

Malte Richter

**Die Verwendung von Ratings
zur Regulierung
des Kapitalmarkts**

**Eine vergleichende Untersuchung
nach US-amerikanischem
und deutschem Recht**



PETER LANG

Internationaler Verlag der Wissenschaften

Inhaltsverzeichnis

Inhaltsübersicht	IX
Abkürzungsverzeichnis	XXI
Erster Teil – Problemstellung und thematische Grundlagen	1
§ 1 Einführung in die Problematik	1
I. Problemstellung und Abgrenzung des Themas	1
II. Gang der Untersuchung	3
§ 2 Die allgemeine Regulierung des Kapitalmarkts	4
I. Der Kapitalmarkt als Regelungsobjekt des Kapitalmarktrechts ..	4
1. Definition	4
2. Funktion	6
3. Relevante Märkte	7
II. Kapitalmarktrecht als Rechtsbegriff	8
1. Definition	9
2. Rechtsquellen	9
a) Besondere kapitalmarktrechtliche Regelungen	10
b) Allgemeine Regelungen mit kapitalmarktrechtlicher Re-	
levanz	10
c) Marktrelevante Gesetzesbestimmungen ohne kapital-	
marktrechtliche Normenqualität	10
d) Kapitalmarktrechtliche Standards	11
III. Regelungsziele und Schutzzwecke	11
1. Funktionsschutz	11
a) Institutionelle Funktionsfähigkeit	12
b) Operationale Funktionsfähigkeit	13
c) Allokative Funktionsfähigkeit	14
2. Anleger- oder Individualschutz	15
a) Normative Gründe für einen kapitalmarktrechtlichen	
Anlegerschutz	15
b) Anlegerrisiken	16
3. Nachhaltigkeit der Regelungsziele und Schutzzwecke	17

IV. Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht	18
V. Ergebnis	20
§ 3 Wirtschaftliche und rechtliche Faktoren für die zunehmende Bedeutung des Ratings	21
I. Kapitalmarktinterne Faktoren	21
1. Disintermediation	22
2. Securitization	23
3. Globalisierung	24
4. Deregulierung und Liberalisierung	25
5. Finanzinnovationen	26
6. Diversifikation der Anlageformen	27
7. Zunehmende kapitalmarktrechtliche Regulierung der Schwellenländer	27
8. Technische und kommunikative Veränderungen	28
II. Regulatorische Indienstrategie des Ratings	29
1. Der Zweite Basler Kapital-Akkord	29
a) Der Basler Ausschuss für Bankenaufsicht	29
b) Der Erste Basler Kapital-Akkord	30
c) Der Zweite Basler Kapital-Akkord	30
aa) Inhaltliche Regelungen	31
bb) Umsetzung von Basel II	32
d) Auswirkungen auf das Ratingwesen	33
2. Nationale aufsichtsrechtliche Bestimmungen	35
a) Vereinigte Staaten von Amerika	35
b) Europäische Union	36
c) Weitere Staaten	38
III. Initiativen zur Selbstregulierung	39
1. International Organization of Securities Commissions	40
2. Selbstregulierungsinitiativen im asiatischen Raum	41
IV. Ergebnis	42
§ 4 Ratingagenturen	43
I. Historische Entwicklung	43
1. Vereinigte Staaten von Amerika	43
2. Europa	45
3. Deutschland	46
4. Japan	47
5. Asiatische Schwellenländer	48
II. Die Erstellung des Bonitätsurteils	49

