

# Ratingmeldungen und Effizienz der Kapitalmärkte



TECHNISCHE  
UNIVERSITÄT  
DARMSTADT

Prof. Dr. Dirk Schiereck

DIRK

Deutscher  
Investor Relations  
Verband

Creditor Relations Tagung, 17. Januar 2019

# Worum geht es?

Das Kreditrating ist wesentlicher Teil einer jeden Debt Story. Veränderungen im Kreditrating, Ratingmeldungen, spielen also für Creditor Relations eine wichtige Rolle.

Debt Story ist ein Baustein der gesamten Finanzkommunikationsstrategie und war vor 10 Jahren zentraler Diskussionspunkt der IR (Covenants, Kreditlaufzeiten, Rating usw.).

Welche Bedeutung haben Ratingmeldungen in ‚normalen‘ Zeiten für Equity Investors?

# Agenda

1. Vorbemerkungen
2. Kreditrating beim Börsengang
3. Kreditratingmeldungen bei Börsennotierung
4. Sovereign Ceiling und Kreditratingmeldungen
5. Fazit

Ratingmeldungen als öffentlich sichtbare Informationen über die (potentielle) Veränderung der Kreditwürdigkeit eines Emittenten wird oft Signalwirkung für die Bewertung eines Unternehmens zugesprochen.

- Gilt das (noch)?
- Gilt das in Deutschland ähnlich wie in den USA mit einer dort deutlich längeren Historie der kapitalmarktorientierten Fremdfinanzierungshistorie?
- Welche Art von Ratingmeldungen (Downgrades, Watchlist usw.) sind besonders wichtig?
- Sind Ratingänderungen vorhersagbar?
- Ist nur das eigene Rating für die Kapitalmarktwahrnehmung des Unternehmens relevant?

# Agenda

1. Vorbemerkungen
2. Kreditrating beim Börsengang
3. Kreditratingmeldungen bei Börsennotierung
4. Sovereign Ceiling und Kreditratingmeldungen
5. Fazit

