

Preiseffekte von Rating-Meldungen: Untersuchungen am Markt für Credit Default Swaps¹

Rating-Meldungen beeinflussen die Spreads auf Credit Default Swaps. Der Effekt ist bei negativen „Beobachtungen“ und Herabstufungen stärker als bei „Ausblick“-Änderungen.

JEL-Klassifizierung: G10, G14.

Rating-Agenturen üben nach verbreiteter Auffassung einen erheblichen Einfluss auf die Kreditmärkte aus. Die Bewertungen der Rating-Agenturen werden manchmal von betroffenen Schuldnern für eine Erhöhung ihrer Finanzierungskosten verantwortlich gemacht. So hatten sich im Februar 2003 die Zinsaufschläge für die Anleihen des deutschen Stahlherstellers und Maschinenbauers ThyssenKrupp nach einer Ankündigung von Standard & Poor's, dass das Unternehmen möglicherweise herabgestuft würde, um 60 Basispunkte ausgeweitet.² Eine sorgfältige Analyse der Auswirkungen von Rating-Meldungen auf die Preise von Credit Default Swaps für ein breites Spektrum von Emittenten bestätigt, dass die Ratings den Marktteilnehmern in der Tat Informationen vermitteln. Selbst Ankündigungen, die schon von Änderungen der Renditenaufschläge vorweggenommen wurden, enthalten offenbar noch zusätzliche, für die Preisbildung relevante Informationen.

Das Rating-Verfahren

Rating-Ereignisse:
– Rating-
Änderungen

Bonitätseinstufungen durch Rating-Agenturen (Ratings) stellen einen summarischen, allerdings subjektiven Messwert für die relative Kreditwürdigkeit eines Emittenten dar. Ratings sind keine exakten Messwerte für das Ausfallrisiko, aber sie erleichtern mittels einer Zuordnung zu standardisierten Risikokategorien Vergleiche zwischen verschiedenen Schuldnern. Zwar

¹ Das Feature gibt die Meinung der Autoren wieder, die sich nicht unbedingt mit dem Standpunkt der BIZ deckt.

² Standard & Poor's hatte Besorgnis über die Unterdeckung des Betriebsrentenplans von ThyssenKrupp geäußert. Zwei Wochen nach dieser Erklärung wurde das Unternehmen von BBB auf BB+ herabgestuft.

definiert jede Rating-Agentur ihre eigenen Risikokategorien, doch sind die Entsprechungen zwischen den Kategorien den Marktteilnehmern allgemein bekannt. Die beiden grössten, weltweit tätigen Rating-Agenturen sind Moody's und Standard & Poor's. Moody's verwendet Ratings von Aaa für das geringste Risiko bis Baa3 für das höchste Risiko von Schuldtiteln, die noch Anlagequalität haben; dies entspricht den Ratings AAA bis BBB- von Standard & Poor's.

Rating-Agenturen veröffentlichen nicht nur Ratings, sondern geben auch Ausblicke („Outlook“) bekannt oder stellen Schuldner unter Beobachtung („Review“ bzw. „Credit Watch“). Beim „Ausblick“ handelt es sich um eine Prognose der Rating-Agentur, die „positiv“, „negativ“ oder „stabil“ ausfallen kann und sich auf die wahrscheinliche mittelfristige Entwicklung der Bonität eines Emittenten – gewöhnlich über einen Zeitraum von 12 bis 18 Monaten – bezieht. In der Regel ändert sich der Ausblick, wenn eine Veränderung im Risikoprofil eines Emittenten beobachtet wurde, die aber noch nicht als dauerhaft genug betrachtet wird, dass sie eine Rating-Änderung rechtfertigen würde. Ausserdem führt ein veränderter Ausblick nicht immer auch zu einer Rating-Änderung. Wird ein Schuldner unter Beobachtung gestellt, so ist dies ein stärkerer Hinweis auf eine mögliche kommende Herauf- oder Herabstufung als ein entsprechender Ausblick.³ Meist wird das Rating von unter Beobachtung gestellten Emittenten innerhalb der folgenden Wochen herauf- oder herabgestuft. Um herauf- oder herabgestuft zu werden, braucht ein Emittent jedoch nicht unter Beobachtung zu stehen. Die Rating-Agenturen ändern manchmal Ratings, ohne vorher angekündigt zu haben, dass sie den Ausblick ändern oder den Schuldner auf die Beobachtungsliste setzen.

Rating-Agenturen haben einen privilegierten Zugang zu Informationen über Schuldner und setzen beträchtliche Ressourcen für die Analyse dieser Informationen ein. Ausblicke, Beobachtungen und Ratings basieren sowohl auf öffentlich zugänglichen Informationen zur Geschäfts- und Finanzlage der Schuldner als auch auf nicht öffentlichen Informationen aus vertraulichen Gesprächen mit den Schuldnern.⁴ Ausserdem fliesst in die Rating-Entscheidungen auch das qualitative Urteil der Rating-Agentur über die geschäftliche Planung und die Kompetenz der Geschäftsleitung des Schuldners mit ein. Einige Marktteilnehmer, insbesondere Banken und grosse institutionelle Anleger, geniessen ähnliche Informationsvorteile. Viele andere Anleger verlassen sich jedoch bei der Beurteilung der Kreditwürdigkeit von Schuldnern und Emissionen auf die Ratings.