1. Definition des Credit Ratings _____	49
2. Arten des Ratings _____	50
a) Ratingobjekt _____	50
b) Ratinglaufzeit _____	51
c) Auftragsverhältnis _____	51
d) Ratingsubjekt _____	52
3. Organisation der Ratingagenturen _____	52
a) Trägerstatus _____	52
b) Aufbauorganisation _____	53
c) Ablauforganisation _____	54
aa) Auswahl der Ratingagentur _____	54
bb) Antragstellung des Emittenten _____	55
cc) Informationsbeschaffung _____	55
dd) Analyse der gesammelten Informationen _____	56
ee) Entscheidungsfindung durch das Ratingkomitee _____	57
ff) Überwachung der Bonität _____	58
4. Ratingsymbole _____	58
III. Finanzierung der Ratingagenturen _____	60
1. Aufträge von Emittenten _____	60
2. Vertrieb der Bonitätsurteile und Publikationen _____	62
3. Zusätzliche Beratungsleistungen _____	62
Zweiter Teil – Die Zweckmäßigkeit einer regulatorischen Indienstnahme des Ratings _____	
§ 5 Die ökonomische Rolle des Ratings _____	63
I. Neoklassische Finanzierungstheorie _____	63
II. Neoinstitutionalistische Finanzierungstheorie _____	64
1. Die Prinzipal-Agent-Theorie _____	65
a) Informationsasymmetrie _____	65
b) Moral Hazard _____	65
2. Rating als Instrument zur Reduzierung von Prinzipal-Agent-Problemen _____	66
a) Reduzierung der Informationsasymmetrie _____	66
aa) Informationsverteilungsfunktion _____	66
bb) Zertifizierungs- und Signalfunktion _____	67
b) Anreizfunktion _____	68
c) Disziplinierungs- und Überwachungsfunktion _____	68
3. Diskussion _____	68
III. Folgeprobleme der neoinstitutionellen Finanzierungstheorie _____	70

1. Prinzipal-Agent-Probleme zwischen Ratingagentur und Investor _____	71
a) Wirtschaftliche Abhängigkeit der Ratingagentur vom Emittenten _____	71
aa) Vergütungssystem zwischen Emittent und Ratingagentur _____	71
(1) Mandantenstruktur _____	71
(2) Doppelstellung des Emittenten _____	72
(3) Qualitätsdruck durch Unternehmen mit guter Bonität _____	72
(4) Reputation _____	72
(5) Nachträgliche Qualitätskontrolle _____	75
bb) Vergütungssystem zwischen Ratingagentur und Analyst _____	76
cc) Wettbewerbsdruck _____	77
(1) Race to the Bottom _____	77
(2) Unbeauftragte Ratings _____	78
dd) Politischer Druck _____	79
ee) Kapitalmäßige Verflechtungen _____	80
ff) Zusätzliche Beratungsleistungen _____	81
b) Einflussnahme des Emittenten auf die Ratinganalysten _____	82
c) Doppelstellung der Ratingagenturen _____	83
d) Politische Diskriminierung und kulturelle Einflüsse _____	83
e) Mangelnde Transparenz des Ratingprozesses _____	85
2. Prinzipal-Agent-Probleme zwischen Ratingagentur und Emittent _____	86
IV. Ergebnis _____	87
§ 6 Die Funktion des Ratings für die Marktteilnehmer _____	88
I. Die Funktion des Ratings für die Emittenten _____	88
1. Selbstanalyse _____	88
2. Finanzmarketing _____	89
3. Emissionspreisfindung _____	90
4. Reduzierung der Finanzierungskosten _____	91
II. Die Funktion des Ratings für die Investoren _____	92
1. Analyse und Aufbereitung der Anlageoptionen _____	92
2. Reduzierung der Überwachungskosten _____	92
3. Funktionale Grenzen des Ratings _____	93
III. Die Funktion des Ratings für die Aufsichtsbehörden _____	94
IV. Die Funktion des Ratings für sonstige Marktteilnehmer _____	96

V. Ergebnis	97
§ 7 Die Effizienz des Ratings als Regulierungsmedium	97
I. Alternativen zum Rating	98
1. Credit Spreads	98
a) Kritik am Rating	98
b) Diskussion	99
2. Weitere mögliche Quellen zur Bestimmung des Kreditrisikos	106
II. Die Leistungsfähigkeit des Ratings in Unternehmens- und Wirtschaftskrisen	107
1. Die Enron-Krise	107
a) Die Kritik	107
b) Diskussion	108
2. Die Asien-Krise	111
a) Die Kritik	111
b) Diskussion	111
III. Ergebnis	114
Dritter Teil – Die Regulierung des Kapitalmarkts durch Ratings in den U.S.A.	117
§ 8 Die Regulierung des Zugangs zum Ratingmarkt	117
I. Das Konzept der Nationally Recognized Statistical Rating Organization	118
1. Die Situation vor dem Credit Rating Agency Reform Act of 2006	118
2. Der Credit Rating Agency Reform Act of 2006	121
a) Motive	121
b) Definitionen	122
c) Zulassungsvoraussetzungen	123
d) Zulassungsverfahren	124
e) Pflichten der Ratingagenturen und mögliche Sanktionen	124
II. Problematik des U.S.-amerikanischen Regulierungsansatzes	125
1. Marktzugangsbarrieren	126
a) Intransparente und den Marktzugang hemmende Zulassungskriterien	126
b) Das Phänomen des Zwei-Ratings-Standards	127
aa) Entstehung des Zwei-Ratings-Standards	127
bb) Selbsterhaltung des Zwei-Ratings-Standards	129

