretische Auseinandersetzung mit den Aktienmarktreaktionen auf Ratings aus. Auf diese Weise gelingt es Frau Ott, die Beobachtungen durchgängig und konsequent mit den theoretischen Überlegungen abzugleichen. En passant bietet die Arbeit zudem einen sehr guten Überblick über die institutionellen Details des Rating-Prozesses und der Rating-Branche, der im besten Sinne Lehrbuchcharakter hat.

Durch die Kombination aus inhaltlicher Originalität, theoretischer Fundierung und methodischer Sorgfalt liefert Frau Ott dem interessierten Leser wertvolle Einblicke in die Bedeutung von Ratings für den Aktienmarkt. Ich wünsche der Arbeit daher eine gute Aufnahme, nicht nur in der Wissenschaft, sondern vor allem auch bei Praktikern.

Robert Gillenkirch

Vorwort

Zum Zeitpunkt der Veröffentlichung dieser Studie sind Ratings als Informationsinstrument in Deutschland bekannter denn je. Dies zeigt gerade die jüngste europäische Staatsschuldenkrise. Sie akzentuiert nochmals die Bedeutung der Frage der Bonität eines Schuldners. Diesem spezifischen Informationsbedürfnis kommen Ratingagenturen mit ihren Äußerungen nach. Inwieweit Credit Ratings für die Marktteilnehmer am deutschen Aktienmarkt relevant sind, ist Gegenstand der vorliegenden Arbeit, die von der Wirtschaftswissenschaftlichen Fakultät der Georg-August-Universität Göttingen als Dissertation angenommen wurde. Ich möchte mich an dieser Stelle bei allen bedanken, die zum Gelingen des Projekts beigetragen haben.

Mein ganz besonderer Dank gilt meinem Doktorvater Prof. Dr. Robert M. Gillenkirch für die ebenso kompetente wie herzliche Betreuung. Er hat das Entstehen der Arbeit engagiert begleitet, hatte stets ein offenes Ohr für meine Anliegen und hat mir wertvolle Anregungen gegeben. Dafür danke ich ihm sehr herzlich.

Für die Übernahme des Zweitgutachtens bedanke ich mich sehr herzlich bei Prof. Dr. Olaf Korn. Ebenfalls herzlich danken möchte ich Prof. Dr. Gerhard Rübel, der freundlicherweise als Dritprüfer fungierte. Nicht versäumen möchte ich, Frau Editha Niemann und ihren Kolleginnen vom Dekanat der Wirtschaftswissenschaftlichen Fakultät der Georg-August-Universität Göttingen zu danken.

Es ist mir ein besonderes Anliegen, Standard&Poor's, Moody's und Fitch meinen besten Dank auszusprechen. Ich danke allen drei internationalen Ratingagenturen für die großzügige Bereitstellung der benötigten Ratingdaten sehr herzlich. Ohne die freundliche Unterstützung durch Standard&Poor's, Moody's und Fitch wäre die Umsetzung des Projekts nicht möglich gewesen.

Nicht versäumen möchte ich es schließlich, meinen Eltern und meinem Partner für ihre Unterstützung, Geduld und Zuwendung während der Entstehung dieser Arbeit sehr herzlich zu danken. Auch allen anderen Familienmitgliedern und Freunden, die mich bestärkt und unterstützt haben, gilt mein aufrichtiger Dank.

Christine Ott

Inhaltsverzeichnis

Abbildungsverzeichnis	XV
Tabellenverzeichnis	XVII
Abkürzungsverzeichnis	XXI
I Einleitung	1
I.1 Problemstellung	1
I.2 Gang der Untersuchung	2
II Credit Rating	5
II.1 Begriffliches und Entwicklung	5
II.1.1 Allgemeine Definition und Ausprägungen	5
II.1.2 Abgrenzung des Credit Rating	7
II.2 Historische Entwicklung: Rating und Ratingagenturen	11
II.3 Ratingprozess, -analyse und -system	13
II.3.1 Der Ratingprozess	13
II.3.2 Schritte einer Ratinganalyse	15
II.3.3 Ratingaussagen und Ratingskalen	17
II.3.4 Ratingaktionen und ergänzende Ratinginformationen	20
II.4 Emissions- versus Emittentenrating	24
II.5 Credit Rating in Deutschland	29
II.5.1 Die Rahmenbedingungen bis in die 1990er Jahre	29
II.5.1.1 Das Fehlen einer Ratingkultur	29
II.5.1.2 Gründe für die geringe Verbreitung von Credit Ratings bei Produktionsunternehmen	30
II.5.2 Die Rahmenbedingungen ab den späten 1990er Jahren	33
II.5.2.1 Belebung des Marktes für Credit Ratings	33
II.5.2.2 Gründe für die wachsende Verbreitung von Credit Ratings	35
II.5.3 Basel II	40
II.5.3.1 Überblick	40
II.5.3.2 Implikationen für die Verbreitung von Credit Ratings	42
II.5.3.3 Einbindung der Ratingagenturen in einen regulatorischen Rahmen	43
II.5.4 Die Rolle der Ratingagenturen in der Finanzkrise 2007 bis 2009	44
II.5.4.1 Ursachen und Reaktionen	44
II.5.4.2 Konsequenzen für die Verbreitung von Credit Ratings	48

III Der Informationsgehalt von Credit Ratings aus finanzierungstheoretischer Sicht	51
III.1 Credit Ratings als auf Fremdkapitalgeber ausgerichtete Sekundärinformationen	51
III.2 Der Informationsgehalt von Credit Ratings in informationseffizienten Märkten	54
III.2.1 Credit Ratings und das Konzept der Informationseffizienz nach Fama (1970)	54
III.2.2 Der Informationsgehalt von Credit Ratings nach Boot/Milbourn/Schmeits (2006)	58
III.2.2.1 Das Modell	58
III.2.2.2 Credit Ratings als Koordinierungsmechanismen	59
III.2.2.3 Die Rolle der Ratingagentur mit Credit Watch	60
III.3 Der Informationsgehalt des Credit Rating in einem Markt mit Informationskosten	62
III.3.1 Informationskosten und asymmetrische Information	62
III.3.2 Informationseffizienz und unvollkommene Märkte	63
III.3.2.1 Der Modellrahmen verrauschter rationaler Erwartungen	63
III.3.2.2 Die Kosten-Qualitäts-Struktur als wesentliche Determinante	64
III.3.2.3 Die freiwillige Bereitstellung öffentlich verfügbarer Information	66
III.3.3 Informationsgehalt der Sekundärinformation Credit Rating	67
III.3.3.1 Informationsgehalt aufgrund einer überlegenen Kosten-Qualitäts-Struktur	67
III.3.3.2 Informationsgehalt aufgrund von Monitoring	73
III.3.3.3 Informationsgehalt durch Informationsvorsprung	75
III.4 Determinanten des Informationsgehalts des Credit Rating	77
III.4.1 Allgemeines	77
III.4.2 Der CashFlow-Effekt	78
III.4.3 Der Informationseffekt	80
III.4.3.1 Allgemeines	80
III.4.3.2 Credit Ratings als Aussage über die Bonität	81
III.4.3.3 Informationseffekt der Begründungen der Ratingagenturen I: Credit Ratings als Aussage über die Ertragslage	85
III.4.3.4 Informationseffekt der Begründungen der Ratingagenturen II: Credit Ratings als Aussage über den Leverage	89
III.5 Die zeitliche Komponente	91
III.5.1 Überraschung oder Antizipation	92
III.5.1.1 Der CashFlow-Effekt	92
III.5.1.2 Der Informationseffekt	93
III.5.2 Konsequenzen der asymmetrischen Gewinnfunktion der Ratingagentur	95