– „Ausblick“

– „unter Beobachtung“

Rating-Agenturen mit privilegiertem Informationszugang

³ Moody's verwendet für „unter Beobachtung“ wegen einer möglichen Herauf- oder Herabstufung die Bezeichnung „Review“, während Standard & Poor's von „Credit Watch“ spricht.

⁴ In den USA sind die Rating-Agenturen von den Vorschriften der Securities and Exchange Commission über die selektive Offenlegung (*Fair Disclosure Regulation*) ausgenommen. Die 2000 eingeführte FD-Regulation verbietet es Unternehmen, Informationen selektiv an Marktteilnehmer weiterzugeben; sie dürfen solche Informationen jedoch Rating-Agenturen zukommen lassen.

Daten von den Unternehmensanleihe- und Aktienmärkten

Wenn die Anleger der Auffassung sind, dass Rating-Agenturen einen Informationsvorsprung besitzen, dann müssten sich Rating-Ereignisse unmittelbar auf die Kreditrisikoaufschläge auswirken: Aktionen der Rating-Agenturen – neue Ausblicke, Beobachtungen oder Ratings – müssten sich unmittelbar in den Kreditrisikoaufschlägen niederschlagen. Frühere Untersuchungen des Informationswerts von Ratings erbrachten jedoch kein eindeutiges Ergebnis. Einige Autoren kamen zu dem Schluss, dass Rating-Ereignisse, insbesondere Herabstufungen, einen signifikanten Preiseffekt haben; andere konnten keine derartige Wirkung feststellen.

Ältere Studien zu Unternehmensanleihe- und Aktienmärkten ...

Katz (1974) fand in seiner Untersuchung des US-Marktes für Unternehmensanleihen, dass sich die Anleihekurse an veränderte Ratings anpassen, allerdings mit einer gewissen Verzögerung. Im Übrigen gebe es vor der Bekanntgabe einer Rating-Änderung keine Kursbewegungen, was den Schluss nahe legte, dass die Anleger diese Änderungen nicht vorwegnehmen. Im Gegensatz dazu kamen Hettenhouse und Sartoris (1976) ebenso wie Weinstein (1977) zu dem Schluss, dass die Anleihekurse auf sonstige Informationen reagieren, die vor der Änderung des Rating bekannt werden. Steiner und Heinke (2001) stellten bei ihrer Untersuchung des internationalen Anleihemarktes fest, dass bereits bis zu 100 Börsentage vor der Rating-Änderung signifikante Kursbewegungen stattfanden. Dennoch reagieren die Anleihekurse auch auf die eigentliche Ankündigung von Herabstufungen und negativen Ausblicken, nicht jedoch auf Heraufstufungen oder positive Ausblicke.

Eine Anzahl weiterer Studien befasst sich mit den Aktienmärkten. Man sollte erwarten, dass diese aufgrund ihrer höheren Liquidität auf Informationen schneller reagieren. Doch scheinen sich die Ergebnisse nicht von denen der Märkte für Unternehmensanleihen zu unterscheiden. Pinches und Singleton (1978) kamen zu dem Ergebnis, dass der Informationsgehalt von Rating-Änderungen bei Anleihen zu vernachlässigen ist. Griffin und Sanvicente (1982) fanden, dass die Aktienkurse zwar nach einer Herabstufung signifikant zurückgingen, die Kursgewinne nach einer Heraufstufung jedoch statistisch nicht signifikant waren.

... uneinheitlich bezüglich des Informationswerts von Ratings

Wieder andere Studien arbeiteten mit verschiedenen Kontrollvariablen, um die Preiseffekte von Rating-Ereignissen statistisch besser isolieren zu können. Auch hier waren die Ergebnisse unterschiedlich. Kliger und Sarig (2000) untersuchten die Reaktion der Anleihe- und Aktienkurse auf die Verfeinerung des Rating-Systems von Moody's im Jahr 1982. Gemäss ihrem Befund basierten zwar die neuen alphanumerischen Ratings auf genau den gleichen Daten wie die früheren alphabetischen Ratings, die Ankündigung der neuen Ratings hatte aber trotzdem Auswirkungen auf die Anleihe- und Aktienkurse. Hand et al. (1992) versuchten, die Auswirkungen früherer Rating- und Ausblickänderungen zu isolieren, indem sie die Ankündigungen in solche aufteilten, denen andere Rating-Ereignisse vorangegangen waren, und solche, bei denen dies nicht der Fall war. Nach ihren Ergebnissen wurden in beiden Fällen Herabstufungen in

vollem Umfang von den Marktteilnehmern vorweggenommen und hatten daher keine zeitgleichen Auswirkungen auf die Aktienkurse.