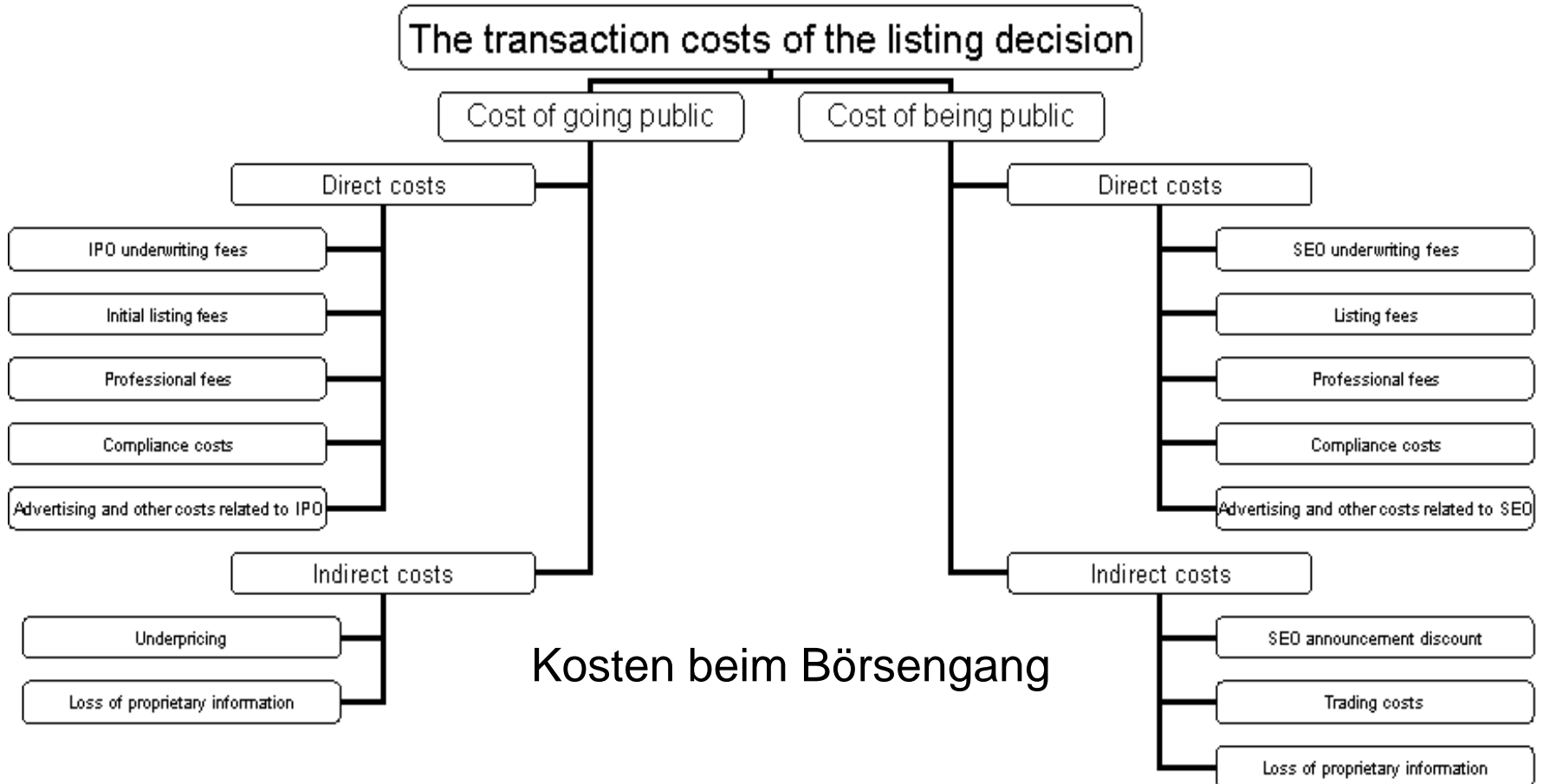
# Kreditrating beim Börsengang

Als Voraussetzung einer guten Debt Story gilt in der Regel ein Kreditrating auf Investment Grade-Niveau.

Eine gute Debt Story kann die Equity Story stützen und die Kosten der Eigenkapitalaufnahme beim Börsengang reduzieren.

Kosteneinsparung in Dimensionen der Emissionsbankkosten möglich!

# Kreditrating beim Börsengang



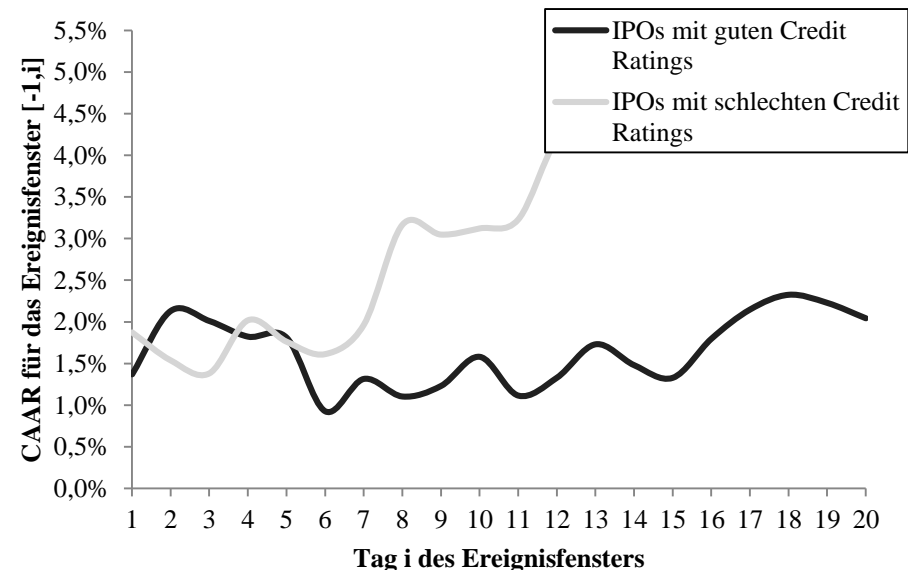
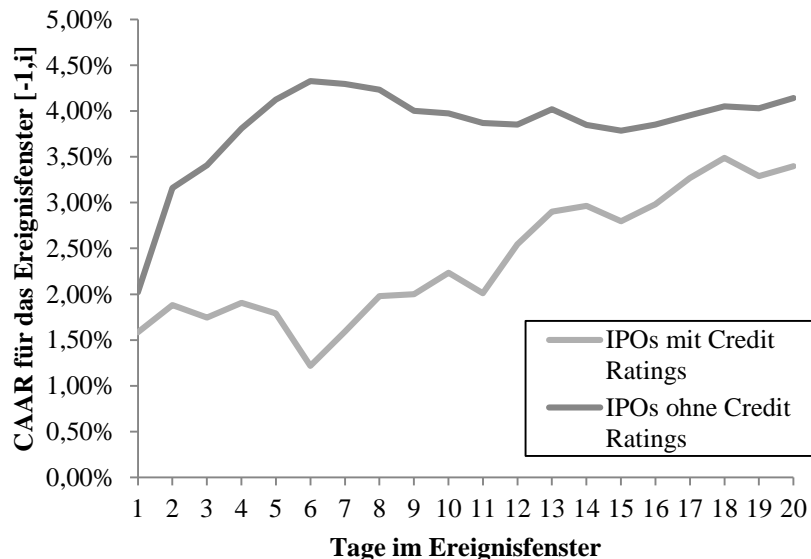
Hilft ein vorhandenes Rating einer der drei großen Ratingagenturen bei der Bewertung von Eigenkapitaltiteln beim Börsengang (IPO)?