III.5.3	Durch Marktunvollkommenheiten bedingte Reaktionsverläufe	97
III.6	Erwartungen bezüglich der Wirkung von Ratingaktionen am Aktienmarkt	98
III.6.1	Kursreaktionen	98
III.6.2	Kursschwankungen und Handelsumsätze	102
III.6.2.1	Die Varianz als Indikator für die Bewertungsrelevanz des Credit Rating für die Marktteilnehmer am Aktienmarkt.....	102
III.6.2.2	Handelsumsätze.....	102
III.6.3	Auswirkungen von Ratingaktionen auf Kurse branchengleicher Unternehmen	105
III.6.3.1	Die Eignung des Credit Rating als Informationsinstrument über Konkurrenzunternehmen	105
III.6.3.2	Informationseffekt bei branchengleichen Unternehmen	106
IV	Die Ereignisstudie als Methode zur empirischen Untersuchung des Informationsgehalts von Credit Ratings	109
IV.1	Überblick	109
IV.2	Ereignis, Ereignistag und einbezogene Unternehmen.....	110
IV.2.1	Ratingaktionen als Ereignisse im Sinne der Ereignisstudie	110
IV.2.2	Festlegung des Ereignistags	111
IV.2.3	Einbezogene Unternehmen	113
IV.3	Abnormale Renditen als Bewertungsmaßstab.....	116
IV.3.1	Renditeberechnung und Renditeintervall	116
IV.3.2	Normale Rendite	119
IV.3.2.1	Referenzmodelle.....	120
IV.3.2.2	Parameterschätzung.....	122
IV.3.2.3	Berechnung der Normalen Renditen	124
IV.3.3	Abnormale Renditen	125
IV.4	Signifikanzanalyse	126
IV.4.1	Überblick.....	126
IV.4.2	Parametrische Tests.....	127
IV.4.2.1	Die Teststatistik.....	127
IV.4.2.2	Die Standardisierung nach Mikkleston/Partch (1988)	129
IV.4.2.3	Der Standardansatz.....	131
IV.4.2.4	Das standardisierte Querschnittsverfahren	133
IV.4.3	Nichtparametrische Tests	135
IV.4.3.1	Allgemeines.....	135
IV.4.3.2	Der Vorzeichentest.....	135

IV.4.3.3	Der Corrado-Rangtest	137
IV.5	Analyse der Varianzen der abnormalen Renditen	139
IV.5.1	Die Betrachtung ereignisinduzierter Varianzverschiebungen	139
IV.5.2	Parametrische Testverfahren	141
IV.5.2.1	F-Test auf Varianzgleichheit	141
IV.5.2.2	Beaver's U	142
IV.5.2.3	Die Adaption von Beaver's U nach Rohrbach/Chandra (1989)	143
IV.5.3	Nichtparametrische Testverfahren	144
IV.5.3.1	Der Rangtest nach Rohrbach/Chandra (1989)	144
IV.5.3.2	Der quadrierte Rangtest	145
IV.6	Analyse der Handelsumsätze	147
IV.6.1	Ein Maß für die abnormale Umsatzaktivität	147
IV.6.2	Signifikanzanalyse	149
IV.6.3	Mehrtagesbetrachtung	150
IV.7	Die Analyse branchengleicher Unternehmen	151
V	Der Informationsgehalt von Credit Ratings und der deutsche Aktienmarkt – Ergebnisse	155
V.1	Der Informationsgehalt von Credit Ratings für die Marktteilnehmer am Aktienmarkt als Gegenstand von Ereignisstudien	155
V.1.1	Überblick über die Ergebnisse bisheriger Studien	155
V.1.2	Stichproben und Methodik der bisherigen Studien: Anknüpfungspunkte für die eigene Untersuchung	164
V.2	Die Stichprobe	166
V.2.1	Der deutsche Markt als Betrachtungsgegenstand	166
V.2.2	Die Gesamtstichprobe: Die Dominanz negativer Aussagen	167
V.3	Upgrades	171
V.3.1	Erwartete Reaktionen	171
V.3.2	Gesamtstichprobe	172
V.3.3	Stichprobensegmentierung	175
V.4	Downgrades	178
V.4.1	Erwartete Reaktionen	178
V.4.2	Gesamtstichprobe	179
V.4.3	Stichprobensegmentierung	184
V.4.3.1	Segmentierung nach der Branchenzugehörigkeit	184
V.4.3.2	Segmentierung nach der Begründung für die Herabstufung	187
V.4.3.3	Segmentierung nach der Indizierung	192

