



China Analysis 46
Juni 2005*
www.chinapolitik.de

Rating-Agenturen und Kapitalmarkt- entwicklung in der VR China

Isabelle Gras M.A.

Forschungsgruppe Politik und Wirtschaft Chinas, Universität Trier

China Analysis wird herausgegeben von:

**Professor Dr. Sebastian Heilmann
Lehrstuhl für Politik und Wirtschaft Chinas
Universität Trier
E-mail: china_analysis@chinapolitik.de**

* Stand der Daten: Oktober 2004

Rating-Agenturen und Kapitalmarktentwicklung in der VR China

Abstract: Rating Agencies and Capital Market Development in China

Chinese credit rating agencies (CRAs) do not exert any significant influence on market participants in China presently. In theory, however, a fully-fledged credit rating system is considered as an indispensable component for developing a domestic capital market. CRAs functioning as catalysts of bond market development, as market watchdogs and de facto regulators. This gap between theory and practise can be explained and bridged by taking into account that markets are either created or inhibited by state authorities, respectively by national regulation.

The study at hand analyzes the development of the Chinese credit rating system focusing on regulatory issues. Drawing on a systematic analysis of Chinese primary sources, it further examines the functional defects that hinder CRAs from assuming their intended or ascribed roles. The functional defects of the Chinese credit rating system detected are the following: the lack of a comprehensive approach to capital market development, an underdeveloped bond market, the absence of a rating and credit culture and a cut-throat competition. Chinese CRAs further fall short of resources, reputation and independence as well as of adequate support by the government. All in all, the main stumbling blocks to credit rating development are the lingering elements of central planning in the (corporate) bond market, which limit the demand for ratings by regulatory means. The National Development and Reform Commission being in charge of this regulatory regime proves to be the key state actor restraining the development of a credit rating market.

Inhaltsüberblick: Rating-Agenturen und Kapitalmarktentwicklung in der VR China

Während die international tätigen Spezialisten für Bonitätsbeurteilungen wie Moody's oder Standard & Poor's eine prominente Rolle in den globalen Finanzmärkten spielen, werden chinesische Rating-Agenturen (credit-rating agencies, CRAs) in den meisten Analysen des Finanzmarktes der VR China als bedeutungslos eingestuft. Die häufig attestierte Irrelevanz der Bonitätsurteile chinesischer CRAs ist bemerkenswert angesichts der Bedeutung, die einem funktionstüchtigen Ratingwesen für die Entwicklung inländischer Kapitalmärkte beigemessen wird.

Der Theorie nach fungieren Rating-Agenturen als „Katalysatoren“ der Anleihemarktentwicklung sowie als „Markthygiene-Instanzen“ und „De-facto-Regulierer“. In China dagegen scheint ihnen lediglich die Rolle eines dekorativen Feigenblattes zuzukommen, welches den Anschein eines entwickelten Kapitalmarktes erwecken soll. Diese Diskrepanz von Anspruch und Wirklichkeit gibt Anlass, die Hintergründe und Ursachen dieser Entwicklung zu untersuchen, zumal das chinesische Ratingwesen noch weitgehend unerforscht ist.

Der Mangel an substantieller Forschung ist umso misslicher, als er einem adäquaten Verständnis aktueller Veränderungen im Wege steht: Darunter fällt insbesondere die sich seit dem Jahr 2003 abzeichnende ordnungspolitische Wende bezüglich der Regulierung des chinesischen Ratingwesens sowie des Unternehmensanleihemarktes, der für die Entwicklung des Ratingwesens von zentraler Bedeutung ist.

Gegenstand der vorliegenden Arbeit ist eine strukturierte Bestandsaufnahme und Analyse des Ratingwesens in der VR China. Schwerpunkte liegen dabei auf der Entwicklungsgeschichte sowie auf Regulierungsfragen. Ziel ist es, die funktionalen Defekte des chinesischen Ratingwesens herauszuarbeiten und so einen Beitrag zum Verständnis der Rolle von Ratings und CRAs in der chinesischen Finanzmarktregulierung zu leisten.

Die Analyse basiert auf einer systematischen Auswertung von chinesischen Primärquellen. Diese umfassen Medienbeiträge, Analysen und Stellungnahmen von Branchenvertretern, Internetauftritte der marktführenden CRAs sowie zahlreiche Regulierungsbestimmungen. Mittels dieser Quellen wird die innerchinesische Diskussion aufgearbeitet und einem nicht-chinesischsprachigen Leserkreis zugänglich gemacht.

Inhaltsverzeichnis

1 Einleitung	5
2 Theoretischer Rahmen und analytisches Fundament	
2.1 Theorie und Praxis der Finanzmarktregulierung	7
2.2 Kapital- und Anleihemarktentwicklung	11
3 Rating-Agenturen und Kapitalmarktentwicklung	
3.1 Überblick zu den Grundlagen des Ratingwesens	13
3.2 Rolle der Rating-Agenturen in den Finanzmärkten	17
3.3 Ratingwesen und Kapitalmarktentwicklung in <i>emerging markets</i>	20
4 Entwicklung des Ratingwesens in China	
4.1 Charakteristika und Entwicklungsstand des chinesischen Anleihemarktes	26
4.2 Entwicklungsphasen des Ratingwesens bis 1999	30
4.3 Chinesische Rating-Agenturen	37
4.4 Regulierungsfragen	41
4.5 Funktionale Defekte des Ratingwesens	47
5 Fazit und Ausblick	52
6 Literatur	55
7 Anhang	68
7.1 Zeittafel zur Entwicklung des Ratingwesens	
7.2 Kenndaten der „Großen Drei“	
7.3 Emissionsvolumina am Anleihemarkt nach Teilmärkten	
7.4 Ratingskalen für langfristige Verbindlichkeiten	
7.5 Die marktführenden chinesischen Rating-Agenturen	

Verzeichnis der verwendeten Abkürzungen

ACRAA	Association of Credit Rating Agencies in Asia
ADB	Asian Development Bank
BIS	Bank for International Settlements
C.a.	<i>China aktuell</i>
CBRC	China Banking Regulatory Commission
CCX	China Chengxin
CD	<i>China Daily</i>
CIRC	China Insurance Regulatory Commission
CITIC	China International Trust and Investment Corp.
CRA	credit rating agency; Rating-Agentur
CSRC	China Securities Regulatory Commission
EKN	embedded knowledge network
GITIC	Guangdong International Trust and Investment Corp.
GmbH	Gesellschaft mit beschränkter Haftung
ICBA	International Bank Credit Analysis, Ltd.
IFC	International Finance Corporation
IOSCO	International Organization of Securities Commissions
IWF	Internationaler Währungsfonds
JGB	<i>Jingji Guanchabao</i>
JV	Joint Venture
k. A.	keine Angaben
KMU	kleine und mittelständische Unternehmen
MOFTEC	Ministry of Foreign Trade and Economic Co-operation
NRSRO	Nationally Recognized Statistical Rating Organization
OECD	Organisation for Economic Co-operation and Development
SAFEC	State Administration of Foreign Exchange Control
SCSC	State Council Securities Committee
SFE	Shanghai Far East Credit Rating Co., Ltd.
S&P's	Standard & Poor's
SZQB	<i>Shanghai zhengquanbao</i>
PBoC	People's Bank of China
PKKCV	Politische Konsultativkonferenz des chinesischen Volkes
VR	Volksrepublik

1 Einleitung

„As an astute observer put it, ratings in China are the equivalent of musicians running across the stage banging gongs and drums at the beginning of a Peking Opera. They are a standard ritual but are unrelated to the actual opera performance. The only difference with ratings is that no one pays them any attention.“ (Kennedy 2003: 37)

Ratings wird im Finanzsystem der Volksrepublik China weithin kaum Bedeutung beigemessen, chinesische Rating-Agenturen (*credit-rating agencies*, CRAs) wurden bislang als funktionslos eingestuft. Während die international tätigen Spezialisten für Bonitätsbeurteilungen wie Moody's oder Standard & Poor's eine zentrale Rolle sowohl im globalen als auch im „heimischen“ (US-amerikanischen) Finanzmarkt spielen, wird den chinesischen Agenturen faktisch keinerlei Einfluss auf das Verhalten chinesischer Finanzmarktakteure attestiert. Hierzu einige „Blitzlichter“ aus Analysen internationaler Organisationen: „At present their role is of marginal importance to the government and investors“, heißt es in einem Weltbank-Papier (Kumar 1997b: 46). „The ratings process in the People's Republic of China is not well-established, however, and investors do not give much importance to the assessment given by the agencies“, stellen Kim/Suleik in einer Studie der Asian Development Bank fest (2001: 115). Die Organisation for Economic Co-operation and Development (OECD) formuliert euphemisierend: „While some attempts have been made to begin such agencies in China, it is an important challenge for these institutions to develop institutional capability and independence in order to gain the confidence of investors.“ (OECD 2002: 525). Auch das führende Organ der chinesischen Wirtschafts- und Finanzpresse, *Caijing*, spricht davon, dass Ratings chinesischer Agenturen nur „dem Namen nach existierten“, somit faktisch funktions- und nutzlos seien (*Caijing* 2003).

Besonders relevant wird dieser Befund der „Ohnmacht“ chinesischer Rating-Agenturen und der „Irrelevanz“ ihrer Bonitätsurteile angesichts der Bedeutung, die einem funktionstüchtigen Ratingwesen für die Entwicklung inländischer Kapitalmärkte beigemessen wird. Der Theorie nach fungieren Rating-Agenturen als „Katalysatoren“ der Anleihemarktentwicklung sowie als „Markthygieneinstanzen“ und „de-facto-Regulierer“. In China dagegen scheint ihnen jedoch lediglich die Rolle eines „Ornaments“¹ bzw. eines „dekorativen Feigenblattes“ zuzukommen, welches den Anschein eines entwickelten Kapitalmarktes erwecken soll. Diese Diskrepanz von Anspruch und Wirklichkeit gibt Anlass, die Hintergründe und Ursachen der Funktionslosigkeit zu untersuchen. Zudem ist das chinesische Ratingwesen weitgehend unerforscht. Die einzigen substanziellen Forschungsbeiträge stammen von Scott Kennedy (2003, insbesondere 2004). Sie betrachten die Funktionslosigkeit und Unterentwicklung des Ratingwesens aus einer Perspektive, die Elemente des bürokratisch-institutionellen Forschungsansatzes mit Grundgedanken der politischen Ökonomie verbindet (vgl. Heilmann 2002c). Yang (1997) und Chen/Everling (2002) haben mehr zur Bereitstellung grundlegender Informationen denn zu einer systematischen Analyse des chinesischen Ratingwesens beigetragen. Dieser Mangel an substanzieller Forschung ist umso misslicher, als er einem adäquaten Verständnis aktueller Veränderungen im Wege steht: Darunter fällt insbesondere die sich seit dem Jahr 2003 abzeichnende ordnungspolitische Wende bezüglich der Regulierung des chinesischen Ratingwesens sowie des Unternehmensanleihemarktes, welcher für die Entwicklung des Ratingwesens von zentraler Bedeutung ist. Der Begriff „Ratingwesen“ (sinnverwandt: Ratingsystem) umfasst im Folgenden Rating-Agenturen, deren Geschäftstätigkeit, die Etablierung von Ratings als Standards und Entscheidungsgrundlage für Marktakteure (Ratingkultur) sowie das Regulierungsregime. Der Terminus *Ratingwesen* wird verwendet, da man zum einen in der VR China noch von keinem wirklichen Ratingmarkt sprechen kann, zum zweiten, da mehr als reine Marktprozesse erfasst werden sollen.

Gegenstand der vorliegenden Arbeit ist eine strukturierte Bestandsaufnahme und Analyse des Ratingwesens in der VR China. Schwerpunkte liegen dabei auf der Entwicklungsgeschichte sowie

¹Aussage eines chinesischen Journalisten in: Wang Qing, zit. n. Kennedy 2004: 14.

auf Regulierungsfragen. Ziel ist es, die funktionalen Defekte des Ratingwesens herauszuarbeiten und somit einen Beitrag zum Verständnis der Rolle von Ratings und CRAs in der chinesischen Finanzmarktregulierung zu leisten. Die Analyse basiert auf einer systematischen Auswertung von chinesischen Primärquellen, welche via Internet zugänglich sind. Diese umfassen Medienbeiträge, Analysen und Stellungnahmen von Branchenvertretern, Internetauftritte der marktführenden CRAs sowie zahlreiche Regulierungsbestimmungen. Mittels dieser Quellenauswertung sollen der bislang lediglich auf den Arbeiten Scott Kennedys (2003, 2004) basierende Forschungsstand in Bezug auf Regulierungsgesichtspunkte systematisch erweitert und dabei insbesondere die innerchinesische Diskussion aufgearbeitet und einem nicht-chinesischsprachigen Leserkreis zugänglich gemacht werden. Ein neuer Aspekt dieser Arbeit ist die Berücksichtigung der Forschung zur Kapitalmarktentwicklung in so genannten *emerging markets*, d. h. „aufstrebenden“ Finanzmärkten, welche sich von staatlicher Kontrolle befreien.

Diese Arbeit lässt sich in eine Forschungsrichtung einordnen, welche die Konstitution von Märkten nicht als spontanes Geschehen begreift, sondern staatliche Akteure als entscheidend für die Schaffung oder Verhindung des Entstehens von Märkten erachtet. Dies bedeutet – auf den Gegenstand der vorliegenden Arbeit bezogen –, dass sowohl ein Ratingmarkt als auch die Gestalt des Ratingwesens durch die Ausgestaltung der nationalen Regulierung durch staatliche Akteure in starkem Maße beeinflusst bzw. gar geschaffen werden. Daraus ergibt sich folgende Fragestellung, welche die Untersuchung anleitet: Welche Rolle wurde und wird den chinesischen Rating-Agenturen in der Kapitalmarktentwicklung und Finanzmarktregulierung durch staatliche Akteure zugewiesen bzw. eingeräumt?

Untersucht wird die Rolle der Rating-Agenturen anhand von Voraussetzungen und Kriterien für die Funktionsfähigkeit eines inländischen Ratingwesens. Diese werden im ersten Teil der Arbeit (vornehmlich beruhend auf Studien und Dokumenten internationaler Organisationen zum Thema) selbst entwickelt und sodann im Rahmen der Bestandsaufnahme im zweiten Teil auf das chinesische Ratingwesen bezogen und auf ihre Erfüllung bzw. Nichterfüllung hin überprüft.

Die Arbeit ist wie folgt gegliedert: In Kapitel 2 werden zentrale Aspekte zu Theorie und Praxis der Finanzmarktregulierung vorgestellt. Die VR China wird als *emerging market* eingeordnet und die spezifischen politisch-intuitionellen Charakteristika werden dargelegt. Es folgt eine Betrachtung der Kapital- und Anleihemarktentwicklung, insbesondere in *emerging markets*. Im Anschluss daran wird ein funktionsfähiges Ratingwesen als unabdingbare Komponente der Marktinfrastruktur designiert. Kapitel drei führt ein in die Grundlagen sowie den Forschungsstand zum Ratingwesen und stellt die Funktionen der Rating-Agenturen in den Finanzmärkten als Informations- und Koordinationsdienstleister, De-facto Regulierer und „Verkäufer“ von Regulierungslizenzen dar. Im Anschluss wird der Frage nachgegangen, welche Funktionen ein inländisches Ratingwesen für die Kapitalmarktentwicklung allgemein und insbesondere in *emerging markets* erfüllt. Sodann werden auf der Basis von Dokumenten und Studien internationaler Organisationen sowie Beiträgen von Vertretern internationaler CRAs die oben angesprochenen Voraussetzungen und Kriterien für die Funktionsfähigkeit eines inländischen Ratingwesens entwickelt. Im Einzelnen beziehen sich diese auf folgende acht Bereiche: umfassende Kapitalmarktentwicklung, Anleihemarktentwicklung, Rating- und Kreditkultur, Marktstruktur und Wettbewerb, Ressourcenausstattung, Reputation, Unabhängigkeit sowie staatliche Unterstützung in der Frühphase. Die erarbeiteten Voraussetzungen und Kriterien dienen als konzeptioneller Rahmen für die Analyse der Funktionsfähigkeit des chinesischen Ratingwesens in Kapitel 4.5.

In Kapitel 4 wird eine umfassende Bestandsaufnahme zur Entwicklung des Ratingwesens in China, unterteilt in fünf Unterpunkte, vorgenommen. Aufgrund der immensen Bedeutung der spezifischen Merkmale sowie des Entwicklungsstands des chinesischen Anleihemarktes für das Ratingwesen wird dieser zunächst vorgestellt. Von besonderer Tragweite sind dabei die weiterhin bestehenden planwirtschaftlichen Elemente. Das darauf folgende Unterkapitel zur Entwicklungsgeschichte des Ratingwesens (Kapitel 4.2) nimmt eine Phaseneinteilung bis 1999 vor. Ersichtlich wird im Zeitverlauf die starke Abhängigkeit der Entwicklung des Ratingwesens vom jeweiligen Regulie-

rungsregime des (Unternehmens-)Anleihemarktes. In der Folge betrachtet Kapitel 4.3 die chinesischen Rating-Agenturen nach den Gesichtspunkten Organisationstypen und Marktstruktur und stellt im Anschluss die vier marktführenden Unternehmen (China Chengxin, Dagong, Lianhe und Shanghai Far East) sowie deren Geschäftsbereiche vor. Anschließend (Kapitel 4.4) werden das Ratingwesen betreffende Regulierungsfragen behandelt, untergliedert in eine direkte, eigenständige Regulierung sowie in eine indirekte Regulierung, die als Nebenprodukt der Anleihemarktregulierung verstanden werden kann. Anschließend wird auf die regulatorische Indienstnahme durch Regulierungsbehörden eingegangen, bevor die Regulierungsdefizite rekapituliert und Kritik und Reformvorschläge anhand von Stellungnahmen von Experten und Branchenvertretern herausgearbeitet werden. Die Analyse der Funktionsfähigkeit bzw. der funktionalen Defekte des Ratingwesens erfolgt in Kapitel 4.5 unter Rückgriff auf die Kategorien aus Kapitel 3.3. Im Einzelnen wird auf die entwicklungshemmenden Grundvoraussetzungen für die Arbeit der Agenturen (die bislang noch fehlende umfassende Kapitalmarktentwicklung sowie die Unterentwicklung des Anleihemarktes bei Fortbestehen planwirtschaftlicher Elemente) eingegangen. Es folgen die fehlende Rating- und Kreditkultur, die Marktstruktur und der ruinöse Wettbewerb, die unzureichende Ressourcenausstattung sowie die fehlende Reputation der Agenturen. Abschließend werden die mangelnde Unabhängigkeit und entwicklungshemmende Interessenkonflikte sowie die inkonsistente und inkonsequente staatliche Unterstützung der Entwicklung des Ratingwesens betrachtet. Gestützt auf diese Analyse kann anschließend gefragt werden, ob und wenn ja, weshalb Rating-Agenturen in China tatsächlich „ungehört die Trommeln röhren“.

2 Theoretischer Rahmen und analytisches Fundament

Zunächst werden in diesem Kapitel theoretische Grundlagen regulativer Politik im Allgemeinen sowie im spezifischen Feld der Finanzmarktregulierung beleuchtet. Anschließend wird eine Einordnung Chinas in die Kategorie der *emerging markets* vorgenommen. Hierbei werden zunächst allgemeine Merkmale und Besonderheiten der Finanzmarktregulierung in *emerging markets* herausgearbeitet, sodann wird ein kurzer Überblick über den spezifischen politisch-institutionellen Kontext der VR China gegeben.

2.1 Theorie und Praxis der Finanzmarktregulierung

Regulative Politik

Regulierung oder regulative Politik bezeichnet die staatliche Aufsicht und Kontrolle über Marktteure. Sie umfasst staatliche Regelsetzung (*rule-making*), d. h. die Formulierung der „Spielregeln“, Überwachung der Regeleinhaltung (*monitoring*) sowie Regeldurchsetzung (*enforcement*) v. a. mittels der Sanktionierung von Regelverstößen. Regulierung bezieht sich jedoch nicht nur auf den *Vorgang* des Festlegens, Überwachens und Durchsetzens von Regeln, sondern auch auf das *Ergebnis*, die festgelegten Regeln als solche (vgl. Lütz/Czada 2000: 15; Heilmann 2001a: 5; Fülbier 1999: 468). Für Europa und die USA wird die These vom „Aufstieg des Regulierungsstaates“ diskutiert, der sich von früheren Aufgaben der Leistungserbringung (Produktion von Gütern und Dienstleistungen) zurückzieht und nunmehr hauptsächlich die Leistungsbereitstellung durch private Akteure überwacht (vgl. Lütz/Czada 2000: 18; Eberlein 2000: 89f).

Als Begründung und Rechtfertigung² der Regulierungstätigkeit des Staates gelten aus normativer Perspektive (traditionelle Regulierungstheorie, *public-interest*-Schule) Formen des Marktversagens, welches zu suboptimalen Marktergebnissen und Wohlfahrtsverlusten für die Konsumenten führt: Aus dem Auftreten von kollektiven Gütern und negativen Externalitäten, natürlichen Monopolen,

² In einer Marktwirtschaft bedürfen Regulierungen der Rechtfertigung, da sie einen Eingriff in die individuelle Handlungsfreiheit darstellen (Fülbier 1999: 468; Rieger 1998: 69).

ruinöser Konkurrenz und Informationsasymmetrien wird eine Regulierungsnotwendigkeit abgeleitet (vgl. Czada/Lütz 2003: 16ff; Eberlein 2000: 90ff).

Die positive Theorie der Regulierung zielt auf die Erklärung der tatsächlichen Entstehung staatlicher Regulierungstätigkeit ab und nennt folgende Antriebskräfte:

- 1.) Regulierung als Antwort auf Krisen (*Krisentheorie*): Marktkrisen und Skandale zwingen den demokratisch organisierten Staat über den Rückkopplungsmechanismus der Wahlen zur Regulierung;
- 2.) Regulierung zum Schutz von Partikularinteressen (*Lobbygruppen-/ Interessengruppentheorie*): Interessengruppen fragen Regulierungstätigkeit nach, der Staat bietet sie an, Staat und Lobbygruppen treten in eine Austauschbeziehung. Eine besondere Spielart dieses auch als *public-choice*-Theorie bezeichneten Erklärungsansatzes ist die These von der Vereinnahmung der staatlichen Regelsetzung durch Marktakteure (*regulatory capture*) (vgl. Fülbier 1999: 472; Rieger 1998: 69ff; Behrends 2001: 76).
- 3.) Als weiterer Impetus für Regulierungstätigkeit wäre der *Wettbewerbsdruck* im Standortwettbewerb hinzuzufügen. Eine beständige Motivation zu Regulierung und Re-Regulierung entsteht, „when one country sees its neighbors reforming their markets and fears being left behind“ (Morgenstern 2000).

Im Gegensatz zum „klassischen Steuerungsinstrumentarium parlamentarisch-legislativer Regelbildung, bürokratisch-hierarchischer Überwachung und juristischer Sanktionierung von Regelverstößen“ (Lütz 2003b: 249) vereint regulative Politik mittels unabhängiger, fachlich spezialisierter Regulierungsbehörden „legislative Funktionen der flexiblen, häufig sogar fallbezogenen Regelbildung und -anwendung mit exekutiven und judikativen Überwachungs- und Erzwingungsaufgaben“ (Czada/Lütz 2003: 14). Als Instrumente regulativer Politik dienen Gesetze, Verordnungen, formelle und informelle Regeln aller staatlichen Ebenen sowie nicht-staatlicher Körperschaften oder Körperschaften der Selbstregulierung mit Regulierungskompetenzen. Im Wesentlichen bestehen diese in Ge- und Verboten, Anreizprogrammen sowie administrativen Durchsetzungs- und Kontrollmechanismen (vgl. OECD 1999: 17; Czada/Lütz 2003: 15; Fülbier 1999: 468).

Der Regulierungsprozess wird sowohl im Verlauf als auch im Ergebnis entscheidend vom jeweiligen politisch-institutionellen Kontext geprägt (vgl. Czada/Lütz 2003: 20; Eberlein 2000: 97ff). Die nationale Regulierungskultur umfasst neben spezifischen Rechtstraditionen und Regulierungsstilen auch Mechanismen politischer Entscheidungsfindung, v. a. typische Muster der Problemverarbeitung und Konfliktlösung zwischen staatlichen und privaten Akteuren (vgl. Lütz/Czada 2000: 17; Czada/Lütz 2003: 20ff). Vogel hat den Begriff des Regulierungsregimes (*regulatory regime*) geprägt, welches den jeweiligen nationalen Regulierungsansatz („approach“) bezeichnet und die spezifischen Konstellationen von Ideen („ideas“) - Vogel spricht auch von „regime orientation“³ - und Institutionen oder „regime organization“⁴ umfasst (Vogel 1996: 20f).

Finanzmarktregulierung

Ein prominentes Feld regulativer Politik ist die Finanzmarktregulierung. Aus dem Kollektivgutcharakter der Finanzmarktstabilität erwachsen systemische Risiken⁵, welche aus der *public-interest*-Perspektive eine Risikobegrenzung im gesamtgesellschaftlichen Interesse erfordern. Aufgabe des

³ Unter „regime orientation“ versteht Vogel „[...] state actors’ beliefs about proper scope, goals, and methods of government intervention in the economy and about how this intervention affects economic performance. These beliefs will reflect these actors’ adherence to broad doctrines, such as economic liberalism; their predisposition toward certain functional tasks, such as revenue generation; and their commitment to specific policy mechanisms, such as licensing authority.“ (1996: 20).

⁴ Unter „regime organization“ versteht Vogel „the organization of those state actors concerned with industry and the relationship of these actors to the private sector“ (1996: 21).

⁵ Systemische Risiken im Finanzsystem werden definiert als „the possibility of a contagious spread of losses across financial institutions that threatens to harm the real economy“ (Herring/Litan 1995: 50). Sie können durch Massenpaniken (wie *bank runs*) und/oder durch Störungen im Zahlungssystem oder im *clearing and settlement*-System erzeugt werden und ziehen hohe soziale Kosten nach sich (vgl. Herring/Litan 1995: 51f).

Staates ist die Risikovorsorge durch Regulierungstätigkeit und die Bereitstellung des Kollektivgutes Finanzmarktstabilität (vgl. Czada/Lütz 2003: 30). Die Regulierungstätigkeit zielt im Wesentlichen auf Änderungen des Verhaltens der Finanzmarkakteure, v. a. der Intermediäre, ab und verfolgt drei übergeordnete Ziele: Erstes Ziel ist der Schutz der Anleger. Dieser umfasst zum einen die so genannte *prudential regulation* (zu deutsch: prudentielle oder umsichtige Regulierung), das heißt v. a. Präventivmaßnahmen zur Sicherung der Solvenz von Finanzinstituten; zum zweiten die so genannte *conduct of business regulation*, welche Verhaltensregeln für die Geschäftsführung von Finanzmarkakteuren aufstellt und überwacht. Eng verbunden mit dem Anlegerschutz ist das Ziel fairer, effizienter und transparenter Finanzmärkte. Effizienzgewinne im weiteren Sinne – allokativer, kostenbezogene sowie funktionale Effizienz (vgl. Bröker 1993: 13) – werden durch mehr Wettbewerb und Wirken der Marktkräfte erzielt. Die dritte und allgemeinste Form von Marktregulierung betrifft die Aufrechterhaltung der Systemstabilität (*safety and soundness regulation*), d. h. die Sicherung der Funktionsfähigkeit des gesamten Finanzsektors durch Eindämmung systemischer Risiken (vgl. IOSCO 2003; Llewellyn 1999; Goodhart 2001).

Für die Aufgabe der Finanzmarktregulierung ist eine mittlere bis hohe Staatskapazität unabdingbar (vgl. Weltbank einschätzung in: Heilmann 2001a: 6). Regulierung in einem schnellen Wandel unterworfenen Feld wie dem der Finanzmärkte erfordert zudem Flexibilität des Instrumentariums, schnelle Anpassung der Aufsichtspraxis an neue Problemlagen und permanentes „Mitlernen“ der Aufsichtsorgane (vgl. Lütz/Czada 2000: 28).

Es existieren folgende Grundmodi der Marktregulierung:

- 1.) die administrativ-obrigkeitliche („harte“) Regulierung durch bürokratische Organisationen, welche mittels Gesetzen, Rechtserlassen und einer Sanktionierung durch Strafen Regeln hierarchisch setzen;
- 2.) die konsultativ-kooperative („weiche“ oder „responsive“) Regulierung, die Ergebnis von Verhandlungen bürokratischer Organisationen und Marktteure ist und auf Konsens, Kompromissen und Verhaltenssteuerung mittels institutioneller Anreize basiert;
- 3.) die Selbstregulierung durch Marktteure bzw. deren Mitgliederorganisationen;
- 4.) die *regulatory capture* (Vereinnahmung staatlicher Regulierung durch Marktteure) (vgl. Heilmann 2001a: 5f).

Emerging markets

Die VR China gilt als so genannter *emerging market*⁶. Im Folgenden sollen der Begriff erläutert und der spezifische Kontext der Finanzmarktregulierung in einem solchen Markt kurz umrissen werden.