Der Rest dieses Features soll die Literatur zum Informationswert von Ratings auf zweierlei Weise ergänzen. Zum einen werden Credit Default Swaps genauer untersucht – sie sind bei vielen Schuldnern liquider als die Anleihen selbst. Zum anderen werden statistisch die Einflüsse verschiedener vorangegangener Rating-Ereignisse ausgeschaltet, darunter Ausblickänderungen und Beobachtungen durch verschiedene Rating-Agenturen. Hull et al. (2003) waren anscheinend die ersten, die die Auswirkungen von Rating-Ereignissen auf die Kurse von Credit Default Swaps analysiert haben. Sie stellten fest, dass die Spreads für diese Swaps häufig negative Rating-Ankündigungen vorwegnehmen. Jedoch wurden in ihrer Studie vorangegangene Rating-Ereignisse nicht statistisch ausgeschaltet.

Konzentration auf
Credit Default
Swaps ...

Der Markt für Credit Default Swaps

Der Versuch, die Signifikanz der in Rating-Ereignissen enthaltenen Informationen zu messen, wird dadurch erschwert, dass die Kreditmärkte historisch gesehen zu den am wenigsten liquiden Finanzmärkten gehören. Die Emissionsvolumina von Unternehmensanleihen sind oft gering. Viele sind mit Optionen oder anderen besonderen Eigenschaften ausgestattet, die eine Preisbestimmung erschweren. Sie sind schwierig zu leihen und können daher in Erwartung höherer Zinsaufschläge auch nicht ohne weiteres leer verkauft werden. Darüber hinaus ist das Handelsvolumen tendenziell sehr gering, sobald sich die Papiere in den Portfolios institutioneller Anleger befinden. Dieser Mangel an Liquidität macht es schwierig zu identifizieren, ob Kursänderungen auf Rating-Ereignisse (oder andere Informationen) oder auf Sonderfaktoren zurückzuführen sind.

Mit der Entwicklung von Märkten für Credit Default Swaps wurde ein neues Kreditinstrument geschaffen, das potenzielle Liquiditätsvorteile bietet, die am Markt auch zunehmend wahrgenommen werden. Ein Credit Default Swap (CDS) ist im Kern ein Versicherungsvertrag zum Schutz gegen Ausfallverluste. Dabei zahlt der Käufer einer Kreditabsicherung an den Verkäufer periodisch eine Prämie, ähnlich der Zinsspanne zwischen der Rendite eines mit einem Ausfallrisiko behafteten Wertpapiers und dem risikofreien Zinssatz. Wenn der Emittent des zugrunde liegenden Schuldtitels (der Referenzschuldner) zahlungsunfähig wird, überträgt der Käufer normalerweise dem Verkäufer den Schuldtitel im Austausch für eine Barabfindung in Höhe des Nennwerts des Titels. Die Liquidität des CDS-Marktes wird durch die Verwendung standardisierter Vertragsbedingungen gefördert⁵ sowie dadurch, dass sich Short-Positionen leichter eingehen lassen, indem Kreditabsicherungen erworben werden.

... wegen deren
höherer Liquidität

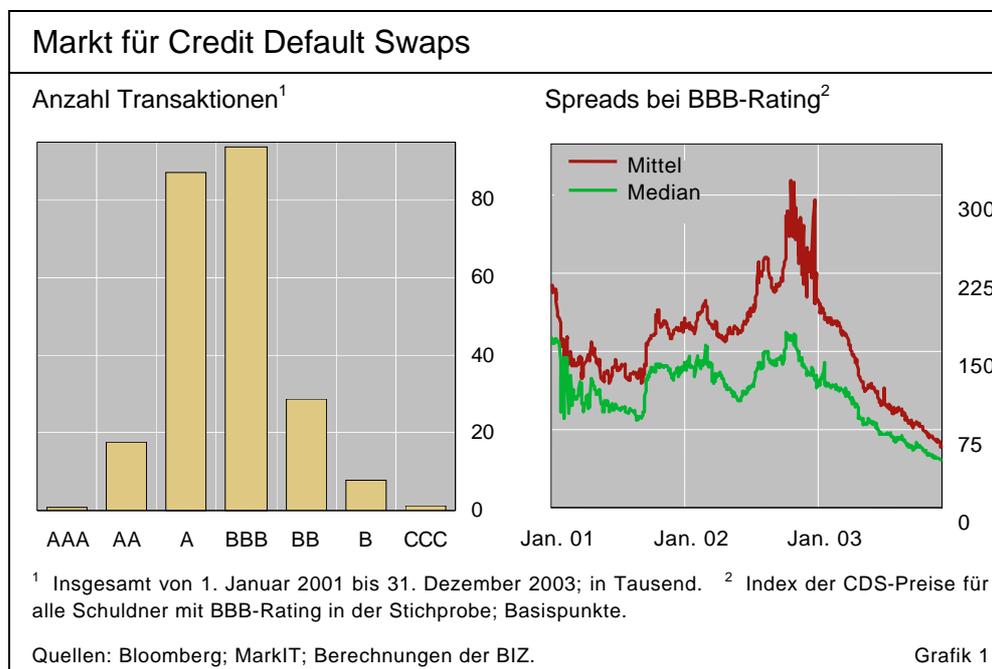
⁵ Es werden verschiedene Arten von CDS-Kontrakten gehandelt. Der hauptsächliche Unterschied zwischen diesen liegt in der jeweiligen Definition von Ausfall- oder Kreditereignissen. Insbesondere werden Umschuldungen je nach Kontrakt unterschiedlich behandelt. S. BIZ 2003, S. 125–126.