V.5	Aufnahmen auf die Überwachungsliste mit positiver Implikation	194
V.5.1	Erwartete Reaktionen	194
V.5.2	Gesamtstichprobe	195
V.6	Aufnahmen auf die Überwachungsliste mit negativer Implikation	199
V.6.1	Erwartete Reaktionen	199
V.6.2	Gesamtstichprobe	200
V.6.3	Stichprobensegmentierung nach der Auflösung	203
V.7	Veränderungen des Ausblicks	207
V.7.1	Erwartete Reaktionen	207
V.7.2	Verbesserungen des Ausblicks	208
V.7.3	Verschlechterungen des Ausblicks	209
V.8	Bestätigungen des Credit Rating	212
V.8.1	Erwartete Reaktionen	212
V.8.2	Gesamtstichprobe	212
V.9	Der Informationsgehalt von Credit Ratings für branchengleiche Unternehmen	214
V.9.1	Ratingänderungen	214
V.9.1.1	Erwartete Reaktionen	214
V.9.1.2	Upgrades	215
V.9.1.3	Downgrades	216
V.9.2	Aufnahmen auf die Überwachungsliste	217
V.9.2.1	Erwartete Reaktionen	217
V.9.2.2	Aufnahmen auf die Überwachungsliste mit positiver Implikation	218
V.9.2.3	Aufnahmen auf die Überwachungsliste mit negativer Implikation	219
V.9.3	Veränderungen des Ausblicks	221
V.9.3.1	Erwartete Reaktionen	221
V.9.3.2	Verbesserungen des Ausblicks	222
V.9.3.3	Verschlechterungen des Ausblicks	224
V.9.4	Affirmations	225
V.9.4.1	Erwartete Reaktionen	225
V.9.4.2	Tests auf abnormale Renditen	225
VI	Zusammenfassende Würdigung der Bewertungsrelevanz von Credit Ratings für die Marktteilnehmer am deutschen Aktienmarkt	227
VI.1	Überblick über die Ergebnisse	227
VI.2	Kein Informationsgehalt oder differenzierte Wahrnehmung durch den Markt? – Die Komponenten des Informationsgehalts bezüglich der Eigenkapitaltitel der betroffenen Emittenten	229

VI.2.1	Die Abhängigkeit des Informationsgehalts von institutionellen Charakteristika	229
VI.2.2	Der CashFlow-Effekt	230
VI.2.3	Der Informationseffekt	231
VI.2.4	Die zeitliche Komponente	232
VI.3	Die Ergebnisse der Varianz- und Umsatzbetrachtung	233
VI.3.1	Die Analyse der Varianzen der abnormalen Renditen als Hilfsmittel zur Entdeckung von Informationseffekten	233
VI.3.2	Credit Ratings als Instrument zur Koordinierung der Erwartungen – Die Ergebnisse der Umsatzanalyse	234
VI.4	Zum Informationsgehalt von Veränderungen des Credit Rating Outlook	235
VI.5	Die Bewertungsrelevanz von Credit Ratings bezüglich der branchengleichen Unternehmen	237
VI.6	Credit Ratings – Ein Informationsinstrument auch für den deutschen Aktienmarkt?	239
Anhang	243
	Berücksichtigte Ratingaktionen	243
	Abbildung und Tabellen zu Kapitel V.7.2	246
	Tabellen zu Kapitel V.9.1.2	247
	Tabellen zu Kapitel V.9.3.3	248
	Literaturverzeichnis	249

Abbildungsverzeichnis

Abb. 2.1:	Ratingprozess	13
Abb. 2.2:	Ratinganalyse	15
Abb. 2.3:	Bonitätsrisikobeurteilung nach Basel II	41
Abb. 3.1:	Wahrscheinlichkeitsbaum	82
Abb. 4.1:	Verfahren zur Ermittlung der Normalen Rendite	120
Abb. 4.2:	Signifikanztests	127
Abb. 4.3:	Überblick über die Tests zur Analyse der Varianzen der abnormalen Renditen	141
Abb. 5.1:	Zeitliche Verteilung der Ratingaktionen	171
Abb. 5.2:	Upgrades [-20; +20]	172
Abb. 5.3:	Upgrades [-100; 0]	174
Abb. 5.4:	Upgrades: Häufigkeitsverteilung der AR in $t=0$	175
Abb. 5.5:	Downgrades [-20;+20]	179
Abb. 5.6:	Downgrades: Häufigkeitsverteilung der AR in $t=0$	181
Abb. 5.7:	Downgrades [-220; +20]	182
Abb. 5.8:	Downgrades [-20; +20] nach Branchengruppen	184
Abb. 5.9:	Begründungen für die Herabstufung	187
Abb. 5.10:	Downgrades [-20; +20] nach Begründung	188
Abb. 5.11:	Downgrades [-20;+20] nach der Indizierung	192
Abb. 5.12:	ÜL positiv [-20;+20]	195
Abb. 5.13:	ÜL positiv: Häufigkeitsverteilung der AR $t=0$	195
Abb. 5.14:	ÜL negativ [-20;+20]	200
Abb. 5.15:	ÜL negativ: Häufigkeitsverteilung der AR in $t=0$	202
Abb. 5.16:	ÜL negativ (aufgelöst durch DG) [-20;+20]	204
Abb. 5.17:	ÜL negativ (aufgelöst durch Affirmation) [-20;+20]	206
Abb. 5.18:	Verschlechterungen des Ausblicks [-20;+20]	209
Abb. 5.19:	Verschlechterungen des Ausblicks: Häufigkeitsverteilung der AR in $t=0$	210
Abb. 5.20:	Affirmations [-20;+20]	213
Abb. A.1:	Verbesserungen des Ausblicks [-20;+20]	246

Tabellenverzeichnis

Tab. 2.1:	Differenzierungskriterien des Credit Rating	5
Tab. 2.2:	Überblick über die Ratingarten	9
Tab. 2.3:	Ratingskalen des langfristigen Credit Rating	19
Tab. 2.4:	Informationsinstrumente des Credit Rating	22
Tab. 2.5:	Ratingaktionen	24
Tab. 2.6:	Risikogewichte für Unternehmen nach dem Standardansatz	42
Tab. 3.1:	Überblick über die Komponenten des Informationsgehalts nach Ratingaktion	101
Tab. 5.1:	Ereignisstudien zum Informationsgehalt von Corporate Credit Ratings für den Aktienmarkt	156
Tab. 5.2:	Ratingaktionen nach Branchen und Agenturen	168
Tab. 5.3:	Migrationsmatrix	169
Tab. 5.4:	Signifikanzanalyse AR Upgrades (gesamt)	172
Tab. 5.5:	Varianz- und Umsatzbetrachtung Upgrades	173
Tab. 5.6:	Signifikanzanalyse CAR Upgrades (gesamt)	173
Tab. 5.7:	Varianz- und Umsatzbetrachtung Mehrtagesanalyse Upgrades	174
Tab. 5.8:	Signifikanzanalyse AR Upgrades (Profitabilität)	176
Tab. 5.9:	Signifikanzanalyse CAR Upgrades (Profitabilität)	177
Tab. 5.10:	Signifikanzanalyse AR Downgrades (gesamt)	179
Tab. 5.11:	Varianz- und Umsatzbetrachtung Downgrades	180
Tab. 5.12:	Signifikanzanalyse CAR Downgrades (gesamt)	182
Tab. 5.13:	Varianz- und Umsatzbetrachtung Mehrtagesanalyse Downgrades	183
Tab. 5.14:	Signifikanzanalyse AR DG (Finanzwerte)	185
Tab. 5.15:	Signifikanzanalyse AR DG (sonstige Branchen)	185
Tab. 5.16:	Signifikanzanalyse CAR DG (Finanzwerte)	186
Tab. 5.17:	Signifikanzanalyse CAR DG (sonstige Branchen)	186
Tab. 5.18:	Signifikanzanalyse AR DG (Ertragsprobleme)	188
Tab. 5.19:	Signifikanzanalyse AR DG (Leverage)	188
Tab. 5.20:	Signifikanzanalyse AR DG (sonst./keine Begr.)	189
Tab. 5.21:	Signifikanzanalyse CAR DG (Ertragsprobleme)	189
Tab. 5.22:	Signifikanzanalyse AR DG (Ertragsprobleme/Finanz)	190
Tab. 5.23:	Signifikanzanalyse AR DG (Ertragsprobleme/sonst.)	190
Tab. 5.24:	Signifikanzanalyse CAR DG (Ertragsprobleme/Finanz)	190
Tab. 5.25:	Signifikanzanalyse CAR DG (Ertragsprobleme/sonst.)	190
Tab. 5.26:	Signifikanzanalyse CAR DG (Leverage)	191
Tab. 5.27:	Signifikanzanalyse CAR DG (sonst./keine Begr.)	192