Der Begriff des *emerging market* (auch: *emerging economy, developing economy*, zu deutsch: Wachstumsmarkt, aufstrebender Markt) geht zurück auf eine Definition der Weltbanktochter International Finance Corporation (IFC). Er steht im Gegensatz zum „entwickelten“ oder „etablierten“ Markt (*mature/established market*) industrialisierter Wirtschaftsnationen und bezeichnete ursprünglich eine Volkswirtschaft mit geringem bis mittlerem Pro-Kopf-Einkommen und Entwicklungsdefiziten des Kapitalmarktes (vgl. Mobius 1995: 13ff). Der Internationale Währungsfonds (IWF) definiert *emerging markets* inzwischen jedoch rein auf die Finanzmärkte bezogen als „developing countries' financial markets that are less than fully developed, but are nonetheless broadly accessible to foreign investors“ (IWF 2004: 154). Aus Investorensicht sind dies „those developing countries in which capital markets are advancing in size, activity, or sophistication“ (Mwenda 2000).⁷ Charakteristisch für Wachstumsmärkte sind die Befreiung von finanzieller Repression – also der weitreichenden staatlichen Kontrolle hinsichtlich der Größe und Struktur des Finanzsektors

⁶ Mobius bezeichnet China als „das unverkennbarste und wichtigste Beispiel für die Emerging Markets unserer Zeit“. (1995: 75); der Economist führt China zusammen mit 24 anderen Volkswirtschaften in der aktuellen *emerging markets*-Liste (s. www.economist.com).

⁷ Der Begriff des *emerging market* ist inhaltlich weit gefasst und nicht eindeutig zu den Begriffen Entwicklungs-, Schwellen- und Transformationsland abgegrenzt. In Ermangelung einer klarer abgegrenzten analytischen Kategorie im Bereich Finanzmärkte wird er jedoch im Folgenden verwendet.

und Unterdrückung von Marktmechanismen in der Finanzintermediation⁸ – sowie interne und externe Liberalisierung (vgl. Schlichting 2003: 7f; Schröder 1994: 21f). Anlagen in *emerging markets* bieten Investoren höhere Renditen als Anlagen in entwickelten Märkten, weisen jedoch ebenso höhere Volatilitäten und Risiken auf (vgl. Barry/Lockwood 1995, zit. n. Mwenda 2000).

Goodhart weist darauf hin, dass „in developing countries the general analysis of, rationale for, and principles of, financial regulation are not fundamentally different“ (2001: 99)⁹; gleichwohl existieren spezifische Regulierungsbedingungen und -probleme sowie ein insgesamt größerer Bedarf an Regulierung (ebd. 104). *Emerging markets* weisen oftmals Kennzeichen der Marktunreife und noch bestehender Elemente finanzieller Repression auf: Die Finanzsysteme sind nur von geringer Größe, in der Regel sind nicht alle Teilmärkte des Finanzsystems gleich weit entwickelt, es mangelt an institutionellen Investoren und unabhängigen Intermediären. Makroökonomische Schlüsselgrößen sind teils volatil, teils stark reglementiert (z. B. hohe Inflationsraten, administrativ beschränkte Zinssätze), für Großbanken existieren implizite staatliche Garantien („weiche Budgetbeschränkung“) und das gesamte Finanzsystem ist krisenanfällig. Regulierung und Marktaufsicht sind oftmals defizitär und lückenhaft, es mangelt an qualifiziertem Personal und adäquaten Daten. Hinzu kommen größere Informationsasymmetrien als in entwickelten Märkten, strukturelle Defekte wie fehlende Rechtssicherheit und politische Einflussnahme auf Marktakteure und Regulierungsgänge (vgl. Goodhart 2001: 98ff; Schröder 1994: 19ff; Schlichting 2003: 5ff; Litan/Pomerleano/Sundararajan 2003: 4). Charakteristisch sind zudem die Ausgangsbedingungen eingeschränkter Staatskapazität (Morgenstern 2000) sowie das Erbe staatlicher gelenkter Wirtschaftspolitik¹⁰: Im planwirtschaftlichen System „[i]t was presumed that state planners would make basic decisions about economic policy and that financial institutions existed to assist planners in monitoring compliance with the plan.“ (OECD 2002: 498). Das inländische Finanzsystem stellte somit „einen passiven Kanal dar, um Investitionen in politisch ausgewählte Bereiche der Staatswirtschaft zu lenken“ (Heilmann 2002: 41)¹¹; auch in ehemaligen planwirtschaftlichen Systemen dient das inländische Finanzsystem oftmals weiterhin als „Instrument staatlicher Wachstumspolitik“ (Schröder 1994: 26).

Einordnung der VR China

Die chinesische Wirtschaft ist im Übergang von der hierarchisch-zentral organisierten Planwirtschaft zur wettbewerblich organisierten Marktwirtschaft begriffen. Finanzielle Repression ist weiterhin gegeben, Lardy stuft das chinesische Finanzsystem als „semi-repressed because of distortions in the interest rate structure“ ein (2000a: 11). Schlichting (2003: 25) verortet China im unteren Drittel der Liberalisierungsbandbreite von *emerging marketes*. Trotz Öffnungs- und Liberalisierungsmaßnahmen ist in China insgesamt „die politisch-administrative Einflussnahme auf Unternehmen und Märkte [...] weiterhin äußerst bedeutsam“ (Heilmann 2002c: 167). Im Finanzsystem zeigt sich dies im Fortbestand planwirtschaftlicher Elemente und Allokationsmechanismen, im weiterhin aufrecht erhaltenen Kontrollanspruch über ökonomische Schlüsselgrößen, Prozesse und Akteure durch politische Entscheidungsträger sowie in der nahezu vollständigen staatlichen Eigentümerschaft der Finanzmarktakteure (vgl. OECD 2002: 460). Zudem ist die gesamte Einführung, Entwicklung und Regulierung der chinesischen Wertpapiermärkte politischen Zielsetzungen, insbesondere den Prioritäten der Reformpolitik wie der Mobilisierung von Kapital für die Finanzierung staatseigener Unternehmen untergeordnet (vgl. Gottwald/Heilmann 2002: 15; Heilmann 2002a: 41; Zhang Y. 2001:

⁸ Zu Ausprägungen der finanziellen Repression zählen beispielweise die staatliche Kreditlenkung sowie administrativ vorgegebene Zinsobergrenzen unterhalb des Marktgleichgewichts (weitere Ausprägungen s. Schlichting 2003: 7f).

⁹ Goodhart (2001) verwendet die Begriffe „developing country“ und „emerging market“ synonym.

¹⁰ In Zentralverwaltungswirtschaften ist die finanzielle Repression besonders ausgeprägt: Alle Wirtschaftsbereiche werden staatlich koordiniert, makro- und mikroökonomische Schlüsselgrößen (wie Preise und Zinsen) administrativ festgelegt und die Allokationsergebnisse über Produktions- und Kreditpläne hierarchisch-zentral bestimmt (Kreditlenkung). Die relevanten Akteure, v. a. Industrieunternehmen und Finanzintermediäre, sind weitgehend verstaatlicht, Staat und Wirtschaft eng verflochten (vgl. Schlichting 2003: 7ff; Gabler 2000).

¹¹ „[F]inancial institutions essentially validated orders taken elsewhere in the decision making structure“ (OECD 2002a: 475f).

18; OECD 2002a: 475f, 498, 500). Auch der „Zickzackkurs“ der Regulierung des Wertpapiermarktes ist darauf zurückzuführen, dass „[r]egulatory capability and efficiency of the PRC securities market are seriously affected by Chinese politics and policies“ (Zhang Y. 2001: 3). Nichtsdestotrotz haben regulatorische Kapazität und Effizienz im Finanzmarktbereich zugenommen (vgl. ebd.; OECD 2002: 485).

Diese politisch-institutionellen Charakteristika und bestehende Entwicklungsdefizite des chinesischen Finanzsystems sind jedoch nicht allein auf die zuvor erwähnten „chinesischen Besonderheiten“ zurückzuführen. Die OECD weist darauf hin, dass „[t]hese weaknesses [in China's financial system capabilities] stem in part from conditions common to developing and transition economies“ (2002: 460). Auch Schlichting konstatiert: „Das Fortbestehen politischer Eingriffe in die entstehenden Märkte, fehlende politische Bereitschaft zu einer schnelleren Marktentwicklung und die fortbestehende enge Verflechtung von Staat und Wirtschaft macht China jedoch nicht zu einem besonderen Emerging Financial Market, wenngleich das Fortbestehen leninistischer politischer Institutionen und des Führungsanspruches der kommunistischen Partei die Neudefinition der Grenzen zwischen Staat und Markt erschwert.“ (Schlichting 2003: 25, Hervorh. im Original).

2.2 Kapital- und Anleihemarktentwicklung

Auf die Vorstellung der Grundlagen der Finanzmarktregulierung folgt nun der zweite theoretische „Baustein“: Zunächst werden Hintergründe und Bedeutung der Kapitalmarktentwicklung in *emerging markets* herausgearbeitet, anschließend wird der Stellenwert der Anleihemarktentwicklung behandelt. Es folgt ein Abschnitt, welcher das Ratingwesen als zentralen Bestandteil der für Kapital- und Anleihemarktentwicklung notwendigen Marktinfrastruktur kennzeichnet.

Kapitalmarktentwicklung in emerging markets

Die asiatische Finanz- und Währungskrise 1997/98 („Asienkrise“) hat in aller Deutlichkeit die mit ineffizienten Finanzsystemen¹², insbesondere unterentwickelten Kapitalmärkten, verbundenen Risiken und Kosten vor Augen geführt. Die Konsequenz aus diesen Erfahrungen und eine der wichtigsten Post-Krisen-Strategien für die asiatischen *emerging markets* ist die verstärkte Förderung der inländischen Kapitalmarktentwicklung. Ein besonderes Augenmerk kommt der Entwicklung inländischer Anleihemärkte (*local-currency bond markets*) zu: „policymakers have become increasingly concerned about the absence of broad, deep, resilient bond markets in Asia“ (Herring/Chatusripitak 2001: 4). Internationale Organisationen nehmen sich verstärkt des Themas an¹³; die IFC misst der Entwicklung nationaler Anleihemärkte in ihrer Arbeit inzwischen sogar „strategische Priorität“ bei (Jabre 2000: 41).

Im Entwicklungsprozess der *emerging markets* nimmt die Kapitalmarktentwicklung jedoch nicht nur als Krisenvermeidungsstrategie eine wichtige Rolle ein: „emerging markets require healthy capital markets if they are to reap full advantage of finance in promoting real growth in their economies“ (Litan/Pomerleano/Sundararajan 2003: 17). Primärfunktion der Kapitalmärkte ist die Bereitstellung von langfristigem Risiko- und Beteiligungskapital; somit wird der Prozess der Fristen- und Risikotransformation erleichtert und langfristiges Investitionskapital bereitgestellt (vgl. Schröder 1994: 63).¹⁴ Für *emerging markets* dienen Kapitalmärkte als eine Art „funding bridge‘ connecting the developmental needs of an emerging economy with capital sources in the domestic and external private sector“ (Norton/Sarie-Eldin 1996: 336). Durch solide, diversifizierte Investitionsmöglich-

¹² Definition nach Schröder (1994: 20): „Unter Finanzsystem wird [...] die Gesamtheit der Finanzmärkte und der auf diesen Finanzmärkten agierenden Finanzinstitutionen einschließlich der monetären Autoritäten verstanden.“ Der Begriff „Finanzmärkte“ umfasst Geldmärkte (kurzfristige Geld- und Kreditgeschäfte) und Kapitalmärkte (mittel- bis langfristige Kreditgeschäfte).

¹³ IFC (Harwood 2000), Asian Development Bank (ADB) (Kim 2001), Weltbank (Litan/Pomerleano/Sundararajan 2003), OECD (Blommestein 2002) und International Organization of Securities Commissions (IOSCO) (Morgenstern 2000).

¹⁴ Zu Kapitalmarktfunktionen im Detail s. Batten/Kim (2001: 7).

keiten werden sowohl inländische Spareinlagen mobilisiert – und somit hohe inländische Sparraten in langfristige Entwicklungsressourcen transformiert (vgl. Kim/Suleik 2001: 102) – als auch ausländische Direktinvestitionen angezogen. Die Entwicklung des inländischen Kapitalmarktes verschafft zudem den dynamischsten örtlichen Unternehmen Zugang zu den globalen Kapitalmärkten, weitet den Kapitalzugang für kleine und mittlere Unternehmen aus, dehnt Finanzdienstleistungen auf die unversorgten ärmeren Bevölkerungsschichten aus und erfüllt somit Schlüsselfunktionen für die Entwicklung von *emerging markets*. Eine wichtige Antriebskraft für den Aufbau funktionsfähiger Kapitalmärkte ist neben Krisen die Gefahr der „Kapitalkluft“ (*capital divide*), das Risiko einer Marginalisierung im globalen Finanzsystem aufgrund eines unterentwickelten Kapitalmarktes (vgl. Morgenstern 2000).

Anleihemarktentwicklung

Anleihen (auch als *bonds*, festverzinsliche Wertpapiere oder Obligationen bezeichnet) sind Schuldverschreibungen mit festgelegter Laufzeit und Tilgung sowie einer bestimmten – festen oder variablen – Verzinsung. Sie sind Instrumente der Fremdfinanzierung und dienen der Deckung langfristigen Kapitalbedarfs sowohl von staatlichen Akteuren (*government bonds*) als auch von Unternehmen (*corporate bonds*) und Finanzorganisationen (*financial bonds*) (vgl. Büschgen 2001: 77).

Ein entwickelter Anleihemarkt erhöht die Effizienz einer Volkswirtschaft und vermindert die Krisenanfälligkeit, indem „interest rate, foreign exchange, and refunding exposures“ reduziert werden (Harwood 2000: 3; vgl. Herring/Chatusripitak 2001: 4). Insbesondere stellt ein inländischer Anleihemarkt, v. a. der Unternehmensanleihemarkt, eine Alternative zur Kreditfinanzierung durch Banken dar und trägt zur Diversifizierung der Finanzierungsquellen für Industrie- und Infrastrukturfinanzierung und somit zur einer breiteren Streuung finanzieller Risiken bei. Durch den verstärkten Rückgriff auf inländische Finanzierungsquellen wird die Abhängigkeit von externen Quellen (internationale Bankkreditvergabe und internationale Anleihemärkte) reduziert. Zudem werden große Infrastrukturprojekte über Anleiheemission leichter finanzierbar (vgl. Kim/Suleik 2001: 101f; Blommestein 2002: 170, 177). Bröker merkt an, dass „[a] bond market could not have a proper place and function in a financial system irrespective of the way in which the economy in general is managed. [...] a bond market that deserves to be called a ‘market’, needs to provide sufficient scope for the working of competition and market forces [...]“ (1993: 10).¹⁵

Ratingwesen als Teil der Marktinfrastruktur

Notwendige Bedingungen bzw. „key institutional ingredients“ (Blommestein 2000: 172) der Kapital- und Anleihemarktentwicklung sind das Vorhandensein und die Mitwirkung der entsprechenden Marktteilnehmer (Emittenten, Investoren, Intermediäre), ein Regulierungs- und Überwachungsregime sowie eine adäquate Marktinfrastruktur.¹⁶ Die Mehrzahl der Studien hebt die Bedeutung der Marktinfrastruktur hervor (Litan/Pomerleano/Sundararajan 2003; Kim 2001; Turner 2002)¹⁷, wohingegen bei Harwood (2000) die aktive Beteiligung der Markakteure stärker in den Vordergrund rückt.

¹⁵ Zu Schwierigkeiten der Anleihemarktentwicklung s. Harwood (2000: 8f), zu Voraussetzungen und Hauptfolgsfaktoren s. Harwood (2000: 10ff).

¹⁶ „[M]arket infrastructure is providing an efficient and safe environment for securities transactions, including ensuring legal title to securities, clearing and the settlement of transactions, and by enabling price discovery information.“ (Blommestein 2002: 172).

¹⁷ Dieser Ansatz ist jedoch auch Gegenstand der Kritik, z. B. seitens der Rating-Agenturen: „Some involved in building capital markets think creating markets is a technical, top-down, infrastructure-building exercise. [...] Expecting, once the systems are plugged in and doors opened for business a market to spring into life. Unfortunately, ‘build it and they will come’ approach often does not work. Doors are opened, systems are turned on, and markets do not function.“ (Abeyseuriya 2001: 2, Fitch).

Unabdingbare Komponente einer adäquaten Marktinfrastruktur ist ein funktionierendes Ratingwesen (vgl. Batten/Kim 2001: 30ff; World Bank, zit. n. Kumar 1997a: 17; Kim/Suleik 2001: 113f; Blommestein 2002: 171)¹⁸, denn:

„For the bond market to be developed, mechanisms are needed to ensure that the market value of securities reflects correct market perceptions of relative borrower risk and other fundamentals. For this purpose, bond markets should be competitive and all participants should have access to information to help them value securities correctly. To this end, an economy must have a stable, consistent, and accessible framework for the timely and accurate analysis and interpretation of information about issuers and securities.“ (Batten/Kim 2001: 30f)

Rating-Agenturen fungieren als „market builder“ (Blommestein 2002: 181), ihnen wird eine „katalytische Rolle“ in der Anleihemarktentwicklung zugeschrieben (ebd. 187). Endo zufolge ist das Ratingwesen eine derjenigen Infrastrukturkomponenten, „[which] are so essential that the absence, deficiency or inefficiency of such systems may effectively impede the development or functioning of a bond market“ (2000: 25). Insbesondere für die Entwicklung von Unternehmensanleihemärkten (*corporate bond markets*) ist die Infrastrukturkomponente Ratingwesen von zentraler Bedeutung, manche bezeichnen sie sogar als Grundvoraussetzung („key prerequisite“) (Turner 2002: 7; Blommestein 2002: 171; vgl. Endo 2000: 30; Kumar 1997b: 46).

3 Ratingwesen und Kapitalmarktentwicklung

Das folgende Kapitel ist in drei Unterkapitel gegliedert: Kapitel 3.1 führt in die Grundlagen des Ratingwesens ein und stellt insbesondere die Funktionen von Ratings aus der Sicht der jeweiligen Markakteure dar. Kapitel 3.2 analysiert anhand des aktuellen Forschungsstandes die verschiedenen Funktionen von Rating-Agenturen und bringt die wesentlichen Kritikpunkte an der Rolle der Agenturen vor. Im letzten Unterpunkt werden zunächst die Funktionen eines inländischen Ratingwesens im Allgemeinen erläutert, bevor im Anschluss daran acht eigenständig erarbeitete Voraussetzungen und Kriterien eines funktionsfähigen Ratingwesens vorgestellt werden.

3.1 Überblick zu den Grundlagen des Ratingwesens

Ratings und Rating-Agenturen

Rating-Agenturen (*credit rating agencies*, CRAs) sind Unternehmen im Finanzdienstleistungsbereich, die sich auf die Bewertung der Kreditwürdigkeit von Schuldern und Schuldtiteln mittels so genannter Ratings spezialisiert haben und diese Bonitätsbeurteilungen öffentlich zugänglich machen. Der Terminus Rating (auch: *credit rating*, *bond rating*) bezeichnet zum einen die angewandte Methode der Finanzanalyse und die einzelnen Schritte der Beurteilung. Zum anderen bezieht sich der Begriff jedoch auch auf das Ergebnis dieses Prozesses, das letztliche Urteil bzw. die Klassifizierung anhand einer Art Note auf einer zuvor definierten ordinalen Bewertungsskala (vgl. Gündling/Everling 1994: 727; Everling 1991: 23f). Unter einem *credit rating* ist die „Bewertung der Fähigkeit, der rechtlichen Bindung und der Bereitschaft eines Emittenten zu verstehen, die ihm durch die Herausgabe verzinslicher Wertpapiere entstandenen Zahlungsverpflichtungen rechtzeitig und in vollem Umfang zu erfüllen“ (Peters 2001: 28). Es handelt sich hierbei – wie von den Agenturen ausdrücklich betont – um „Meinungen“ (*opinions*) bezüglich der Kreditnehmerqualitäten, nicht um Kauf- oder Verkaufsempfehlungen (vgl. z. B. Moody's 2002: 5). Im Unterschied zum Ergebnis einer Aktienanalyse enthält ein Rating keine Handlungsanweisung, sondern dient lediglich als Maß

¹⁸ Zur Marktinfrastruktur gehören weiterhin ein Rechnungslegungssystem, Publizitätsvorschriften, ein geregeltes und effizientes Insolvenzverfahren sowie Rechtssicherheit, insbesondere der Schutz von Eigentumsrechten und die Gewährleistung der Einhaltung von Verträgen (vgl. Sundararajan/Karacadag/Elliott 2003: 5, 14).

für die relative Ausfallwahrscheinlichkeit, kurz für das relative Risiko eines Finanztitels (vgl. Gündling/Everling 1994: 728; Büschgen 2001: 244).

Credit ratings sind je nach Gegenstand der Bonitätsbeurteilung zu unterteilen in Emissionsratings (*issue ratings*), welche sich auf einzelne Finanztitel (Anleihen) beziehen, und Emittentenratings (*issuer ratings*). Der Geschäftsbereich von Rating-Agenturen geht jedoch oftmals über das Kerngeschäft des reinen *credit rating* hinaus: Weitere Rating-Objekte sind Eigenkapitaltitel (Aktienrating), Geldmarkt- oder Rentenfonds (Fondsrating), *bank loan ratings*¹⁹ sowie *financial strength ratings* von Versicherungen, Banken und anderen Finanzorganisationen²⁰ (vgl. Heinke 1998: 18; Estrella 2000: 97ff).

Das Ratingurteil wird manifest in einem Ratingsymbol, d. h. in einer Kombination aus Buchstaben und Ziffern in Verbindung mit so genannten Modifikatoren (+/- oder 1/2/3), welche in komprimierter Form das relative Maß der Kreditwürdigkeit darstellen soll.²¹ Mit der Zuordnung eines Ratingsymbols geht automatisch die Grobkategorisierung in Investmentbereich (*investment grade*) und spekulativen Bereich (*speculative grade*) einher.²² Diese Grenze bzw. der Wechsel von der einen in die andere Klasse durch eine Ratingrevision (*upgrading/downgrading*) ist von immenser Bedeutung, da nicht nur Kapitalbeschaffungskosten und Kapitalzufluss, sondern auch Anlegerverhalten und Regulierungsbestimmungen daran gekoppelt sind.

Entwicklung des Ratinggeschäfts und globaler Ratingmarkt

Die Anfänge des *credit rating* gehen zurück bis ins frühe 20. Jahrhundert. Bis zu den 1970er Jahren war das Ratingwesen eine institutionelle Besonderheit des US-amerikanischen Finanzmarktes, erst seitdem erhielt es eine globale Dimension. Wesentlich für Aufstieg und globale Ausbreitung der „*credit rating industry*“ (Cantor/Packer 1994) waren folgende Faktoren: die strukturellen und qualitativen Veränderungen der Finanzmärkte selbst, die Tendenz zur Verbriefung und Disintermediation im Kreditgeschäft, die zunehmende Finanzierung von Staaten über die Kapitalmärkte, die Diffusion von US-amerikanischen Marktpraktiken und Prozessen der Standardisierung sowie die Indienstnahme der Ratings durch Regulierungsbehörden.

Der Ratingmarkt wird weltweit von drei US-amerikanischen Unternehmen dominiert: Moody's Investors Service (Moody's), Standard & Poor's (S&P's) und Fitch Ratings (Fitch).²³ Diese drei Unternehmen bieten jeweils einen anleihe- und branchenübergreifenden umfassenden Ratingservice an und operieren transnational (weitere, vergleichende Angaben s. Anhang 7.2). Sowohl in entwickelten Volkswirtschaften als auch in *emerging markets* wurde zudem der Aufbau eines inländischen Ratingwesens vorangetrieben. Kleinere, oftmals stärker spezialisierte Agenturen wurden gegründet, die auf den heimischen Markt begrenzt arbeiten und somit keine echte Konkurrenz für die globalen Marktführer darstellen. Nach einer Studie der Bank for International Settlement (BIS) e-

¹⁹ „Bank loan ratings are meant to capture the benefits of seniority, covenants, collateral, and other repayment protections that may accrue specifically to holders of bank debt, in addition to the overall creditworthiness of the firm. Thus, bank loan ratings help creditors to assess the extra protection that may be available to holders of bank loans relative to bondholders or other creditors.“ (Estrella 2000: 99).

²⁰ *Financial strength ratings* von Banken bewerten „a bank's 'intrinsic safety and soundness' and exclude external credit risks and credit support elements that are addressed by traditional debt and deposit ratings. Financial strength ratings measure the likelihood that a bank will require assistance from third parties, such as its owners, industry group, or official institutions.“ *Financial strength ratings* von Versicherungen „measure an insurance company's ability to pay punctually policyholder claims and obligations under its insurance policies and contracts.“ (Estrella 2000: 98).

²¹ Die Bewertungsskala reicht bei Anleihen mit einer Laufzeit von über einem Jahr in der Regel von 'Triple-A' (AAA bzw. Aaa), der bestmöglichen Bewertung, über zahlreiche Stufen (bei den internationalen CRAs mehr als 20 sog. *rating notches*) bis hin zur Wertung C (Moody's) oder D (S&P's, Fitch). Jedem Ratingsymbol ist zudem eine allgemeine Definition zugeordnet (s. Anhang 7.4).

²² Alle Anleihen mit einem Rating BBB- bzw. Baa3 oder höher fallen in den Investmentbereich, alle Anleihen mit dem Rating BB+ bzw. Ba1 oder niedriger werden in den spekulativen Bereich eingestuft (vgl. Everling 1991: 48f).

²³ Fitch Ratings ist hervorgegangen aus einer Fusion der Rating-Agenturen Fitch Investors Service, IBCA, Duff & Phelps Credit Rating Co. und Thomson Bank Watch. Den Ratingmarkt stuft Smith/Walter ein als „close to a duopoly (even in the presence of a third major contender)“ (2002: 302).

xistieren 130 bis 150 nationale und/oder internationale Rating-Agenturen weltweit (vgl. Estrella 2000: 20).

Das Ratingbusiness (der branchenführenden Unternehmen) ist ein extrem profitables Geschäft mit sehr hohen Gewinnmargen und Umsatzrenditen. Im Jahr 2001 lag der Branchenumsatz bei 2,1 Mrd. US-\$; wovon die „Großen Drei“ (Moody's, S&P's, Fitch) ca. 94% untereinander aufteilten (NZZ 2003; Details s. Partnoy 2002: 73; White 2001: 17f). Haupteinnahmequelle sind die Zahlungen der Emittenten für Erstellung und Überprüfung der jeweiligen Ratings, sie machen ca. 80-95% der Gesamteinnahmen aus. Als das wichtigste Kapital der CRAs gilt „a reputation for technical competence, continuity, transparency, objectivity and impartiality“ (Smith/Walter 2002: 290). Die vorrangige Bedeutung von Reputation und Glaubwürdigkeit für das Geschäft der Agenturen bzw. die hohen Kosten eines Reputationsverlusts garantieren – so die Argumentation – eine hinreichende Qualität und Objektivität der Bonitätsurteile – Schwarcz spricht gar von einer „de facto accountability of rating agencies through reputation“ (2001a: 303).

Charakteristisch für die Ratingbranche ist – trotz der verbreiteten Regulierung *durch* Ratings (d. h. einer Indienstnahme von Ratings zu Regulierungszwecken) – ein Mangel an Regulierung *des* Rating bzw. *der* Rating-Agenturen: Sowohl auf nationaler als auch auf internationaler Ebene mangelt es an einer Kontrolle der Ratingqualität sowie an einer adäquaten Marktaufsicht für CRAs (vgl. Randow 1996; Brown 2003). In einem IOSCO-Dokument zu Rating-Agenturen heißt es: „The majority of Task Force members indicated that no particular government agency in their jurisdiction exercises oversight authority over CRAs as such. However, members indicated that CRAs operating in their jurisdictions are nonetheless subject to a variety of securities and financial regulations and statute [...]“ (IOSCO 2003b: 6). Auch im weltweit bedeutendsten Ratingmarkt und Sitz der marktführenden Unternehmen, den USA, sind Rating-Agenturen bislang nicht wirkungsvoll reguliert; sie bewegen sich faktisch in einer regulatorischen Lücke. Die einzige Form der Regulierung stellt bislang die seit 1975 praktizierte Anerkennung als „Nationally Recognized Statistical Rating Organization“ (NRSRO) durch die Securities and Exchange Commission (SEC) dar. Diese erfolgt nach einem bislang nicht formalisierten Verfahren und vagen Bewertungskriterien²⁴, ist jedoch Voraussetzung für die aufsichtsrechtliche Relevanz eines Ratings, d. h. nur das Bonitätsurteil einer als NRSRO anerkannten Agentur kann zur Erfüllung aufsichtsrechtlicher Bestimmungen herangezogen werden (vgl. Schwarcz 2001a: 297f; Peters 2001: 144ff, 180). Als wichtigstes Kriterium gilt die verbreitete Anerkennung als glaubwürdige und zuverlässige Quelle durch die wichtigsten Kapitalmarktakteure in den USA (vgl. Hunt 2002). Kerwer spricht hier von einem „regulatory catch 22“ (2001: 23; s. auch White 2001: 27): Nur diejenigen Agenturen, deren Ratings nachgefragt werden, bekommen den NRSRO-Status; doch da nur die Ratings von bereits anerkannten NRSRO-Agenturen 'regulierungsrelevant' sind, ist und bleibt die Nachfrage nach Ratings anderer Agenturen sehr gering. Somit stellt die NRSRO-Regulierung eine erhebliche Marktzugangsbarriere und Wettbewerbsbeschränkung dar.

