

Oliver Everling

# Credit Rating durch internationale Agenturen

Eine Untersuchung zu den Komponenten  
und instrumentalen Funktionen des Rating

**GABLER**

## Inhaltsverzeichnis

	Seite
Vorwort	5
Verzeichnis der Abkürzungen	16
Verzeichnis der Abbildungen	17
Verzeichnis der Tabellen	17
<b>I. Einleitung</b>	<b>19</b>
A. Problemstellung	19
B. Begriffsbestimmungen	21
1. Credit Rating	21
2. Internationale Agenturen	25
3. Komponenten des Rating	26
4. Instrumentale Funktionen	27
C. Gang der Untersuchung	28
<b>II. Wesenselemente des Rating</b>	<b>29</b>
A. Charakterisierung des Rating	29
1. Rating der Emission	29
2. Rating des Emittenten	31
B. Ratingsymbole und -definitionen	35
1. Abgrenzung	35
2. Differenzierungsmöglichkeiten	36
a) Differenzierung nach der Laufzeit	36
(1) Langfristiges Rating	36
(2) Kurzfristiges Rating	43
(3) Interdependenzen zwischen kurz- und langfristigen Ratings	46
b) Differenzierung nach der Anlagequalität	48
c) Differenzierung nach dem Gegenstand	49
d) Differenzierung nach der Artikulierung	50
e) Differenzierung nach dem Bindungscharakter	51
f) Differenzierung nach der Publizität	52
g) Differenzierung nach dem Emissionsmarkt	53
h) Differenzierung nach der Beantragung und Mitwirkung	54

3. Problematik der Differenzierung von Ratingsymbolen und -definitionen	56
C. Exkurs: Das "event risk covenant ranking"	57
1. Bedeutung des "event risk"	57
2. Insuffizienzen des Rating	58
3. Begriff und Kritik des "event risk covenant ranking"	59
<b>III. Entwicklung und Institutionen des Rating</b>	<b>62</b>
A. Entwicklungsfaktoren des Rating	62
1. Insolvenzhäufigkeit	62
2. Globalisierung	64
3. Internationalisierung	65
4. Securitization	67
5. Disintermediation	69
6. Deregulierungen und Liberalisierungen	69
7. Finanzinnovationen	71
8. Technische Neuerungen	72
B. Entstehung internationaler Ratingagenturen	74
1. Nordamerikanische Ratingagenturen	74
a) Die Vorphase	74
b) Die Einführungsphase des Rating	77
c) Die Phase des Ausbaus bestehender Agenturen	79
d) Die Phase der Wettbewerbsintensivierung	80
2. Japanische Ratingagenturen	83
a) Die Vorphase	83
b) Die Phase erster Ansätze	84
c) Die Gründungsphase	87
3. Europäische Ratingagenturen	89
a) Die Vorphase	89
b) Die Phase des Rating durch nichteuropäische Agenturen	90
c) Die Phase der Gründung europäischer Agenturen	91
4. Sonstige Ratingagenturen	93

C. Organisation der Ratingagenturen	95
1. Trägerstatus der Ratingagenturen	95
2. Aufbauorganisation der Ratingagenturen	96
3. Ablauforganisation der Ratingagenturen	99
D. Marketing der Ratingagenturen	100
1. Die Leistungsprogrammpolitik der Ratingagenturen	100
a) Informationsleistungen über Printmedien	100
b) Informationsleistungen über elektronische Medien	102
c) Persönliche Informationsleistungen	102
2. Die Kommunikationspolitik der Ratingagenturen	103
3. Die Distributionspolitik der Ratingagenturen	103
4. Die Kontrahierungspolitik der Ratingagenturen	104
a) Entgeltpolitik der Ratingagenturen	104
(1) Entgeltpolitik gegenüber Emittenten	104
(2) Entgeltpolitik gegenüber Anlegern	105
b) Sonstige Kontrahierungspolitik der Ratingagenturen	106
IV. Das Ratingverfahren als prozessuale Komponente des Rating	107
A. Wesen und Ziel des Ratingverfahrens	107
B. Das Ratingverfahren auf der Basis nicht öffentlich zugänglicher Informationen	109
1. Unterscheidung nach der Beantragung	109
2. Das beantragte Ratingverfahren	111
a) Einführende Gespräche und Auftrag an die Ratingagentur	111
b) Zusammenkunft von Analysten und Management	113
c) Urteilsbildung durch das Ratingkomitee	116