Tab. 5.28:	Signifikanzanalyse AR DG (überraschend)	193
Tab. 5.29:	Signifikanzanalyse AR DG (indiziert)	193
Tab. 5.30:	Signifikanzanalyse CAR DG (überraschend)	193
Tab. 5.31:	Signifikanzanalyse CAR DG (indiziert)	194
Tab. 5.32:	Signifikanzanalyse AR ÜL positiv	195
Tab. 5.33:	Varianz- und Umsatzbetrachtung ÜL positiv	196
Tab. 5.34:	Signifikanzanalyse CAR ÜL positiv	197
Tab. 5.35:	Varianz- und Umsatzbetrachtung Mehrtagesanalyse ÜL positiv	198
Tab. 5.36:	Signifikanzanalyse AR ÜL negativ	200
Tab. 5.37:	Signifikanzanalyse CAR ÜL negativ	201
Tab. 5.38:	Varianz- und Umsatzbetrachtung ÜL negativ	202
Tab. 5.39:	Varianz- und Umsatzbetrachtung Mehrtagesanalyse ÜL negativ	203
Tab. 5.40:	Signifikanzanalyse AR ÜL neg (aufgelöst durch DG)	204
Tab. 5.41:	Signifikanzanalyse CAR ÜL neg (aufgelöst durch DG)	205
Tab. 5.42:	Signifikanzanalyse AR ÜL neg (aufgelöst durch Aff.)	206
Tab. 5.43:	Signifikanzanalyse CAR ÜL neg (aufgelöst durch Aff.)	207
Tab. 5.44:	Signifikanzanalyse AR Verschlecht. d. Ausblicks	210
Tab. 5.45:	Varianz- und Umsatzbetrachtung Verschlecht. d. Ausblicks	210
Tab. 5.46:	Signifikanzanalyse CAR Verschlecht. d. Ausblicks	211
Tab. 5.47:	Varianz- und Umsatzbetrachtung Mehrtagesanalyse Verschlecht. d. Ausblicks	211
Tab. 5.48:	Signifikanzanalyse AR Affirmations	213
Tab. 5.49:	Signifikanzanalyse CAR Affirmations	213
Tab. 5.50:	Varianz- und Umsatzbetrachtung Affirmations	214
Tab. 5.51:	Varianz- und Umsatzbetrachtung Mehrtagesanalyse Affirmations	214
Tab. 5.52:	Signifikanzanalyse AR Branche Downgrades	216
Tab. 5.53:	Signifikanzanalyse CAR Branche Downgrades	216
Tab. 5.54:	Varianzbetrachtung Branche Downgrades	217
Tab. 5.55:	Signifikanzanalyse AR Branche ÜL positiv	218
Tab. 5.56:	Signifikanzanalyse CAR Branche ÜL positiv	219
Tab. 5.57:	Varianzbetrachtung Branche ÜL positiv	219
Tab. 5.58:	Signifikanzanalyse AR Branche ÜL negativ	220
Tab. 5.59:	Signifikanzanalyse CAR Branche ÜL negativ	220
Tab. 5.60:	Varianzbetrachtung Branche ÜL negativ	221
Tab. 5.61:	Signifikanzanalyse AR Branche Verbesserung des Ausblicks	222
Tab. 5.62:	Signifikanzanalyse CAR Branche Verbess. d. Ausblicks	222
Tab. 5.63:	Varianzbetrachtung Branche Verbess. d. Ausblicks	223

Tab. 5.64:	Signifikanzanalyse AR Branche Affirmations	225
Tab. 5.65:	Signifikanzanalyse CAR Branche Affirmations	226
Tab. 5.66:	Varianzbetrachtung Branche Affirmations	226
Tab. 6.1:	Überblick über die Ergebnisse	227
Tab. A.1:	Berücksichtigte Unternehmen	243
Tab. A.2:	Signifikanzanalyse AR Verbess. d. Ausblicks	246
Tab. A.3:	Varianz- und Umsatzbetrachtung Verbesserungen des Ausblicks	246
Tab. A.4:	Signifikanzanalyse CAR Verbess. d. Ausblicks	246
Tab. A.5:	Varianz- und Umsatzbetrachtung Mehrtagesanalyse Verb. d. Ausbl.	246
Tab. A.6:	Signifikanzanalyse AR Branche Upgrades	247
Tab. A.7:	Signifikanzanalyse CAR Branche Upgrades	247
Tab. A.8:	Varianzbetrachtung Branche Upgrades	247
Tab. A.9:	Signifikanzanalyse AR Branche Verschlecht. d. Ausblicks	248
Tab. A.10:	Signifikanzanalyse CAR Branche Verschlecht. d. Ausblicks	248
Tab. A.11:	Varianzbetrachtung Branche Verschlecht. d. Ausblicks	248

Abkürzungsverzeichnis

Abb.	Abbildung
ABl. EU	Amtsblatt der Europäischen Union
ABS	Asset Backed Securities
Aff.	Affirmation(s)
AG	Aktiengesellschaft
APT	Asset Pricing Theory
AR	abnormale Rendite(n)
Aufl.	Auflage
BaFin	Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht
Bd.	Band
Begr.	Begründung
BGB	Bürgerliches Gesetzbuch
BIP	Bruttoinlandsprodukt
BIS	Bank for International Settlement
bspw.	beispielsweise
bzw.	beziehungsweise
CAPM	Capital Asset Pricing Model
CAR	kumulative abnormale Rendite(n)
CDO	Collateralized Debt Obligations
CDS	Credit Default Swaps
CESR	Committee of European Securities Regulators
CRAU	kumulative relative abnormale Umsätze
DG	Downgrade(s)
Diss.	Dissertation
DM	Deutsche Mark
ECAI	External Credit Assessment Institution
ECB	European Central Bank
et al.	et alri
f.	folgende
FD	Fair Disclosure
FWB	Frankfurter Wertpapierbörse
GmbH	Gesellschaft mit beschränkter Haftung
GMM	Generalized Method of Moments
Hrsg.	Herausgeber
hrsg. v.	herausgegeben von