Ratings aus der Sicht der Markttekteure

Im Folgenden werden die wesentlichen Funktionen von Ratings aus der Sicht der jeweiligen Markttekteure (Rating-Agenturen, Anleger, Emittenten, Regulierungsbehörden) dargestellt (vgl. IOSCO 2003b: 6ff):

Rating-Agenturen treffen Aussagen hinsichtlich der Qualität der Kapitalnachfrage, kurz: sie geben Risikoeinschätzungen ab. Mit der Durchführung und Vermarktung dieser Art der Finanzanalyse verfolgen die Unternehmen erwerbswirtschaftliche Zwecke, d. h. das Rating ist Unternehmensgegenstand (vgl. Gündling/Everling 1994: 727).

Aus Sicht der *Anleger* dienen Ratings in erster Linie der Reduktion von Transaktionskosten, genauer gesagt von Kosten für Informationsbeschaffung und -analyse. Die Bonitätsbeurteilungen werden als „easily usable tools for differentiating credit quality“ (El Daher 1999: 1) perzipiert und

²⁴ Zwar wurden 1994 und 1997 Vorschläge zur Formalisierung der Kriterien der NRSRO-Anerkennung und -Überwachung gemacht. Diese wurden jedoch bislang nicht umgesetzt.

ermöglichen die Vergleichbarkeit verschiedener Emittenten und Anlageformen. Sie stellen daher wichtige Orientierungshilfen und Parameter der Anlageentscheidung dar. Des weiteren dienen sie als Screening-Instrumente zur Überwachung des Kapitalnehmers hinsichtlich der Einhaltung der vereinbarten Zahlungen (vgl. Hoffmann 1991: 32; Heinke 1998: 36f, 51). *Institutionellen Investoren* (Pensionsfonds, Versicherungen etc.) dienen Ratings nicht mehr nur als relatives Maß zur Orientierungshilfe, sondern auch zunehmend als absolutes Maß für interne Investitionsrestriktionen: Die Bonitätsurteile finden Eingang in Richtlinien, welche minimale Sicherheitsanforderungen definieren und eine Beschränkung auf Investitionen bis zu einer bestimmten Risikostufe vorschreiben. Somit fungieren sie als Schwellenwerte für Anlageentscheidungen bzw. lösen eine Art Verkaufsautomatismus aus, sobald ein Rating unter einen bestimmten Wert (meist: *investment grade*) sinkt. Darüber hinaus werden Ratings auch in anderer Form als *trigger* (Auslöser) verwendet und bewirken beispielsweise eine automatische Änderung der Zinshöhe oder ein sofortiges Einlösen der Zahlungsverpflichtung (vgl. The Economist 2002a: 75; Dieter 1999: 81; Moody's 2002: 4; SEC 2003). Verstärkt wird dieser Trigger-Effekt durch die Kopplung aufsichtsrechtlicher Sanktionen an die Bonitätsurteile, da sich unternehmensinterne Richtlinien oftmals an Schwellenwerten der Regulierung orientieren („regulatory thresholds“, White 2001: 20).

Für den *Emittenten* ist das Rating in mehrerlei Hinsicht von Bedeutung: Ratings sind oftmals faktische Voraussetzung für den Kapital- bzw. Marktzugang von Emittenten und die Platzierung eines Finanztitels überhaupt (vgl. Heinke 1988: 55; Peters 2001: 30, 45; Fight 2001: 5). Wenn es nicht schon durch regulatorische Auflagen obligatorisch für Emission oder Markteintritt ist, so wirkt ein Rating „akzeptanzerhöhend“ (Büschen 2001: 244). Es bietet somit die Möglichkeit, ein breiteres Anlegerpublikum zu erschließen (insbesondere institutionelle Investoren) und erhöht sowohl Liquidität als auch Marktfähigkeit des Finanztitels (vgl. Heinke 1998: 55; Maltzan Pacheco 2000: 60). Ratings werden dabei als „Gütesiegel“ (Balzer/Ehren 1998: 68) oder „credit passport“ (Abeyseuriya 2001: 7) wahrgenommen und erfüllen eine Zertifizierungsfunktion: Die Dienstleistung der Rating-Agenturen ermöglicht es dem Emittenten, die eigene Glaubwürdigkeit als Schuldner zu dokumentieren und schafft beim Kapitalgeber Vertrauen, welches die wesentliche Voraussetzung für das Zustandekommen von Kreditgeschäften ist (vgl. Radow 1996: 548; Murphy 1999: 6; Heinke 1998: 60). Von Bedeutung ist dies insbesondere für Unternehmen oder Staaten, die erstmals an den internationalen Finanzmärkten auftreten (vgl. Fight 2001: 5).

De facto bestimmt das Rating auch die Kosten der Fremdkapitalaufnahme, da das Bonitätsurteil einen erheblichen Einfluss auf die Höhe der Verzinsung hat.²⁵ Ein 'gutes' (hohes) Rating oder ein *upgrading* kommen einer Senkung der Kapitalkosten gleich, ein 'schlechtes' (niedriges) Rating oder ein *downgrading* erschweren und 'verteuern' die Mobilisierung von Kapital und können gravierende Folgen für die gesamte Finanzierung des Emittenten haben (s. o. Trigger-Effekt). Ein Rating gibt dem Emittenten zudem nicht nur „Aufschluss über die eigene leistungs- und finanzwirtschaftliche Situation“ (Heinke 1998: 52), v. a. im Vergleich mit anderen als „Instrument im Benchmarking“ (Heinke 1998: 53). Es wirkt sich auch disziplinierend auf den Emittenten aus und stellt einen Anreiz dar, sein „financial standing“ zu verbessern (Endo 2000: 30; EMC of IOSCO 2002: 34). Ratings haben auch „Ausstrahlungseffekte für das gesamte Unternehmensmarketing“ (Heinke 1998: 57) und werden u. a. zwecks Imageverbesserung als Investor-Relations-Maßnahme in Auftrag gegeben (Kniese, zit. n. Heinke 1998: 60). Darüber hinaus können sich Bonitätsurteil und Ratingrevisionen bei Unternehmen auch auf den Aktienkurs und das operative Geschäft, auf Kunden- und Lieferantenbeziehungen auswirken, ganz zu schweigen von einem möglichen Schaden durch ein unbeantragtes Rating oder Fehlbewertungen (vgl. FAZ 2001; Peters 2001: 30, 49f; Radow 1996: 557f).

Im Falle von Staaten als Anleiheemittenten sind über die Höhe des Schuldendienstes hinaus auch Höhe und Stabilität der Kapitalzuflüsse in diese Volkswirtschaft betroffen (vgl. Mathieson/Schinasi 2000: 58f) sowie „the composition of the investors present in a country“ (Maltzan Pacheco 2000:

²⁵ Je höher das Rating (d. h. je geringer das Ausfallrisiko), desto geringer ist der Zins (Risikoprämie), den der Emittent anbieten muss, um Käufer für die Anleihe zu finden. Umgekehrt: je niedriger das Rating (also je höher das Ausfallrisiko), desto höher der Zins. Heinke spricht von einer Gestaltungsfunktion für die Emissionspolitik (1998: 54).

50)²⁶. Zudem kann für Staaten ein *credit rating* eine Aufwertung des Landes als Finanzplatz mit sich bringen und gilt als „element in a plan for integrating the domestic economies into world capital markets“ (Maltzan Pacheco 2000: 50; vgl. Hoffmann 1991: 38).

Ratings werden darüber hinaus von *Regulierungsbehörden* in etablierten Märkten wie auch in *emerging markets* als Instrumente der Finanzmarktregulierung sowohl zur Sicherung der Stabilität des Finanzsystems als auch im Dienste der prudentiellen Regulierung des Kredit- und Versicherungswesens genutzt. Dies bietet die Möglichkeit, die Regulierung mittels flexibler Regeln, welche eine automatische Anpassung an verschiedene Risikograde gewährleisten, „risikosensibel“ („risk sensitive“) auszustalten (Kerwer 2001: 3, 19).

Ratings werden von Regulierern verwendet als:

- Emissionsvoraussetzung;
- Investitionsrestriktion, d. h. als Schwellenwert für die Anlage in bzw. den Handel mit Wertpapieren;
- Kriterium für Eigenkapitalanforderungen (im Rahmen von Kapitaladäquanzvorschriften): je niedriger das Rating, desto höher die erforderlichen Kapitalreserven;
- Kriterium im Hinblick auf Publizitätsvorschriften: je niedriger das Rating, desto strikter die Anforderungen (vgl. Gündling/Everling 1994: 730; Adams et al. 1999: 191; Peters 2001: 45f; Heinke 1998: 61ff; Kumar 1997a: 17f).

3.2 Rolle der Rating-Agenturen in den Finanzmärkten

Im Anschluss an diese funktionale Betrachtung des Rating werden nun Funktionen und Rolle der Rating-Agenturen dargestellt. Dabei kann unterschieden werden zwischen ihrer Primärfunktion als Informations- und Koordinationsdienstleister, ihrer Rolle in der Regulierung von Finanzmärkten sowie als „Verkäufer“ von Regulierungslizenzen. Danach wird die Kritik an der Rolle der Agenturen kurz dargestellt.

Primärfunktion: Informations- und Koordinationsdienstleister

Rating-Agenturen fungieren nach Obst/Hintner als Finanzintermediäre im weiteren Sinne, da sie durch ihre Geschäftstätigkeit den Handel zwischen Kapitalnehmern und -gebern erleichtern (oder gar erst ermöglichen) (2000: 202). Als spezialisierte Anbieter von Risikoevaluierungen konkurrieren sie mit dem Bankensektor und tragen zur weiteren Disintermediation bei (vgl. Maltzan Pacheco 2000: 49, 54f)²⁷. Sie können ihrem Betätigungsgebiet nach als „Gutachter“ in der Anbahnungsphase wirtschaftlicher Tauschvorgänge (Obst/Hintner 2000: 373) eingestuft werden, bzw. als „Informati onsdiensleister“ (Randow 1996: 548), da sich die Finanzdienstleistung im Wesentlichen auf Informationssammlung und -verarbeitung, kurz: Informationsproduktion beläuft.

Sinclair (1999, vgl. 1994, 2002) spricht von Koordinationsdienstleistungen, die CRAs durch die Setzung von Standards für andere Unternehmen erbringen²⁸. Ratings gleichen die grundlegenden Spielregeln auf den Kapitalmärkten an und stellen als „facts of the marketplace“ eine wichtige Entscheidungsgrundlage für das Verhalten der Marktakteure dar (2002: 284). Die Agenturen spielen im zufolge eine „infrastructural role, both greasing the wheels of capitalism through reducing uncertainty, and acting as gatekeepers when necessary“ (1999: 161). Neben der Standardsetzung hebt

²⁶ „[S]peculative investors (as a share of the total) are more important in low rated countries“ (Maltzan Pacheco 2000: 50).

²⁷ „Credit rating agencies, unlike commercial banks, do not risk their own money on the basis of their default risk assessments. Thus, in contrast to bank financing, with credit ratings, the funding activity can be potentially separated from credit analysis, which may enable both functions to be provided in more competitive markets.“ (Estrella 2000: 12).

²⁸ Bzgl. Standardsetzung s. auch Kerwer (2001, 2002).

Sinclair den Aspekt der Expertise und Wissensproduktion hervor²⁹. Insbesondere durch die Kombination aus lokalem Wissen und Expertenwissen verfügen die Agenturen über „epistemic authority“ und strukturelle Macht auf den Kapitalmärkten (2002: 280, 1999: 158f).

Rating-Agenturen als „De-facto-Regulierer“

Rating-Agenturen gelten als wichtige Beispiele der Privatisierung autoritativer Entscheidungsfindung und Regelsetzung (vgl. Cutler/Haufler/Porter 1999; s. Titel Sinclair 2002: „private makers of public policy“)³⁰. Denn obwohl Rating-Agenturen privatrechtlich organisierte Unternehmungen sind, werden sie zunehmend in einer „quasi-official role“ (Fight 2001: 223) bzw. als De-facto-Regulierer (vgl. ADB 2000: 48) gesehen, da sie „teilweise aufsichtsrechtliche Funktionen für die Finanzmärkte“ wahrnehmen (Peters 2001: 39). Diese schreiben sie sich nicht nur – im Namen der Marktakteure und im Rahmen ihrer Marketingstrategie – selbst zu³¹, vielmehr werden ihnen diese Funktionen auch von Seiten der Marktakteure (Everling 1991a: 203) sowie von Regulierungsbehörden³² und internationalen Organisationen (z. B. IOSCO 2003b: 11) zugewiesen. Die Tätigkeit von Rating-Agenturen diene, so die gängige Argumentation, der Verfolgung der Ziele der Finanzmarktregelung:

Rating-Agenturen gelten als „important elements of disclosure“ (El Daher 1999:1), da sie privilegierten Zugang zu internen Informationen haben, die sie über ihr Bonitätsurteil für alle Marktteilnehmer zugänglich machen. White bezeichnet ihre Tätigkeit als „fog piercing service“ (2001: 5), denn sie trage dazu bei, den 'Nebel' der asymmetrischen Information zu durchdringen und zu reduzieren. Ein entwickeltes Ratingwesen erhöht demnach Qualität und Quantität der verfügbaren Informationen über Emittenten, verbessert somit die Markttransparenz und dient dem Anlegerschutz (vgl. Endo 2000: 30). Aufgrund der Spezialisierung sowie aufgrund von Größenvorteilen und Synergieeffekten können die Transaktionskosten für Anleger gesenkt, „the duplication of information-generation efforts“ reduziert oder beseitigt (White 2001: 4) und somit Effizienzgewinne für den gesamten Markt erzielt werden.³³ Auch das durch die Rating-Agenturen etablierte Maß für das relative Risiko von Anleihen und die daraus resultierende risiko-basierte Differenzierung der Zinssätze tragen zu einer effizienten Ressourcenallokation und einer Senkung der Transaktionskosten bei. Gleiches gilt für die Anreize zur Verbesserung des „financial standing“ der Emittenten (Blommeistein 2002: 187; Endo 2000: 30).

Indem CRAs Risikoeinschätzungen abgeben, tragen sie zur Reduktion von Unsicherheiten und zur Minderung systemischer Risiken im Finanzsystem bei. Mit ihrem Beitrag zur Krisenprävention dienen sie den übergeordneten Zielen der Finanzmarktstabilität und der Sicherung der Funktionsfähigkeit des gesamten Finanzsektors. Ihnen wird daher die Rolle eines Frühwarnsystems, einer Sicherungsinstitution bzw. Marktkontrollinstanz zugeschrieben (vgl. El Daher 1999: 1; The Economist 1997: 82; Hillebrand 2001: 163; Maltzan Pacheco 2000: 54f, 57).

²⁹ Er bezeichnet Rating-Agenturen als „embedded knowledge networks (EKNs)“ (Sinclair 2002: 279). „EKNs are private institutions that possess authority as a result of a history of solving problems and acting as expert advisors in high-value transactions.“ (ebda).

³⁰ Sinclair stuft sie als „middle-level private forms of authority, equidistant on the one hand from the institutions characteristic of a private regime, and on the other, from informal industry practices“ (1999: 161) ein.

³¹ Z. B. Fitch: „[...] the very purpose of Fitch ratings is to improve efficiency of capital markets for the benefit of investors and all other market participants.“ (Abeysekera 2001: 8). Moody's: „Market participants have heightened expectations about the role of rating agencies as vehicles for greater issuer transparency and disclosure.“ Und: „We believe that the primary social value, or public good, that rating agencies can produce is greater efficiency in capital markets“ (2002: 3). Vgl. Aussage des Vorsitzenden von S&P, in: Sinclair (2002: 288).

³² Die SEC beispielsweise spricht von „quasi-public responsibilities“ der Agenturen (Hunt 2002).

³³ „The credit rating business is a major contributor to financial market efficiency“ (Smith/Walter 2002: 314).

„Verkäufer“ von Regulierungslizenzen

Doch erfolgt nicht nur die Zuschreibung einer aufsichtsrechtlichen Rolle für Rating-Agenturen, sondern auch verstärkt eine aufsichtsrechtliche Nutzung von Ratings: Regierungen neigen dazu, „to use features of the quasi-regulatory output of the rating agencies as substitutes for their own action“ (Sinclair 1999: 160). So ist durch die Einbindung von Ratings in Regulierungsbestimmungen eine rating-basierte Finanzmarktregulierung, bzw. gar eine „ratings-dependent regulation“ (Cantor/ Packer 1994: 1) entstanden. Erstmals wurden Ratings in den 1930er Jahren in den USA zu Regulierungszwecken in der Bankenaufsicht verwendet. Im Laufe der Zeit, vor allem seit den 1970er Jahren, wurde das Prinzip, „bestimmte rechtliche Folgen an die Qualität von Ratings zu koppeln“ (Peters 2001: 41f) auf eine Vielzahl aufsichtsrechtlicher Bereiche übertragen. Inzwischen nutzen die Aufsichtsbehörden nahezu aller US-amerikanischen Finanzmarktakteure die Bonitätsurteile der Agenturen für ihre Regulierungstätigkeit³⁴ (Details s. Cantor/Packer 1994 6f; vgl. SEC 2003). In den 1990er Jahren verbreitete sich die aufsichtsrechtliche Indienstnahme von Ratings auch in nahezu allen entwickelten Märkten sowie in *emerging markets* im lateinamerikanischen und asiatischen Raum (vgl. Estrella 2000: 3; ADB 2000: 48). Auch auf supranationaler sowie internationaler Ebene fand diese Praxis ihren Niederschlag.³⁵ Die Ausweitung der Nutzung von Ratings auf eine Vielzahl von Regulierungsbereichen und die globale Diffusion dieser Praxis führte zu einer Ausrichtung von Investorenverhalten am Kreditwürdigkeitsstandard der Agenturen³⁶ und schuf eine zusätzliche, regulatorisch induzierte Nachfrage („regulatory demand“ nach: White 2001: 5).³⁷

Eine rating-basierte Finanzmarktregulierung verändert automatisch den Informationsgehalt des Rating sowie die Anreizstrukturen und den Geschäftsgegenstand der Agenturen (vgl. Estrella 2000: 13). Ratings informieren nun nicht mehr allein über die Ausfallwahrscheinlichkeit einer Zahlungsverpflichtung, sondern geben letztlich Auskunft über „the change in the bond's regulatory status“ (White 2001: 21), d. h. über die regulatorische Relevanz. Somit ändert sich auch die Substanz der Geschäftstätigkeit der Rating-Agenturen: Sie 'verkaufen' laut Partnoy neben Informationsdienstleistungen auch „regulatory licenses“, d. h. Verfügungsrechte bzw. „the right to be in compliance with various rules and regulations“ (2002: 81; vgl. Adams et al. 1999: 192). Dieser analytische Ansatz – von Partnoy auch als „regulatory license view“ bezeichnet – besagt: „ratings are valuable, not because they are accurate and credible, but because they are the key to reducing costs associated with regulation“ (Partnoy 2002: 73). Nur so könne das Paradoxon der anhaltenden Prosperität und wachsender Einflussmöglichkeiten der Ratingbranche bei gleichzeitig abnehmendem Informationswert der Ratings erklärt werden (Partnoy 2002: 65f).³⁸ Die rating-basierte Regulierung kann somit als wesentliche Triebfeder für den „Aufstieg“ der „Großen Drei“ und als Kern ihrer zentralen Rolle auf den internationalen Finanzmärkten – das heißt ihrer Machtfülle und Einflussmöglichkeiten auf nahezu alle wichtigen Finanzmarktakteure und -bereiche – gesehen werden.

³⁴ Ratings der NRSRO-Agenturen werden als „benchmarks in federal and state legislation, rules issued by financial and other regulators, foreign regulatory schemes, and private financial contracts“ (SEC 2003) verwendet.

³⁵ Eine erstmalige Regulierung mittels Ratings erfolgte in der EU-Kapitaladäquanzrichtlinie vom 15.03.1993 und in den Vorschlägen des Baseler Ausschusses für Bankenaufsicht von 1993 und 1995.

³⁶ Die regulatorische Indienstnahme von Ratings bedeutet, dass der durch private Akteure gesetzte (bzw. definierte und gleichzeitig auf seine Einhaltung hin überprüfte) Standard für Kreditwürdigkeit von staatlicher Seite hierarchisch durchgesetzt wird. Dies führt zu mangelnder Verantwortlichkeit der Agenturen, Kerwer (2001) spricht von einem „accountability gap“.

³⁷ In den USA wurde zusätzlich das Ratingangebot durch die NRSRO-Anerkennung regulatorisch begrenzt („regulatory restrictions on supply“). Dadurch entstand ein enormer Zuwachs an Geschäftstätigkeit – White spricht von einem „artificial lift in their business“ (2001: 22), ein Moody's-Analyst kommentiert: „We used to joke that SEC recognition was a licence to print money.“ (zit n. Fight 2001: 247). Die Wettbewerbsposition der Agenturen mit NRSRO-Status wurde verbessert, deren Marktmacht gleichsam 'zementiert'.

³⁸ Vgl. Levich/Majnoni/Reinhart: „Credit ratings are a limited and imperfect tool for assessing credit risk, but ratings are a well-established and well-recognized part of the financial landscape.“ (2002: 14).

Kritik an der Rolle der Agenturen

Bis zum „Versagen“ der Rating-Agenturen in der Asienkrise sowie im Fall Enron wurden Machtfülle und zentrale Rolle der Agenturen weithin akzeptiert (vgl. Maltzan Pacheco 2000: 57). Seitdem jedoch üben Finanzmarktexperten und Fachpresse verstärkt Kritik. Wichtige Kritikpunkte sind die Machtkonzentration und die fehlenden Sanktionsmöglichkeiten von Machtmisbrauch der „Großen Drei“, bedingt durch oligopolistische Marktstrukturen und Markteintrittsbarrieren, Interessenkonflikte und Anreize zum *moral hazard*-Verhalten sowie mangelnde Rechenschaftspflicht („accountability gap“, Kerwer 2001). Hinzu kommen der inkonsistente Regulierungsansatz der SEC, die Anreize des gegenwärtigen Regulierungsregimes zu *rating shopping*³⁹ und inflationärer Vergabe guter Ratings, die mangelnde Qualität und Objektivität der Ratings, die Intransparenz des Ratingprozesses und der Mangel an regulatorischer Kontrolle der Rating-Agenturen selbst (vgl. Smith/Walter 2002; SEC 2003; Adams et al. 1999: 191; Fight 2001: 243ff).⁴⁰

Die Analyse jüngster Krisen, insbesondere der Asienkrise, zeigt weiterhin, dass die Rating-Agenturen die ihnen zugeschriebenen Aufsichtsfunktionen aus unternehmerischen Motiven nicht wahrgenommen haben und der Aufgabe der Risikominderung nicht gewachsen waren. Mehr noch: Risiken und Instabilitäten an den Finanzmärkten wurden z. T. erst erzeugt durch prozyklisches Agieren der CRAs (vgl. Murphy 2000: 10; Details s. The Economist 1997; Hillebrand 2001: 163). Die Anreizstruktur einer privaten Unternehmung widerspricht der Wahrnehmung einer Aufsichtsrolle. Rating-Agenturen haben wirtschaftliche Anreize, Anlegerinteressen zu verletzen, da sich ein Handeln im Sinne der Emittenten-Interessen positiv auf die Ertragslage auswirkt (vgl. Peters 2001: 157ff). Dies wird insbesondere in Krisensituationen deutlich, wenn der Reputations-, d. h. der Marktkontrollmechanismus versagt und lediglich die Geschäftsbeziehungen zu bzw. die Verantwortung gegenüber den Kunden zählen. Eine Gesamtverantwortung für die Stabilität des Finanzsystems ergibt sich aus betriebswirtschaftlicher Sicht nicht. Vielmehr erwachsen aus Krisen gute Geschäftsmöglichkeiten für die Agenturen, denn: „the greater the perceived risk [...] the greater the demand for ratings“ (The Economist 1997: 87). Aufgrund dessen wird inzwischen vielfach gefolgert, dass „[t]he quasi-official regulatory role should therefore be removed from the rating agencies“ (Fight 2001: 247).

Ungeachtet dieser zahlreichen Kritikpunkte an der Rating- und Regulierungspraxis sowie an der Rolle der (internationalen) CRAs wird dem Aufbau eines inländischen Ratingwesens (oftmals nach US-amerikanischem Vorbild) ein zentraler Stellenwert für die Kapitalmarktentwicklung in *emerging markets* eingeräumt. Die Gründe hierfür werden aus der folgenden Darstellung der Funktionen eines inländischen Ratingwesens ersichtlich.

3.3 Ratingwesen und Kapitalmarktentwicklung in *emerging markets*

Funktionen eines inländischen Ratingwesens

Die Bedeutung eines funktionstüchtigen Ratingwesens für eine erfolgreiche Anleihemarktentwicklung wird in zahlreichen Studien internationaler Organisationen hervorgehoben (World Bank, zit. n. Kumar 1997a: 17; EMC of IOSCO 2002: 34; Kumar 1997b: 46; Endo 2000: 30). Auch politische Entscheidungsträger in asiatischen und lateinamerikanischen *emerging markets* „have become increasingly aware of the important role the credit rating agencies can play in the development and regulation of bond markets“ (Kumar 1997a: 17). Sie begannen in den 1990er Jahren, den Ausbau inländischer Ratingsysteme voranzutreiben. Doch während in entwickelten Märkten „the role and use of credit ratings have become institutionalized“ (Abeyseuriya 2001: 7), mangelt es in *emerging*

³⁹ Der Emittent lässt sich von denjenigen Agentur raten, die das beste Bonitätsurteil anbietet.

⁴⁰ Fight spitzt die wesentlichen Kritikpunkte wie folgt zu: „[...] the entire argument behind ratings can be summarised as a subjective exercise based on pseudoscientific methods, inconsistent criteria, and ethnocentric viewpoints practised by analysts who have no recognised qualifications and whose sole criterion for their credibility is the blind faith of the entities consuming their wares.“ (2001: 244).

markets weiterhin an etablierten CRAs und der Verankerung eines funktionsfähigen Ratingwesens (vgl. Blommestein 2002: 187).

In Kapitel 2.2 wurde bereits die grundlegende Funktion des Ratingwesens als unabdingbare Komponente der Marktinfrastruktur und Katalysator der Anleihemarktentwicklung ausgeführt. Im Folgenden sollen die darüber hinaus gehenden Funktionen eines inländischen Ratingwesens im Einzelnen kurz umrissen werden (vgl. Endo 2000: 30; IOSCO 2003a; EMC of IOSCO 2002: 34f; Blommestein 2002: 187; Kumar 1997a: 17): Insbesondere in Anleihemärkten, die nicht groß genug sind für ein Engagement internationaler Rating-Agenturen, leisten inländische Agenturen einen wesentlichen Beitrag zur Reduktion der Informationsasymmetrien. Weiterhin soll die Errichtung heimischer CRAs dazu dienen, inländische Ratingskalen für Kreditrisiken von Unternehmen (*corporate credit risk*) zu entwickeln. Dadurch werden Kreditrisiken im inländischen Markt stärker differenziert, was insbesondere für Volkswirtschaften mit niedrigem *sovereign rating*⁴¹ von Relevanz ist: „[R]egional CRAs in developing markets (or the local affiliates of larger international CRAs) offer an important service by analyzing local gradations of issuer credit risk that may otherwise be overwhelmed or obscured by the ‘country risk’ (e.g., currency exchange-rate risk, political risk, etc.) that all issuers in that market face.” (IOSCO 2003b: 4).⁴² Inländischen Agenturen wird zudem eine Art Erziehungsaufrag („*educational role*“, Young 1993: 165) zugeschrieben⁴³; „[they] tend to assume the additional responsibility of promoting the bond market via education, information dissemination and research undertakings“ (EMC of IOSCO 2002: 35).

Speziell in *emerging markets* dient die Etablierung eines Ratingwesens der Erschließung neuer Investorengruppen, insbesondere der Gruppe der institutionellen Investoren, sowie der Reduktion der gesamten Emissionskosten durch Größenvorteile (*economies of scale*). Noch einmal hervorzuheben ist die Einwirkung des Rating auf die Anreizstrukturen von Unternehmensleitungen und Regierungen und seine disziplinierende Wirkung hinsichtlich des Finanzgebarens. Ein gut entwickeltes Ratingwesen erhöht zudem die Übertragbarkeit (*transferability*) von Unternehmensanleihen sowohl im Primär- als auch im Sekundärmarkt und trägt zu größerer Liquidität des Unternehmensanleihemarktes bei. Darüber hinaus spielt in *emerging markets* die regulatorische Indienstnahme von Ratings für die Regulierung des Anleihemarktes sowie für die Etablierung von Standards der prudentiellen Regulierung eine wichtige Rolle (vgl. IOSCO 2003a; Kumar 1997: 17).⁴⁴ Insgesamt erleichtert die Etablierung eines nationalen Ratingwesens den Zugang des *emerging market* zu den internationalen Kapitalmärkten, da es weltweit als Garant für transparentere Anlagemöglichkeiten sowie als Ingredienz eines funktionstüchtigen Kapitalmarktes perzipiert wird. Ein nationales Ratingwesen stellt somit auch einen Faktor im Standortwettbewerb dar.