Liquidität konzentriert auf Schuldner mit A- und BBB-Rating

Gestützt auf Daten von MarkIT, einem Londoner Anbieter von Daten zu Kreditderivaten, wurde für die vorliegende Untersuchung eine Stichprobe von CDS-Tageskursen für 694 Referenzschuldner über einen Zeitraum von drei Jahren (1. Januar 2001 bis 31. Dezember 2003) zusammengestellt. Die Kurse sind die tatsächlicher Geschäftsabschlüsse.⁶ Aufgenommen in die Stichprobe wurden Finanzinstitute und Wirtschaftsunternehmen im Euro-Raum, in Japan, Schweden, der Schweiz, dem Vereinigten Königreich und den USA. Schuldner mit einem Rating über AA oder unter BB wurden nicht einbezogen, weil ihre Anleihen tendenziell weniger liquide sind; der Handel am CDS-Markt konzentriert sich auf Schuldner mit einem Rating von A oder BBB (Grafik 1).⁷ Ausserdem wurden nur Kontrakte mit einer Laufzeit von fünf Jahren einbezogen, weil diese die höchste Liquidität aufweisen.

Systematische Faktoren statistisch kompensieren ...

Beim Ermitteln der Kursauswirkungen von Rating-Ereignissen müssen eventuelle systematische Faktoren, die den Gesamtmarkt beeinflussen könnten, statistisch ausgeschaltet werden. So könnte eine Spreadausweitung durchaus auch das Bekanntwerden unerwartet ungünstiger Konjunkturdaten am betreffenden Tag widerspiegeln anstatt des am selben Tag eingetretenen Rating-Ereignisses. Dies sollte dadurch berücksichtigt werden, dass ein Spreadindex für ein gegebenes Rating von den einzelnen CDS-Spreads mit dem gleichen Rating subtrahiert wurde. Mit anderen Worten, die Spreads wurden um gemeinsame Preisbewegungen in der jeweiligen Rating-Kategorie bereinigt.



⁶ Der Tageskurs für einen bestimmten Referenzschuldner wurde als Durchschnitt sämtlicher Transaktionen des jeweiligen Tages berechnet.

⁷ Bei Schuldnern, die von den verschiedenen Agenturen unterschiedliche Ratings erhielten, wurde das niedrigere Rating genommen. Der Einfachheit halber werden in diesem Feature die alphabetischen Rating-Kategorien von Standard & Poor's verwendet.

Die Konstruktion des Index kann signifikante Auswirkungen auf die Untersuchungsergebnisse haben. Idealerweise sollte er die Zinsspannen für alle Referenzschuldner mit gleichem Rating enthalten. Derartige breit angelegte Indizes gibt es für Unternehmensanleihen schon seit langem. Da jedoch die Fluktuationen der Liquiditätsprämien für Unternehmensanleihen aller Wahrscheinlichkeit nach grösser sind als für CDS, sind Unternehmensanleiheindizes vermutlich kein guter Massstab für CDS-Spreads. Breiter angelegte Indizes für den CDS-Markt gibt es zwar inzwischen auch – zu nennen wären insbesondere TRAC-X und iBoxx –, aber sie wurden erst zum Ende des Stichprobenzeitraums eingeführt. Aus diesem Grund wurde nach dem Beispiel von Hull et al. (2003) für die vorliegende Untersuchung ein eigener Index auf der Grundlage der Kurse in der Stichprobe konstruiert.

Während Hull et al. (2003) jedoch aus den Zinsspannen einen Mittelwert errechneten, dürfte hier der Median der Zinsspannen die Stichprobe besser repräsentieren. Die Verteilung der Zinsspannen für eine bestimmte Rating-Kategorie ist tendenziell stark nach oben verzerrt. Wie Grafik 1 zeigt, kann der Mittelwert der Verteilung durch eine oder zwei extreme Beobachtungen stark beeinflusst werden. Daher bildet der Median die zentrale Tendenz genauer ab.

Rating-Ereignisse

Neben der Bereinigung um Faktoren, die den gesamten Markt betreffen, sind in der Bewertung des Informationswerts von Ratings unbedingt auch zwei weitere Faktoren zu berücksichtigen. Zum einen gehen Rating-Änderungen oft – aber nicht immer – andere Rating-Meldungen voran, die das neue Rating möglicherweise vorwegnehmen. Dies gilt besonders, wenn ein Schuldner unter Beobachtung gestellt wird – wie bereits ausgeführt, folgt darauf normalerweise innerhalb weniger Wochen eine Rating-Änderung. Zum anderen handeln Rating-Agenturen oft nicht gleichzeitig: Eine Rating-Änderung durch eine Agentur könnte bereits durch die Rating-Änderung einer anderen Agentur vorweggenommen worden sein.

... ebenso vorangegangene Rating-Ereignisse

Um diese Faktoren statistisch auszuschalten, wird zwischen Rating-Ereignissen, denen während der vorangegangenen 60 Geschäftstage bereits andere Rating-Ereignisse vorangingen, und Rating-Ereignissen, bei denen dies nicht der Fall war, unterschieden. Beispielsweise wird zwischen Rating-Änderungen nach Beobachtungsphasen und Rating-Änderungen ohne vorherige Beobachtungsphasen differenziert. Es werden Rating-Meldungen von Moody's und von Standard & Poor's berücksichtigt. Nur Ereignisse, für die innerhalb der vorangegangenen 60 Geschäftstage Werte für CDS-Spreads vorliegen, werden in die Stichprobe einbezogen.