- Untersuchung für alle Börsengänge aus den Jahren 2001 bis 2012 von Unternehmen, die ihren Hauptsitz in Kontinentaleuropa haben.
- Insgesamt 1.883 Börsengänge, davon 59 mit Rating: 34 Börsengänge mit der Einstufung IG (Investment Grade) und 25 mit der Einstufung NIG (Non Investment Grade).



# Kreditrating beim Börsengang

IPOs ohne Kreditrating sind stärker unterbewertet, d.h. sie kompensieren mehr Informationsasymmetrie durch mehr ‚Money left on the table‘.



# Agenda

1. Vorbemerkungen
2. Kreditrating beim Börsengang
3. Kreditratingmeldungen bei Börsennotierung
4. Sovereign Ceiling und Kreditratingmeldungen
5. Fazit

# Kreditratingmeldungen bei Börsennotierung

Deutschlands Finanzsystem gilt als Paradebeispiel für ein historisch gewachsenes bankbasiertes Kreditsystem mit starken Hausbankbeziehungen. Das Verhältnis des inländischen Kreditvolumens im privaten Sektor zum BIP lag im Jahr 2013 bei 95,6%, gg. 49,5% in den USA.

Kapitalmarktorientierte Fremdfinanzierungen sind immer noch ungewöhnlich, und die fortlaufenden Desastermeldungen im Bereich der Mittelstandsanleihen waren nicht geeignet, dieses Bild zu korrigieren.

Eine undifferenzierte Übertragbarkeit von Erkenntnissen aus dem US-amerikanischen Corporate Bond-Markt erscheint kritisch.



Welchen Einfluss haben Kreditratingmeldungen auf die Aktienbewertung von börsennotierten Unternehmen?

Kisgen (2006, 2009) zeigt für die USA eine starke Beziehung zwischen Kapitalstruktur und Kreditrating. In bankbasierten Systemen ist diese Beziehung viel schwächer (Drobetz & Heller, 2014; Shen, Huang, & Hasan, 2012).

Welche Erwartungen kann IR als Guidance kommunizieren?

Sind Gründe für eine Ratingänderung kursrelevant?

In den USA reagieren Aktien stark asymmetrisch auf Ratingänderungen:

- stark negative Reaktionen bei Downgrades
- Keine oder bestenfalls ganz leicht positive Reaktionen bei Upgrades

Auch hinsichtlich der Gründe zeigen sich asymmetrische Muster:

- stark negative Reaktionen bei Downgrades wg. Verschlechterung der operativen Performance, bei Upgrades wg. Verbesserungen kein Effekt
- Kaum negative Reaktionen bei Downgrades wg. Verschlechterung des Verschulungsgrades, stark positive Effekte bei Upgrades nach Reduktion des Leverage

## Wie wirken sich Ratingmeldungen von großen Ratingagenturen auf die Bewertung von Eigenkapitaltiteln mit Börsennotierung aus?

- Deutsche börsennotierte Unternehmen mit Ratingmeldungen von S&P oder Moody's in den Jahren 2000 bis 2014
- Untersuchung für 189 S&P- und 204 Moody's-Ratingmeldungen; 137 S&P-Meldungen betreffen Ratingänderungen, 52 Rating Reviews. Moody's-Meldungen betreffen 134 Ratingänderungen und 70 Rating Reviews
- Erfassung der Gründe für Aktivität der Ratingagentur, insbesondere operative Performance und Verschuldungsgrad/Kapitalstruktur

# Kreditratingmeldungen bei Börsennotierung



	DAX	MDAX	TecDAX	Total		
<i>Firms</i>	26	19	1	46		
Standard & Poor's	26	15	1	42		
Moody's	26	18	1	45		
<i>Announcements</i>	267	119	7	393		
Standard & Poor's	140	44	5	189		
Moody's	127	75	2	204		
	Rating reviews		Rating actions			
	Down	Up	Total	Down	Up	Total
<i>Performance</i>	65	10	75	101	50	151
Standard & Poor's	23	5	28	44	25	69
Moody's	42	5	47	57	25	82
<i>Capital structure</i>	29	7	36	48	46	94
Standard & Poor's	17	3	20	24	30	54
Moody's	12	4	16	24	16	40
<i>Other reason</i>	10	1	11	17	9	26
Standard & Poor's	4	0	4	12	2	14
Moody's	6	1	7	5	7	12
<i>Total</i>	104	18	122	166	105	271
Standard & Poor's	44	8	52	80	57	137
Moody's	60	10	70	86	48	134