In Studien von IFC und ADB wird angemahnt, die Auswirkungen inländischer Rating-Agenturen auf die Anleihemarktentwicklung nicht zu überschätzen: „A credit-rating agency will not spur market growth significantly. Its absence is an obstacle but its presence will not in and of itself be a spark.“ (Harwood 2000: 23; vgl. Kim/Suleik 2001: 127). Auch Rating-Agenturen selbst warnen vor der Sicht von Ratings als Allheilmittel für die Entwicklungsprobleme des Kapitalmarktes (vgl. Young 1993: 165, Moody's). Sie kritisieren den oftmals behaupteten linearen Kausalzusammenhang zwischen der Gründung inländischer CRAs und der Entwicklung des Kapitalmarktes: „Apparently, there is a feeling that, if you want to reap the national benefits of an open debt securities market, the

⁴¹ *Sovereign ratings* (zu deutsch: Länderrating) sind die Beurteilung der Bonität von Staaten bzw. Regierungen als Schuldner (S&P's 2002). Sie sind von besonderer Relevanz, da sie eine Obergrenze für die Einstufung sämtlicher Emittenten mit Sitz in dem betreffenden Staat darstellen (sog. *sovereign ceiling*) (vgl. Hillebrand 2001: 158).

⁴² Auffallend ist jedoch, dass in den meisten Fällen das US-amerikanische System sowie die Standards der US-amerikanischen Agenturen gleichsam kopiert werden. Bezüglich inländischer CRAs merkt Fight an: „Despite all the focus on ‘local credibility’, their emulation (with its ideological agenda) of the methods pioneered by the duopoly is remarkable“ (2001: 90).

⁴³ Denn: „investors need education, both on the complex subject of credit analysis and on how the rating system works, and how it can be used to manage credit risk“ (Young 1993: 165).

⁴⁴ Umgekehrt ist aber auch die Nutzung von Ratings als Regulierungsinstrumente eine wichtige Triebfeder für die Entwicklung des Ratingwesens (s. u.).

first thing you do is establish a rating agency.” (Young 1993: 162). Rating-Agenturen schreiben sich selbst (sowohl inländischen als auch international operierenden CRAs) eine wichtige Rolle für die Kapitalmarktentwicklung in *emerging markets* zu, relativieren diese jedoch gleichzeitig, indem sie auf die zu etablierenden Rahmenbedingungen und weitere Infrastrukturkomponenten verweisen: CRAs leisteten keinen direkten, sondern lediglich einen indirekten Beitrag, da „many other ingredients [...] must be put into place before a rating agency can play a realistic part in credit market development” (Young 1993: 153); Rating-Agenturen seien lediglich eine Komponente einer „much larger facilitating infrastructure“ (Abeyssuriya 2001: 1, Fitch). Die Errichtung eines funktionstüchtigen Ratingwesens wird somit aus Agentur-Perspektive als notwendige, nicht aber als hinreichende Bedingung für eine erfolgreiche Kapitalmarktentwicklung erachtet.

Voraussetzungen und Kriterien

Im Folgenden werden nun die Voraussetzungen und Kriterien für die Funktionsfähigkeit eines inländischen Ratingwesens herausgearbeitet. Grundlage dieser selbst erstellten Kategorien sind in erster Linie die IOSCO-Dokumente rund um das Ratingwesen (IOSCO 2003a, 2003b; EMC of IOSCO 2000) sowie Studien anderer internationaler Organisationen (ADB 2000; Endo 2000 (IFC); Harwood 2000 (IFC); Blommestein 2002 (OECD)). Hinzu kommen Beiträge von CRA-Vertretern, die sich auf die erfolgreiche Entwicklung eines Ratingwesens beziehen (Young 1993, Moody's; Abeyssuriya 2001, Fitch).

1) Umfassende Kapitalmarktentwicklung

Anknüpfend an die oben ausgeführte Relativierung ist die Schaffung der notwendigen Rahmenbedingungen durch staatliche Akteure eine wichtige Voraussetzung für die Funktionsfähigkeit des Ratingwesens. Laut der Task Force des IOSCO Technical Committee zum Ratingwesen ist „creating a market environment in which CRAs can most effectively offer informed, independent analyses and opinions“ nicht alleinige Aufgabe der Agenturen (IOSCO 2003b: 16). Auch Rating-Agenturen selbst weisen mit Nachdruck darauf hin, dass „[i]n themselves, they [= Ratings] cannot create a market but must be accompanied by measures designed to remove barriers to issuance, to educate the markets, and to improve corporate disclosure practices.“ (Young 1993: 165; vgl. Abeyssuriya 2001: 1, 8). Weitere Elemente der Einbettung in ein umfassendes Programms der Kapitalmarktentwicklung sind die Etablierung professioneller Finanzintermediäre, einer breiten Investorenbasis, eines insgesamt soliden Regulierungsumfeldes sowie einer Risiko- und Kreditkultur (s. u.) (S&P's, zit. n. Harwood 2000: 15; Young 1993: 162ff).

2) Anleihemarktentwicklung

Unabdingbar für die Etablierung eines funktionsfähigen Ratingwesens ist eine kritische Masse an Unternehmensanleihen, d. h. ein bestimmter Entwicklungsgrad des Primärmarktes (Emissionsmarkt) wie auch des Sekundärmarktes (Zirkulationsmarkt)⁴⁵ für Unternehmensanleihen (S&P's, zit. n.: Harwood 2000: 15; Endo 2000: 31; Young 1993: 163). Für die Etablierung einer Rating-Agentur am Markt ist die Aussicht auf ein zumindest mittelfristig kostendeckendes Arbeiten essentiell. Dafür ist erforderlich, dass ein entsprechendes Volumen an zu ratenden Wertpapieren sowie eine ausreichend große Ratingnachfrage durch die Investoren erwartet werden können (vgl. Young 1993: 163; Harwood 2000: 15). Bis eine kritische Masse an Unternehmensanleihen erreicht ist, bedarf es jedoch einer mehrjährigen Vorlaufzeit. Zudem weist Endo auf folgende Zwickmühle (dort als „chicken-and-egg situation“ bezeichnet) hin: Die Erfahrungen des IFC zeigten, dass es schwierig sei, ohne eine kritische Masse an Unternehmensanleiheemissionen auch nur eine einzige CRA in Schwellen-, Transformations- und Entwicklungsländern profitabel zu machen. Aber um diese kritische Masse zu erreichen, sei wiederum zumindest eine verlässliche Rating-Agentur unabdingbar (vgl. Endo 2000: 31).

3) Rating- und Kreditkultur

⁴⁵ The existence of a liquid secondary market may also be critical: ratings and rating changes take on greater value over time as they are used for trading purposes.” (ebda.: 163).

Entwicklungshemmend wirkt sich zudem eine fehlende Rating- und Kreditkultur aus: Grundlage einer „Ratingkultur“ ist sowohl ein Verständnis von Funktionen und Nutzen von Ratings und Rating-Agenturen als auch eine Wertschätzung ihrer Rolle durch die Marktteilnehmer. Essentiell ist hierfür der Aufbau von Vertrauen und Glaubwürdigkeit (siehe 6.; vgl. Endo 2000: 32; Blommestein 2002: 187; Young 1993: 155). Zudem ist ein Risikobewusstsein der Investoren bzw. eine Ausrichtung ihres Verhaltens nach Risikoerwägungen unabdingbar: „[...] investors who use ratings must be prepared to assume *real risk of credit loss* on the securities they buy. If there is no perceived risk in the market, neither investors nor issuers will find any real value in paying for the ratings.“ (Young 1993: 162f, Hervorh. im Original), bzw. „where there is no real risk of loss, the rating agency has little or no role to play“ (ebda.: 153).⁴⁶ Der Aufbau einer „credit culture“ erfordert daher laut ADB von Regierungen unter anderem „to allow some to fail“, d. h., dass Zahlungsausfälle zugelassen und nicht durch staatliche Garantien unmöglich gemacht werden (2000: 106).

4) Marktstruktur und Wettbewerb

Das Kriterium der Marktstruktur bzw. der Anzahl der Wettbewerber ist umstritten: Teilweise herrscht die Sicht vor, dass die Existenz von mehr als einer Agentur wichtig und notwendig zur Förderung des Wettbewerbs und Voraussetzung für eine hohe Qualität des Ratingwesens ist (vgl. Endo 2000: 31). Andere sehen die Existenz mehrerer nationaler Agenturen, die um eine begrenzte Anzahl von Ratingobjekten konkurrieren, jedoch als schädlich für die Entwicklung einer gewissen Ratingqualität an. Denn dies fördere *rating shopping* zu einem Zeitpunkt, an dem die Agenturen am verwundbarsten seien infolge der hohen Markteintrittskosten und der Tatsache, dass sie im Aufbau von Expertise und Datenbanken begriffen sind und ihre Kompetenz erst noch unter Beweis stellen müssen (vgl. ADB 2000: 106). Zudem wird auf die Schwierigkeit verwiesen, auch nur eine einzige Agentur profitabel zu machen (siehe 2.; Endo 2000: 31). Diesen Punkt greift auch Harwood auf und rät zu einer pragmatischen und an die jeweiligen Gegebenheiten angepassten Herangehensweise: „*Competition is good, but so is survival. If the volume of business cannot support two agencies, then rely on one.*“ (2000: 23). Eng verknüpft mit der Frage nach Marktstruktur und Wettbewerb ist der folgende Bedingungsfaktor:

5) Ressourcenausstattung

Rating-Agenturen benötigen ausreichende Ressourcen – v.a. finanzielle Mittel, aber auch qualifiziertes Personal sowie ein adäquates Analyseinstrumentarium – zur Sicherung der Qualität ihrer Ratingtätigkeit (vgl. IOSCO 2003a, principle 1.4). Hierbei erweisen sich ausreichende finanzielle Ressourcen als entscheidend, da CRAs als Unternehmen auf Dauer nur in einem Markt operieren können, in dem sie profitabel arbeiten. Um Gewinne zu machen, benötigen CRAs entweder ein hinreichendes Geschäftsvolumen oder müssen hohe Gebühren erheben, welche wiederum Emittenten abschrecken (vgl. ADB 2000: 105; Harwood 2000: 15). In vielen *emerging markets* haben Rating-Agenturen Schwierigkeiten, rentabel zu werden aufgrund hoher Markteintrittskosten, einer „dünnen“ Kapitaldecke des Marktes sowie fehlender Stetigkeit der Ratingnachfrage. Infolgedessen sind neu errichtete Agenturen anfälliger für die Ausübung von Druck durch staatliche Akteure (vgl. ADB 2000: 105; Endo 2000: 31; IOSCO 2003b: 14).

Folgende „überlebenssichernde“ Strategien für die Aufbauphase werden angeführt:

- Ausweitung der Geschäftstätigkeit auf *credit rating*-nahe Geschäftsbereiche oder Informationsdienstleistungen zwecks Quersubventionierung des Ratinggeschäfts;
- Errichtung als Unterabteilung einer Börse oder staatlichen Behörde (außer der Wertpapieraufsichtskommission);

⁴⁶ Young hebt die Bedeutung von „*credit education*“ (1993: 164) hervor: „[...] investors need education, both on the complex subject of credit analysis and on how the rating system works and how it can be used to manage credit risk.“ (1993: 165).

- Kooperation mit international renommierten Rating-Agenturen (internationales „branding“ oder „networking“) und Errichtung als Tochtergesellschaft, Franchising, Joint Venture etc.⁴⁷ oder gar Öffnung des heimischen Marktes für ausländische Agenturen. Jedoch ist laut Endo die lokale Präsenz von internationalen Namen kein Ersatz für heimische Rating-Agenturen, sondern nur komplementär zu sehen (2000: 34);
- oder Erzeugung einer regulatorisch induzierten Ratingnachfrage mittels Indienstnahme von Ratings durch staatliche Behörden (s. u.) (Harwood 2000: 23; Endo 2000: 32ff; IOSCO 2003b: 32).

6) Reputation

Der Reputationsaufbau ist essentiell für das gesamte Ratingwesen, da „[t]he value investors place on the opinions and ratings of a CRA depends, to a significant extent, on the reputation that CRA has built among investors“ (IOSCO 2003b: 14; vgl. Kapitel 3.1). Der Ruf einer Rating-Agentur gründet „on a history of providing accurate, timely and useful ratings“ (IOSCO 2003b: 14); als Maß für die Glaubwürdigkeit, Verlässlichkeit und Integrität der Agenturen gelten die statistischen Daten zur Rate des Zahlungsausfalls (*default rate*). Sie ermöglichen auch die Vergleichbarkeit der Agentur-Leistungen untereinander. Rating-Agenturen sollten laut IOSCO „be subject to some form of validation based on historical experience“ und ausreichende Informationen hinsichtlich der Ausfallraten der Ratingkategorien im Zeitverlauf sowie zur Änderungen der Kategorien veröffentlichen (vgl. IOSCO 2003a, principles 1.1, 3.4). Doch die Entwicklung eines solchen „track record for accurate rating judgements“ erfordert Zeit (Young 1993: 163). Der Aufbau von Vertrauen und Glaubwürdigkeit zu Beginn der Tätigkeit kann daher im Wesentlichen als „a matter of perception management“ bezeichnet werden (Endo 2000: 32).⁴⁸ Manche CRAs schließen ihre „Reputationslücke“ durch (anfängliche) Zusammenarbeit mit einer etablierten internationalen CRA, andere „must do all [...] [they] can to develop the appropriate structure and procedures that demonstrate professionalism, integrity, and impartiality“ (Young 1993: 163).

7) Unabhängigkeit

Essentiell für die Entfaltung des funktionalen Nutzens von *credit ratings* ebenso wie für die Wahrnehmung der Funktionen der Agenturen ist deren Unabhängigkeit. Choudhury (2002) und Blommestein (2002: 187) verweisen gar auf die Bedeutung der perzipierten Unabhängigkeit.⁴⁹ Auch die IOSCO hebt hervor: „CRAs should work to ensure that their independence is neither compromised nor seen as compromised“. Denn das Vertrauen der Investoren in die Ratingdienstleistungen hänge im Wesentlichen davon ab, dass diese nicht „inappropriately influenced by factors unrelated to a credit assessment“ seien (IOSCO 2003b: 17; vgl. IOSCO 2003a, principle 2.5). In den IOSCO-Prinzipien (2003a, principle 2) wird der Punkt „Unabhängigkeit“ wie folgt ausgeführt: Die Entscheidungen von Rating-Agenturen sollten frei sein von politischem und ökonomischem Druck sowie Interessenkonflikten infolge von Eigentümerstrukturen, wirtschaftlicher oder finanzieller Betätigung oder den finanziellen Interessen der Mitarbeiter der Rating-Agenturen (vgl. IOSCO 2003b: 17). Eines besonderen Augenmerks bedürfen Eigentümerstrukturen und Finanzierung der Agenturen, da in *emerging markets* oftmals Finanzintermediäre oder staatliche Akteure (z. B. Zentralbanken) an inländischen CRAs beteiligt sind. Die ADB fordert: „divorcing ownership from operations and ideally, moving to independent ownership away from the financial sector“ (2000: 107). Die Unabhängigkeit und Objektivität der Agenturen wird weiterhin eingeschränkt durch staatliche Einflussmöglichkeiten über personelle Verflechtungen, d. h. beispielsweise die Präsenz von Regie-

⁴⁷ „International networking [...] can contribute towards achieving economies of scale in rating, accelerating transfer of technology and winning foreign investors’ confidence and interest in the domestic bond market.“ (EMC of IOSCO 2002: 35). Zudem sind laut Endo ausländische Investoren im Allgemeinen „generally more comfortable with ratings assigned by internationally recognized rating agencies or their local affiliates“ (2000: 34).

⁴⁸ Nicht nur aufgrund eines fehlenden „track records“, sondern auch infolge finanzieller Startschwierigkeiten werden Glaubwürdigkeit und Professionalität „junger“ CRAs als gering perzipiert (vgl. Endo 2000: 31).

⁴⁹ „For credit-rating agencies to be successful, they must be seen to be independent [...].“ (Blommestein 2002: 187).

rungsbeamten in Ratingkomitees oder anderweitiger Involvierung in den Ratingprozess (vgl. Sinclair 2002: 285; ADB 2000: 34; Smith/Walter 2002: 298, 304; Kawai 2002: 2).

8) Staatliche Unterstützung in der Frühphase

Ein weiterer, die Entwicklung des Ratingwesens begünstigender Faktor wird nicht nur von Seiten der Ratingbranche (vgl. Young 1993: 164) angeführt: die Unterstützung neu gegründeter Agenturen in der Frühphase auch von staatlicher, d. h. Reguliererseite.⁵⁰ Neben der Möglichkeit der direkten Beteiligung von Finanzintermediären und staatlichen Akteuren an der Finanzierung leistet der Staat durch die regulatorische Indienstnahme von Ratings einen entscheidenden Beitrag zur Förderung des heimischen Ratingwesens. Die damit verbundene regulatorisch induzierte Ratingnachfrage kann gar als wichtige Triebfeder des rapiden Wachstums der Gesamtzahl der CRAs in den vergangenen zehn Jahren bezeichnet werden. Kumar hält es sogar für unwahrscheinlich, dass CRAs in den meisten *emerging markets* ohne „mandatory credit rating requirement, or other inducement by the securities regulatory bodies“ (1997a: 18) profitabel wären.⁵¹ Doch ist das „mandatory rating system“ nicht unumstritten, da es die Anreizstrukturen für Agenturen wie Emittenten ändert (s. Kap. 3.2; Stichworte sind: *rating shopping*, fehlende Anreize zur Qualitätssicherung und -verbesserung, inflationäre Ratingvergabe⁵²). Zudem ist es eng verbunden (laut Endo sogar „inevitably accompanied“) mit einem System der Lizenzierung der Agenturen, welches, wie in den USA, zu einem regulatorisch begrenzten Ratingangebot führen kann (Endo 2000: 34).

4 Entwicklung des Ratingwesens in China

Die nachstehende Bestandsaufnahme zur Entwicklung des Ratingwesens in China ist wie folgt strukturiert: Der erste (grundlegende) Analyseschritt ist ein Überblick über die spezifischen Merkmale des chinesischen Anleihemarktes sowie den Entwicklungsstand der jeweiligen Teilmärkte (Kapitel 4.1). Es folgt ein Abriss der Entwicklungsgeschichte des Ratingwesens, wobei Phaseneinteilung und Zäsuren in engem Zusammenhang mit der Regulierung des Unternehmensanleiemarktes stehen (Kapitel 4.2). Sodann werden die chinesischen Rating-Agenturen anhand der Darstellung von Organisationstypen, Marktstruktur und zentralen Marktakteuren vorgestellt (Kapitel 4.3). Kapitel 4.4 behandelt die relevanten das Ratingwesen betreffenden Regulierungsfragen, bevor abschließend die funktionalen Defekte des Ratingmarktes analysiert werden (Kapitel 4.5).⁵³

⁵⁰ Sinclair weist auf eine „curious dialectic in rating agency-state relations“ hin: „States are happy to foster local rating agencies in order to develop capital markets. This has been common in recent years in East Asia where national governments have organized securities regulation around the requirement for the credit rating of debt issues. [...] However, when states are downgraded by the major global agencies they are often vocal in their denunciation of the judgements.“ (1999: 160).

Als weitere Formen der Unterstützung können das „international networking“, die Verbindung „via partial ownership or affiliation“ (EMC of IOSCO 2002: 36) mit einer international tätigen Agentur, sowie die Beteiligung von internationalem Organisationen – hauptsächlich der Weltbanktochter IFC – an der CRA-Finanzierung genannt werden (Smith/Walter 2002: 298, 301).

⁵¹ Aber: „It should be remembered, however, that regulations alone can not force market participants to utilise the rating agency’s service.“ (Young 1993: 164)

⁵² „[...] it has been observed that some CRAs undercut each other by implicitly selling lax ratings to meet regulatory benchmarks“ (Endo 2000: 34).

⁵³ Ein teils erneutes Aufgreifen einzelner Fakten und Sachverhalte in unterschiedlichen Kapiteln erfolgt zu analytischen Zwecken, da in jedem Kapitel unterschiedliche Aspekt im Vordergrund stehen.

4.1 Charakteristika und Entwicklungsstand des chinesischen Anleihemarktes

Planwirtschaftliche Elemente im Anleihemarkt

Der Markt für festverzinsliche Wertpapiere (Anleihen) weist Kennzeichen gravierender Unterentwicklung sowie strukturelle Defekte auf.⁵⁴ Er ist nach wie vor das am wenigsten entwickelte Kapitalmarktsegment in China, obwohl spätestens seit der Asienkrise nicht nur internationale Organisationen, sondern auch die chinesische Wirtschafts- und Finanzfachpresse sowie die politische Führung der Anleihemarktentwicklung zentrale Bedeutung beimessen. Als essentiell wird hierbei die bislang am wenigsten entwickelte Komponente der Unternehmensanleihen erachtet.⁵⁵ Der Anteil der Unternehmensanleihen am gesamten Anleihevolumen betrug Ende 2002 lediglich 2,8% (Kim/Ho/St Giles 2003, zit. n. Schlichting 2004: 1). Slater (2002) bezeichnet diesen Markt gar als „almost non existent“; Kang (2002) spricht von einem „Hinkefuß“ (*bozu*) oder „Hemmschuh“ der Kapitalmarktentwicklung, da der Entwicklungsstand des Unternehmensanleihemarktes nicht vergleichbar sei mit dem des Staatsanleihemarktes und weit zurück hinter der Entwicklung des Aktienmarktes.

Als Gründe für Unterentwicklung und Strukturdefekte des Anleihemarktes werden angeführt:

- 1.) die politische Schwerpunktsetzung der Regierung zunächst auf der Kreditvergabe durch Staatsbanken, später auch auf der Aktienmarktentwicklung – Green/Wall sprechen von einer „institutionalised preference for corporate equity over debt“ (2000: 14) – und die damit einhergehende Vernachlässigung der Anleihemarktentwicklung über einen längeren Zeitraum;
- 2.) das Fehlen einer umfassenden Entwicklungsstrategie bzw. eine „inkonsistent[e] Haltung politischer Entscheidungsträger gegenüber der Marktentwicklung und -regulierung“ (Schlichting 2004: 1);
- 3.) das Fortbestehen planwirtschaftlicher Elemente in Form von administrativen Beschränkungen sowie Denkmustern und grundlegenden Handlungsorientierungen der politischen Akteure (vgl. Zhang Y. 2001: 15; Zhang J. 1997: 620).

Die „planwirtschaftliche Färbung“ (*jihua caise*) (Caijing 2003) ist hierbei als der entscheidende Faktor anzusehen.⁵⁶ In Abwandlung der Übersetzung des Begriffs *zhengce shi*⁵⁷ kann der chinesische Anleihemarkt als „politiklastiger“, besser noch „politikbelasteter“ Markt⁵⁸ bezeichnet werden. Hierbei ist „politikbelastet“ zu interpretieren im Sinne von planwirtschaftlichen Elementen, deren Fortbestehen im Interesse gewisser politischer Akteure eine marktmäßige Entwicklung blockiert.⁵⁹

⁵⁴ Der chinesische Anleihemarkt „represented about 20 per cent of GDP as of the end of 1999, well below the average for Asia at 40 per cent“ (OECD 2002: 520). Der Anteil der Anleihen an den gesamten finanziellen Vermögenswerten betrug im Jahr 2000 13,3% (Bankeinlagen: 77%, handelbare Aktien: 9,7%) (Bottelier 2003: 3).

⁵⁵ Nach Einschätzung des Finanzmagazins *Caijing* stellt der Unternehmensanleihemarkt ein Kernproblem der Reform des chinesischen Finanzsystems dar (vgl. Kang 2002). Bei Slater (2003) heißt es, dass „[e]veryone interviewed for this article agreed the government has woken up to the need of reforming its bond markets.“ Manifest wird dies nicht nur in Redebeiträgen (s. damaliger CSRC-Vorsitzender Zhou Xiaochuan zur Entwicklung des Unternehmensanleihemarktes in: Caijing 2002), sondern auch in der Übernahme einer tragenden Rolle der chinesischen Regierung in der APEC-Initiative zur Anleihemarktentwicklung (vgl. Schlichting 2004: 2).

⁵⁶ Caijing bezieht sich hier allerdings nur auf den Markt für Unternehmensanleihen; gleichwohl erscheint die Einschätzung übertragbar auf den gesamten Anleihemarkt. Die Weltbank konstatiert diesbezüglich: „the relatively small role of capital markets [...] is not a product of market forces but of administrative decree“ (World Bank 1997: 33).

⁵⁷ Dieser wird bislang insbesondere für den chinesischen Aktienmarkt verwendet und firmiert im Englischen unter der Übersetzung *policy-driven market*. Kennzeichen eines solchen Marktes sind nach Heilmann (2002b: 2; vgl. 2002a: 42), dass 1.) „political calculations, policy missions and administrative interference are more important than the dynamics of market competition for determining price fluctuations“, dass 2.) der Markt zwecks Aufrechterhaltung staatlicher Kontrolle segmentiert ist und dass 3.) dieser Markt ein „battlefield for the most powerful political and economic actors who try to benefit from their control over state assets“ darstellt.

⁵⁸ Mit einer entsprechenden englischen Übersetzung als *policy-loaded* oder *policy-charged*.

⁵⁹ Elemente politisch-administrativer Kontrolle sowie Kurswechsel in der Regulierungspolitik hatten entscheidenden Einfluss auf die Marktentwicklung. Deutlich erkennbar ist dies allein an den beträchtlichen Schwankungen in den Emissionsvolumina von Unternehmensanleihen, die eindeutig auf die Einführung restriktiver Regulierungsmaßnahmen zurückzuführen sind (s. Anhang 7.3; vgl. Kapitel 4.2). Eine Marktsegmentierung (zwecks Aufrechterhaltung staatlicher Kontrolle) ist ebenfalls gegeben. Der Aspekt der Rivalitäten um Regulierungskompetenzen sowohl zwischen wirtschaft-

Im Anleihemarkt ist insbesondere der Primärmarkt durch Elemente politisch-administrativer Intervention und Kontrolle gekennzeichnet. Diese werden im Folgenden einzeln aufgeführt (vgl. Zhang J. 1997: 619ff; Zhu 2000: 175ff; OECD 2002; Green in: Slater 2002; Schröder 1994):

- 1.) Bis 1998 existierte ein *Kreditplan*, „a key lever of government policy“ (Nehru 1997: 90), in dem die jährlichen Volumina der Erstemissionen festgelegt wurden. Eng verbunden damit war ein *Quotensystem* zur Zuweisung von Emissionsvolumina an untergeordnete Regierungsebenen, welches weiterhin den Kern der politisch-administrativen Kontrolle des Anleiheemissionsprozesses darstellt.
- 2.) Ein *mehrstufiges Genehmigungsverfahren* für die Unternehmensanleiheemission beschränkt den Kreis der Emittenten faktisch auf staatliche Großunternehmen. Die Zulassungsentscheidung erfolgt nicht nach marktmäßigen, sondern nach politischen Kriterien, die entscheidenden Faktoren sind oftmals gute Lobbyarbeit sowie hochrangige Patronage (vgl. Zhang/Hui 2001: 182; s. Kapitel 4.4).
- 3.) Die *Zinssätze* unterliegen administrativer Kontrolle. Die Kuponhöhen aller Anleihearten werden „expressed as a premium over the equivalent maturity bank deposit rates“ (OECD 2002: 522) und entsprechen somit nicht den Gleichgewichtssätzen. Die Zinssätze fungieren also nicht als Steuerungsgröße für die Allokation von Finanzmitteln, da sie staatliche Planvorstellungen, nicht ökonomische Knappheitsrelationen signalisieren.⁶⁰
- 4.) Mit der mangelnden Liberalisierung der Zinsen ging lange Zeit und geht teilweise noch immer eine *administrative Zuteilung (Zwangsplatzierung)* von Anleihen einher. Staatsanleihen wurden bis 1990 ausschließlich zwangsplaziert „with banks obliged to accept specified quantities of bonds at government determined rates“ (OECD 2002: 522). Ab 1991 wurden Übernahmekonsortien beteiligt, seit 1995 auch Auktionen durchgeführt. Die derzeit praktizierte Mischform aus administrativer Zuteilung und Versteigerung (d. h. freiwilliger Zeichnung) interpretiert die OECD wie folgt: „[T]he trend has been to move away from administrative placement of government bonds, in favour of more market-oriented methods“, doch habe die Regierung „not fully abandoned its administrative placement methods“ (2002: 522). Auch bei Finanzanleihen wurde die Methode der Zwangsplatzierung praktiziert (vgl. Lardy 2000b: 6f).
- 5.) Ein weiteres zentrales planwirtschaftliches Element sind die *impliziten staatlichen Garantien*⁶¹ für Anleihen von Staatsunternehmen. Garantiegeber sind Staatsbanken oder staatliche Einrichtungen wie z. B. Branchenministerien (vgl. Wei 2000: 66; Bottelier 2003: 13).⁶² Diese „unwillingness of authorities to allow larger SOEs to fail“ (OECD 2002: 459)⁶³ lässt Marktmechanismen nicht wirksam werden. Das Garantiesystem bietet für Staatsunternehmen keine Anreize zu mehr Transparenz (v. a. Herausgabe korrekter Informationen) und effizienter Kapitalnutzung, vielmehr begünstigen mangelndes Risiko und eingeschränkte

lichen und politischen Akteuren als auch von politischen Akteuren untereinander ist bislang in keiner der vorliegenden Studien systematisch untersucht worden. Wechselnde Zuständigkeiten für die Anleihemarktregulierung im Zeitverlauf deuten jedoch darauf hin, dass zumindest ein „bureaucratic infighting“ (Green/Wall 2000: 26) charakteristisch war (vgl. Kapitel 4.2). Das heißt, dass Konflikte und Machtkämpfe zwischen einzelnen Staatsorganen auf Zentralebene (Ministrien und Kommissionen) sowie Konflikte zwischen zentralen Behörden und solchen auf Untergeordneten Regierungsebenen ausgetragen wurden (vgl. Green/Wall 2000: 26; Heilmann 2002a: 40).