Die 60 Geschäftstage wurden gewählt, weil die Rating-Agenturen wohl kaum länger brauchen würden, um auf entscheidende Informationen zu reagieren. Für die Stichprobe 2001–03 beträgt denn auch die durchschnittliche Zeitspanne zwischen dem Beginn einer Beobachtung und einer Herabstufung 49 Geschäftstage. Das Ereignisfenster wird weiter in vier Zeiträume unterteilt:

Verteilung negativer Rating-Ereignisse				
Anzahl Rating-Ereignisse im Stichprobenzeitraum 2001–03				
	Art des Rating-Ereignisses			Alle Ereignisse
	Negativer Ausblick	Negativ unter Beobachtung	Herabstufung	
Alle Ereignisse	386	754	870	2 010
Moody's	176	424	421	1 021
Standard & Poor's	210	330	449	989
Ohne vorangegangene andere Ereignisse ¹	237	521	374	1 132
Mit vorangegangenen anderen Ereignissen ¹	149	233	496	878
Nach Art des Ereignisses: ²				
Negativer Ausblick	35	15	18	68
Negativ unter Beobachtung	80	126	382	588
Herabstufung	76	118	235	429
Nach Herkunft: ^{2, 3}				
Selbe Agentur	77	57	360	494
Andere Agentur	112	206	347	665

¹ In den 60 Geschäftstagen vor dem Rating-Ereignis. ² Einigen Ereignissen ging mehr als ein anderes voraus, sodass die Summe der vorangegangenen Ereignisse grösser ist als die Anzahl der Ereignisse, denen andere vorausgingen. ³ Rating-Agentur, die das vorherige Rating-Ereignis bekannt gab.

Quelle: Bloomberg. Tabelle 1

60–21 Geschäftstage vor dem Rating-Ereignis (Ausblick, Beobachtung, neues Rating), 20–2 Geschäftstage vor dem Ereignis, 1 Tag vor und 1 Tag nach dem Ereignis und 2–20 Geschäftstage nach dem Ereignis. Wenn Rating-Ereignisse in vollem Umfang vorweggenommen werden, dann müssten sich die Spreads vor dem Ereignis verändern, also im ersten oder im zweiten Zeitraum. Wenn Rating-Meldungen für die Preisbildung relevante Informationen enthalten, dann müssten die Ereignisse innerhalb eines Tages, also im dritten Zeitraum, erkennbare Auswirkungen auf die CDS-Spreads haben. Bei weniger liquiden Anleihen könnte sich die volle Wirkung eines Rating-Ereignisses bis in den vierten Zeitraum verzögern.

Bei Anwendung dieser Kriterien enthält die Stichprobe 2 010 negative Ereignisse und 325 positive Ereignisse. Die Verteilung der negativen Rating-Ereignisse wird in Tabelle 1 gezeigt. Herabstufungen machen 43% der negativen Ereignisse aus, Beobachtungen 38% und Änderungen des Ausblicks 19%. Bei 44% der negativen Ereignisse waren andere Rating-Ereignisse vorausgegangen. Etwa 60% dieser vorangegangenen Ereignisse waren Rating-Meldungen anderer Agenturen.

Fast der Hälfte aller negativen Ereignisse gingen andere Rating-Ereignisse voraus

Empirische Ergebnisse

Die Auswirkungen der Rating-Ereignisse auf die CDS-Spreads werden mit zwei einfachen statistischen Verfahren getestet. Die erste ist ein Mittelwerttest. Die Nullhypothese lautet, dass der Mittelwert der Änderungen der CDS-Spreads, bereinigt um den Marktindex, für negative Rating-Ereignisse über null und für positive Rating-Ereignisse unter null liegt.⁸ Der zweite Test ist ein nicht parametrischer Vorzeichentest für den Median der Änderungen der bereinigten Spreads.⁹ Die Nullhypothese lautet hier, dass die Hälfte der Änderungen der bereinigten Spreads einen positiven Wert hat und die andere Hälfte einen negativen.

Die Tests wurden sowohl für positive als auch negative Rating-Ereignisse durchgeführt. Im Folgenden werden jedoch nur die Ergebnisse für die negativen Ereignisse präsentiert. Die Ergebnisse für die positiven Ereignisse könnten den Schluss nahe legen, dass diese keine preisrelevanten Informationen liefern. Allerdings enthielt die Stichprobe zu wenig positive Ereignisse, als dass sich daraus statistisch aussagekräftige Ergebnisse ableiten liessen.

Zu wenig positive Ereignisse für ein aussagekräftiges Ergebnis

Auswirkungen von Herabstufungen

Wie Tabelle 2 zeigt, haben Rating-Herabstufungen hoch signifikante Auswirkungen auf die CDS-Spreads. Selbst wenn bereits andere Rating-Ereignisse vorausgegangen sind, hat die Meldung einer Herabstufung immer noch einen signifikanten Effekt.