# Kreditratingmeldungen bei Börsennotierung

Event window	ACAR	Median CAR	t-test (t-value)	SIGN (Z-score)	BMP (Z-score)	CZ (Z-Score)	Sample size
<b>Panel A: Average abnormal stock returns by rating downgrade</b>							
[-2;-1]	0.32%	0.13%	1.04	-1.26	1.29	1.48	166
[-1;0]	-0.09%	-0.04%	-0.32	-0.06	-0.25	0.21	166
[0;0]	-0.31%	-0.21%	-1.88*	-1.84*	-1.89*	-1.56	166
[0;1]	-0.72%	-0.72%	-2.71***	-2.90***	-2.61***	-2.62***	166
[-1;1]	-0.50%	-0.26%	-1.44	-1.22	-1.31	-1.08	166
[-2;2]	-0.51%	-0.20%	-1.04	-0.85	-0.95	-1.39	166
<b>Panel B: Average abnormal stock returns by downgrade review</b>							
[-2;-1]	-0.55%	-0.44%	-1.29	-1.64	-1.75*	-2.05**	104
[-1;0]	-0.92%	-0.92%	-2.33**	-3.24***	-2.65***	-3.49***	104
[0;0]	-0.60%	-0.54%	-2.06**	-3.05***	-2.23**	-3.24***	104
[0;1]	-1.23%	-1.30%	-3.14***	-3.52***	-3.30***	-4.52***	104
[-1;1]	-1.55%	-1.66%	-3.63***	-4.02***	-3.85***	-4.67***	104
[-2;2]	-1.56%	-1.73%	-2.82***	-3.54***	-3.24***	-4.22***	104
<b>Panel C: Differences of downgrades and downgrade reviews</b>							
Event window	ACAR	Median CAR	two sample t-test (t-value)	Wilcoxon rank-sum test (Z-Score)			
[-2;-1]	0.87%	0.57%	1.69*	-2.05**			
[-1;0]	0.82%	0.89%	1.73*	-2.90***			
[0;0]	0.29%	0.34%	0.92	-1.80*			
[0;1]	0.51%	0.58%	1.11	-1.51			
[-1;1]	1.04%	1.40%	1.88*	-2.63***			
[-2;2]	1.06%	1.53%	1.40	-2.50**			

\*\*\*, \*\*, \* denotes statistical significance at the 1%, 5%, and 10% level, respectively

## Downgrade-Meldungen

- Nur um den Ankündigungstag schwach signifikante Aktienkurseffekte. Banner und Hirsch (2010) finden dagegen viel stärkere Effekte für Downgrade-Meldungen in den USA.
- Downgrade-Ratingmeldungen sind also am deutschen Kapitalmarkt von geringerer Bedeutung als in den USA. Nur bei Verschlechterung der operativen Performance treten negative Reaktionen auf.

## Meldungen über Downgrade Reviews

- Durchgehend statistisch hoch signifikante Reaktionen bei Watchlist-Meldungen, die auch statistisch significant heftiger ausfallen als die finale Ratingsentscheidung.
- Obwohl Deutschland ein stark bankbasiertes Hausbankenprinzip pflegt, enthalten auch hier Ratingmeldungen kursrelevante Informationen für Aktieninvestoren.



# Kreditratingmeldungen bei Börsennotierung

Event window	ACAR	Median CAR	t-test (t-value)	SIGN (Z-score)	BMP (Z-score)	CZ (Z-Score)	Sample size
<b>Panel A: Average abnormal stock returns by rating upgrade</b>							
[-2;-1]	0.19%	0.18%	0.96	-1.02	1.21	1.02	105
[-1;0]	-0.05%	-0.20%	-0.27	-0.72	-0.14	-0.12	105
[0;0]	-0.03%	-0.20%	-0.25	-0.42	-0.17	-0.30	105
[0;1]	-0.13%	-0.26%	-0.71	-1.24	-0.59	-0.56	105
[-1;1]	-0.15%	-0.19%	-0.67	-0.86	-0.50	-0.38	105
[-2;2]	0.09%	-0.43%	0.25	-0.60	0.33	-0.04	105
<b>Panel B: Average abnormal stock returns by upgrade review</b>							
[-2;-1]	0.40%	0.81%	0.47	-0.41	0.84	1.11	18
[-1;0]	0.51%	0.23%	1.00	-0.94	1.31	0.81	18
[0;0]	-0.09%	-0.27%	-0.24	-0.24	-0.21	-0.01	18
[0;1]	0.61%	0.37%	0.74	-0.54	0.56	0.32	18
[-1;1]	1.21%	0.37%	1.57	-1.33	1.70*	0.93	18
[-2;2]	1.21%	2.16%	1.42	-1.50	1.49	1.44	18
<b>Panel C: Differences of upgrades and upgrade reviews</b>							
Event window	ACAR	Median CAR	two sample t-test (t-value)	Wilcoxon rank-sum test (Z-Score)			
[-2;-1]	-0.21%	-0.62%	-0.34	0.54			
[-1;0]	-0.56%	-0.43%	-1.09	0.94			
[0;0]	0.06%	0.07%	0.19	-0.10			
[0;1]	-0.74%	-0.63%	-1.32	1.06			
[-1;1]	-1.36%	-0.57%	-2.14**	1.68*			
[-2;2]	-1.13%	-2.59%	-1.23	1.65*			