⁶⁰ Weiterhin kann die Zinskurve für Staatsanleihen (*government yield curve*) nicht als Bezugsgröße (*benchmark*) für die Preisfindung am Unternehmensanleiemarkt dienen (vgl. OECD 2002: 524).

⁶¹ Die OECD weist jedoch darauf hin, dass „the actual degree of state support [for SOEs issuing corporate bonds] is unclear“ (2002: 525); auch Schlichting unterscheidet zwischen „vermeintlichen“ und „tatsächlichen“ Garantien (2004: 1).

⁶² Lardy verdeutlicht dies am Beispiel von Finanzanleihen staatseigener Banken (hier: *policy banks*): „There can be little doubt that in the event any of the policy banks defaulted on their debt that the bond holders would expect the state to compensate them for their losses. Alternatively, one could argue that no risk premium is needed to get financial institutions to hold the bonds since they are implicitly guaranteed by the central government.“ (2000b: 7).

⁶³ Folgende Aussage eines hohen Finanzbeamten gibt Aufschluss über einen wichtigen möglichen Grund: „[...] there's never been a proper default on corporate bonds in China, and if you had one there'd be a riot.“ (The Economist 2003).

Sanktionen bei Zahlungsausfall eine laxe Finanzdisziplin. Das Garantiesystem macht Unternehmens- und Finanzanleihen zu Quasi-Staatsanleihen (vgl. OECD 2002: 520; Liu 2003: 1; Schlichting 2004), und „kicks the financial risk right back to the government through the state owned banks“ (Slater 2003). So werden nicht nur systemische Risiken erzeugt, sondern auch die marktmäßige Ausrichtung und Entwicklung des Unternehmensanleihemarktes behindert (vgl. Homann 1999: 83).

Nach diesem kurzen Überblick über die fortbestehenden planwirtschaftlichen Elemente wird im Folgenden die Anleihemarktentwicklung zunächst allgemein, dann nach Teilmärkten gegliedert dargestellt.

Entwicklung des Anleihemarktes

Die Entwicklung des chinesischen Anleihemarktes erfolgte unter günstigen Ausgangsbedingungen (großes Marktpotential und hohe Sparquote) und ist von „leaps and bounds, in terms of both volume and variety“ (Nam/Park/Kim 1999: 82) gekennzeichnet. Oftmals hatte sie experimentellen Charakter, und Schritte der Liberalisierung und Zulassung von Marktkräften wechselten mit Rückgriffen auf Elemente planwirtschaftlicher Steuerung⁶⁴. Vergleichbar mit der Entwicklung der Aktienmärkte entstanden Anleihemärkte zu Beginn der 1980er Jahre „without government authorization and without a legal or regulatory framework“ (Bottelier 2003: 5), Ende der 1980er Jahre wurden diese Märkte schrittweise legalisiert. Es erfolgte eine Diversifizierung der Anleiheformen und der Aufbau von Sekundärmärkten. Entwicklungsschübe der Marktentwicklung wurden hauptsächlich durch Skandale, die „Lektion“ der Asienkrise und den WTO-Beitritt induziert, es erfolgte eine allmähliche Anpassung an internationale Standards⁶⁵. Im Jahr 2001 belief sich der gesamte Anleihebestand auf über 1,7 Billionen RMB; über 600 Akteure nahmen am Markt teil und das tägliche Handelsvolumen betrug 40 Mrd. RMB (vgl. Pengyuan 2003).

Anleihemarktentwicklung nach Teilmärkten

Für die Darstellung der Entwicklung in den Teilmärkten kann nach Primärmarkt (Emissionsmarkt) und Sekundärmarkt (Zirkulationsmarkt) sowie nach Emittenten in die Segmente Staats-, Finanz- und Unternehmensanleihen unterschieden werden. Die Darstellung stützt sich dabei im Wesentlichen auf Zhang J. (1997), Zhang/Hui (2001), OECD (2002: 520ff) und Schlichting (2004).

1) Primärmarkt

a) Staatsanleihen

In Zuge der Reform- und Öffnungspolitik wurde im Jahr 1981 die Begebung von Staatsanleihen (*guojia/guoku zhaiquan, treasury bonds, T-bonds*) wieder aufgenommen.⁶⁶ Staatsanleihen stellen die dominierende Komponente des chinesischen Anleihemarktes dar (s. Anhang 7.3). Während die Emission von in RMB denominierten inländischen Staatsanleihen weiterhin planwirtschaftlichen Prinzipien unterliegt (s. o.), passt sich die chinesische Regierung bei der Emission von Auslands-

⁶⁴ Ein Beispiel hierfür ist der Terminkontrakt-Handel, welcher zunächst auf experimenteller Basis eingeführt, 1995 jedoch (infolge von Regelverstößen der Marktteilnehmer) unbefristet ausgesetzt wurde (C.a. 05/1995: 379f). Ein weiteres Beispiel sind Rückgriffe auf die Methode der Zwangsplatzierung bei der Emission von Staatsanleihen (siehe C.a. 02/1993: 117f; 07/1993: 654).

⁶⁵ Darauf lassen folgende Faktoren schließen: die bereits seit geraumer Zeit praktizierte Anleiheemission auf internationalen Kapitalmärkten, die IOSCO-Mitgliedschaft der Staatlichen Wertpapieraufsichtskommission (China Securities Regulatory Commission, CSRC) seit 1995 und die Rekrutierung von Regulierungspersonal, welches im westlichen Ausland ausgebildet wurde (vgl. Gottwald/Heilmann 2002: 17f).

⁶⁶ Die Anfänge der Anleiheemission in China gehen bis ins 19. Jahrhundert zurück. Nach Gründung der Volksrepublik wurden in den 1950er Jahren erneut mehrfach Staatsanleihen begeben, 1959 wurde die Emission jedoch eingestellt. Details s. Lübke (1997: 344f); Karmel (1994); Zhang (1997: 575). Die Ausgabe von Staatsanleihen dient der Deckung von Haushaltsdefiziten, der Finanzierung von staatlichen Groß- (meist Infrastruktur-) projekten (spezielle Staatsanleihen) sowie dem Schuldendienst. „In addition, it is intended to be a means to collect funds from local governments and enterprises in a way that China's nascent tax system failed to do.“ (Zhang 1997: 577).

anleihen (*overseas bonds*)⁶⁷ „[i]n auffälligem Gegensatz [dazu] [...] den Marktregeln und -konditionen der internationalen Finanzmärkte“ an (Schlichting 2004: 3). Hierzu zählen unter anderem auch Ratings durch internationale CRAs. Laut Zhang J. verfolgt die chinesische Führung die Strategie, „to showcase its [China’s] economic progress to the world, ‘build a firm position in the international capital market’, and ‘provid[e] a benchmark for other Chinese institutions to issue bonds overseas’“ (1997: 586), auch wird so die Integration in die Weltmärkte beschleunigt. Anleihen untergeordneter Regierungsebenen (*local government bonds* und *municipal bonds*) dürfen laut dem Haushaltsgesetz von 1994 bis auf wenige Ausnahmen nicht mehr begeben werden (vgl. Li 2004; Bottelier 2003: 15). Doch erfolgt die Schuldenaufnahme auf inoffiziellem Weg; Schätzungen zu folge „the aggregate outstanding is believed to be at least 3-4% of GDP“ (Bottelier 2003: 15f; s. Staatsrat, Kanzlei 1995). So werden derzeit beispielsweise Anleihen für städtische Aufbauprojekte vergeben, die bislang als Unternehmensanleihen firmieren, laut Zhang Haiyu (Abteilung für Systemreform der Staatlichen Entwicklungs- und Planungskommission, in: Li 2004) eigentlich als *municipal bonds*, somit als Staatsanleihen untergeordneter Regierungsebenen, einzustufen sind.

Am jeweiligen Emissionsvolumen der Teilmärkte (vgl. Anhang 7.3) wird die klare Präferenz der politischen Führung für das Marktsegment der Staatsanleihen deutlich.⁶⁸ Die Regierung praktiziere, so Zhang/Hui, „a policy of guaranteeing T-bond issuance, which is very important for government revenue, so it [the government] does not want E-bonds [enterprise bonds] to interfere with T-bond issuance“ (2001: 166).

b) Finanzanleihen

Im Jahr 1982 erfolgte die erstmalige Emission einer chinesischen Auslandsanleihe seit Beginn der Reformpolitik durch die staatliche Treuhand- und Investitionsgesellschaft CITIC (China International Trust and Investment Corp.), eine Finanzorganisation des Nicht-Bankensektors (vgl. De Prati 1998: 106). Inländische Finanzanleihen (*jinrong zhiquan, financial bonds, F-bonds*) wurden von Banken und anderen Finanzorganisationen ab 1985 begeben. Insbesondere seit Gründung der drei so genannten „politikorientierten“ oder „strategischen“ Banken (*policy banks*) im Jahr 1994 nahm die Emission stark zu (vgl. Zhang/Hui 2001: 167f). Der Anteil der Finanzanleihen am Gesamtemissionsvolumen auf dem Anleihemarkt ist jedoch weitaus geringer als der Anteil der Staatsanleihen (s. Anhang 7.3).

c) Unternehmensanleihen

In der ersten Hälfte der 1980er Jahre⁶⁹ begannen Unternehmen der ländlichen Kleinindustrie, später auch größere Staatsunternehmen, erstmals Unternehmensanleihen (*qiye zhiquan, enterprise bonds, E-bonds*) aufzulegen, die hauptsächlich an die eigene Belegschaft vergeben wurden. Diese Emissionen erfolgten jedoch größtenteils illegal, bis 1987 existierte keine rechtliche Basis auf Zentralebene. Der Unternehmensanleihemarkt „has grown chaotically“ laut Karmel (1994: 1108f): „It began almost in absence of government regulation, and has continued to grow more and more rapidly both inside and outside the confines of newly-implemented regulations.“ Das Emissionsvolumen belief sich bis zum Jahresende 1986 auf nahezu 10 Mrd. RMB (vgl. Kang 2002). Im Jahr 1987 wurde erstmals auf zentralstaatlicher Ebene eine rechtliche Grundlage für den Unternehmensanleihemarkt geschaffen. Die Marktentwicklung ist nach 1990 von einem schnellen Anstieg des Emissionsvolumens (Höchststand 1992), einem starken Rückgang infolge der Reregulierung 1993 (drasti-

⁶⁷ Dies sind in ausländischer Währung denomierte und auf den internationalen Kapitalmärkten begebene Anleihen. Erstmals gab die chinesische Regierung im Oktober 1987 eine (in DM denomierte) Auslandsanleihe aus; seitdem wurden mehrere Tranchen hauptsächlich in Yen und US-\$ denomierte Anleihen in unregelmäßigen Abständen begeben (vgl. De Prati 1998: 107).

⁶⁸ Diese manifestierte sich im Zeitverlauf in einzelnen Regulierungsmaßnahmen wie beispielsweise der zeitweiligen Einstellung der Ausgabe von Unternehmensanleihen und anderen Wertpapieren im Jahr 1993, so lange bis die im Jahresplan vorgesehene Menge an Staatsanleihen platziert waren (vgl. Staatsrat 1993a, Punkt 5; C.a. 07/1993: 654). Auch dürfen die Zinsen von Unternehmensanleihen und anderen Arten der Kapitalbeschaffung nicht über den Zinsen von Staatsanleihen vergleichbarer Laufzeit liegen (vgl. Staatsrat 1993a, Punkt 4).

⁶⁹ Die Angaben der genauen Jahreszahlen variieren stark: 1981 findet sich bei Karmel (1994) und Zhang/Hui (2001); 1982 bei Kang (2002); Jin (1999) und Green (in: Slater 2002) geben 1984 an.

sche Verschärfung der Emissionsanforderungen), einer erneuten Stabilisierung jedoch mit abnehmender Tendenz und einem dramatischen Rückgang infolge der Reregulierung von 1999 gekennzeichnet (s. Anhang 7.3, vgl. Kapitel 4.2). Seit der 1993 erfolgten Reregulierung sind laut Kang (2002) die wichtigsten Anleihearten: Anleihen von Unternehmen, die der Zentralebene unterstehen (*zhongyang qiyezhi*), Anleihen von Unternehmen auf lokaler Ebene (*difang qiyezhi*) und projektbezogene Anleihen auf beiden Ebenen (*zhongyang he difang de xiangmuzhai*). Die erste Auslands-Unternehmensanleihe wurde im Juni 1994 von der Guangdong Enterprise (Holding), Ltd. begeben (vgl. De Prati 1998: 106, 108). Ende 1992 wurden erstmals Wandelanleihen – d. h. „debt exchangeable for equity at present prices on a prearranged date“ (Green/Wall 2000: 15) – von der Baonan Unternehmensgruppe emittiert, ab Februar 1993 dann an der Effektenbörsen Shenzhen gehandelt (vgl. Jin 1999: 154). Seit 1996 werden auch Auslands-Wandelanleihen begeben (vgl. Zhu 2000; 137). Festzuhalten ist zudem, dass sich der Unternehmensanleihemarkt zwar zunächst als „Anhängsel“ („adjunct“) des Aktienmarktes (vgl. Bottelier 2003: 12) entwickelte⁷⁰, dass sich jedoch die Perzeption inzwischen gewandelt und das Interesse der Kapitalmarktteilnehmer hin zum Anleihemarkt verlagert hat (vgl. Bottelier 2003: 12; Slater 2003).⁷¹

2) Sekundärmarkt

Anfangs war den Anleihe-Käufern der Handel mit Anleihen verboten, nach ersten Experimenten wurden 1988 in sieben Städten jedoch offiziell Sekundärmärkte eröffnet. Festverzinsliche Wertpapiere werden inzwischen sowohl an Effektenbörsen (hauptsächlich an der 1990 gegründeten Effektenbörsen Shanghai) als auch seit 1997 auf dem Interbanken-Markt gehandelt (vgl. Caijing 2002; OECD 2002: 523).

4.2 Entwicklungsphasen des Ratingwesens bis 1999

In diesem Kapitel werden die Entwicklung des Ratingwesens sowie die damit eng verbundene Regulierung und Entwicklung des Unternehmensanleihemarktes bis 1999⁷² dargestellt (eine Zeittafel findet sich in Anhang 7.1). Die Darstellung basiert im Wesentlichen auf Caijing (2003), Chen/Qiao (2004) und Kang (2002) sowie auf zahlreichen Informationen aus Internetrecherchen (Pengyuan o. J.; Credit online o. J. Firmenchronologien auf den CRA-Homepages). Die einzelnen Unterpunkte sind wie folgt aufgebaut: Zu Beginn wird zunächst ein knapper Überblick über die zentralen Aspekte der jeweiligen Phase gegeben, sodann folgt die ausführliche Darstellung. Von den relevanten Regulierungsbestimmungen ausgehend, werden die jeweiligen Auswirkungen auf das Ratingwesen beschrieben und anschließend die Entwicklungen hinsichtlich der Rating-Agenturen angeführt.

1. Gründungsphase (Mitte 1980er – Herbst 1989)

Die Entwicklung des chinesischen Ratingwesens begann Mitte der 1980er Jahre. Infolge der erstmaligen zentralen Regulierung des Unternehmensanleihemarktes sowie der regulatorischen Indienstnahme von Ratings auf lokaler Ebene entstand eine erste Generation von Rating-Organisationen. Diese waren meist eng verbunden mit Banken, insbesondere den lokalen Zweigstellen der People's Bank of China (PBoC). Dem Finanzplatz Shanghai kam sowohl hinsichtlich der Nutzung von Ratings zu Regulierungszwecken als auch hinsichtlich der Förderung des CRA-Aufbaus eine Vorreiterrolle zu.

⁷⁰ Staatsunternehmen nutzten die Aktienemission weitaus häufiger zur Kapitalbeschaffung, da „contrary to international perceptions, equity was seen to be a cheaper way of raising funds than bonds“ (Bottelier 2003: 12; vgl. Green in: Slater 2002).

⁷¹ Zum einen rücken die Vorteile der Anleihebegebung – keine Veränderung der Eigentumsrechte – in den Vordergrund, zum zweiten wird der Anleihemarkt zunehmend attraktiv aufgrund mangelnder Erträge anderer Kapitalanlagemöglichkeiten, aufgrund von Investitionsrestriktionen im Aktienmarkt und einer ungünstigen Entwicklung des Aktienmarktes (ebd.).

⁷² Im Jahr 1999 erfolgte die letzte einschneidende Veränderung im Regulierungsregime, der derzeitige Stand der Regulierung ist Gegenstand des Kapitels 4.4.

Im Jahr 1986 erstellte die Zweigstelle Shanghai der Industrial and Commercial Bank of China bereits bankintern erste *credit ratings*. Den Anstoß zur verstärkten Gründung von Rating-Agenturen d. h. Organisationen, die im Bereich Kreditinformation und -bewertung tätig sind⁷³, gab die erstmalige zentrale Regulierung des Unternehmensanleihemarktes. Im März 1987 erließ der Staatsrat die „Vorläufigen Verwaltungsbestimmungen für Unternehmensanleihen“ (*Qiye zhaiquan guanli zanxing tiaoli*), in denen erstmals Anforderungen und Verfahren der Unternehmensanleiheemission festgelegt wurden. Die PBoC, in deren Kompetenzbereich zu diesem Zeitpunkt die gesamte Finanzmarktregulierung fiel (vgl. OECD 2002: 500; Zhang 1997: 561f), wurde zum zuständigen Organ für die Anleiheemission sowie das administrative Genehmigungsverfahren erklärt (vgl. Staatsrat 1987a, Art. 4, 13). Laut den PBoC-Durchführungsbestimmungen zum Staatsratszirkular hatte die Genehmigung von Anleiheemissionen im Wert von unter 30 Mio. RMB durch die lokalen PBoC-Zweigstellen, im Wert von über 30 Mio. RMB durch die PBoC-Zentrale zu erfolgen (vgl. PBoC 1987a). Zudem legte die PBoC-Zentrale in Absprache mit der Planungskommission und dem Finanzministerium von 1987 an jährliche Mengenbeschränkung (Quoten) für die landesweiten Unternehmensanleiheemissionen fest; die konkrete Ausführung oblag den jeweiligen untergeordneten Ebenen (vgl. Staatsrat 1987a, Art. 12). Diese Regulierungsbestimmungen stellten den Unternehmensanleihemarkt auf zentraler Ebene erstmals auf eine rechtliche Basis. „[They] [...] demonstrated a more conservative approach with regard to the issuance of enterprise securities than that of the local regulations, and they effectively tightened control over the issues of bonds by state-owned enterprises.“ (Zhu 2000: 10). Über den Hintergrund der strikten Bestimmungen (Einführung von Quotensystem und Genehmigungsverfahren, Beschränkung der Zinssätze und Beschränkung der Emittenten auf staatseigene Unternehmen (*quanmin suoyouzhi qiye*)) gab ein am darauf folgenden Tag veröffentlichtes „Zirkular des Staatsrates über die Intensivierung der Aktien- und Anleiheregulierung“ (*Guowuyuan guanyu jiaqiang gupiao zhaiquan guanli de tongzhi*) Aufschluss: Die Kapitalbeschaffung von Unternehmen durch Wertpapieremissionen sei bislang teilweise unkontrolliert und „chaotisch“ erfolgt, die Kontrolle der Zentrale über die Kapitalbeschaffung müsse intensiviert und verbessert werden (vgl. Staatsrat 1987b).

Durch diesen ersten Versuch der Zentralebene zur Systematisierung der Marktentwicklung des Unternehmensanleihemarktes wurde erstmals eine größere Ratingnachfrage geschaffen. Caijing (2003) bezeichnet dies als direkte Umwandlung von Administrativbefugnissen (*xingzheng quanli*) in Ratingeinkommen. Eine konkrete Bezugnahme auf Ratings in Regulierungsbestimmungen und damit eine durch Regulierungsmaßnahmen induzierte Nachfrage erfolgte erstmals auf lokaler Ebene. Hierbei kam dem Finanzplatz Shanghai eine führende Rolle zu: Die Stadtregierung erließ 1987 „Vorläufige Verwaltungsbestimmungen für Unternehmensanleihen in Shanghai“. Diese besagten, 1.) dass ein Emittentenrating durch eine von der PBoC-Zweigstelle Shanghai designierte Rating-Organisation Emissionsvoraussetzung sei und 2.) dass die Höhe des von der PBoC zu genehmigenden Emissionsvolumens u. a. vom jeweiligen Rating abhängen solle (vgl. Yang 1997: 397).

Auf zentraler Ebene nahmen erstmals Regulierungsmaßnahmen der PBoC für die Emission von Auslandsanleihen Bezug auf *credit ratings*. Laut den „Verwaltungsvorschriften für die Anleiheemission im Ausland durch inländische Organisationen“ (*Guanyu Zhongguo jingnei jigou zai jingwai faxing zhaiquan de guanli guiding*) vom 28. September 1987 wird je nach Höhe des Rating über die Emissionsgenehmigung entschieden (vgl. PBoC 1987b, Art. 9). Die das Rating durchführenden Organisationen werden in den Regulierungsbestimmungen nicht näher spezifiziert; da es sich jedoch um Anleiheemissionen auf den internationalen Kapitalmärkten handelt, werden in der Praxis internationale CRAs beauftragt (s. Staatsrat, Kanzlei 1995).

⁷³ Im Folgenden werden die Begriffe Rating-Agentur (auch: CRA) und Rating-Organisation synonym verwendet. Sie stehen für die chinesischen Bezeichnungen *xinyong pingji jigou*, *zixin pingji jigou*, *zixin pinggu gongsi*, *xinyong pingjia jigou* und umfassen auch die Organisationsformen *xinyu pingji weiyuanhui* (Bonitäts-Ratingkomitee) und *xinyu pingji gongsi* (Rating-Firma) (zu Organisationsformen s. Kapitel 4.3).

Infolge der regulatorisch induzierten Nachfrage wurden ab Herbst 1987 im gesamten PBoC-System innerhalb der regionalen Zweigstellen Rating-Organisationen errichtet. Auch Beratungsfirmen sowie Statistikabteilungen staatlicher Geschäftsbanken begannen mit eigenen Ratingaktivitäten. Bis Ende 1988 entstanden so über 50 Rating-Agenturen, von denen jedoch lediglich etwas mehr als 20 juristisch eigenständig waren (vgl. SZQB 2004). Die CRAs hatten den Status „experimenteller Finanzorganisationen“ (vgl. Chinaonline 1999) und die Reichweite der Geschäftstätigkeit war regional begrenzt. Im März 1988 wurde mit der Shanghai Far East Credit Rating Co. (Shanghai Far East) die erste vom PBoC-System unabhängig operierende CRA gegründet. Sie war zudem die erste chinesische Rating-Organisation mit dem Hauptgeschäft Anleiherating und operierte zunächst regional, bis 1993 sogar als einzige Agentur in Shanghai.

2. Phase: Reorganisation und emissionsbedingte Blüte (Herbst 1989 – Ende 1992)

Auf die Gründungsphase mit einer rasch wachsenden Zahl an Agenturen folgte ab Ende der 1980er Jahre zunächst eine Periode der Reorganisation und Konsolidierung der Branche. Erstmals wurde das Ratingwesen direkt reguliert, zahlreiche Rating-Organisationen wurden aufgelöst, die institutionelle Anbindung an das PBoC-System wurde gelockert. Ein unkontrolliertes Anwachsen der Unternehmensanleiheemissionen ab 1990, bedingt durch laxe Genehmigungspraktiken, ließ die Ratingbranche sodann eine neue Blütezeit erleben.

In einem „Zirkular über die Abschaffung der unter der PBoC gegründeten Wertpapierhandelsunternehmen und Rating-Firmen“ (*Guanyu chexiao Renmin Yinhang sheli de zhengquan gongsi, xinyu pingji gongsi de tongzhi*) vom 19. September 1989 ordnete die Zentralbank an, dass die innerhalb des PBoC-Systems errichteten Rating-Firmen allesamt abzuschaffen seien und dass das Ratinggeschäft von so genannten Bonitäts-Ratingkomitees (*xinyu pingji weiyuanhui*) weiter durchgeführt werden solle. Die Maßnahme zielte darauf ab, Ratingtätigkeit und -aufsicht institutionell zu trennen (vgl. Yu o. J.). Im August 1990 legte die PBoC in einem „Zirkular über Fragen bezüglich der Errichtung von Bonitäts-Ratingkomitees“ (*Guanyu jianli xinyu pingji weiyuanhui youguan wenti de tongzhi*) fest, dass Provinzen, Selbstverwaltungsgebiete und Regierungsunmittelbare Städte ein an die örtlichen PBoC-Niederlassungen angegliedertes (*qiantou zujian*) Bonitäts-Ratingkomittee errichten können. Dessen Haupttätigkeit solle das Unternehmensanleiherating sein; darüber hinaus wurde die Ausübung von Rating-nahen Beratungstätigkeiten erlaubt (vgl. Wang/Guan 2002). Letztlich wurde so zwar ein Teil der von den PBoC-Zweigstellen gegründeten Rating-Organisationen abgewickelt, bei einem Teil wurde jedoch lediglich die Bezeichnung in Bonitäts-Ratingkomitees geändert. Letztere verblieben in PBoC-Nähe, die Zentralbank beaufsichtigte ihre Geschäftstätigkeit und führte die Wirtschaftsprüfung durch (vgl. Sun/Liu 1999).

Diese erstmalige direkte Regulierung des Ratingwesens verringerte zunächst die Anzahl der Rating-Organisationen. Aufgrund des jähnlichen Anwachsens des Gesamtvolumens der Unternehmensanleiheemissionen stieg ihre Zahl zu Beginn der 1990er Jahre jedoch wieder auf mehr als 90.⁷⁴ Nachdem Unternehmensanleiheemissionen 1990 erstmals in den nationalen Wirtschaftsplan einbezogen und als offizielle Quelle der Sachanlageinvestitionen (*guding zichan touzi zhengshi laiyuan qudao*) anerkannt worden waren und nachdem im Anschluss daran Planungskommission und PBoC gemeinsam Meldesystem und Maßregeln für das Anleiheemissionsvolumen festgelegt hatten (vgl. Kang 2002), nahm das Emissionsvolumen stark zu. Betrug das Gesamtvolume im Jahr 1990 noch 12,6 Mrd. RMB, so belief es sich im Jahr 1992 auf 68,4 Mrd. RMB und erreichte damit den absoluten Höchstwert (s. Tabelle 2). Das Rating von Unternehmensanleihen stellte Anfang der 1990er Jahre den Hauptgeschäftsbereich der CRAs dar. Zwar waren die einzelnen Emissionsvolumina jeweils relativ klein – selten ging eine einzelne Emission über 100 Mio. RMB hinaus – aber die insgesamt große Zahl der Emittenten und Emissionen ließ eine hohe Ratingnachfrage entstehen (vgl. Chen/Qiao 2004).