Herabstufungen haben hoch signifikante Auswirkungen auf CDS-Spreads ...

Diese Auswirkungen sind am stärksten ausgeprägt für Schuldner mit A- oder BBB-Rating; Herabstufungen haben nur geringe oder keine Auswirkungen auf die bereinigten Spreads von Schuldnern mit einem AA- oder BB-Rating. Die stärkeren Auswirkungen bei Schuldnern mit einem Rating von A oder BBB spiegelt möglicherweise die Zurückhaltung der Anleger gegenüber Schuldnern wider, bei denen das Risiko besteht, dass sie ihren Anlagequalitätsstatus verlieren und als „fallen angels“ enden. Viele institutionelle Anleger dürfen nach den für sie geltenden Vorschriften keine Schuldtitel mit einem Rating unterhalb „investment grade“ halten. Diese Einschränkung führt oft dazu, dass sich solche Anleger von den entsprechenden Titeln trennen, lange bevor der Schuldner unter BBB- herabgestuft wird. Die Verwerfungen im Commercial-Paper-Markt in den USA Anfang 2001 und die Verkaufswelle an den Kreditmärkten Mitte 2002 waren extreme Beispiele für eine Abwanderung der Anleger aus Titeln, für die man eine Herabstufung erwartete (s. BIZ 2001, 2003).

Tendenziell weiten sich die Spreads schon deutlich vor Bekanntgabe einer Herabstufung aus. Insbesondere gilt dies, wenn der Herabstufung andere

... selbst wenn sie erwartet wurden

⁸ Es wird angenommen, dass die Änderungen der bereinigten Spreads voneinander unabhängig sind und im Student-t-Test eine Verteilung mit $n-1$ Freiheitsgraden aufweisen, wobei n die Anzahl der Ereignisse in der Stichprobe bezeichnet.

⁹ Ein Vorteil des Vorzeichentests ist, dass er keine Annahmen über die Verteilung der Änderungen der bereinigten Spreads fordert. Nachteilig ist, dass der Test nicht spezifisch genug ist, wenn die Verteilung der Spreadänderungen verzerrt ist.

Auswirkungen von Herabstufungen auf CDS-Spreads					
Mittlere Veränderung der CDS-Spreads korrigiert durch Marktindex; Basispunkte					
Rating-Kategorie	Anzahl Ereignisse	Geschäftstage vor oder nach Ereignis			
		[-60 bis -20]	[-20 bis -1]	[-1 bis +1]	(+1 bis +20]
Ereignisse <u>ohne</u> vorangegangene andere Rating-Ereignisse					
AA/Aa	50	–	–	–	–
A/A	132	–	–	8 **	–
BBB/Baa	114	23 **	15 **	15 **	44 *
BB/Ba	42	–	–	–	–
Ereignisse mit vorangegangenen anderen Rating-Ereignissen					
AA/Aa	24	–	–	–	–
A/A	142	33 ***	20 **	8 ***	–
BBB/Baa	196	87 ***	76 ***	52 ***	–
BB/Ba	76	165 ***	94 **	64 *	–
Anmerkung: *** zeigt an, dass die Veränderung der korrigierten CDS-Spreads beim 1%-Signifikanzniveau grösser als null ist, ** beim 5%-Signifikanzniveau und * beim 10%-Signifikanzniveau; – zeigt an, dass die Veränderung nicht signifikant von null abweicht.					
Quellen: Bloomberg; MarktIT; Berechnungen der BIZ.					Tabelle 2

Rating-Ereignisse vorangingen. Rating- und andere Meldungen während der 60 Tage vor der Herabstufung scheinen grössere Auswirkungen auf die bereinigten Spreads zu haben als die Herabstufung selbst. Bei Herabstufungen ohne vorangegangene andere Rating-Ereignisse vergrössern sich die bereinigten Spreads bei Schuldern mit einem BBB-Rating ebenfalls lange vor der Herabstufung. Bei Schuldern mit einem A-Rating rechnen die Marktteilnehmer jedoch offenbar nicht mit der Herabstufung, wenn keine anderen Rating-Ereignisse vorangehen. Das könnte daran liegen, dass sie mehr Aufwand für die Analyse der Bonität von Schuldern mit einem BBB-Rating treiben – bei denen die Gefahr, unter Anlagequalität zu fallen, höher ist als bei Schuldern mit einem A-Rating – und daher schneller auf neue Informationen über die Aussichten von solchen Schuldern reagieren.

Auswirkungen von negativen Beobachtungen

Die Meldung, dass ein Schuldner wegen negativer Erwartungen unter Beobachtung gestellt wird, hat ebenfalls hoch signifikante Auswirkungen auf die bereinigten CDS-Spreads. Die Marktteilnehmer reagieren darauf sogar ebenso stark wie auf eigentliche Herabstufungen. Dies ist auch ganz im Sinne einer Beobachtung, die ja auf eine bevorstehende Rating-Änderung hinweisen soll.