\*\*\*, \*\*, \* denotes statistical significance at the 1%, 5%, and 10% level, respectively

## Upgrade-Meldungen

- Kreditratingmeldungen über Upgrades sind nicht relevant für den Aktienmarkt.
- Diese Beobachtung ist konsistent mit Evidenz für den US-Markt.

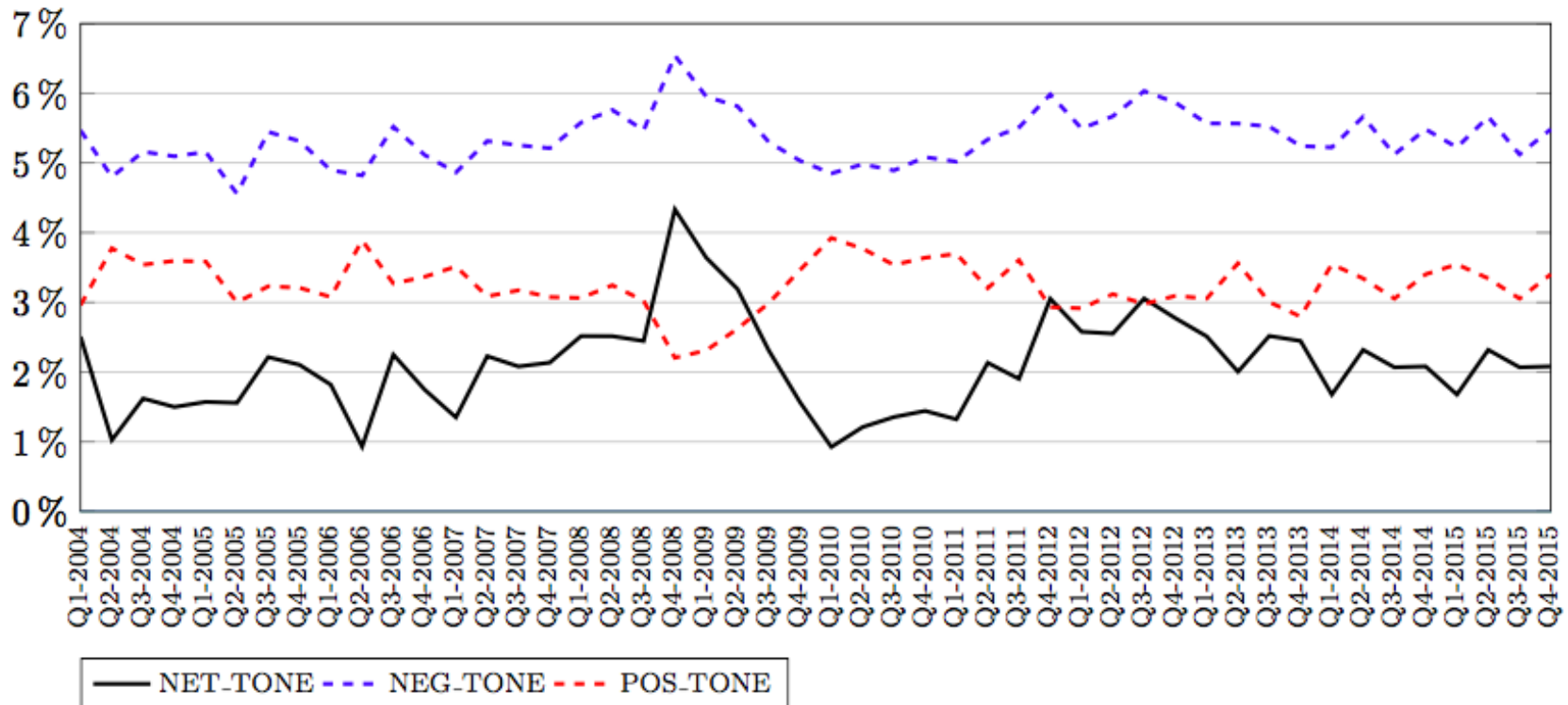
## Meldungen über Upgrade Reviews

- Auch Meldungen über Watchlist-Aufnahmen für Upgrades sind nicht kursrelevant.