Der sprunghafte Anstieg des Emissionsvolumens ist auf zwei Faktoren zurückzuführen: Zum einen „entdeckten unterkapitalisierte Staatsunternehmen die Anleihenausgabe als Mittel zur Kapital-

⁷⁴ Wang (2004) bezeichnet den Beginn der 1990er Jahre auch als die „goldene Zeit“ der chinesischen Ratingbranche.

beschaffung, gleichsam als „second best“ Lösung, wenn die Banken ihnen Kredite verweigerten“ (Homann 1999: 83). Zum zweiten traf dies auf eine zunehmend lockere Handhabung der Emissionsgenehmigungen seitens staatlicher Akteure. Die dadurch ausgelöste „Emissionsflut“ reihte sich ein in „the widespread financial sector irregularities that contributed to overinvestment and high inflation at that time“ (Bottelier 2003: 13). Insbesondere lokale Behörden überschritten ihre Genehmigungskompetenzen (v. a. zugunsten lokaler Staatsunternehmen) (vgl. Bottelier 2003: 13; Kang 2002): Zinsobergrenzen und zugeordnete Emissionsvolumina wurden ungenehmigt überschritten, einzelne Kennziffern innerhalb der vorgegebenen Gesamtquote eigenmächtig verändert. Teilweise wurden neue Arten von Wertpapieren geschaffen, und Untergeordnete Regierungsebenen verschafften sich eigenmächtig Kapital durch direkte oder indirekte Anleiheemission (zu höheren Zinssätzen als Staatsanleihen). Das Genehmigungsverfahren wurde oftmals sehr lax gehandhabt, eine Überprüfung der Bonität der Emittenten fand faktisch nicht statt⁷⁵: Einige – laut Kang (2002) kleinere – Unternehmen von schlechter Bonität nutzten die Gelegenheit, um „im Trüben zu fischen“ (*hunshui moyu*); es gelang sogar Unternehmen am Rande des Bankrotts, durch Anleiheemission noch Mittel für Lohnfortzahlungen zu beschaffen (vgl. Staatsrat 1992; Staatsrat 1993a⁷⁶). Dem zu Folge häuften sich z. T. schwerwiegende Zahlungsausfälle, deren Folgekosten die PBoC sowie lokale Regierungen zu tragen hatten. Die Zentralregierung reagierte mit einer Reregulierung des Unternehmensanleihemarktes, insbesondere mit einer Verschärfung der Kontrolle des Emissionsprozesses und Rückgriffen auf Instrumente planwirtschaftlicher Steuerung.

Ende 1992 wurde die China Chengxin Securities Rating Co., Ltd. (China Chengxin, CCX) gegründet. Dies war die erste Rating-Agentur, die eine PBoC-Zulassung für die Geschäftstätigkeit auf nationaler Ebene erhielt. Die Gründung des späteren Kooperationspartners von Fitch Ratings markierte eine neue Stufe in der Entwicklung des chinesischen Ratingwesens: China Chengxin nahm eine Vorreiterrolle hinsichtlich der Professionalisierung der chinesischen Ratingbranche, der Ausweitung der Geschäftsfelder und der Anpassung an internationale Standards ein (s. Kapitel 4.3).

3. Phase: Beginn von regulatorischer Rating-Nutzung und schwindende wirtschaftliche Basis (Ende 1992 – Ende 1996)

Als Reaktion auf die Unregelmäßigkeiten bei der Anleiheemission und die Zahlungsausfälle wurde von Ende 1992 bis Herbst 1993 eine Reihe von Bestimmungen zur Reregulierung des Unternehmensanleihemarktes erlassen. Diese nahmen erstmals auf zentraler Ebene auf Ratings Bezug. Zusammen mit dem Kapitalgesellschaftsgesetz von 1994 hatten diese Bestimmungen weitreichende Folgen für den Primärmarkt von Unternehmensanleihen: Infolge der Verschärfung der Regulierung ging das Emissionsvolumen drastisch zurück, die Geschäftsgrundlage der CRAs reduzierte sich erheblich. Zudem wurde die Verteilung der Regulierungskompetenzen neu geregelt: Neben der PBoC trat nun erstmals die Staatliche Planungskommission als Regulierer in Erscheinung.

Nachdem bereits im Sommer 1992 in Zirkularen der Staatlichen Planungskommission und der Zentralbank die unkontrollierte Emission von Wertpapieren in diversen Provinzen und Städten (Anhui, Jiangsu, Shenyang, Dalian) offenbar erfolglos kritisiert worden war (vgl. C.a. 08/1992: 525), erließ der Staatsrat im Dezember 1992 ein „Zirkular über die weitere Intensivierung der Makrosteuerung des Wertpapiermarktes“ (*Guowuyuan guanyu jinyibu jiaqiang zhengquan shichang hongguan guanli de tongzhi*). Erklärtes Ziel war es, die bislang „uneinheitliche“ und „schwache“ Regulierung zu bündeln und die Makrosteuerung zu intensivieren. Zudem wurden die Errichtung der Staatsratskommission für das Wertpapierwesen (State Council Securities Committee, SCSC) und der Staatlichen Kommission für Wertpapieraufsicht und -regulierung (China Securities Regulatory Commission, CSRC) im Rahmen einer Neuorganisation des Regulierungssystems für die Wertpapiermärkte verkündet (Details s. Heilmann 2001a: 13f), und die Kompetenzverteilung für

⁷⁵ Laut Kang (2002) mussten Unternehmen z. T. lediglich ein Formular ausfüllen, um die Emissionserlaubnis zu erhalten. Auch war ein *credit rating* noch keine Emissionsvoraussetzung. Zudem stellten Ratings zu diesem Zeitpunkt aufgrund mangelnder Standardisierung und Professionalität der CRAs auch noch kein aussagekräftiges Bonitätsmaß dar.

⁷⁶ Die Entwicklung Anfang der 1990er Jahre wurde in den o. g. Staatsrats-Zirkularen teils nachgezeichnet, teils kann aus den ausführlichen Regelungen und Verboten auf die bisherige Praxis rückgeschlossen werden.

Regulierungsaufgaben wurde neu geordnet und explizit festgeschrieben: Die Zuständigkeit für Staatsanleihen lag beim Finanzministerium, für Finanzanleihen und Investmentfondsanleihen bei der PBoC; für die Anleihen von Unternehmen auf Zentralebene waren von da an PBoC und Staatliche Planungskommission gemeinsam verantwortlich, für die Genehmigung von Unternehmensanleihen auf untergeordneter Ebene waren die entsprechenden Unterordneten Regierungsebenen zuständig. Erstmals wurden auch Ratings als Kontrollinstrumente für die Anleiheemission erwähnt. Insgesamt wurde explizit eine Verbesserung der Marktinfrastruktur (auch im Bereich der Informationsbereitstellung) angestrebt (vgl. Staatsrat 1992).

Im Jahr 1993 führten wirtschaftliche Überhitzung und Inflation zu einer Finanzkrise. Die Zentralregierung beschloss ein umfassendes Sparprogramm und einen restriktiven geldpolitischen Kurs. Vor diesem Hintergrund erfolgte im Anleihemarkt der Rückgriff auf Instrumente planwirtschaftlicher Steuerung zwecks Kontrolle des Emissionsprozesses. Am 11. April 1993 erließ der Staatsrat ein „Zirkular über die entschlossene Unterbindung unkontrollierter Kapitalbeschaffung und Intensivierung der Regulierung von Anleiheemissionen“ (*Guanyu jianjue zhizhi luan jizi he jiaqiang zhai-quan faxing guanli de tongzhi*). Das Problem der weitreichenden rechtswidrigen „eigenmächtigen“ (*shanzi*) Kapitalbeschaffung durch Anleiheemission wurde als schwerwiegend (mit sich verstärkender Tendenz) eingestuft. Befürchtet wurden eine Störung der Finanzordnung sowie eine Gefährdung der sozialen Stabilität (d. h. soziale Unruhen). Daher wurde eine Intensivierung der Anleihemarktregulierung und insbesondere der Kontrolle der Emissionsvolumina angeordnet. Erstmals wurden auch explizit Disziplinarmaßnahmen und Sanktionen⁷⁷ bei Regelverstößen angedroht (vgl. Staatsrat 1993a). In diesem Dokument findet sich erstmals eine Indienstnahme des Rating als Qualifikationsvoraussetzung für die Anleiheemission⁷⁸: Es heißt explizit, dass die Ratingtätigkeit verstärkt werden solle, damit nur tatsächlich zur Rückzahlung fähige Unternehmen Anleihen emittieren. Weiter heißt es, dass antragstellende Unternehmen sich einem Rating durch Rating-Organisationen zu unterziehen haben, deren Qualifikation von administrativer Seite bestätigt worden ist. Bei einem Emissionswert von über 100 Mio. RMB habe das Rating durch eine auf nationaler Ebene zugelassene CRA zu erfolgen (vgl. Staatsrat 1993a, Punkt 3).⁷⁹ Zudem wurde eine bevorzugte Behandlung der Staatsanleihen festgeschrieben: Es wurde bestimmt, dass der Emission von Staatsanleihen und speziellen Staatsanleihen⁸⁰ Priorität einzuräumen und im Jahr 1993 bis zur vollständigen Platzierung der staatlichen Schuldverschreibungen jegliche weitere Wertpapieremission einzustellen sei. Darüber hinaus wurde die Verzinsung von Staatsanleihen als Zinsobergrenze für Unternehmensanleiheemissionen und andere Arten der Kapitalbeschaffung gleicher Laufzeit festgelegt (vgl. Staatsrat 1993a, Punkte 4 und 5).

Am 2. August 1993 erließ der Staatsrat die „Verwaltungsbestimmungen für Unternehmensanleihen“ (*Qiye zhaiquan guanli tiaoli*), welche die Vorläufigen Regulierungsbestimmungen aus dem Jahr 1987 (Staatsrat 1987a) revidierten und den Unternehmensanleihemarkt umfassend regulierten (Staatsrat 1993b). Es wurde bestimmt, dass die Staatliche Planungskommission in Zusammenarbeit mit PBoC, Finanzministerium und SCSC das jährliche Gesamtemissionsvolumen, sowie die einzelnen Emissionsquoten festlegt und dass die Implementierung durch die entsprechenden Behörden auf untergeordneten Ebenen erfolgt (vgl. Staatsrat 1993b, Art. 10). Auch auf dieser Verordnungsebene erfolgte nun eine Bezugnahme auf *credit ratings*; anders als im Staatsrats-Zirkular vom 11. April 1993 (Staatsrat 1993a) heißt es hier jedoch lediglich, dass Emittenten ein Rating durch für das Anleiherating zugelassene Organisationen beantragen können (*keyi*) (vgl. Staatsrat 1993b, Art.15). Kennedy bewertet dies wie folgt: „For the first time, the law created a regulatory hurdle for ratings.

⁷⁷ Untersuchungen zur Ermittlung der Verantwortlichen und Herabsetzung der Emissionsquote der Gebietskörperschaft/der Behörde im Folgejahr.

⁷⁸ Voraussetzung ist hier jedoch lediglich ein Rating als solches, nicht eine bestimmte Ratingstufe.

⁷⁹ Zu diesem Zeitpunkt besaß lediglich eine einzige Rating-Agentur (China Chengxin) die Lizenz, auf nationaler Ebene zu operieren; 1994 wurde eine weitere Agentur, 1997 erst wurden sieben weitere zugelassen (s. u.). Diese Regulierung schuf eine erste regulatorisch induzierte Ratingnachfrage und bedeutete einen regelrechten Schub für die Geschäftstätigkeit der zugelassenen CRAs.

⁸⁰ Deren Emission gestaltete sich aufgrund der fortschreitenden Inflation als schwierig.

Although the law only stated that issuers ‘could’ (*keyi*) obtain ratings as part of the application process, a government regulator reports that the intent was to make this a mandatory requirement.” (2004: 11). Am 1. Juli 1994 trat zudem das Kapitalgesellschaftsgesetz (*Zhonghua renmin gongheguo gongsi fa*) in Kraft, welches ein eigenes Kapitel für Unternehmensschuldverschreibungen (Art. 159-173) beinhaltete. Die Vorschriften folgten weitgehend den Verwaltungsbestimmungen für Unternehmensanleihen (Staatsrat 1993b)⁸¹; es erfolgte jedoch keine Bezugnahme auf ein *credit rating* als (notwendige oder optionale) Emissionsvoraussetzung. Jedoch wurden die im August 1993 erlassenen Bestimmungen hinsichtlich des Kreises der Emissionsberechtigten und der Emissionsvoraussetzungen verschärft.

Die Gesamtheit der in dieser Phase erlassenen Regulierungsbestimmungen, insbesondere die „Verwaltungsbestimmungen für Unternehmensanleihen“ (Staatsrat 1993b), hatten weitreichende Folgen für das Ratingwesen. Folgende Elemente der Anleihemarktregulierung führten zu einem erheblichen Rückgang des Emissionsvolumens von Unternehmensanleihen:

- der streng regulierte Zulassungsprozess und die Beschränkung des Kreises der Emittenten (durch Staatsrat 1993b und Kapitalgesellschaftsgesetz);
- die Abschaffung eines Großteils der Anleihearten (durch Staatsrat 1993b);
- die unklaren Verantwortlichkeiten und Kompetenzüberschneidungen von Behörden im Emissionsverfahren (durch Staatsrat 1993b)⁸²; sowie
- die zeitweilige Einstellung der Emissionsgenehmigung für Unternehmensanleihen (durch Staatsrat 1993a).

Infolgedessen fiel das Emissionsvolumen von 68,4 Mrd. RMB im Jahr 1992 (absoluter Höchstwert) auf einen Wert von 23,6 Mrd. RMB im Jahr 1993 und auf 16,2 Mrd. RMB im Jahr 1994 ab (vgl. Tabelle 2). Laut Kang (2002) wurden 1994 lokale Anleihen – die wirtschaftliche Basis der Mehrzahl der Agenturen – nur im Wert von 4,5 Mrd. RMB emittiert. Der rückläufige Unternehmensanleihemarkt bedeutete eine schwindende Geschäftsgrundlage für die Ratingbranche.

Trotz der insgesamt schwindenden wirtschaftlichen Basis nahm in dieser Phase das Ratingwesen weiter Gestalt an: Kontakte zwischen den einzelnen Agenturen wurden intensiviert, erste Diskussionen über Theorie und Praxis des Ratingwesens angestoßen, die Qualifikation des Personals wurde verbessert. Gleichzeitig begann die Kontaktaufnahme mit ausländischen CRAs: 1994 nahm China Chengxin (CCX) Verhandlungen mit der International Bank Credit Analysis Ltd. (ICBA), dem Vorläufer von Fitch Ratings, über ein Joint Venture auf. Im März 1994 wurde mit der Dagong Global Credit Rating Co. Ltd. (Dagong) die zweite eigenständig und mit PBoC-Zulassung auf nationaler Ebene operierende CRA Chinas gegründet. In dieser Phase bauten CCX und Dagong ihre Marktposition aus, gestützt auf die durch die Staatsratsbestimmungen von April 1993 (Staatsrat 1993a, s. o.) induzierte Ratingnachfrage. Auch fand ab 1995 im Kreditwesen die Nutzung von Ratings als Regulierungsinstrumente weitere Verbreitung (s. Kapitel 4.4), so dass eine neue Einnahmequelle der CRAs entstand. Gegen Ende dieser Phase existierten schätzungsweise mehr als 40 Agenturen (vgl. Yang 1997: 397).

Trotz der verschärften Regulierung des Anleihemarktes traten Mitte der 1990er Jahre erneut zahlreiche Zahlungsausfälle auf. Kennedy spricht von einer „wave of defaults, likely enabled by generous ratings“ (2004: 12). Die Ausfälle beliefen sich laut Schätzungen bis Ende 1997 landesweit auf einen Gesamtwert zwischen 3 und 8 Mrd. RMB (vgl. Kang 2002; Kennedy 2004: 12). Besonders betroffen waren die Provinzen Liaoning und Jilin (über 50% der dortigen Emissionen). In der Folge kam es zu sozialen Unruhen. Zwecks Schadensbegrenzung, v. a. aber um weitergehende Proteste und Unruhen der vorwiegend individuellen Anleger zu verhindern, übernahmen die Lokalregierungen und die PBoC-Niederlassungen die Schulden (vgl. Kang 2002).

⁸¹ Diese wurden – soweit sie dem Gesellschaftsgesetz nicht widersprechen – nicht außer Kraft gesetzt (vgl. Thümmel 1995: 75f).

⁸² In den Bestimmungen heißt es, dass PBoC, Planungskommission und Finanzministerium „gemeinsam“ die jeweiligen Quoten festsetzen und dass die Ausführung (d. h. die Genehmigung der spezifischen Anträge) den lokalen Behörden obliegt. Genauere Regelungen wurden nicht getroffen.

4. Phase: Direkte Regulierung, erste Marktöffnung und prekäre wirtschaftliche Lage (1997 – Ende 1999)

In dieser Phase erfolgte eine weitere und die bislang wichtigste direkte Regulierung des Ratingwesens. Durch Kooperationen von heimischen mit internationalen Agenturen setzte ein erste Öffnung des chinesischen Ratingmarktes ein. Die wirtschaftliche Situation der chinesischen CRAs verbesserte sich zunächst durch eine Erweiterung der Geschäftsbereiche. Eine erneute Reregulierung des Unternehmensanleihemarktes brachte jedoch einschneidende Veränderungen für das Ratingwesen mit sich: Die Genehmigungskompetenz für Unternehmensanleiheemissionen wurde zentralisiert und der Staatlichen Planungsbehörde übertragen, das Emissionsvolumen wurde drastisch reduziert, die wichtigste Geschäftsgrundlage der Ratingbranche brach damit regelrecht weg.

Am 16. Dezember 1997 erließ die PBoC ein „Zirkular über die fachliche Qualifikation von im Unternehmensanleiherating tätigen Organisationen wie China Chengxin“ (*Guanyu Zhongguo Chengxin zhengquan pinggu youxian gongsi deng jigou congshi qiye zhaiquan xinyong pingji yewu zige de tongzhi*). Die PBoC erteilte vorläufig neun Unternehmen die Qualifikation zum Rating von Unternehmensanleihen auf nationaler Ebene. Damit erhielten sieben weitere Agenturen neben China Chengxin (Genehmigung 1992) und Dagong (Genehmigung 1994) die Erlaubnis, nicht nur regional, sondern auch national zu operieren.⁸³ Weiterhin wurde festgelegt, dass vor der Emission von Unternehmensanleihen ein *credit rating* durch eine von der PBoC-Zentrale zugelassene Rating-Organisation zu erfolgen habe. Darüberhinaus wurde eine gesonderte PBoC-Regulierung des gesamten Wertpapierratings angekündigt (vgl. PBoC 1997). Nach den Bestimmungen von 1989/90 war dies der zweite Versuch einer Ordnung des Ratingwesens. Erstmals wurden von Reguliererseite in einem offiziellen Dokument Qualifikationsanforderungen bzw. eine Form der Akkreditierung eingeführt; Caijing (2003) spricht von der „einzigsten offizielle Anerkennung (*renzheng*) der Rating-Agenturen“.

Am 1. Juli 1999 trat das chinesische Wertpapiergesetz (Zhonghua renmin gongheguo zhengquan fa) in Kraft. Das Kapitel über Dienstleistungsorganisationen für Wertpapierhandel bezieht sich explizit auch auf Rating-Agenturen. In Kapitel 8 wird der CSRC die Kompetenz zur Regulierung der Geschäftstätigkeit der Rating-Agenturen (dies betrifft insbesondere Gründungsvoraussetzungen, Zulassungsverfahren und Geschäftsregeln) zugeschrieben. Erstmals werden Standards für die Qualifikationsanforderungen für Mitarbeiter (Fachkenntnisse und mindestens zwei Jahre Berufserfahrung im Wertpapiergeschäft) sowie die Praxis der Gebührenerhebung (mit Hilfe einer durch den Staatsrat erlassenen Gebührenordnung) festgelegt. Auch die Festlegung weiterer Standards und Verwaltungsmaßregeln bezüglich der fachlichen Qualifikation fallen in den Aufgabenbereich der CSRC (vgl. Wertpapiergesetz, Art. 157-161).

Parallel zur stärkeren Regulierung des Ratingwesens erfolgte eine Ausweitung des Geschäftsbereiches der Agenturen. Vor allem mit Beginn des so genannten Kreditzertifikatsratings (*qiye daikuan pingji*)⁸⁴ verbesserte sich deren wirtschaftliche Situation. Seit 1997 experimentierten Shanghai, Xiamen und Ningbo mit dem Kreditzertifikatsrating, ab April 1999 war das Rating offizielle Anforderung der PBoC-Zweigstelle Shanghai für die Ausstellung von Kreditzertifikaten für Unternehmen. Für diese Geschäftstätigkeit benötigen Rating-Agenturen eine gesonderte Zulassung der jeweiligen örtlichen Regulierungsbehörde. Zu einer zusätzlichen Einnahmequelle wurde das Rating von Wandelanleihen.⁸⁵

⁸³ Es sind dies: *Shenzhen zixin pinggu gongsi* (heute: *Pengyuan zixin pinggu youxian gongsi*), *Yunnan zixin pinggu shiwusuo*, *Changcheng zixin pinggu youxian gongsi* (Beijing), *Shanghai Far East*, *Shanghai xinshiji touzi fuwu gongsi*, *Liaoningsheng zixin pinggu gongsi*, *Fujiansheng zixin pingji weiyuanhui* (heute: Lianhe).

⁸⁴ Kreditzertifikate sind von der Zentralbank ausgestellte Dokumente mit grundlegenden Unternehmensinformationen (u. a. dem *rating record*), die Unternehmen bei ihrer Bank zusammen mit dem Darlehensantrag einreichen müssen (vgl. Chen/Everling 2002: 729).

⁸⁵ In den „Vorläufigen Verwaltungsmaßregeln für Unternehmens-Wandelanleihen“ (*Kezhuanhuan gongsi zhaiquan guanli zanxing banfa*) der SCSC vom 25. März 1997 erfolgte zwar keine Indienstnahme von Ratings als Regulierungsinstrumente (vgl. SCSC 1997). Dennoch werden inzwischen 80% der emittierten Wandelanleihen börsennotierter Unternehmen auf freiwilliger Basis einem Rating unterzogen (vgl. Caijing 2003).

Des weiteren begann in dieser Phase die Zusammenarbeit mit internationalen CRAs; ausländisches Know-How und Ratingtechniken flossen ins Land. Im September 1998 wurde nach mehrjährigen Verhandlungen das erste chinesisch-ausländische Joint Venture im Bereich *credit rating*, die China Chengxin International Credit Rating Co. Ltd., gegründet (s. Kapitel 4.3). Im Juli 1999 begann zudem eine dreijährige technische und strategische Zusammenarbeit von Dagong und Moody's.

Ende 1999 reagierte die politische Führung vor dem Hintergrund krisenhafter Entwicklungen und Schocks im Finanzsystem (Asienkrise und Kollaps der Guangdong International Trust and Investment Corp. (GITIC)) erneut auf die Irregularitäten am Unternehmensanleihemarkt. Die 1993 erlassenen Verwaltungsbestimmungen wurden einer Überarbeitung unterzogen.⁸⁶ Auf der Grundlage eines internen Dokumentes wurde die Kompetenz zur Genehmigung von Unternehmensanleiheemissionen, die zuvor bei den örtlichen PBoC-Niederlassungen lag (s. o.), auf die Staatliche Planungskommission (ab 2003: Staatliche Entwicklungs- und Reformkommission) übertragen (vgl. Kennedy 2004: 12). Diese Zentralisierung des Emissionsprozesses und Kompetenzübertragung auf die Planungsbehörde markierte eine entscheidende Zäsur in der Entwicklung des Unternehmensanleihemarktes. Die Emissionszulassung wurde entscheidend erschwert, Zahl und Umfang der Emissionen wurden noch drastischer als 1993/94 reduziert. Im Jahr 2000 erreichte die Ausgabe von Unternehmensobligationen mit einem Volumen im Wert von 8,3 Mrd. RMB den absoluten Tiefpunkt, die Emission von lokalen Unternehmensanleihen kam praktisch zum Erliegen (vgl. Pengyuan 2003, s. Tabelle 2). Diese drastische Reduktion der Unternehmensanleiheemission wirkte sich entscheidend auf das Ratingwesen aus, da sie wesentlicher Teil der Geschäftsgrundlage und die wichtigste Einnahmequelle der Agenturen war. Die Folgen waren eine weiter verringerte Anzahl der CRAs sowie eine verschärzte Konkurrenz der Wettbewerber (vgl. Kapitel 4.2 und 4.5).

4.3 Die chinesischen Rating-Agenturen

Der Begriff Rating-Agentur ist im Falle Chinas weit zu fassen, da – wie in Kapitel 4.2 bereits deutlich wurde – die Anbieter von Finanzdienstleistungen im Bereich Kreditbewertung im Laufe der Zeit sowohl unter unterschiedlichen Bezeichnungen als auch unterschiedlichen Organisationsformen firmierten. Im Folgenden werden zunächst die Organisationstypen vorgestellt, sodann folgt eine Betrachtung der Marktstruktur und der führenden Markakteure. Die Darstellung schließt mit einem Überblick über die wichtigsten Geschäftsfelder.

Organisationstypen

In Anlehnung an Chen/Everling (2000: 730) und Yang (1997: 397f) lässt sich folgende Typisierung der chinesischen Rating-Organisationen vornehmen: Die älteste Organisationsform sind PBoC-eigene oder PBoC-nahe Agenturen wie beispielsweise so genannte Rating-Firmen (*xinyu pingji gongsi*) oder Bonitäts-Ratingkomitees (*xinyu pingji weiyuanhui*). Diese wurden entweder direkt von den regionalen Zentralbankniederlassungen gegründet oder stehen unter PBoC-Verwaltung und rekrutieren ihre Mitarbeiter hauptsächlich aus pensioniertem PBoC-Personal. Auch existieren CRAs, die von Geschäftsbanken gegründet bzw. nach interner Reorganisation ausgegründet wurden. Weiterhin gibt es Organisationen, an deren Gründung Forschungsinstitute oder Universitäten maßgeblich beteiligt waren, so im Falle der Shanghai Far East, die mit Beteiligung der Akademie für Sozialwissenschaften Shanghai errichtet wurde und zumindest in Wissenschaftsnähe arbeitet. Zu den unabhängig vom PBoC-System operierenden Agenturen zählen zudem „[c]redit rating companies or investment service agencies composed of experts from the community established by enterprises or institutions with the approval of the People's Bank“ (Yang 1997: 398). In diese Kategorie der eigenständigen Ratingunternehmen und Beratungsfirmen, mithin unabhängiger Rechtssubjekte, fallen nur wenige, jedoch marktführende Unternehmen wie China Chengxin, Dagong und Lianhe (s. u.). Darüber hinaus bieten im weitesten Sinne auch Wirtschaftsprüfer, Consultants und Wirtschafts-

⁸⁶ Die bis dato noch nicht abgeschlossen ist.

auskunfteien Dienstleistungen in den Bereichen Finanzierungs- und Investitionsberatung sowie Kreditinformation und -bewertung an (vgl. World Bank 1995b: 70).

Marktstruktur

Die Angaben zur Gesamtzahl der Agenturen schwanken stark, je nachdem wie weit der CRA-Begriff der jeweiligen Quelle gefasst ist. Zudem änderte sich die Anzahl der Rating-Organisationen im Zeitverlauf beträchtlich, insbesondere in Abhängigkeit von den jeweiligen Regulierungsbestimmungen. Ende der 1980er Jahre lag die Zahl der Rating-Agenturen bei über 50, Anfang der 1990er Jahre bei mehr als 90; 1996/1997 existierten schätzungsweise mehr als 40 CRAs und derzeit liegen die Schätzungen zwischen 20 (vgl. Baglole 2004: 39) und 40 bis 50 (vgl. Wang 2004).⁸⁷ Darunter haben aktuell neun Agenturen eine nationale Zulassung, die Geschäftstätigkeit der übrigen Organisationen ist lokal begrenzt. Die Marktstruktur bestimmen jedoch im Wesentlichen eine Handvoll führender, vom PBoC-System unabhängiger Rating-Agenturen – u. a. aufgrund der beträchtlichen Marktvorteile, die den jeweils akkreditierten CRAs infolge der rating-gestützten Regulierung erwachsen (vgl. Wang, in: Jiang 2003, s. Kapitel 4.4). Je nach Quelle wird meist von vier (China Chengxin, Dagong, Lianhe und Shanghai Far East), vereinzelt auch von den fünf „Großen“ gesprochen.⁸⁸ Im Jahr 2002 wurde der eigentliche *credit rating*-Markt, das Unternehmensanleiherating, von den drei Agenturen Lianhe, China Chengxin und Dagong dominiert, wobei Chen/Qiao (2004) den jeweiligen Marktanteil (nach Anzahl der gerateten Unternehmen) mit 41% (Lianhe), 38% (China Chengxin) und 21% (Dagong) beziffern.⁸⁹ Die vierte große Agentur, Shanghai Far East, ist vor allem am Finanzplatz Shanghai im Bereich Kreditzertifikatsrating tätig.

Marktakteure

Im Folgenden werden die vier Marktführer vorgestellt, basierend auf Informationen der jeweiligen Unternehmens-Homepages und anderen Quellen, v. a. Wang (2004) und Caijing (2003).