IMF	International Monetary Fund
IOSCO	International Organization of Securities Commissions
IRB	Internal Ratings Based
i.d.R.	in der Regel
Jg.	Jahrgang
KKMDB	Karlsruher Kapitalmarktdatenbank
M	Monat
MM	Marktmodell
Mrd.	Milliarden
NASDAQ	National Association of Securities Dealers Automated Quotation System
no.	numero
Nr.	Nummer
NRSRO	Nationally Recognized Statistical Rating Organization
OECD	Organization for Economic Cooperation and Development
OLS	Ordinary Least Squares
o.Ä.	oder Ähnliches
o.V.	ohne Verfasser
RFD	Regulation Fair Disclosure
RMBS	Residential Mortgage-Backed Securities
S.	Seite(n)
S&P	Standard&Poor's
SEC	Securities and Exchange Commission
sog.	so genannte(r,s,n,m)
sonst.	sonstige(n)
Sp.	Spalte(n)
SSRN	Social Science Research Network
Tab.	Tabelle
u.a.	unter anderem / anderen
überarb. u. erw.	überarbeitete und erweiterte
UG	Upgrade(s)
ÜL	Überwachungsliste
Univ.	Universität
Verbess. d. Ausblicks	Verbesserungen des Ausblicks
Verschlecht. d. Ausblicks / Verschl. d.	Verschlechterungen des Ausblicks
Ausbl.	

vgl.	vergleiche
Vol.	Volume
WKN	Wertpapierkennnummer
z.B.	zum Beispiel
zit.	zitiert
zugl.	zugleich

I Einleitung

I.1 Problemstellung

Kaum ein Informationsinstrument der Kapitalmärkte hat die Gemüter in den letzten Jahren so sehr bewegt wie das Credit Rating als die Meinung des spezialisierten Finanzintermediärs Ratingagentur bezüglich der Bonität eines Emittenten. Ursprünglich für den stark wachsenden und unübersichtlichen US-amerikanischen Kapitalmarkt des ausgehenden 19. und beginnenden 20. Jahrhunderts entwickelt, hat es sich in jüngerer Zeit rasant um den gesamten Globus verbreitet. Auch auf dem deutschen Markt haben sich Credit Ratings inzwischen etabliert. Im vergangenen Jahrzehnt mit den Zusammenbrüchen einiger großer Unternehmen und schließlich des Sub-Prime-Marktes gerieten Ratingagenturen und ihre Bonitätsnoten jedoch zunehmend in die Kritik. Unter anderem auch deutsche Medien wie Politiker glauben in den Ratingagenturen einen Verursacher der Finanzkrise erkannt zu haben und fordern Veränderungen. Doch bei allen Forderungen, egal ob sie eine schärfere Regulierung der Ratingagenturen, den Aufbau einer europäischen Ratingagentur oder gar die Verstaatlichung der Bonitätsbeurteilung umfassen, wird die Existenzberechtigung von Ratingagenturen und Credit Ratings nicht in Frage gestellt.

Dies erscheint Grund genug, das Credit Rating als Informationsinstrument für die Kapitalmärkte genauer zu betrachten um zu erfassen, inwieweit Credit Ratings auf dem deutschen Markt anerkannt sind und welche Informationen sie transportieren. Hierzu sind vielfältige Ansatzpunkte möglich. In dieser Arbeit wird untersucht, ob und in welcher Weise sich Credit Ratings auf Kurse am deutschen Aktienmarkt auswirken. Dieses Forschungsziel folgt dem Grundgedanken herauszufinden, welche Tragweite Ratings haben, inwieweit sie also sogar für Marktteilnehmer, auf die sie nicht primär ausgerichtet sind, Bewertungsrelevanz besitzen.

Im Mittelpunkt der vorliegenden Arbeit steht daher die folgende Forschungsfrage: Besitzen Credit Ratings aus Sicht der Marktteilnehmer am deutschen Aktienmarkt einen Informationsgehalt? Bei der Untersuchung dieser Frage wird zusätzlich danach differenziert, ob sich die Bewertungsrelevanz auf den Marktwert des Eigenkapitals des jeweiligen gerateten Unternehmens oder seiner Konkurrenten bezieht. Sowohl bei den finanzierungstheoretischen Überlegungen als auch bei den empirischen Betrachtungen wird dabei die gesamte Bandbreite der Ratingaktionen inklusive der selten berücksichtigten Veränderungen des Ausblicks analysiert. Dabei ermöglichen die vorliegenden Daten erstmals eine nahezu vollständige Abdeckung des deutschen Marktes.

Voraussetzung für eine derartige Betrachtung ist freilich eine Analyse des deutschen Marktes für Credit Ratings. Ein Ziel der vorliegenden Studie ist daher auch, die Verbreitung von Credit Ratings auf dem deutschen Markt nachzuvollziehen und die Einflussfaktoren für den

Paradigmenwechsel von einem bankbasierten Markt ohne externe Kreditüberwachung hin zu einer Ratingkultur zu verdeutlichen.

Im Rahmen der finanzierungstheoretischen Überlegungen wird das Credit Rating als sekundäres Informationsinstrument definiert und sein Verhältnis zu anderen Nachrichten diskutiert. Dabei wird dem Credit Rating, da es potentiell die Zahlungsströme des Emittenten beeinflusst, nicht nur Bewertungsrelevanz aufgrund eines Informationseffekts, sondern auch aufgrund eines CashFlow-Effekts zugesprochen. Entsprechend sollten sogar Ratingaktionen, mit denen die Ratingagentur lediglich auf die vorherige Bekanntgabe neuer unternehmensspezifischer Nachrichten reagiert, geeignet sein, eine eigenständige Kursreaktion am Aktienmarkt zu bewirken.