cc) Sicherung des Zwei-Ratings-Standards durch die Ratingagenturen	131
dd) Diskussion	132
2. Fehlende Korrespondenz der individuellen Bewertungsansätze	132
3. Faktisch fehlende gerichtliche Überprüfbarkeit	133
4. Gefahr der Überregulierung	134
a) Zusätzliche Registrierung nach dem Investment Advisers Act of 1940	135
b) Problematik des Ansatzes und Kritik	135
5. Gefahr des Verkaufs bloßer regulatorischer Bescheinigungen	137
a) Die Regulatory License-Ansicht	137
b) Die Reputational Capital-Ansicht	138
c) Diskussion	139
III. Ergebnis	141
§ 9 Kritische Untersuchung des Umfangs ratingbezogener Regulierung	142
I. Portfoliorestriktionen	143
1. Eigenkapitalvorschriften	143
a) Rule 15c3-1	143
b) Kritik	144
2. Anlagebeschränkungen für Geldmarktfonds	147
a) Rule 2a-7	147
b) Kritik	149
3. Zwischenergebnis	151
II. Regulierung von Publizitätsanforderungen	151
1. Publizitätspflichten bei nationaler Zulassung	152
a) Formular S-3	152
b) Formular F-3	153
c) Kritik	154
2. Publizitätspflichten bei grenzüberschreitender Zulassung	155
a) Formular F-9	155
b) Kritik	156
3. Zwischenergebnis	157
III. Regulierung des Wertpapierhandels	158
1. Verhinderung von Kurs- und Marktmanipulationen	158
a) Regulation M	158
b) Kritik	159
2. Verhinderung von Insiderhandel	160

a) Rule 10f-3	160
b) Kritik	160
3. Zwischenergebnis	162
IV. Zulassungserleichterungen für Wertpapiere	162
1. Asset-Backed Securities und Mortgage-Backed Securities	163
a) Rule 3a-7	163
aa) Regelungsgehalt	163
bb) Kritik	164
(1) Wechselwirkung von Transaktionsstruktur und Rating	164
(2) Begrenzter Schutz durch Erfordernis nur eines Ratings	166
(3) Ersetzung von Publizitätspflichten durch Ratings	167
b) Rule 415	168
aa) Regelungsgehalt	168
bb) Kritik	169
2. Institutionelle Investoren	171
a) Rule 144A	171
b) Kritik	172
3. Zwischenergebnis	173
V. Veröffentlichung von Ratings	174
1. Rule 134	174
2. Regulation S-B	175
3. Kritik	175
4. Zwischenergebnis	177
VI. Ergebnis	177

Vierter Teil – Die Regulierung des Kapitalmarkts durch Ratings in Deutschland	179
---	-----

§ 10 Folgenabschätzung für die Einführung ratingbezogener Regulierung	179
I. Bestandsaufnahme der bonitätsbezogenen Regulierung in Deutschland	179
II. Die Regulierung des Zugangs zum Ratingmarkt	181
1. Die Anerkennung von Ratingagenturen nach der Solvabilitätsverordnung	182
2. Diskussion	185
III. Vorteile, Grenzen und Nachteile ratingbezogener Regulierung	187