1) China Chengxin

China Chengxin (CCX) ist die älteste der großen PBoC-unabhängigen chinesischen Rating-Agenturen. Diese CRA hat eine Führungsposition in der Branche inne und gilt als Vorreiter in vieler Hinsicht; so führte sie zahlreiche Ratingarten erstmals durch und kooperierte erstmals mit einer ausländischen Agentur. Auch gilt sie als Pionier hinsichtlich der Professionalisierung und Anpassung der Ratingsymbole und -methoden an internationale Standards. Das Unternehmen wurde am 08.10.1992 unter dem Firmennamen China Chengxin Securities Rating Co., Ltd. (*Zhongguo Chengxin zhengquan pinggu youxian gongsi*) gegründet und erhielt als erste chinesische CRA die Genehmigung der Zentralbank, auf nationaler Ebene zu operieren. Infolge einer wechselhaften Unternehmensgeschichte und mehrerer interner Reorganisationen ist CCX heute eine Unternehmensgruppe bestehend aus drei Unternehmen:

- der China Chengxin Credit Management Co., Ltd. (*Zhongguo Chengxin xinyong guanli youxian gongsi*): Diese ist aus der früheren CCX Securities Rating Co. hervorgegangen und heute im Kreditmanagement und -consulting tätig. Zudem ist sie größter Gesellschafter der CCX International. Teilhaber der CCX Credit Management selbst sind die beiden Vermögensverwaltungsgesellschaften China Cinda und China Orient sowie drei weitere Finanzdienstleister;

⁸⁷ Diese Differenz lässt sich wie folgt erklären: Laut Pengyuan (2003) sind von den 40-50 so genannten Rating-Organisationen nur etwas mehr als 20 hauptsächlich im Ratingbereich tätig; die übrigen existierten „nur dem Namen nach“ (*mingcun shiwang*) bzw. kooperieren mit Wirtschaftsprüfern oder bieten Unternehmensfinanzberatung und andere Beratungsdienstleistungen an.

⁸⁸ Chen/Qiao (2004) beziehen auch die *Shanghai xinshiji touzi fuwu youxian gongsi* (Xinshiji) mit ein, andere Quellen zählen die Sino-Hawk Credit Rating Co., Ltd. (*Pengyuan zixin pinggu youxian gongsi*) noch hinzu.

⁸⁹ Diese Zahlen sollten jedoch eher als Angabe von Größenordnungen betrachtet werden, da Marktanteile weiterer Agenturen nicht berücksichtigt sind.

- der China Chengxin Financial Consultancy Co., Ltd. (*Zhongguo Chengxin caiwu guwen youxian gongsi*), einem im Januar 2003 gegründeten Unternehmen für Finanzberatung und Investmentgeschäft; und
- der China Chengxin International Credit Rating Co., Ltd. (*Zhongguo Chengxin guoji xinyong pingji youxian zeren gongsi*), die im Bereich Rating tätig ist.

Die CCX International, das erste chinesisch-ausländische Joint Venture (JV) im Ratingbereich, wurde im September 1998 nach mehrjährigen Verhandlungen mit ICBA, später Fitch Ratings, und der International Finance Corporation (IFC) gegründet. Nachdem ein langwieriges Genehmigungsverfahren durchlaufen war, nahm das Joint Venture am 01.01.2000 die Geschäftstätigkeit auf. Die vier Gesellschafter sind: CCX Securities Rating Co., Ltd. (jetzt: CCX Credit Management Co.) mit einem Anteil von 45%, Fitch Ratings (30%), IFC (15 %) und China Business Times Development Co, Ltd. (*Zhonghua gongshang shibao shiye fazhan zonggongsi*) (10 %). Fitch Rating suchte durch die Kooperation den eigenen Bekanntheitsgrad in China zu erhöhen und im chinesischen Markt Fuß zu fassen. Laut Caijing (2003) steht dahinter die Strategie, durch den Erwerb von Kontrollrechten über ein inländisches Unternehmen indirekt eine Geschäftslizenz für den chinesischen Ratingmarkt zu erwerben. CCX brachte das gesamte Ratinggeschäft in das Joint Venture ein und nutzte es zur Verbesserung des eigenen Images, wie auch von Management und Know-How. Mit Hilfe von Fitch Ratings wurden das Personal geschult und Ratingstandards und -methoden an internationale Maßstäbe angepasst. Parallel zur Gründungsphase des JV sorgte 1999/2000 ein Korruptionsskandal um den CCX-Gründer Mao Zhenhua für größeren Wirbel (Details s. Kennedy 2004: 13; Caijing 2003). Im Sommer 2000 verließen zehn der wichtigsten Mitarbeiter das Unternehmen und gründeten die *Lianhe zixin pinggu gongsi*. Der darauf folgende Umsatzeinbruch bei CCX International und Verluste in Höhe von 3 Mio. RMB lassen darauf schließen, dass ein wichtiger Teil des Kundenstamms „mitgenommen“ wurde. Auch die Zusammenarbeit mit dem ausländischen Partner war durch massive Probleme, u. a. verursacht durch die unterschiedlichen Firmenkulturen, gekennzeichnet. Im Februar 2003 wurde die Trennung der Vertragspartner beschlossen, im Juli 2003 eröffnete Fitch eine eigene Repräsentanz in Beijing. Bezüglich der Auflösung des JV standen im Oktober 2003 die letzten Formalitäten des Handelsministeriums noch aus, etwaige Änderungen in den Eigentumsverhältnissen (Verkauf der Fitch- und IFC-Anteile) sind bislang noch nicht auf den Homepages vermerkt (vgl. www.ccxi.com.cn; Caijing 2003).

CCX International ist nach wie vor in allen wichtigen Geschäftsbereichen unter der Gruppe der führenden Unternehmen am Markt vertreten (Marktführer bei Unternehmens-Wandelanleihen, Zweiter im Kreditzertifikatsrating und bei Anleihen von Wertpapierhandelsunternehmen), hat jedoch im Jahr 2003 die langjährige Marktführerschaft im wichtigen Segment der Unternehmensanleihen eingebüßt: Lag im Jahr 2002 der Marktanteil noch bei 75%, so ist CCX International 2003 hinter Lianhe und Dagong platziert (vgl. Chen/Everling 2002: 731; Ma 2004b; s. Anhang 7.5).

2) *Dagong*

Die Dagong Global Credit Rating Co., Ltd. (*Dagong guoji zixin pinggu youxian gongsi*) ist ein Unternehmen in privater Hand und wurde gegründet „by social science organizations and intermediary companies without investments from financial institutions and participations from individual commercial entities“ (Xiao 2001: 26; vgl. Kennedy 2004: 13). Bereits 1989 war mit den Gründungsvorbereitungen begonnen worden, am 10. März 1994 nahm die Agentur die Geschäftstätigkeit auf. Im Februar 1997 wurde eine Außenstelle in den USA gegründet zwecks Kontaktaufnahme und Informationsaustausch mit internationalen CRAs. Im Juli 1999 schlossen Moody's und Dagong einen auf drei Jahre befristeten Vertrag über technische und strategische Zusammenarbeit ab. Bis August 2002 lieferte Moody's Dagong gegen Bezahlung Technologie, Beratung und Training; Moody's sammelte im Gegenzug erste Kenntnisse im chinesischen Markt. Laut Wang (2004) war bei dieser Zusammenarbeit noch offensichtlicher (als bei der Kooperation CCX-Fitch), dass die Motivation für Moody's eine Art Testlauf im chinesischen Markt war. Ein Joint Venture wurde zwar zu Beginn der Kooperation angestrebt, jedoch nicht in die Praxis umgesetzt; laut kritischer Stimmen mangelte es dieser Zusammenarbeit auch insgesamt an Substanz (vgl. Caijing 2003). Im

Februar 2003 baute Moody's die bereits 2001 in Beijing eröffnete Geschäftsstelle zu einer *wholly foreign owned enterprise* (*duzi qiyi*) aus. „Wir haben beide bekommen, was wir brauchten“, resümiert Ye Min, Geschäftsführer und General Manager von Moody's Beijing (in: Caijing 2003).

Ab dem Jahr 2002 expandierte Dagong verstärkt in neue Geschäftsfelder. 2003 war das Unternehmen Marktführer bei Wandelanleihen von Geschäftsbanken, zweiter u. a. in den Bereichen Unternehmensanleihen, Finanzorganisationen und Wandelanleihen. Dagong vertritt China auf Vorschlag der Regierung bei der Asiatischen Initiative für die Entwicklung eines asiatischen Anleiemarktes (vgl. www.dagongcredit.com.cn; Caijing 2003; Chen/Everling 2002: 731; Ma 2004b; s. Anhang 7.5).

3) Lianhe

Die China Lianhe Credit Rating Co., Ltd. (*Lianhe zixin pinggu youxian gongsi*) wurde 1997 unter dem Namen *credit-rating*-Komitee der Provinz Fujian (*Fujiansheng zixin pingji weiyuanhui*) gegründet und als national operierende CRA anerkannt. Nachdem im Mai 2000 zehn wichtige CCX-Mitarbeiter das Unternehmen verlassen hatten, wechselten sie (samt eines gewissen Kundenstamms) zum *Fujiansheng zixin pingji weiyuanhui* und gründeten dieses als Kapitalgesellschaft neu unter dem Namen *Lianhe zixin pinggu youxian gongsi*. Neuer Firmensitz ist Beijing, Eigentümer sind mehrere Unternehmen aus Beijing und Tianjin sowie individuelle Investoren.

Der Marktanteil Lianhes in den Jahren 2001 bis 2003 betrug im Unternehmensanleiherating durchschnittlich 42% (wobei der Marktanteil 2003 bei 50 % lag, die Tendenz also steigend war), bei Wandelanleihen 31,3%. Im Jahr 2003 war Lianhe Marktführer in den Bereichen Unternehmensanleiherating sowie beim Rating von KMU und Hochechnologieunternehmen. Lianhe spielte zudem eine Vorreiterrolle in der Bewertung börsennotierter Unternehmen (vgl. www.lianheratings.com.cn; Caijing 2003; Kennedy 2004: 12f; Ma 2004b; s. Anhang 7.5).

4) Shanghai Far East

Die Shanghai Far East Credit Rating Co. (*Shanghai yuandong zixin pinggsi*) wurde im März 1988 von der Akademie für Sozialwissenschaften Shanghai in Zusammenarbeit mit der PBoC-Zweigstelle Shanghai gegründet. Sie war die erste vom PBoC-System unabhängig operierende Rating-Agentur in China sowie die erste CRA mit Schwerpunkt Anleiherating in der Geschäftstätigkeit. Shanghai Far East war bis 1997 lediglich auf regionaler Ebene tätig, bis 1993 sogar als einzige CRA in Shanghai. Im Oktober 1998 wurde das Unternehmen in eine GmbH umgewandelt. Der größte Teilhaber ist das in Hongkong ansässige Finanzdienstleistungs- und Medienunternehmen Xinhua Financial Network. Weitere Gesellschafter sind die Akademie für Sozialwissenschaften Shanghai und das Shanghai Huyin Financial Information Consultation Center (*Shanghai Huyin xinxixi zixun zhongxin*), eine PBoC-Ausgründung. Seit Februar 2002 besteht eine strategische Allianz mit Xinhua Financial Network im Bereich Ratings für börsennotierte Unternehmen, die auf öffentlich zugänglichen Informationen basieren.

Hauptgeschäft der Shanghai Far East ist das Kreditzertifikatsrating, vor allem im Raum Shanghai: Chinaweit ist das Unternehmen in diesem Marktsektor führend, in Shanghai lag der Marktanteil in den Jahren 2001-2003 bei über 50%. Marktführer ist Shanghai Far East zudem im Rating von Finanzorganisationen sowie von Anleihen der Wertpapierhandelsunternehmen. Seit Dezember 2003 ist das Unternehmen Mitglied der Association of Credit Rating Agencies in Asia (ACRAA), eines Zusammenschlusses asiatischer Rating-Agenturen, der mit Unterstützung der ADB gegründet wurde (vgl. www.fareast-cr.com, Firmenpräsentation SFE; XFN 2004; Ma 2004b; s. Anhang 7.5).

Geschäftsbereiche

Das Rating von kurz- und langfristigen Unternehmensanleihen sowie Emittenten von Unternehmensanleihen war bis Mitte der 1990er Jahre das Hauptgeschäft der chinesischen Rating-Agenturen. Danach haben aufgrund des insgesamt geringen und infolge regulatorischer Änderungen schwankenden Emissionsvolumens die Bewertung von konvertiblen Unternehmensanleihen (Wandelanleihen) und insbesondere das Kreditzertifikatsrating an Bedeutung gewonnen (siehe Kapitel 4.5, Punkt 5). Seit dem Jahr 2003 ist das Rating von Anleihen von Wertpapierhandelsunter-

nehmen zu einem neuen lukrativen Geschäftsfeld der CRAs geworden. Darüber hinaus werden *financial-strength*-Ratings von Banken, Versicherung und anderen Finanzorganisationen wie Treuhändern und Investmentgesellschaften und Kreditgarantieunternehmen durchgeführt. Bewertet werden zudem Investmentfonds, börsennotierte Unternehmen, kleine und mittlere Unternehmen sowie Kreditportfolios von Geschäftsbanken. Auch für strukturierte Finanzprodukte, Vorzugsaktien und andere Finanzprodukte werden Ratings erstellt. Darüber hinaus bieten die großen Agenturen Beratungs- und Informationsdienstleistungen zu Kreditrisiken und Kreditmanagement sowie teilweise auch Trainings an (vgl. Firmen-Websites; Chen/Everling 2002: 728ff; Ma 2004b).

4.4 Regulierungsfragen

In diesem Kapitel werden nun die mit dem Ratingwesen zusammenhängenden Regulierungsfragen behandelt: Zunächst wird der Status quo der direkten Regulierung des chinesischen Ratingwesens dargestellt, im Anschluss daran dessen indirekte Regulierung durch die Anleihemarktregulierung seit 1999. Es folgt ein Unterpunkt zu sich abzeichnenden Lockerungen und Änderungen im Regulierungsregime des Unternehmensanleihemarktes. Danach wird die Nutzung von Ratings als Regulierungsinstrument betrachtet, wobei das Hauptaugenmerk auf den Neuerungen im Jahr 2003 liegt. Abschließend werden die bestehenden Regulierungsdefizite rekapituliert und in einen größeren Zusammenhang gerückt sowie Kritik und Stellungnahmen von Branchenvertretern und Finanzmarktexperten dargestellt.

Direkte Regulierung des Ratingwesens

Eine eigenständige oder gesonderte Regulierung des Ratingwesens existiert bislang kaum. Relevante Regulierungsbestimmungen sind nur vereinzelt und nicht systematisch vorhanden, die erlassenen Rechtsgrundlagen sind oftmals vage und lückenhaft. Im Wertpapiergesetz von 1999 beispielsweise, „[o]nly a few general rules were laid out, and with few details. Matters such as how credit assessment organizations could enter and leave the market and definitions of legitimate operation and competition were not dealt with adequately.“ (Chinaonline 1999).

Es mangelt bis dato sowohl an Regelungen der Geschäftstätigkeit der Agenturen als auch an detaillierten Regelungen hinsichtlich Mindestanforderungen für den Markteintritt. Bislang wurden lediglich in den Regulierungsbestimmungen von 1997 (PBoC 1997) neun CRAs als Inhaber einer Marktzugangsqualifikation für die Geschäftstätigkeit auf nationaler Ebene designiert. Diese regulatorische Schwelle bzw. Marktzugangsbarriere hatte seitdem wesentlichen Einfluss auf die Struktur des Ratingmarktes. Die Qualifikationsinhaber erwarben laut Chen/Qiao (2004) ein „von der PBoC verliehenes Aushängeschild mit goldenen Lettern (*jinzi zhaopai*), welches sie glückliche Zeiten verleben ließ“. Da nur Ratings akkreditierter CRAs regulierungsrelevant sind, wurde eine regulatorisch induzierte Nachfrage geschaffen, die den Agenturen eine führende Marktposition sicherte.

Zudem ist die Regulierungszuständigkeit derzeit unklarer denn je: Bis 1999 war die PBoC die alleinig zuständige Regulierungsbehörde für jegliche das Ratingwesen betreffende Fragen – d. h. für Geschäftszulassung und Marktaufsicht der CRAs sowie für die Genehmigung der Anleiheemissionen. Doch die Reregulierung des Unternehmensanleihemarktes und das Wertpapiergesetz legten den Grundstein einer allmählich entstehenden „mehrköpfigen Regulierung“ (*duotou guanli*) (Wang 2004; Ma 2004b) des Ratingwesens wie auch des Anleihemarktes. Für CRAs erfolgt die Zulassung zur Aufnahme der Geschäftstätigkeit weiterhin durch die PBoC – mit Beteiligung der State Economic and Trade Commission und der State Administration of Industry and Commerce –, die Kompetenz für die Marktaufsicht liegt nun jedoch bei der Wertpapieraufsichtskommission CSRC (vgl. Kapitel 4.2). An der Regulierung des Anleihemarktes sind ebenfalls mehrere Akteure beteiligt (Staatliche Entwicklungs- und Reformkommission, PBoC, CSRC), und Behörden wie die Versicherungsaufsichtskommission und die Staatliche Entwicklungs- und Reformkommission⁹⁰ haben für

⁹⁰ Im „Zirkular der Staatlichen Entwicklungs- und Planungskommission über Fragen bezüglich der Probleme bei der Weitergabe des Umfangs und der Genehmigung der Anleiheemission von Unternehmen wie Guojia Dianwang“ (*Guojia*

die jeweils eigene Indienstnahme von Ratings als Regulierungsinstrumente auch eigene Qualifikationsstandards für CRAs geschaffen.

Nachdem unter der Regulierungsinstanz PBoC von einer faktischen Nicht-Regulierung des Ratingwesens gesprochen werden kann⁹¹, rückte es seit der Übertragung der Marktaufsicht auf die CSRC verstärkt in den Mittelpunkt des Regulierungsinteresses. Eigene Rating-Maßregeln, genauer: „Verwaltungsmaßregeln für im Anleihe-Ratinggeschäft tätige Rating-Agenturen“ (*Zixin pingji jigou congshi zhengquan zixin pingji yewu guanli banfa*) werden seit 1999 von der CSRC konzipiert. Mehrfach wurden Stellungnahmen innerhalb der Branche eingeholt, bereits seit 2002 gilt der Text als quasi fertiggestellt und kurz vor der Veröffentlichung (vgl. Caijing 2003, Pengyuan 2003). Im Sommer 2003 wurde nun die Veröffentlichung als eines von sechs Begleitdokumenten der „Vorläufigen Verwaltungsmaßregeln für Anleihen von Wertpapierhandelsunternehmen“ (*Zhengquan gongsi zhaiquan guanli zanxing banfa*) (CSRC 2003a, Inhalt s. u.) angekündigt. Jedoch wurden am 29. August 2003 lediglich fünf begleitende Dokumente veröffentlicht (vgl. CSRC 2003b), darunter ein zweites die Ratingbranche betreffendes Dokument⁹². Die Veröffentlichung der Rating-Maßregeln wurde „aus vielerlei Gründen“ (Caijing 2003) – Näheres ist nicht bekannt – verschoben. Laut Branchenvertretern, die am Konsultationsprozess beteiligt sind, enthalten die Maßregeln erstmals eine umfassende Festlegung der Geschäftsbereiche entsprechend qualifizierter CRAs (vgl. Caijing 2003).⁹³ Zudem werden erstmals Mindestqualifikationen wie ein erforderliches Mindeststammkapital, mindestens drei Jahre Ratingerfahrung, ein Ratingsystem mit ausgereisten internen Kontrollen sowie die Einhaltung bestimmter Anforderungen bei der Veröffentlichung der Ratingurteile als Voraussetzung für die CSRC-Akkreditierung festgelegt. Als zentraler Schwellenwert gilt hierbei die dreijährige Ratingerfahrung; Vergleichbar der NRSRO-Marktzugangsregulierung in den USA wird dieser die Zahl der qualifizierten Agenturen voraussichtlich auf drei bis fünf beschränken (vgl. Caijing 2003). Eine weitere zentrale Neuerung ist die erstmalige Lizenzvergabe an ausländische CRAs: Rating-Agenturen, die außerhalb Chinas seit zehn Jahren und länger im Ratinggeschäft sind und seit mehr als sieben Jahren chinesische Unternehmensanleihen für die Emission auf internationalen Kapitalmärkten raten, dürfen in China eigenständig tätig werden.⁹⁴ Bei Umsetzung wird mit insgesamt acht bis neun heimischen und ausländischen CRAs auf dem Ratingmarkt gerechnet (vgl. Caijing 2003). Laut Kennedy „[t]he regulation also sets out a list of prohibited activities including engaging

fazhan he gaige weiyuanhui guanyu xiada guojia dianwang gongsi deng qiye zhaiquan faxing guimo ji faxing pizhun you guan wenti de tongzhi, Dokument Nr. 352 [2003]) bestimmt die Kommission, dass für Unternehmensanleihen netzgebundener Wirtschaftssektoren ein Rating durch qualifizierte CRAs zu erfolgen habe. Infrage kommen „CRAs that have already participated in the review process of standard corporate bonds approved for issue by the State Council“ (Kennedy 2004: 23). Dies schließt CCX, Lianhe und Dagong ein, ausländische CRAs jedoch aus, der Status von Shanghai Far East ist ungeklärt (vgl. ebd.; Caijing 2003).

⁹¹ „The government tended just to sweep the organizations [CRAs, I.G.] into a corner and ignore them.“ (Chinaonline 1999).

⁹² „Regeln für die Ausstellung eines Ratingreports für Anleihen von Wertpapierhandelsunternehmen durch Rating-Agenturen“ (*Zixin pingji jigou chuju zhengquan gongsi zhaiquan xinyong pingji baogao zhunze*) (CSRC 2003c, Inhalt s. u.).

⁹³ Diese erstrecken sich auf Emissionsratings für Anleihen von Wertpapierhandelsgesellschaften und Investmentfonds sowie Wandelanleihen und auf Emittentenratings für Wertpapierhandelsgesellschaften, Investmentfonds-Verwaltungsgesellschaften, Investmentberatungs-Organisationen und eigenständige Finanzberater sowie andere Marktakteure im Wertpapierbereich (vgl. Caijing 2003).

⁹⁴ Die großen internationalen CRAs haben zwar in den vergangenen Jahren bereits mit dem Rating chinesischer Unternehmen begonnen, doch aufgrund der fehlenden Akkreditierung der CRAs mangelt es diesen Ratings an regulatorischer Relevanz für den chinesischen Markt. Erst die geplanten Regulierungsmaßnahmen der CSRC würden einen gleichberechtigten Marktzugang ermöglichen. Laut Interviewpartnern von Kennedy „[o]nce the new accreditation rule is passed, all three [Moody's, Fitch, S&P's] will be in line for licenses at the CSRC.“ (2004: 22).

Die bislang fehlende Akkreditierung, die Regulierungsdefekte des Marktes insgesamt sowie hohe Transaktionskosten infolge des langwierigen mehrstufigen Genehmigungsverfahrens sind die Hauptgründe für das bislang zurückhaltende Engagement der internationalen CRAs. Obwohl der Zugang zum chinesischen Ratingmarkt nicht durch Investitionsrestriktionen für ausländische Akteure beschränkt ist - und aufgrund dessen in den WTO-Beitritts-Vereinbarungen auch kein Zeitplan für die Markttöffnung vorgesehen ist (vgl. Wang 2004; Caijing 2003) - wählten die internationalen CRAs bislang den Umweg über eine Kooperation oder ein Joint Venture für den Markteintritt (vgl. Caijing 2003).

in price wars, and a graduated list of punishments if CSRC discovers violations" (2004: 22).

Alles in allem zeichnet sich nicht nur eine verstärkte administrativ-obrigkeitliche Regulierung des Ratingwesens mittels Festlegung konkreter Anforderungen ab. Auch Elemente konsultativ-kooperativer Regulierung (s. oben genannte Hinweise auf einen Konsultationsprozess) wie auch der Selbstregulierung finden Eingang in die Regulierungspraxis: Einer im Juli 2003 vom Verband des chinesischen Wertpapiergewerbes (*Zhongguo zhengquanye xiehui*) eingeführten Qualifikationsprüfung für Beschäftigte im Wertpapiergewerbe müssen sich auch die Mitarbeiter von Rating-Agenturen unterziehen. Zudem ist die Gründung eines nationalen Branchenverbandes geplant (vgl. Caijing 2003; Pengyuan 2003).

Indirekte Regulierung des Ratingwesens

Aufgrund der engen Verflechtung von Rating- und Unternehmensanleihemarkt erfolgt durch die jeweilige Regulierung des Anleihemarktes – gleichsam als „Nebenprodukt“ – auch eine indirekte Regulierung des Ratingwesens. Im Folgenden werden zunächst das Regulierungsregime, sodann die entsprechenden Auswirkungen auf das Ratingwesen skizziert.

Die wichtigsten Regulierungsakteure und deren jeweilige Kompetenzen sind folgende: Die *Staatliche Entwicklungs- und Reformkommission* (vor 2003: Staatliche Planungskommission) spielt seit 1999 die zentrale Rolle für das Quotensystem sowie das Genehmigungsverfahren. Die letzliche Genehmigungskompetenz liegt jedoch weiterhin beim *Staatsrat* (Details zum Genehmigungsverfahren s. Kang 2002; Zhang/Hui 2001: 182f). Die *Zentralbank*, verantwortlich für die Festlegung aller Zinssätze, genehmigt die nominelle Verzinsung der Unternehmensanleihen. Diese darf nicht mehr als 40% über der Verzinsung von Spareinlagen entsprechender Laufzeit liegen (vgl. Staatsrat 1993b, Art. 18; Kang 2002). Die Wertpapieraufsichtskommission *CSRC* überwacht und genehmigt den Handel auf dem Sekundärmarkt; auch im Falle einer Beteiligung von Wertpapierhandelsunternehmen ist deren Genehmigung notwendig (vgl. Caijing 2003; Kang 2002). Die Rationierung von Unternehmensanleihen durch die Staatliche Entwicklungs- und Reformkommission bezeichnet Botterill als „*atavistic regulatory oddity*“ (2003: 14), Caijing (2003) spricht von einer „*starken planwirtschaftlichen Färbung*“. Rating-Agenturen werden durch diese Praxis letztlich ihrer eigentlichen Funktion enthoben, da „[t]he government, through the State Planning Committee, [...] has in effect taken over the role of rating the credibility of borrowers“ (Lin Shoukan, China International Capital Corporation, in: Slater 2003). Auch Kennedy konstatiert, dass dieses Regulierungsregime „*makes bond ratings superfluous in China, as any semblance of a market – and its associated risks – have been effectively removed*“ (2004: 14). Augenfällig wird die faktische Bedeutungslosigkeit von Ratings im Emissionsprozess anhand der Tatsache, dass sie oftmals erst nach der Genehmigung durch die Staatliche Entwicklungs- und Reformkommission und den Staatsrat durchgeführt werden (vgl. Kennedy 2003: 14). Die Irrelevanz von Ratings wird zudem anhand der „*non-systematic variation of bonds' assigned interest rates*“ sichtbar (Kennedy 2004: 15). Die Ratings haben „*little weight in the PBoC's decisions*“ (ebd.) und somit faktisch keinen Einfluss auf die nominelle Verzinsung der Anleihen.

Darüber hinaus schränken zahlreiche formale *Emissionsvoraussetzungen* das potentielle Emissionsvolumen an Unternehmensanleihen, mithin die Grundlage des Kerngeschäfts der CRAs, ein.⁹⁵ Derzeit existieren folgende formale Voraussetzungen: Zum einen bestehen enge Restriktionen für die Kapitalverwendung: Die Mittel aus der Anleiheemission sind nur für produktive Investitionen desselben Unternehmens und im Einklang mit der staatlichen Industriepolitik zu verwenden (vgl. Kapitalgesellschaftsgesetz, Art. 161; Staatsrat 1993b, Art. 12, 20). Zum zweiten ist der Emittentenkreis auf Aktiengesellschaften und GmbH mit ausschließlich staatlicher Beteiligung beschränkt (vgl. Kapitalgesellschaftsgesetz, Art. 159); Thümmel spricht von einer „*Privilegierung staatlicher GmbH*“ sowie von „*Wettbewerbsverzerrung gegenüber kollektiven oder privaten Gesellschaften*“

⁹⁵ Daneben bestehen auch informelle Voraussetzung, wie gute Beziehungen zu den verantwortlichen Behörden, denn „[t]o gain issuance permission, enterprises must get the recommendation of the local government and the services in charge of the industry. [...] If an enterprise does not have good relations with a whole string of governmental authorities, E-bond issuance is nothing more than a dream.“ (Zhang/Hui 2001: 182).