Wie bei einer Herabstufung sind auch bei einem Unter-Beobachtung-Stellen die Auswirkungen signifikant, unabhängig davon, ob andere Rating-Ereignisse vorangingen (Tabelle 3). Und auch hier sind die Auswirkungen am stärksten für Schuldner mit einem Rating von A oder BBB. Beobachtungen haben auf den bereinigten Spread von Schuldern mit einem BB-Rating signifikantere Auswirkungen als Herabstufungen – erstaunlicherweise aber nur

Ebenso starke Reaktion der Anleger auf Beobachtung wie auf Herabstufung

Auswirkungen von negativ „unter Beobachtung“ auf CDS-Spreads					
Mittlere Veränderung der CDS-Spreads korrigiert durch Marktindex; Basispunkte					
Rating-Kategorie	Anzahl Ereignisse	Geschäftstage vor oder nach Ereignis			
		[-60 bis -20)	[-20 bis -1)	[-1 bis +1]	(+1 bis +20]
Ereignisse <u>ohne</u> vorangegangene andere Rating-Ereignisse					
AA/Aa	41	–	–	6 *	–
A/A	174	4 *	14 ***	6 **	7 **
BBB/Baa	177	19 ***	7 **	26 ***	49 **
BB/Ba	61	76 ***	28 **	–	–
Ereignisse mit vorangegangenen anderen Rating-Ereignissen					
AA/Aa	12	–	–	–	–
A/A	70	12 **	23 ***	12 ***	15 *
BBB/Baa	89	32 ***	45 ***	56 ***	34 **
BB/Ba	44	82 ***	71 **	131 **	–
Anmerkung: *** zeigt an, dass die Veränderung der korrigierten CDS-Spreads beim 1%-Signifikanzniveau grösser als null ist, ** beim 5%-Signifikanzniveau und * beim 10%-Signifikanzniveau; – zeigt an, dass die Veränderung nicht signifikant von null abweicht.					
Quellen: Bloomberg; Markt; Berechnungen der BIZ.					Tabelle 3

dann, wenn andere Rating-Ereignisse vorangehen: Wird ein BB-Schuldner überraschend unter Beobachtung gestellt, hat dies keine signifikanten Auswirkungen auf den bereinigten Spread.

Die Marktteilnehmer scheinen negative Beobachtungen vorwegzunehmen, wobei sich die Spreads für Schuldner mit einem Rating von A, BBB oder BB in den 60 Tagen vor Beginn der Beobachtung alle vergrössern. Die Spreads für Schuldner mit einem A- oder BBB-Rating vergrössern sich in den 20 Tagen nach Beginn der Beobachtung weiter. Eine Erklärung für diese verzögerte Reaktion könnte mangelnde Liquidität sein. Da jedoch die A- und BBB-Segmente der CDS-Märkte als die liquidesten gelten, ist es auch möglich, dass neue Informationen die Spreads noch grösser werden lassen.

Auswirkungen negativer Ausblicke

Veränderte Ausblicke haben am wenigsten signifikante Auswirkungen auf CDS-Spreads, sowohl statistisch als auch ökonomisch gesehen. Wie bereits ausgeführt, sollen Änderungen des Ausblicks Indikatoren für langfristige Trends in der Bonität sein; sie können schliesslich zu einer Rating-Änderung führen, müssen dies aber nicht. Daher überrascht es auch nicht, dass Ausblicke nur geringfügige Auswirkungen auf die Spreads haben.

Prognosenänderungen scheinen für potenzielle „fallen angels“ etwas, wenn auch nur geringfügig, signifikanter zu sein. Wie Tabelle 4 zeigt, ist der Effekt bei einer Ausblickänderung nur für Schuldner mit einem BBB-Rating und nur bei vorangegangenen anderen Rating-Ereignissen grösser als null bei einem Signifikanzniveau von weniger als 10%. Änderungen des Ausblicks scheinen den grössten Informationswert zu haben, wenn sie ein Element einer Reihe negativer Ankündigungen über einen Schuldner sind, der seinen Anlagequalitätsstatus nur knapp hält.

Veränderte Ausblicke haben nur marginale Auswirkungen

Auswirkungen von negativen Ausblicken auf CDS-Spreads					
Mittlere Veränderung der CDS-Spreads korrigiert durch Marktindex; Basispunkte					
Rating-Kategorie	Anzahl Ereignisse	Geschäftstage vor oder nach Ereignis			
		[-60 bis -20]	[-20 bis -1]	[-1 bis +1]	(+1 bis +20]
Ereignisse <u>ohne</u> vorangegangene andere Rating-Ereignisse					
AA/Aa	14	–	–	–	–
A/A	62	–	–	2 *	–
BBB/Baa	52	–	–	4 *	–
BB/Ba	22	–	–	9*	–
Ereignisse mit vorangegangenen anderen Rating-Ereignissen					
AA/Aa	4	–	–	–	–
A/A	39	14 *	–	2 *	–
BBB/Baa	41	–	–	5 **	–
BB/Ba	29	–	–	–	–
Anmerkung: *** zeigt an, dass die Veränderung der korrigierten CDS-Spreads beim 1%-Signifikanzniveau grösser als null ist, ** beim 5%-Signifikanzniveau und * beim 10%-Signifikanzniveau; – zeigt an, dass die Veränderung nicht signifikant von null abweicht.					
Quellen: Bloomberg; MarktIT; Berechnungen der BIZ.					
Tabelle 4					

Zusammenfassung

Daten aus dem Markt für Credit Default Swaps zeigen, dass negative Rating-Ereignisse hoch signifikante Auswirkungen auf Kreditzinsspannen haben. Diese Auswirkungen sind am stärksten ausgeprägt bei negativen Beobachtungen und bei Herabstufungen und am geringsten bei Änderungen, die den Ausblick betreffen. Die Auswirkungen bleiben auch dann signifikant, wenn Rating-Ereignisse durch eine vorangegangene Ausweitung der CDS-Spreads vorweggenommen wurden.