Der Ton macht die Musik – auch in den Berichten der Ratingagenturen:

- In der Finanzmarktforschung dominantes Wörterbuch von Loughran und McDonald (2011) definiert Tonalität von Wörtern.
- Textanalyse: Anzahl der positiven / negativen Worte, Nettogröße und Gesamtzahl der Wörter
  - Alle börsennotierten Unternehmen mit ausstehenden Credit Default Swaps und Ratingmeldungen von Moody's in den Jahren 2004 bis 2015
  - Untersuchung für 3.365 Ratingmeldungen: 800 Downgrades, 578 Upgrades, 655 Watchlist-Einträge zum Downgrade, 226 Watchlist-Einträge zum Upgrade, 483 negative Ausblicke und 623 positive Ausblicke

# Kreditratingmeldungen bei Börsennotierung



# Kreditratingmeldungen bei Börsennotierung

## Content specific variables

<i>NET_TONE</i>	0.080**	0.024**	0.079**	0.024**				
	(0.032)	(0.010)	(0.032)	(0.010)				
<i>NEG_TONE</i>					0.098***	0.030***	0.100***	0.030***
					(0.036)	(0.011)	(0.036)	(0.011)
<i>POS_TONE</i>					-0.034	-0.010	-0.027	-0.008
					(0.061)	(0.019)	(0.061)	(0.019)
<i>WORDS</i>	-0.057	-0.018	-0.083	-0.026	-0.077	-0.024	-0.107	-0.033
	(0.133)	(0.041)	(0.133)	(0.041)	(0.135)	(0.041)	(0.136)	(0.041)
<i>CLOSENESS</i>	0.243	0.075	0.274	0.084	0.243	0.075	0.274	0.084
	(0.213)	(0.065)	(0.217)	(0.066)	(0.212)	(0.065)	(0.216)	(0.066)
<i>DISCLOSURE</i>	-0.145	-0.045	-0.406*	-0.124*	-0.144	-0.044	-0.422*	-0.129*
	(0.133)	(0.041)	(0.226)	(0.069)	(0.133)	(0.041)	(0.226)	0.068

- Probit-Regression zur Ermittlung der Wahrscheinlichkeit, ob bei einer Watchlist-Meldung anschließend ein Downgrade folgt, zeigt eine Vorhersagbarkeit.
- Die Variable NET\_TONE erhöht bei Watchlist-Meldungen die Wahrscheinlichkeit eines Downgrades.
- Der wesentliche Treiber der Wahrscheinlichkeit ist aber NEG TONE.

# Kreditratingmeldungen bei Börsennotierung



	Model 1		Model 2		Model 3		Model 4	
	Coefficient	dy/dx	Coefficient	dy/dy	Coefficient	dy/dx	Coefficient	dy/dy
<u>Content specific variables</u>								
<i>NET_TONE</i>	-0.040	-0.007	-0.039	-0.006				
	(0.053)	(0.009)	(0.054)	(0.009)				
<i>NEG_TONE</i>					0.009	0.002	0.018	0.003
					(0.097)	(0.016)	(0.097)	(0.016)
<i>POS_TONE</i>					0.100	0.017	0.110	0.018
					(0.089)	(0.014)	(0.091)	(0.015)
<i>WORDS</i>	-0.883***	-0.146***	-0.904***	-0.149***	-0.865***	-0.143***	-0.889***	-0.145***
	(0.324)	(0.053)	(0.323)	(0.053)	(0.325)	(0.052)	(0.326)	(0.052)
<i>CLOSENESS</i>	0.423	0.070	0.445	0.073	0.411	0.068	0.433	0.071
	(0.486)	(0.081)	(0.474)	(0.078)	(0.480)	(0.079)	(0.468)	(0.077)
<i>DISCLOSURE</i>	-0.077	-0.013	-0.362	-0.060	-0.002	0.000		-0.058
	(0.298)	(0.050)	(0.498)	(0.083)	(0.322)	(0.053)		(0.083)

- Die Variable NET\_TONE erhöht bei Watchlist-Meldungen nicht die Wahrscheinlichkeit eines Upgrades. Auch POS TONE hat keine Erklärungskraft.
- Der wesentliche Treiber der Wahrscheinlichkeit ist hier die Länge des Reports. Je länger der Report, (umso mehr zu erfüllende Bedingungen?), desto niedriger die Chance auf ein Upgrade.