d) Benachrichtigung des Emittenten und Gelegenheit zur Gegendarstellung	118
e) Publizierung des Rating	119
3. Das nicht beantragte Ratingverfahren	119
a) Das nicht beantragte Ratingverfahren bei Neuemissionen	119
b) Das Verfahren zur Überprüfung des Rating	120
(1) Laufende Überwachung des Rating	120
(2) Besonderes Überprüfungsverfahren und "watchlist"	121
C. Das Ratingverfahren auf der Basis öffentlich zugänglicher Informationen	122
<b>V. Das Ratingsystem als taxonomische Komponente des Rating</b>	<b>124</b>
A. Wesen des Ratingsystems	124
B. Alternative Konzeptionen von Ratingsystemen	125
1. Qualitative Ratingsysteme	125
2. Quantitative Ratingsysteme	126
C. Mathematisch-statistische Ratingsysteme	127
1. Aufgaben mathematisch-statistischer Ratingsysteme	127
2. Das Regressionsmodell	130
3. Das Probitmodell	131
4. Das Logitmodell	133
5. Das Diskriminanzmodell	133
6. Würdigung	134
D. Implementierte Systeme der Ratingagenturen	135
1. "Philosophie" der implementierten Ratingsysteme	135
a) Zukunftsorientierung	135
b) Risikoorientierung	136
c) Marktorientierung	137
2. Die Ratingkriterien	137
a) Das Wesen der Ratingkriterien	137

b)	Differenzierung nach der Analysestufe	139
(1)	Bedeutung der Analysestufen	139
(2)	Die Beurteilung des Staats- und Länderrisikos	140
(3)	Die Branchenanalyse	144
(4)	Die Unternehmensanalyse	146
(5)	Die Emissionsanalyse	152
c)	Differenzierung nach dem Emittenten	152
d)	Differenzierung nach der Emission	153
e)	Ratingkriterien des geliehenen Rating	154
E.	Ansätze zur empirischen Ermittlung der Ratingkriterien	155
1.	Bedeutung der Ansätze zur empirischen Er- mittlung der Ratingkriterien	155
2.	Kriterien für das langfristige Rating	157
a)	Ratingkriterien für Industrieanleihen	157
(1)	Ansätze auf der Basis des Regres- sionsmodells	157
(2)	Ansätze auf der Basis des Diskri- minanzmodells	160
(3)	Ansätze auf der Basis des Probit- modells	170
b)	Ratingkriterien für Kommunalobli- gationen	174
c)	Ratingkriterien für Anleihen öffent- licher Versorgungsunternehmen	186
(1)	Die Ratingstruktur determi- nierende Kriterien	186
(2)	Die Ratingveränderung determi- nierende Kriterien	189
d)	Ratingkriterien für Bankschuldver- schreibungen	192
3.	Kriterien für das kurzfristige Rating	194
a)	Ratingkriterien für Industrieunter- nehmen	194
b)	Ratingkriterien für Bankholdingge- sellschaften	196

c) Ratingkriterien für öffentliche Versorgungsunternehmen	197
4. Unterschiede zwischen den Ratingagenturen	198
5. Zusammenfassende Würdigung der Ergebnisse	201
<b>VI. Analyse der instrumentalen Funktionen des Rating</b>	<b>203</b>
A. Bedeutung des Rating in nationalen Rechtsordnungen	203
1. Charakterisierung	203
2. Bundesrepublik Deutschland	204
3. USA	204
a) Behandlung im Wertpapierrecht und durch die SEC	204
(1) Securities Act von 1933	204
(2) Securities Exchange Act von 1934	206
(3) Investment Company Act von 1940	208
b) Federal Home Loan Bank Board	209
c) Federal Deposit Insurance Corporation	210
d) Office of the Comptroller of the Currency und Federal Reserve Board	211
e) National Association of Insurance Commissioners	211
f) Sonstige rechtliche Bedeutung des Rating in den USA	212
4. Großbritannien	212
5. Japan	213
6. Frankreich	215
7. Australien	215
8. Österreich	216
9. Schweiz	217
10. Weitere Staaten	218
B. Instrumentale Funktionen aus Anlegersicht	218
1. Allgemeine Informationsfunktionen	219
a) Information über absolute Bonität	219
b) Information über relative Bonität	220