1. Vorteile einer Einführung ratingbezogener Regulierung	188
a) Effizientere Allokation von Ressourcen	188
b) Flexiblere Regulierung des Kapitalmarkts	189
c) Glaubwürdigkeit des Gesetzgebers	190
2. Grenzen und Nachteile einer Einführung ratingbezogener Regulierung	191
a) Sicherstellung staatlicher Letztaufsicht	191
b) Gewährleistung der Schutzzwecke des Kapitalmarktrechts	192
c) Prinzipal-Agent-Probleme	193
d) Zusätzlicher Normierungsbedarf	193
aa) Besondere staatliche Zulassung und Beaufsichtigung der Ratingagenturen	193
(1) BaFin als Aufsichtsbehörde	193
(2) Anerkennungsverfahren für Ratingagenturen	194
(3) Rechtsschutz	197
(4) Haftung der Agenturen	198
bb) Standardisierung des Ratingverfahrens und gesetzliche Ausgestaltung der Durchsetzbarkeit	199
(1) Standardisierung des Ratingverfahrens	199
(2) Gesetzliche Ausgestaltung der Durchsetzbarkeit	202
cc) Rating als Obligatorium	204
e) Alternativen zur zusätzlichen staatlichen Normierung	205
aa) Schaffung einer staatlichen, nicht gewinnorientierten Ratingagentur	205
bb) Selbstregulierung	205
(1) Vorteile der Selbstregulierung	206
(2) Nachteile der Selbstregulierung	207
(3) Diskussion	207
cc) Verzicht auf jegliche Form der Regulierung	209
f) Zwischenergebnis	210
IV. Wirtschaftliche Folgen einer Einführung ratingbezogener Regulierung	210
1. Folgen für die Emittenten	211
2. Folgen für die Investoren	212
3. Folgen für die Ratingagenturen	213
4. Folgen für den Gesetzgeber	214
5. Gesamtwürdigung	215
V. Ergebnis	216

§ 11 Möglicher Umfang einer Übernahme ratingbezogener Regulierung	218
I. Portfoliorestriktionen	218
1. Eigenkapitalvorschriften	218
a) Das Pendant zum Broker-Dealer im deutschen Recht	219
b) Das Pendant zu Rule 15c3-1 im deutschen Recht	220
c) Diskussion	222
2. Anlagebeschränkungen für Geldmarktfonds	222
a) Derzeitige Regelung in Deutschland	222
b) Diskussion	223
3. Exkurs: Mündelsichere Papiere	225
II. Regulierung von Publizitätsanforderungen	226
1. Publizitätspflichten bei nationaler Zulassung	226
a) Derzeitige Regelung in Deutschland	226
b) Diskussion	228
2. Publizitätspflichten bei grenzüberschreitender Zulassung	229
a) Derzeitige Regelung in Deutschland	229
b) Diskussion	229
III. Regulierung des Wertpapierhandels	232
1. Verhinderung von Kurs- und Marktmanipulationen	232
a) Derzeitige Regelung in Deutschland	232
b) Diskussion	232
2. Verhinderung von Insiderhandel	233
a) Derzeitige Regelung in Deutschland	233
b) Diskussion	234
IV. Zulassungserleichterungen für Wertpapiere	235
1. Asset-Backed Securities und Mortgage-Backed Securities	235
a) Das Pendant zu Rule 3a-7 im deutschen Recht	235
aa) Derzeitige Regelung in Deutschland	235
bb) Diskussion	235
b) Das Pendant zu Rule 415 im deutschen Recht	236
aa) Derzeitige Regelung in Deutschland	236
bb) Diskussion	238
2. Institutionelle Investoren	239
a) Derzeitige Regelung in Deutschland	239
b) Diskussion	240
V. Veröffentlichung von Ratings	240
1. Das Pendant zu Rule 134	240
2. Das Pendant zu Regulation S-B	241
a) Rechtslage nach § 15 WpHG a.F.	242

b) Rechtslage nach § 15 WpHG _____	243
3. Diskussion _____	244
VI. Ergebnis _____	245
Fünfter Teil – Zusammenfassung in Thesen und Schlussbetrachtung _____	247
§ 12 Zusammenfassung in Thesen _____	247
§ 13 Schlussbetrachtung _____	250
Literaturverzeichnis _____	253
Verzeichnis themenrelevanter Internetadressen _____	303