# Kreditratingmeldungen bei Börsennotierung



	Model 1	Model 2	Model 3	Model 4	Model 5	Model 6
<u>Content specific variables</u>						
<i>NET_TONE</i>	-0.146*** (0.051)	-0.144*** (0.050)	-0.165*** (0.057)			
<i>NEG_TONE</i>				-0.192** (0.081)	-0.181** (0.081)	-0.184** (0.083)
<i>POS_TONE</i>				0.099 (0.070)	0.108 (0.069)	0.141* (0.082)
<i>WORDS</i>	0.340 (0.316)	0.382 (0.313)	0.452 (0.326)	0.365 (0.316)	0.399 (0.313)	0.451 (0.327)
<i>CLOSENESS</i>	-0.089 (0.333)	-0.129 (0.336)	-0.124 (0.335)	-0.093 (0.332)	-0.131 (0.335)	-0.126 (0.335)
<i>DISCLOSURE</i>	0.845*** (0.292)	0.743 (0.484)	0.719 (0.486)	0.789 (0.291)	0.748 (0.483)	0.725 (0.487)

- Die Variablen NET\_TONE und NEG TONE sorgen über alle Meldungen hinweg für negative Reaktionen im Aktienbereich.

# Agenda

1. Vorbemerkungen
2. Kreditrating beim Börsengang
3. Kreditratingmeldungen bei Börsennotierung
4. Sovereign Ceiling und Kreditratingmeldungen
5. Fazit

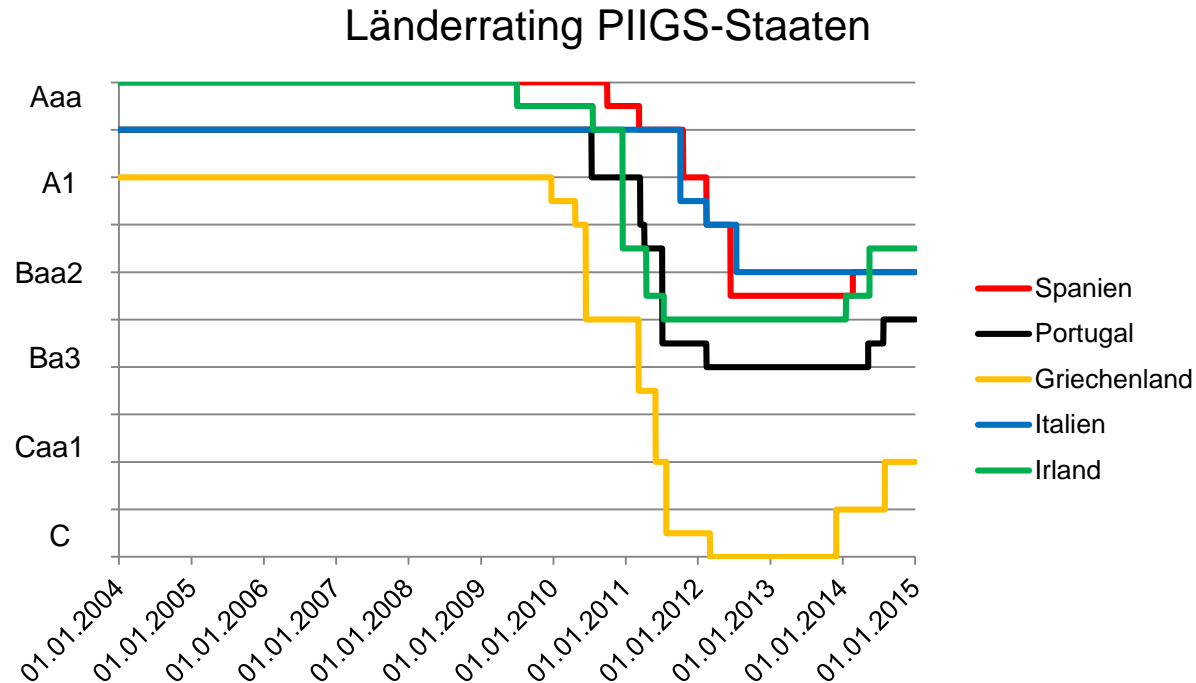
Das Kreditrating eines Unternehmens hängt gerade im Finanzsektor sehr stark vom Kreditrating des Heimatlandes ab, das quasi einen oberen Deckel definiert. Man spricht von einem Sovereign Ceiling.

Es lässt sich erwarten, dass mit der Veränderung der Deckelhöhe auch eine Veränderung eines Unternehmensratings einhergeht. Damit sind Ratingänderungen hier ein Stück weit antizipierbar.

Gerade die europäische Staatsschuldenkrise eröffnet eine gute Gelegenheit, dies zu überprüfen.