Die empirische Untersuchung folgt dabei der Methode der Ereignisstudie als der gängigsten Methode zur Ermittlung, ob ein Informationsereignis eine Wirkung auf den Marktwert des Eigenkapitals eines Unternehmens besitzt. Ogleich die Ereignisstudie weit verbreitet ist und seit der bahnbrechenden Arbeit von Fama/Fisher/Jensen/Roll (1969) fortwährend weiterentwickelt wurde, werden die vielfältigen Möglichkeiten der Ereignisstudie in der Praxis nur selten ausgeschöpft. Ein Ziel der vorliegenden Arbeit ist es daher auch, die verwendeten Testverfahren umfassend vorzustellen und hinsichtlich ihrer Annahmen sowie Möglichkeiten und Grenzen ihrer Nutzung zu diskutieren, wobei insbesondere die Interdependenzen zwischen Schätz- und Testverfahren sowie die Erweiterung der Signifikanztests auf eine Mehrtagesbetrachtung von abnormalen Renditen Berücksichtigung finden. Dabei werden unterschiedliche Signifikanztests so kombiniert, dass sich in der Zusammenschau Rückschlüsse auf die Treiber einer eventuellen Bewertungsrelevanz gewinnen lassen. Um auch solche Kursreaktionen zu entdecken, die sich im Unternehmensquerschnitt gegenseitig neutralisieren, wird hierbei auch eine Analyse der Varianzen der abnormalen Renditen vorgenommen, was für die Betrachtung von Credit Ratings mittels der Methode der Ereignisstudie eine völlig neue Vorgehensweise darstellt. Darüber hinaus wird im Zusammenhang mit der Betrachtung von Credit Ratings erstmals eine ergänzende Analyse der Handelsumsätze der Aktien der betroffenen Emittenten durchgeführt. Dies entspricht dem Forschungsziel, zu untersuchen, inwieweit Credit Ratings die Erwartungsbildung auf Investorenebene verändern und als Instrument zur Koordinierung der Erwartungen der einzelnen Marktteilnehmer fungieren.

1.2 Gang der Untersuchung

Die vorliegende Arbeit gliedert sich in drei Analyseschritte, denen eine einführende Darstellung des Credit Rating vorangestellt, eine Erläuterung der Methodik der Ereignisstudie zwischengeschaltet und eine zusammenfassende Würdigung der Ergebnisse nachgeschoben

wird. Zunächst erfolgt in Kapitel II eine grundlegende definitorische Darstellung des Credit Rating in der nicht nur eine Definition und Abgrenzung des langfristigen Corporate Credit Rating als Betrachtungsgegenstand der vorliegenden Studie vorgenommen wird, sondern auch ein Überblick über die historische Entwicklung des Ratings und seine Verbreitung in Deutschland gegeben wird. In diesem Zusammenhang wird auch die Aussage des Credit Rating spezifiziert, indem der Ratingprozess sowie das Ratingsystem vorgestellt werden. Als konstitutive Elemente des Ratingsystems werden Ratingaussage und Ratingskalen, die Informationsinstrumente des Credit Rating und die Ratingaktionen beleuchtet. Sodann wird die Abgrenzung von Emissions- und Emittentenrating diskutiert. In einem ersten Analyseschritt erfolgt in Kapitel II.5 eine deskriptive Betrachtung der Verbreitung von Credit Ratings in Deutschland. Dabei wird zunächst zwischen der Situation bis in die 1990er Jahre und der Entwicklung ab den späten 1990er Jahren differenziert. Dabei werden einerseits Hemmnisse sowie andererseits Katalysatoren für die Verbreitung von Credit Ratings in Deutschland aufgezeigt. Anschließend wird die Rolle von Basel II für die Verbreitung von Credit Ratings erörtert. Abschließend erfolgt ein Überblick über die jüngsten Ratingkrisen sowie eine Diskussion möglicher Konsequenzen für den Markt für kapitalmarktorientierte Credit Ratings.

Sodann wird in Kapitel III der Informationsgehalt von Credit Ratings am Aktienmarkt aus finanzierungstheoretischer Sicht analysiert. Um die Ratinginformation in das Spektrum der Kapitalmarktinformationen einordnen zu können, wird zunächst die Unterscheidung von Primär- und Sekundärinformationen eingeführt, auf der aufbauend auf der Grundlage theoretischer Modelle diskutiert wird, ob das Credit Rating überhaupt bewertungsrelevant sein kann, wobei zwischen Märkten mit und ohne Informationskosten unterschieden wird. Dabei wird gezeigt, dass Credit Ratings aufgrund ihrer Charakteristika geeignet sind, einen Informationsgehalt zu besitzen, und es wird erörtert, worin dieser konkret bestehen kann. Auf der Grundlage der Differenzierung eines CashFlow-Effekts, eines Informationseffekts sowie einer zeitlichen Komponente werden Hypothesen bezüglich der Kurswirkung einzelner Ratingaktionen am Aktienmarkt abgeleitet, die durch Überlegungen zu Varianz und Handelsumsätzen als Indikatoren für die Bewertungsrelevanz eines Ereignisses abgerundet werden. Hypothesen bezüglich der erwarteten Kurswirkung bei branchengleichen Unternehmen beschließen die finanzierungstheoretischen Überlegungen.

In Kapitel IV wird die Ereignisstudie als Methode zur empirischen Untersuchung des Informationsgehalts von Credit Ratings vorgestellt. Dabei werden zunächst die grundlegenden Parameter der betrachteten Ereignisse, des Ereignistags und der einbezogenen Unternehmen definiert, ehe die verwendeten Daten vorgestellt und die Berechnung der abnormalen Renditen erläutert wird. Großen Raum nimmt sodann die Darstellung möglicher Signifikanztests ein. Es folgt ein Überblick über die Tests zur Analyse der Varianzen der abnormalen

Renditen sowie eine Adaption der Methodik für die Untersuchung abnormaler Handelsumsätze. Die Erläuterung der Vorgehensweise bei der Branchenanalyse schließt Kapitel IV ab.

Kapitel V enthält die Ergebnisse der empirischen Analysen des Informationsgehalts des Credit Rating aus Sicht der Marktteilnehmer am deutschen Aktienmarkt. Es wird durch einen Überblick über die wichtigsten bisher durchgeführten Ereignisstudien zum Informationsgehalt von Corporate Credit Ratings eröffnet. Sodann erfolgt eine Charakterisierung der Stichprobe, ehe die Ergebnisse der empirischen Auswertungen für die einzelnen Ratingaktionen sowie die Ergebnisse der Branchenanalyse vorgestellt werden. Kapitel VI gibt eine zusammenfassende Würdigung der Ergebnisse der empirischen Untersuchung. Der Versuch, die Frage zu beantworten, ob Credit Ratings auch für den deutschen Aktienmarkt ein Informationsinstrument darstellen, beschließt die Arbeit.