Bemerkenswerterweise sind die Ergebnisse ähnlich, unabhängig davon, ob andere Rating-Ereignisse den Rating-Ankündigungen vorangehen oder nicht. Berücksichtigt man, dass über die Hälfte dieser vorangegangenen Ereignisse Rating-Änderungen durch andere Agenturen sind, so legen die Ergebnisse den Schluss nahe, dass zwei Ratings informativer sein könnten als eines; sowohl das erste als auch das zweite Rating scheinen für die Preisfindung relevante Informationen zu enthalten. Cantor et al. (1997) erhielten ähnliche Ergebnisse und stellten fest, dass im Falle von uneinheitlichen Ratings beide Ratings die Zinsspannen von Unternehmensanleihen beeinflussen.

Die Auswirkungen von Rating-Ereignissen sind am stärksten für Schuldner mit einem Rating von A oder BBB. Dies könnte auf die grössere Liquidität dieser Segmente des CDS-Marktes zurückzuführen sein. Es könnte aber auch an der Zurückhaltung der Anleger gegenüber Schuldnern liegen, bei denen das Risiko besteht, dass sie unter Anlagequalität herabgestuft werden. Im letzteren Fall könnten die Auswirkungen von Rating-Meldungen dadurch verringert werden, dass man die Integration der Märkte für Emissionen mit Anlagequalität

Zwei Ratings
offenbar
informativer als
eines

Auswirkungen am
stärksten bei
gefährdetem
Anlagequalitäts-
status

und für hoch rentierende Anleihen fördert und so die Kosten senkt, die mit einem Verlust des Anlagequalitätsstatus einhergehen. Dies würde aber Veränderungen im praktischen Kreditrisikomanagement der institutionellen Anleger erfordern, in dem Sinn, dass internen Bonitätsbeurteilungen mehr und Agentur-Ratings weniger Bedeutung beigemessen wird. Gefordert wären dann auch Reformen der vielen Regulierungen und gesetzlichen Vorschriften, die die betroffenen Institutionen davon abhalten, auch in Emissionen mit niedrigerem Rating zu investieren.¹⁰

Bibliografie

Bank für Internationalen Zahlungsausgleich (2001): *71. Jahresbericht*, 11. Juni.

——— (2003): *73. Jahresbericht*, 30. Juni.

Cantor, R., F. Packer und K. Cole (1997): „Split ratings and the pricing of credit risk“, *Journal of Fixed Income*, Vol. 7, Nr. 3, Dezember, S. 72–82.

Griffin, P.A. und A.Z. Sanvicente (1982): „Common stock returns and rating changes: a methodological comparison“, *Journal of Finance*, Vol. 37, Issue 1, S. 103–119.

Hand, J.R.M., R.W. Holthausen und R.W. Leftwich (1992): „The effect of bond rating agency announcements on bond and stock prices“, *Journal of Finance*, Vol. 47, Issue 2, S. 733–752.

Hettenhouse, G. und W. Sartoris (1976): „An analysis of the informational value of bond rating changes“, *Quarterly Review of Economics and Business*, Vol. 16, Sommer, S. 65–76.

Hull, J., M. Predescu und A. White (2003): *The relationship between credit default swap spreads, bond yields, and credit rating announcements*, University of Toronto, Juni, Mimeo.

Katz, S. (1974): „The price adjustment process of bonds to rating reclassifications: a test of bond market efficiency“, *Journal of Finance*, Vol. 29, Issue 2, S. 551–559.

Kliger, D. und O. Sarig (2000): „The information value of bond ratings“, *Journal of Finance*, Vol. 25, Issue 6, S. 2879–2902.

Pinches, E.G. und J.C. Singleton (1978): „The adjustment of stock prices to bond rating changes“, *Journal of Finance*, Vol. 33, Issue 1, S. 29–44.

Steiner, M. und V. Heinke (2001): „Event study concerning international bond price effects of credit rating actions“, *International Journal of Finance and Economics*, Vol. 6, S. 139–157.

¹⁰ In den USA enthalten 8 Bundesgesetze, 47 Bundesverordnungen und über 100 Gesetze und Verordnungen von Gliedstaaten Bestimmungen über Bonitätsbeurteilungen (US-Senat 2002, S. 102).

United States Senate (2002): *Financial oversight of Enron: the SEC and private-sector watchdogs*, Report of the Staff to the Senate Committee on Governmental Affairs, 8. Oktober.

Weinstein, M. (1977): „The effect of a rating change announcement on bond price“, *Journal of Financial Economics*, Vol. 5, S. 329–350.