2. Spezielle Funktionen für die Analyse	221
a) Zinsstrukturanalyse	221
b) Spread-Analyse	225
3. Funktionen für die Anlagestrategie	227
a) Abgrenzung der Strategien	227
b) Bedeutung für passive Strategien	229
(1) Buy-and-hold-Strategie	229
(2) Indexstrategie	231
c) Bedeutung für semi-aktive Strategien	233
(1) Immunisierungsstrategien	233
(2) Bedingte Immunisierungsstrategien	238
(3) Cash-flow-matching-Strategien	239
(4) Hedging-Strategien	240
d) Bedeutung für aktive Strategien	241
(1) Umtauschstrategien	241
(2) Maturity-spacing-Strategien	248
4. Funktionen für die performance-Messung	249
C. Instrumentale Funktionen aus Emittentensicht	252
1. Informationsfunktionen	252
a) Informationsfunktionen für den leistungswirtschaftlichen Bereich	252
b) Informationsfunktionen für den finanzwirtschaftlichen Bereich	254
(1) Identifikation finanzieller Probleme	254
(2) Information über eigene Bonität	254
(3) Informationsfunktionen für die Emissionspreisfindung	255
2. Funktionen für die Emissionspolitik	256
a) Erhöhung des Emissionskurses	256
b) Verstärkung zu gewährender Risikoprämien	258
c) Erschließung ergiebiger Märkte	259
d) Erhöhung der finanziellen Flexibilität	260
e) Ermöglichung großer Emissionen	261
f) Sicherung des Marktzugangs	262
g) Reduzierung von timing-Problemen	264

3. Weitere Funktionen für das Finanzmarketing	265
a) Begriffliche Abgrenzung	265
b) Verbesserung der Bonität bei geringem Bekanntheitsgrad	266
c) Verbesserung der Bonität aus der Sicht (insbesondere) ausländischer Anleger	268
d) Verminderung von Kurspflegekosten	269
e) Reduzierung von Aufwendungen für die Kommunikationspolitik	270
f) Imagewirkungen des Rating	270
g) Stärkung der Verhandlungsposition gegenüber Banken und anderen Kapitalgebern	272
4. Funktionen für das Beschaffungs- und Absatzmarketing	272
a) Kommunikationspolitische Effekte des Rating	272
b) Kontrahierungspolitische Effekte des Rating	273
D. Empirische Bestätigung der Funktionserfüllung des Rating	274
1. Die Relevanz des Rating für die Anleihefinanzierung	274
a) Der Zusammenhang zwischen Rating und Zinsstruktur	274
b) Der Einfluß von Ratingänderungen auf den Anleihekurs	276
c) Der Zusammenhang zwischen Rating und Betafaktor der Anleihe	279
(1) Begründung aus dem Zusammenhang mit Unternehmenscharakteristika	281
(2) Abhängigkeit vom Emittenten	282
(3) Abhängigkeit von der Anlagequalität	282
(4) Abhängigkeit vom gewählten Marktindex	283

(5) Bedeutung der Ratingänderung	284
2. Die Relevanz des Rating für die Aktienfinanzierung	285
a) Einfluß auf den Aktienkurs	285
b) Einfluß auf den Betafaktor der Aktie	286
E. Beurteilung von Eigenschaftsstellen des Rating	287
1. Qualität	287
2. Aktualität	287
3. Objektivität	289
4. Transparenz	290
5. Publizität	297
6. Vergleichbarkeit	299
a) Kontinuität	299
b) Komparabilität	303
7. Internationalität	305
8. Praktikabilität	307
9. Komplexität	309
VII. Schlußbemerkungen	310
Literaturverzeichnis	312