II Credit Rating

II.1 Begriffliches und Entwicklung

II.1.1 Allgemeine Definition und Ausprägungen

Der Begriff Rating kommt vom englischen to rate¹ – einschätzen, bewerten und bedeutet allgemein Einstufung, Skalierung. Er wird immer dann gebraucht, wenn Beobachtungsgegenstände hinsichtlich bestimmter Merkmale miteinander verglichen und in eine ordinale Rangfolge gebracht werden sollen.² Beim Credit Rating werden (Schuld-) Schuldner bezüglich ihrer Bonität klassifiziert.

Credit Rating lässt sich definieren als

die in Symbolen ausgedrückte Meinung eines spezialisierten Finanzintermediärs – der Ratingagentur – hinsichtlich der Bonität eines Schuldners als seiner Fähigkeit und Willigkeit seinen Zahlungsverpflichtungen aus der Begebung von Schuldverschreibungen vollständig und termingerecht nachzukommen.³

Eine nicht direkt an der Finanzierungsbeziehung beteiligte Institution, die Ratingagentur, veröffentlicht mit einem Credit Rating eine Einschätzung darüber, ob und in welchem Ausmaß ein Schuldner seine Zins- und Tilgungsverpflichtungen aus der Begebung von Schuldtiteln erfüllen wird. Diese Aussage hat keinen universellen Charakter, sondern kann verschiedene Ausprägungen und Qualitäten haben. Einen Überblick über die Differenzierungskriterien des Credit Rating gibt Tab. 2.1.

Beurteilungsgegenstand	Emission	Emittent
Zeitlicher Bezug	Langfristig	Kurzfristig
Währung	Landeswährung	Fremdwährung
Beauftragung	Beauftragtes Rating	Public-Information-Rating/ Unsolicited Rating

Abhängig davon, ob sich die Aussage der Ratingagentur auf ein spezifisches Wertpapier, respektive eine bestimmte Gattung von Schuldtiteln, oder auf die allgemeine Zahlungsfähigkeit eines Emittenten bezieht, wird von einem Emissions- oder einem Emittentenrating gesprochen. In das Emissionsrating fließen neben der allgemeinen Einschätzung des

¹ Vgl. Nagel/Stalder (2002), S. 11.

² Vgl. Serfling/Badack/Jeiter (1996), S. 632 f.

³ Vgl. Everling/Schneck (2004), S. 27.

Emittenten auch spezifische Gestaltungsmerkmale des jeweiligen Schuldtitels, wie Laufzeit, Rang und Besicherung, ein.⁴

Sowohl Emissions- als auch bei Emittentenratings werden zusätzlich hinsichtlich des zeitlichen Bezugsrahmens in langfristige Credit Ratings sowie Kurzfristratings unterteilt. Sie unterscheiden sich in ihrer Aussage, aber auch bezüglich der von den Agenturen verwendeten Skalen und Symbole. Der Zuordnungsrahmen des kurzfristigen Emissionsratings ist von den jeweils vorherrschenden (Geld-) Marktusancen abhängig. So werden im deutschen Markt Wertpapiere mit einer Laufzeit (bei Emission) von maximal einem Jahr sowie Commercial Papers mit einem Kurzfristrating versehen, alle Titel mit übereinjährigen Laufzeiten erhalten ein langfristiges Emissionsrating.⁵ Analog zum Emissionsrating versteht sich das langfristige Emittentenrating als eine Meinung über die auf längere Sicht zu erwartende Finanzkraft einer Gesellschaft, wohingegen sich das kurzfristige Emittentenrating nur auf die nahe Zukunft bezieht.⁶

Während in das Emissionsrating explizit auch die Währung, in der ein Schuldtitel begeben wurde, einfließt, wird die Währung beim Emittentenrating nur implizit insoweit berücksichtigt, als bei manchen Agenturen – allen voran Standard&Poor's – zwischen der Währung des Sitzlandes, der sog. Landeswährung, und der sog. Fremdwährung unterschieden wird. Das Emittentenrating besteht somit aus den (maximal) zwei Komponenten des Emittentenratings in Landeswährung und des Emittentenratings in Fremdwährung. Das Emittentenrating in Landeswährung beschreibt die Finanzkraft einer Gesellschaft, Zins- und Tilgungsleistungen in Landeswährung zu leisten, das in Fremdwährung die Finanzkraft, Zins- und Tilgungsleistungen in Nicht-Landeswährung aufzubringen. In Fällen, in denen die Fähigkeit eines Emittenten Schulden in Landeswährung zurückzuzahlen auf Grund von Länderrisiken wie Devisenverkehrsbeschränkungen höher ist als seine Fähigkeit seinen finanziellen Verpflichtungen in Fremdwährung nachzukommen, fallen die beiden Ratings auseinander und das Fremdwährungs-Emittentenrating ist niedriger als das Landeswährungs-Emittentenrating.⁷

Des Weiteren muss differenziert werden zwischen beauftragten Credit Ratings und solchen, die ohne Kundenauftrag erstellt wurden. Üblicherweise werden Credit Ratings von den Emittenten in Auftrag gegeben und diesen in Rechnung gestellt. Die Ratingagenturen

⁴ Vgl. Everling (1999), S. 1529. Zur Differenzierung von Emissions- und Emittentenratings vgl. ausführlich Kapitel II.4.

⁵ Vgl. Everling (2001), Sp. 1757. Unabhängig von dieser Differenzierung findet die Ursprungslaufzeit einer Schuldverschreibung ihre Berücksichtigung bei der Vergabe eines langfristigen Emissionsratings. Moody's unterscheidet in seiner Datenbank gar explizit zwischen der Gruppe der erstrangigen unbesicherten Medium-Term-Notes und der Gruppe der erstrangigen unbesicherten Anleihen mit längeren Ursprungslaufzeiten.

⁶ Vgl. hierzu bspw. Standard&Poor's (2001), S. 3.