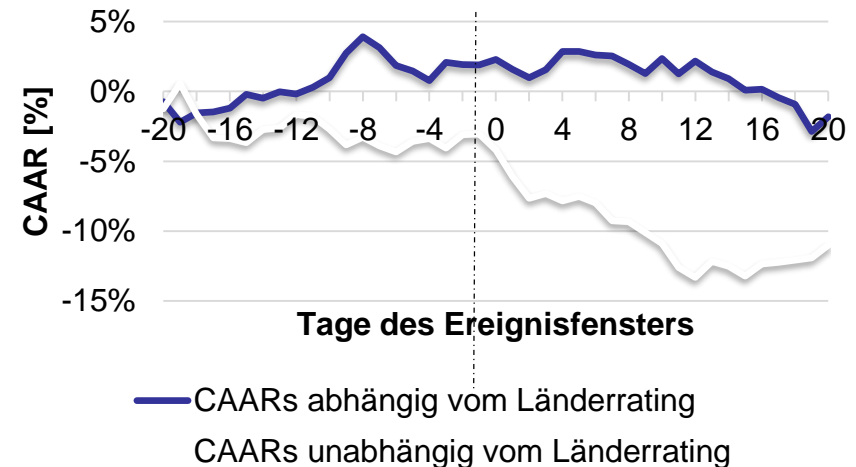
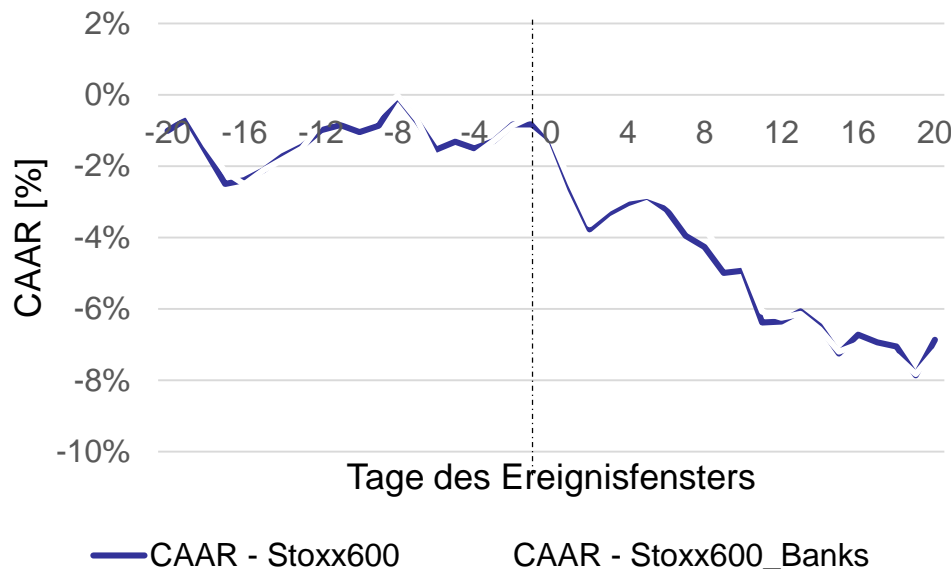
# Sovereign Ceiling und Kreditratingmeldungen



Bis 2014 gab es in den sogenannten PIIGS-Staaten nur Downgrades, wobei sich die Bonität Italiens noch am besten hielt.

# Sovereign Ceiling und Kreditratingmeldungen

Kreditratingänderungen nach vorheriger Anpassung der Länderratings sind schon eingepreist, nur unabhängige Ratingmeldungen sind kursrelevant.



Ähnliche PIIGS-Beobachtungen finden sich auch bei US-Banken!

# Agenda

1. Vorbemerkungen
2. Kreditrating beim Börsengang
3. Kreditratingmeldungen bei Börsennotierung
4. Sovereign Ceiling und Kreditratingmeldungen
5. Fazit

Das Kreditrating ist von hoher Relevanz nicht nur für die Höhe der Fremdkapitalkosten, sondern beeinflusst auch die Aktienbewertung und damit die Höhe der Eigenkapitalkosten.

Debt Story und Equity Story können deshalb nicht isoliert, sondern stets nur gemeinsam gestaltet werden.

Treasurer und IR-Manager müssen als Tandem agieren.

# Kontakt

Technische Universität Darmstadt

FB Rechts- und Wirtschaftswissenschaften

FB BWL Unternehmensfinanzierung

Hochschulstraße 1

64289 Darmstadt

## **E-Mail:**

[schiereck@bwl.tu-darmstadt.de](mailto:schiereck@bwl.tu-darmstadt.de)

## **Telefon:**

+49 (0)6151-16-24291