⁷ Vgl. Standard&Poor's (2001), S. 4.

veröffentlichen jedoch in Einzelfällen ein Credit Rating, auch ohne von der gerateten Gesellschaft beauftragt worden zu sein. Diese sog. Unsolicited-Ratings beruhen ausschließlich auf den von der beurteilten Gesellschaft veröffentlichten allgemein zugänglichen Finanzinformationen wie Jahresabschlüssen.⁸ Sie werden daher auch als Public-Information-Ratings bezeichnet. Zumindest bei den beiden größten Ratingagenturen Standard&Poor's und Moody's werden diese Ratings seit einigen Jahren durch einen besonderen Zusatz gekennzeichnet.⁹ Unbeauftragte Ratings sind nicht unumstritten. Sie fallen tendenziell schlechter aus als beauftragte Ratings, was durch zwei mögliche Ursachen erklärt werden kann. Zum einen lässt sich die Abweichung durch die geringere Informationsbasis der Agentur begründen, andererseits wird auch die Bestrafungshypothese herangezogen.¹⁰ Entsprechend der Bestrafungshypothese sollen sich Gesellschaften, denen ein Unsolicited-Rating erteilt wurde, genötigt sehen, die Agentur formell mit der Erstellung eines Ratings zu beauftragen um eine Verbesserung der Ratingeinschätzung herbeizuführen. Die auf einen Ratingauftrag folgende Vergabe eines höheren Ratings ließe sich durch die Agentur leicht mit dem innerhalb einer formalen Ratingbeziehung gegebenen Zugang zu vertraulichen Informationen begründen. Dieser Argumentation folgend stellt das Instrument der Public-Information-Ratings für die Agenturen ein Mittel zur Etablierung neuer, zusätzlicher Ratingarten und der Erschließung neuer Märkte und Zielgruppen dar. Außerdem erscheint es für neugegründete Agenturen die einzige Möglichkeit zu sein, sich auf dem Ratingmarkt zu etablieren.¹¹ Es ist daher kaum verwunderlich, dass unbeauftragte Credit Ratings internationaler Agenturen in den USA sehr selten sind und vorrangig Emittenten aus Märkten betreffen, die noch keine Ratingkultur ausgebildet haben oder von nationalen Ratingagenturen dominiert werden.¹²

II.1.2 Abgrenzung des Credit Rating

Mit der Veröffentlichung von (Corporate) Credit Ratings gehen Ratingagenturen auf das Informationsbedürfnis von Schuldtitelgläubigern von Wirtschaftsunternehmen ein. Mit vom

⁸ Vgl. Everling (1991), S. 54-56.

⁹ Everling (1991) und Monroe-Davies (1996) verwiesen noch darauf, dass diese Ratings nicht gesondert gekennzeichnet würden. Vgl. Everling (1991), S. 55 f. und Monroe-Davies (1996), S. 178 f. Im Gegensatz zu den beiden Marktführern verwendet die Agentur Fitch keinen Zusatz zu den Ratingsymbolen um unbeauftragte Ratings kenntlich zu machen, sondern weist, wie bspw. beim Downgrade der Allianz Holding vom 27.03.2003, in der Pressemitteilung auf die Tatsache hin, dass es sich bei den jeweiligen Ratings um Bewertungen handelt, die auf Initiative der Ratingagentur als Dienstleistung für die Investoren zustande gekommen sind. Zumindest, was deutsche Emittenten betrifft, kann die Beobachtung von Gütler/Paveleanu/Behr (2007), S. 6 f., dass S&P und Fitch, nicht aber Moody's entsprechende Suffixe verwenden, nicht bestätigt werden.

¹⁰ Vgl. Bannier/Tyrell (2006), S. 20.

¹¹ Vgl. Monroe-Davies (1996), S. 178 f.

¹² Vgl. Gütler/Paveleanu/Behr (2007), S. 1 f., S. 10.

Credit Rating abgeleiteten oder ihm ähnlichen Ratings versuchen die Ratingagenturen insbesondere seit den 1980er Jahren, die Informationsbedürfnisse einer Vielzahl weiterer Kapitalmarktteilnehmer zu befriedigen.¹³

Das Sovereign Rating ist das Credit Rating eines Staates oder einer Gebietskörperschaft. Im Vergleich zum Credit Rating eines Unternehmens ist bei einem Sovereign Rating die Einschätzung der Willigkeit des Schuldners Zinsen und Tilgung zu leisten von besonderer Bedeutung. Es ist nicht nur zu beurteilen, ob das zu ratende Land zahlungsfähig ist, sondern auch inwieweit es zahlungswillig ist – schließlich bestehen gegenüber einem Souverän kaum rechtliche Durchsetzungs- und Sanktionsmöglichkeiten, wenn er sich – ob gerechtfertigt oder nicht – zahlungsunfähig erklärt hat. Beim Sovereign Rating gewinnt auch die Frage der Währung an Gewicht. So kann ein staatlicher Schuldner aufgrund einer zu hohen Fremdwährungs-Verschuldung und zu geringerer Währungsreserven nicht in der Lage sein, seinen Zahlungsverpflichtungen in Fremdwährung nachzukommen, während er in seiner eigenen Währung keine Zahlungsschwierigkeiten hat.¹⁴ Über das Länderrisiko und das sog. Sovereign Ceiling findet das Sovereign Rating eines Staates in den Corporate Credit Ratings der dort ansässigen Gesellschaften Berücksichtigung.¹⁵

Andere Ratingarten bewerten die Finanzkraft einer Gesellschaft hinsichtlich anderer finanzieller Verbindlichkeiten als denen aus der Emission von Schuldverschreibungen. So beschreibt das Bankdepositenrating die Fähigkeit einer Bank ihre Verpflichtungen aus Einlagen vollständig und fristgerecht zu erfüllen. Dabei fließen auch länderspezifische Risiken und eine eventuelle Unterstützung durch Dritte im Falle einer Schiefelage in die Betrachtung ein. Diese bleiben beim Banken-Finanzkraft-Rating außen vor. Es bildet die Meinung der Ratingagentur hinsichtlich der Wahrscheinlichkeit ab, dass das geratete Kreditinstitut auf solche externen Hilfen angewiesen ist. Die Finanzkraft-Ratings für Versicherungsgesellschaften wiederum beziehen sich auf die Fähigkeit einer Versicherungsgesellschaft, die bevorrechtigten Ansprüche ihrer Versicherungsnehmer befriedigen zu können.¹⁶

Daneben haben die Agenturen zusätzliche Ratingarten geschaffen, die den Entwicklungen und Veränderungen an den Finanzmärkten Rechnung tragen. So wurden Emittentenratings für die Transaktionspartner bei Finanztermingeschäften (sog. Counterparty-Rating) oder Ratings für strukturierte Finanzierungen wie ABS-Transaktionen entwickelt. Letztere stellen insoweit einen Sonderfall dar, als Ratings konstitutive Bestandteile solcher Instrumente sind. Die Bündelung von Forderungen entsprechend ihrer Ausfallwahrscheinlichkeit zu Tranchen ist ohne die Beauftragung einer Ratingagentur kaum vorstellbar. Daher ist die Rolle der

¹³ Vgl. Berblinger (1996), S. 33 f.

¹⁴ Vgl. Everling (1999), S. 1538.

¹⁵ Vgl. hierzu Kapitel II.3.2.

¹⁶ Vgl. Berblinger (1996), S. 39-43.