(1995: 74). Weiterhin liegt die Obergrenze des gesamten Emissionsvolumens bei 40% des Nettovermögenswertes des Unternehmens (vgl. Kapitalgesellschaftsgesetz, Art . 161). Diese und weitere quantitative Voraussetzungen⁹⁶ begrenzen die Anleihebegebung faktisch auf staatliche Großunternehmen wie Baosteel, Sinopec, China Mobile und staatliche Großprojekte („Schwerpunkt-Aufbauprojekte“) in den Bereichen Energie, Verkehr, Telekommunikation, wichtige Rohstoffe und städtische Infrastruktur wie den Drei-Schluchten-Staudamm, die Erschließung Pudongs oder den Eisenbahnbau (vgl. Caijing 2003; Slater 2003). Da kleine und mittelständische Unternehmen (KMU) sowie nicht-staatliche Unternehmen systematisch von der Kapitalaufnahme durch Anleiheemission ausgeschlossen werden, fehlen der chinesischen Ratingbranche ganze Marktsegmente.⁹⁷

Tendenz: Lockerungen und Reregulierung des Unternehmensanleihemarktes

Allerdings zeichnet sich auf dem Unternehmensanleihemarkt eine Lockerung des planwirtschaftlich geprägten Emissionsverfahrens ab: In den vergangenen beiden Jahren erhöhte die Staatliche Entwicklungs- und Reformkommission die Anzahl der Emissionsgenehmigungen für Unternehmensanleihen und auch das Volumen der von der CSRC genehmigten Wandelanleihen⁹⁸ stieg an (vgl. Kennedy 2004: 20). Als „intrinsiche Antriebe“ für eine Erweiterung der Emissionsmenge bezeichnet Kang (2002) die schnelle Entwicklung institutioneller Investoren auf der Nachfrageseite, die gestiegene Wertschätzung der Bevölkerung für Unternehmensanleihen⁹⁹ und insbesondere die damit einhergehenden Anreize für Unternehmen, die Anleiheemission anderen Finanzierungsarten vorzuziehen. Hinsichtlich des Kreises der Emittenten zeichnen sich bislang keine Spuren einer Lockerung ab. Doch werden derzeit die Restriktionen für die Kapitalverwendung weniger streng gehandhabt – eine Tilgung von Altschulden des eigenen Unternehmens oder sogar des Mutterkonzerns mit Hilfe der Emission von Anleihen ist bereits möglich (vgl. Kang 2002). Darüber hinaus wurde die Zinsobergrenze in den letzten Jahren mehrfach überschritten. Laut Bottelier gilt für die Praxis: „Coupon rates are generally between 150 and 250 basis points above the state-mandated 1-year bank deposit rate.“ (2003: 13). Zudem experimentierte die PBoC u. a. „with a floating interest rate, albeit one within a very narrow band“ (Kennedy 2004: 21) für Anleiheemissionen.

Zudem steht, wie bereits angesprochen, seit 1999 die Revision der Regulierung des Unternehmensanleihemarktes unter Ägide der Staatlichen Entwicklungs- und Reformkommission an. In den Medien wird seitdem immer wieder die Ankündigung einer baldigen Veröffentlichung lanciert. Ende 2003/Anfang 2004 kursierte erneut vermehrt die Meldung, dass diese binnen Jahresfrist erfolgen solle. Der Revisionsprozess war bislang mehrfach festgefahren aufgrund heftiger inhaltlicher Kontroversen¹⁰⁰ und aufgrund von Konflikten um die Regulierungszuständigkeit (vgl. Li 2004). Nach Ansicht eines Marktinsiders mache die Verzögerung der Veröffentlichung deutlich, welche Kräfte auf den jeweiligen Seiten im Spiel seien (vgl. JGB 2003). Inhaltlich werden folgende Neuerungen teils fest erwartet, teils noch diskutiert:

- Übergang vom administrativen Genehmigungsverfahren (*shenpizhi*) zu einem Prüfungs- und Billigungsverfahren (*hezhunzhi*)¹⁰¹ (und möglicherweise später zu einem Registrierungsverfahren (*zhucezhi*)),
- Abschaffung des Quotensystems,

⁹⁶ Ein Nettovermögenswert von mindestens 30 Mio. RMB im Falle einer AG und von mindestens 60 Mio. RMB im Falle einer GmbH, ausreichende Gewinne zur Deckung der Zinszahlungen in den vorangegangen drei Jahren sowie ein Mindestemissionsvolumen von 50 Mio. RMB sind Voraussetzung für die Zulassung zum Sekundärmarkt (vgl. Kapitalgesellschaftsgesetz, Art . 161; Wertpapiergesetz, Art. 51).

⁹⁷ Hierzu kommt auch das fehlende Marktsegment der Bewertung von Staatsanleihen untergeordneter Regierungsebenen, da deren Emission in China derzeit gesetzlich untersagt ist.

⁹⁸ Für deren Emission ist keine Genehmigung der Staatlichen Entwicklungs- und Reformkommission notwendig.

⁹⁹ Diese ist zurückzuführen auf eine anhaltende Senkung der Verzinsung von Staatsanleihen sowie einen langfristigen „Abschwung“ des Aktienmarktes (vgl. Gao, in: Kang 2002).

¹⁰⁰ Z. B. über die Aufhebung oder Beibehaltung der Mengenbeschränkung, den Status der *municipal bonds* etc.

¹⁰¹ Bei diesem Verfahren „[Enterprises] need only to submit project documents. Those fitting the designated criteria would be given the go-ahead to distribute corporate bonds.“ (CRI 2001).

- weitgehend marktmäßige Bestimmung der Zinssätze unter Einbeziehung von Ratings,
- Erweiterung der Verwendungszwecke des aufgebrachten Kapitals,
- Ausweitung des Kreises der Emittenten (auf KMU und nichtstaatliche Unternehmen),
- Neu-Verteilung der Regulierungskompetenzen; diskutiert werden folgende Modelle: a) Hauptaufsichtskompetenz bei Staatlicher Entwicklungs- und Reformkommission, b) einheitliche Regulierung durch die CSRC oder c) Errichtung einer CSRC-ähnlichen Kommission für Emissionsprüfung und -billigung (*fashen weiyuanhui*) durch den Staatsrat (vgl. Kang 2002; Li 2004; JGB 2003; Liu 2003)¹⁰².

Marktteilnehmer und Fachpresse erwarten in jedem Fall eine stärkere Marktorientierung. Teils wird von einem „Durchbruch“ gesprochen, teils wird jedoch auch Kritik angesichts der Halbherzigkeit der bisherigen Entwürfe („man hört nur Geräusche auf der Treppe, sieht aber niemanden herunterkommen“) laut (vgl. Kang 2002). Das Ergebnis wird laut Caijing (2003) von der Ratingbranche „sehnlichst erwartet“.

Anstelle einer umfassenden Anleihemarktregulierung wurde im Jahr 2003 zunächst mit den „Vorläufigen Verwaltungsmaßregeln für Anleihen von Wertpapierhandelsunternehmen“ (*Zhengquan gongsi zhaiquan guanli zanxing banfa*) der CSRC lediglich ein weiterer spezieller Marktbereich reguliert. In den am 8. Oktober 2003 in Kraft getretenen Bestimmungen ist zudem die bislang am weitesten gehende Nutzung von Ratings als Regulierungsinstrument vorgesehen. Ein *credit rating* sowie Vorkehrungen für ein Folge-Rating werden als Emissionsvoraussetzungen benannt; erstmals hat zudem die Festsetzung der Verzinsung unter Einbeziehung des Rating zu erfolgen (vgl. CSRC 2003a; Art. 11, 17, 22). Inhaltliche und formale Anforderungen des Rating werden in dem Begleitdokument „Regeln für die Ausstellung eines Ratingreports für Anleihen von Wertpapierhandelsunternehmen durch Rating-Agenturen“ (*Zixin pingji jigou chuju zhengquan gongsi zhaiquan xinyong pingji baogao zhunze*) im Detail geregelt. Hier wird auch erstmals unterschieden zwischen einem Rating mit und ohne Sicherheiten. Letzteres muss im Falle einer besicherten Anleihe zusätzlich durchgeführt werden (vgl. CSRC 2003c, Art. 12, 13; Chen/Qiao 2004). In einem Kommentar eines Vertreters der Ratingbranche (He 2003) werden diese Regulierungsbestimmungen hoch gelobt, insbesondere die erstmalige Kopplung der Zinsen an Ratingergebnisse wird als „Neuerung von historischer Tragweite“ gefeiert. Erwartet wird ein positiver Einfluss auf die Ratingbranche sowie eine Festigung der rechtlichen Stellung sowie der Rolle der CRAs auf dem chinesischen Kapitalmarkt. Bei He (2003) finden sich zudem Hinweise darauf, dass in der Konzeptionsphase dieser Regulierungsmaßnahmen ein Konsultationsprozess stattfand, innerhalb dessen Vorschläge einiger CRAs eingeholt wurden. Somit sind auch im Bereich des Anleihemarktes Elemente „weicher“ Regulierung auszumachen.

Regulierung durch Ratings

Entsprechend der international gängigen Praxis nutzen chinesischen Finanzmarktakteure Ratings in zunehmendem Maße als Regulierungsinstrumente, und dies trotz der Unterregulierung des Ratingwesens selbst und mangelnder Vereinheitlichung der CRA-Anerkennung. Im Folgenden wird ein kurzer Überblick über die wichtigsten Bereiche und Beispiele der Regulierung *durch Ratings* gegeben.

In der Regulierung des Unternehmensanleihemarktes wurden Ratings bislang als Emissions- bzw. Marktzugangsvoraussetzungen für den Primärmarkt genutzt (s. Kapitel 4.2 und s. o.). Für den Handel von Unternehmensanleihen am Sekundärmarkt fordern die Wertpapierbörsen Shanghai und Shenzhen ein Mindestrating der Stufe A als Zulassungsvoraussetzung.¹⁰³ Auch in der Regulierung des Kreditwesens spielen Ratings seit Jahren eine Rolle: Das chinesische Geschäftsbankengesetz

¹⁰² Diskutiert wird ebenso die Aufhebung der Segmentierung von Unternehmensanleihe- und Interbankenmarkt sowie eine Begebung von Staatsanleihen durch untergeordnete Regierungsebenen (ebd.).

¹⁰³ „Regulierungsbestimmungen der Wertpapierbörse Shanghai für die Börsennotierung von Anleihen“ (*Shanghai zhengquan jiaoyisuo zhengquan shangshi guanli guize*) von Januar 1993 und „Geschäftsbestimmungen der Wertpapierbörse Shenzhen“ (*Shenzhen zhengquan jiaoyisuo yewu guize*) von Juni 1991 (vgl. Pengyuan 2003).

von 1995 bestimmt, dass der Kreditnehmer im Falle eines hohen *credit rating* für die Kreditvergabe keine Sicherheiten vorweisen muss (vgl. Geschäftsbankengesetz, Art. 36). Nach den „Generellen Kreditregeln“ von 1996 sollen sowohl Kreditgeber als auch Kreditnehmer ein Rating (u. a. durch zugelassene CRAs) vorweisen können. Nach den „Regulierungsbestimmungen für Kreditzertifikate“ von 1996 kann ein von Rating-Agenturen erstelltes Unternehmensrating als Bezugsbasis für die Kreditvergabe von Finanzinstituten herangezogen werden (Kreditzertifikatsrating) (vgl. Pengyuan 2003). In diversen Städten und Provinzen, u. a. in Shanghai, Shenzhen, Ningbo und Fujian ist bei einem Kreditvolumen von über 50 Mill. RMB ein Rating einzuholen (vgl. Kennedy 2004: 16). Und laut den Regulierungsbestimmungen für die private Wohnungskreditvergabe der chinesischen Geschäftsbanken können Anleihen von Unternehmen mit AAA-Rating als Sicherheit verwendet werden (vgl. Pengyuan 2003). Eine neuere Entwicklung ist die Nutzung von Ratings als Investitionsrestriktion: Die Staatliche Kommission für den Fonds für Soziale Sicherung (*Guojia shehui baozhang jijin weiyuanhui*) erlaubte im Januar 2003 sechs mit der Verwaltung des Fonds für Soziale Sicherung betrauten Fondsverwaltungsgesellschaften, neben Aktien auch Unternehmensanleihen zu erwerben, die mit *investment grade* bewertet wurden (vgl. Caijing 2003). In den am 30. Mai 2003 veröffentlichten „Vorläufigen Verwaltungsmaßregeln für Unternehmensanleiheinvestitionen von Versicherungsunternehmen“ (*Baoxian gongsi touzi qiye zhaiquan guanli zanxing banfa*) der Versicherungsaufsichtskommission erhielten Versicherungsunternehmen die Erlaubnis, in Anleihen zu investieren, die von eigens zugelassenen CRAs¹⁰⁴ mit mindestens AA geratet wurden (vgl. CISC 2002; Caijing 2003). Das jüngste Beispiel einer Indienstnahme des Rating ist die Nutzung durch die Bankenaufsichtskommission als Voraussetzung für die Errichtung eines KFZ-Finanzierungsgesellschaftsunternehmens durch eine Nicht-Finanzorganisation (vgl. CBRC 2003, Art. 9). Eine Nutzung von Ratings als Kriterium für Eigenkapitalanforderungen oder im Hinblick auf Publizitätsvorschriften ist bislang nicht praktiziert worden, v. a. erstere könnte jedoch künftig mit Blick auf die Reform des Baseler Eigenkapitalstandards („Basel II“) zunehmend wichtig werden.

Regulierungsdefizite und innerchinesische Diskussion

Zusammenfassend lässt sich festhalten, dass seit 1999 eine „mehrköpfige“, fragmentierte Regulierung sowohl des Ratingwesens als auch des Unternehmensanleihemarktes entstanden ist, wobei die Regulierungskompetenzen von Behörden teilweise „überlappen“ (vgl. Kennedy 2004: 20). Zudem haben unterschiedliche Instanzen die Aufsichtskompetenz über die jeweils gerateten Produkte und Organisationen inne¹⁰⁵ und „[e]ach [authority] has some say over whether businesses under their regulatory purview can issue or purchase bonds and over which CRAs can provide authoritative ratings.“ (Kennedy 2004: 18). Somit nehmen zahlreiche Akteure Einfluss auf Geschäftsfeld und -volumen der CRAs. Darüber hinaus haben die Versicherungsaufsichtskommission CIRC und die Staatliche Entwicklungs- und Reformkommission bereits jeweils eigene Qualifikationskriterien für die Anerkennung von Rating-Agenturen festgelegt, was insgesamt eine einheitliche Regulierung des Ratingwesens erschwert. Eine naheliegende Erklärung für die eigenmächtige Standardsetzung ist der offensichtliche Mangel an verbindlicher Regelsetzung durch die CSRC (Regulierungslücke), ein tiefer liegender Grund ist in Machtkämpfen staatlicher Organe untereinander und deren Konkurrenz um Regulierungskompetenzen zu sehen: „While the CSRC aims to be the sole authoritative regulator of rating agencies, other bureaucracies have not accepted this.“ (Kennedy 2004: 22). Laut Kennedy stehen insbesondere CSRC und Planungsbehörde im Konflikt miteinander. Nach Heilmann (2002a: 40) können Rivalitäten zwischen diesen beiden Behörden als „Teil eines ‚Systemkonflikts‘ zwischen den alten sozialistischen Bürokratien [...] und dem neu gegründeten Regulierungsorgan CSRC für den dynamisch wachsenden, aber ‚systemfremden‘ Wertpapiermarkt“ interpretiert werden. Das „bureaucratic infighting“ (Green/Wall 2000: 26) ist charakteristisch für das

¹⁰⁴ Bislang zugelassen sind die „vier Großen“ CRAs China Chengxin, Dagong, Lianhe und Shanghai Far East.

¹⁰⁵ PBoC und CBRC: Banken, Treuhand- und Investitionsgesellschaften, Finanzunternehmen; Unternehmenskreditregister (Kreditzertifikate); CSRC: Wertpapierhandelsunternehmen, börsennotierte Unternehmen und zahlreiche Produkte; CIRC: Versicherungen; State Economic and Trade Commission: Kleine und mittelständische Unternehmen (vgl. Pengyuan 2003; Kennedy 2004: 18).

politisch-institutionelle Gefüge der VR China und stellt oftmals gerade die Ursache bestehender Regulierungslücken und -defekte dar.

Angesichts der bestehenden Regulierungsdefizite üben insbesondere chinesische Finanzrechts-experten und Branchenvertreter lautstark Kritik. Allen Beiträgen und Stellungnahmen gemeinsam ist die Forderung nach einer Behebung der Unterregulierung (zwecks schnellerer Entwicklung des Ratingwesens). Branchenvertreter fordern, dass die rechtliche Stellung des Ratingwesens möglichst bald geklärt und in Bestimmungen aller rechtlichen Ebenen (Gesetze, Verordnungen, Behördenvorschriften) verankert werden müsse.¹⁰⁶ Dies müsse unter Berücksichtigung der speziellen chinesischen Gegebenheiten, jedoch nach internationalen Gepflogenheiten erfolgen (vgl. Ma J. 2001, CCX; Pengyuan 2003). Eine eigenständige gesetzliche Regelung, beispielsweise durch ein „Ratingagentur-Gesetz“ befürworten auch die Rechtswissenschaftler Wang/Guan (2002) sowie der Finanzrechtsexperte Guo (1999). Guo kritisiert zudem die unklaren Regelungen hinsichtlich der Beziehungen zu anderen Finanzmarktakteuren und fordert eine landesweite, einheitliche und detaillierte Regelung (vgl. Guo 1999). Zahlreichen Stellungnahmen gemeinsam ist der Ruf nach Standardisierung der Ratingmethoden und -praxis und Aufhebung der fragmentierten Regulierung. Gefordert wird die Regulierung und Qualifikationserteilung durch eine einzige hauptverantwortliche Regulierungsinstanz (z. B. erneut die PBoC) oder zumindest eine Koordination der Regulierungsbehörden untereinander bei der Qualifikationserteilung. Weitere Vorschläge/Forderungen sind eine Verringerung der Anzahl der CRAs durch höhere Qualifikationsanforderungen für den Markteintritt, die Einführung einer stärkeren Selbstregulierung (durch einen Branchenverband) sowie die Verwendung des Rating als Faktor bei der Festsetzung der Zinshöhe (vgl. Ma J. 2001; Pengyuan 2003; Caijing 2003; He 2003, CCX). Kennedy sieht die derzeitige Situation als gute Ausgangsbasis für eine Reform. Zwar haben die Fragmentierung und gleichzeitige Überlappung der Regulierungskompetenzen zur Folge, dass „[t]his obviously complicates life for all sides, but it also increases the chances for altering the system“ (2004: 19). Denn, so heißt es weiter, „[m]otivated by their own organizational self-interest and spurred by industry, the insurance and securities regulators have pushed for reform.“ (Kennedy 2004: 19).

4.5 Funktionale Defekte des Ratingwesens

Nachdem im vorangehenden Kapitel verschiedene Regulierungsaspekte Gegenstand der Betrachtung waren, wird im Folgenden das Ratingwesen nach den in Kapitel 3.3 entwickelten Voraussetzungen und Kriterien auf seine Funktionsfähigkeit hin untersucht.

Der Entwicklungsstand des chinesischen Ratingwesens wird von Branchenvertretern und Experten insgesamt wie folgt eingeschätzt: Das chinesische Ratingwesen sei „still in its initial stage“ (Wing Wu, CCX, in: CD 2001), bzw. insgesamt „unausgereift“ (He 2003, CCX). Die Probleme und Mängel des Ratingwesens bezeichnet Wang Guangyuan (Wirtschaftswissenschaftler und Mitglied der Politischen Konsultativkonferenz des chinesischen Volkes (PKKCV)) in einer PKKCV-Ausschussdebatte als „weiterhin gravierend“ (in: Jiang 2003). Auch Liu (2003), Caijing (2003), Chen/Qiao (2004) und Kennedy (2003, 2004) sprechen zahlreiche Defekte an, die in der Folge im Einzelnen dargestellt werden.

1) Fehlende umfassende Kapitalmarktentwicklung

Die notwendigen Rahmenbedingungen für die volle Entfaltung der Funktionen eines inländischen Ratingwesens sind bislang in der VR China noch nicht geschaffen worden. Der Entwicklungsstand des chinesischen Kapitalmarktes weist gravierende Mängel auf, welche die Tätigkeit von Rating-Agenturen grundlegend einschränken. Hierzu zählen die Unterentwicklung privater Finanzintermediäre, insbesondere der Mangel an unabhängigen institutionellen Investoren, sowie eine unzurei-

¹⁰⁶ Laut Ma J. (2001) sollten Antworten gefunden werden auf die Fragen, „wer was wie und auf welcher Grundlage tun kann, welche Verantwortung damit zusammenhängt, wie gemaßregelt wird und wie die Ratingergebnisse genutzt werden“.

chende rechtliche Infrastruktur aufgrund von „weak property, contract, and bankruptcy laws and enforcement mechanisms“ (OECD 2002: 459, vgl. 521). Von immenser Tragweite für das Ratingwesen sind die mangelhafte Informationsbereitstellung durch Unternehmen, bedingt durch unzureichende Publizitätspflichten und Defizite in der Unternehmensführung¹⁰⁷, sowie eine fehlende offizielle Datenbasis zu Kreditinformation und Forderungseinzug (vgl. Kang 2002; Baghole 2004: 39; Pengyuan 2003). Weitere Gründe für diesen Mangel an Transparenz und adäquatem Informationsszugang sind, dass „China doesn't adhere to international accounting standards, companies often don't know how to collect certain data, publicly listed companies can be controlled by private parent companies that aren't required to disclose financial information and the government issues misleading economic statistics to meet state planning targets.“ (Baghole 2004: 39).

2) Unterentwicklung und planwirtschaftliche Elemente des Anleihemarktes

Die Entwicklungsdefizite des Marktes für Anleihen, insbesondere Unternehmensanleihen, sind in starkem Maße auf Elemente politisch-administrativer Kontrolle zurückzuführen und wurden bereits an anderer Stelle eingehend dargestellt. Hier kann noch einmal festgehalten werden, dass sowohl Kapitalallokation, als auch Marktzugang sowie Preisfindung größtenteils nach politischen und nicht nach Marktkriterien erfolgen.

Angesichts der engen Verquickung von Anleihemarkt und Ratingbranche – Caijing (2003) spricht von einer „Vater-Sohn-Beziehung“ (*fuzi guanxi*), Pengyuan (2003) bezeichnet den Anleihemarkt als „Nährboden“, Unternehmensanleihen als „lebensnotwendiges Grundnahrungsmittel“ des Ratingwesens – stellt die fehlende Marktorientierung des Anleihemarktes das entscheidende Entwicklungshemmnis für das Ratingwesen dar. Diese Einschätzung teilen chinesische Finanzmarktexperten (Liu 2003) und Wirtschafts- und Finanzpresse (Caijing 2003; Chen/Qiao 2004) mit Branchenvertretern (z. B. Pengyuan 2003)¹⁰⁸ sowie ausländischen Wissenschaftlern (Kennedy 2003, 2004)¹⁰⁹.

Die in Kapitel 4.1 detailliert ausgeführte Regulierung des Anleihemarktes rationiert *erstens* das Gesamtvolume der Unternehmensanleihen. Angesichts der Vielzahl der Agenturen ist eine kritische Masse, die ein kostendeckendes Arbeiten der CRAs ermöglicht, nicht gegeben. Auf jede große CRA entfallen pro Jahr nur einige wenige Anleiheemissionen (vgl. Caijing 2003). *Zweitens* müssen die chinesischen Agenturen ohne die Geschäftsfelder der Bewertung der Emissionen von KMUs und nicht-staatlicher Unternehmen sowie der Staatsanleihen untergeordneter Regierungsebenen, die den gesetzlichen Bestimmungen nach keine Obligationen begeben dürfen, wirtschaften. *Drittens* haben Ratings im Emissionsverfahren keinerlei Gewicht, da die Auswahl der Emittenten nach politischen Prioritäten, nicht anhand von Bonitätskriterien und Ratingurteilen erfolgt (vgl. Kennedy 2003: 37; World Bank 1995b: 70). Das planwirtschaftlich geprägte Verfahren macht Anleheratings in China „überflüssig“ (vgl. Liu 2003; Kennedy 2003: 37). Dies bedeutet, dass die Anreize für Investoren, Ratings nachzufragen, gering sind.¹¹⁰ Lediglich aufgrund der verstärkten Indienstnahme von Ratings zu Regulierungszwecken entstehen Geschäftsfelder für die Ratingbranche (vgl. Liu 2003).

Zusätzlich wird die Entwicklung des Ratingwesens, wie dargelegt, durch die mangelnde Liberalisierung der Zinssätze behindert (vgl. Chen/Qiao 2004; Liu 2003), denn: „[a]mong E-bonds of the same maturity, no matter whether the credit rating is high or low, there is little difference in nomi-

¹⁰⁷ Kennedy merkt an, dass trotz Regulierungsbestimmungen für eine bessere Unternehmensführung „fraud is still rampant. A recent Ministry of Finance study found that more than 50 percent of the companies it surveyed had significantly doctored their profit-and-loss statements.“ (2003: 39).

¹⁰⁸ Vgl. hierzu den Kommentar eines Branchenvertreters: „This is not a market-driven economy. This is a planned economy. The NRDC [= Staatliche Entwicklungs- und Reformkommission, I.G.] controls everything. As such, there's no role for CRAs in this system.“ (Kennedy 2004: 18).

¹⁰⁹ „The primary reason for the impotence of the CRAs is government domination of the corporate bond market.“ (Kennedy 2003: 37).

¹¹⁰ Ein Beispiel: „[...] in another sign of the lack of demand, Xinhua [= Xinhua Far East Credit Ratings] has managed to attract only 20 subscribers, who each pay \$ 1,000 a month to access the agency's ratings and research reports.“ (Baghole 2004: 41).

nal interest rates.“ (Zhang/Hui 2001: 165). Somit haben Ratings weder Einfluss auf die Kapitalbeschaffungskosten des Emittenten, noch können sie Anlegern als Orientierungshilfen für die Investitionsentscheidung dienen (vgl. Liu 2003).

3) Fehlende Rating-, Risiko- und Kreditkultur

Sowohl in den Studien internationaler Organisationen als auch branchenintern sowie in chinesischen Expertenkreisen wird eine schwach ausgeprägte Risiko- und Kreditkultur in China konstatiert¹¹¹. Diese äußert sich im unzureichenden Risikomanagement von Kapitalmarktakteuren, in der mangelnden Risikosensibilität der (Anlageentscheidungen von) Investoren, in umfangreichen Zahlungsrückständen sowie einer insgesamt schlechten Zahlungsmoral (vgl. Nam/Park/Kim 1999: 88; OECD 2002: 459; Pengyuan 2003; Liu 2003). Eine internationalen Standards genügende Kreditkultur ist noch im Aufbau begriffen.¹¹²

Ein Bewusstsein für und eine Wertschätzung des Rating sind in China bislang unzureichend verankert, Investoren mangelt es sowohl an Verständnis als auch an Interesse (vgl. Zhang/Hui 2001: 180; Pengyuan 2003; Yang 1997: 399)¹¹³. Dies ist laut Zhang/Hui darauf zurückzuführen, dass „investors know that in reality the bonds are government-guaranteed“ (2001: 180). Die Weltbank sieht in dem planwirtschaftlichen Restbestand der staatlichen Garantien gar den Hauptgrund für die Unterentwicklung des Ratingwesens (World Bank 1995b: 36, 70). Angesichts zahlreicher Glaubwürdigkeitsdefizite der CRAs (s. u.) mangelt es Investoren zudem an Vertrauen in die Ratingergebnisse (vgl. Pengyuan 2003; He 2003).

4) Marktstruktur und ruinöser Wettbewerb

Auf die Marktstruktur wurde bereits in Kapitel 5.1 detailliert eingegangen. Hier bleibt anzumerken, dass Branchenvertreter selbst die Zahl der Agenturen als zu hoch ansehen (vgl. Ma J. 2001, CCX). Angesichts der administrativ beschränkten Geschäftsgrundlage, der geringen Ratingnachfrage sowie der Vielzahl konkurrierender Agenturen entwickelte sich eine Wettbewerbssituation, die als tendenziell ruinös zu bezeichnen ist. CRAs kämpfen teilweise „mit unrechtmäßigen Mitteln“ um Marktanteile, und es kam zu Vorfällen „unlauteren Wettbewerbs“ (Wang, in: Jiang 2003; vgl. He 2003). Hauptsächlich treten die Agenturen in einen Preiswettbewerb, laufen Unternehmen regelrecht nach (vgl. Chen/Qiao 2004) und „have handed out AAA ratings indiscriminately because they are so desperate for business“ (Kennedy 2004: 16f). Nach Meinung eines Brancheninsiders gleiche die Vergabe eines Ratingauftrages oftmals einer Ausschreibung: Wer das höchste Rating zu den niedrigsten Preisen biete, bekomme den Zuschlag (in: Wang 2004).¹¹⁴ Laut Wang (in: Jiang 2003) werden Ratings infolgedessen von Emittenten vielfach als „käufliche Waren mit einem proportionalen Verhältnis von Höhe des Preises und Höhe der Ratingstufe“ perzipiert. Das Dilemma der Agenturen angesichts von Preiswettbewerb und *rating shopping* erläutert CCX-Chef Mao Zhenhua: „Nicht-Mitmachen bedeutet einen Verlust an Marktanteilen, bis hin zur Gefährdung der Existenz, Mitmachen heißt, dass die Preise immer weiter sinken“ (Caijing 2003).

Eine Folge dieser ruinösen Konkurrenz ist, dass zahlreiche Organisationen nur noch dem Namen nach als Rating-Agenturen firmieren, in ihrer Geschäftstätigkeit jedoch einen anderen Weg einschlagen: Einige kooperieren mit Wirtschaftsprüfern, einige bieten Vermögensbewertung, Unternehmensfinanzberatung oder andere Beratungsdienstleistungen an. Auch die noch hauptsächlich im Ratingbereich tätigen Organisationen sind auf die Erschließung neuer Rating-Geschäftsfelder angewiesen (vgl. Caijing 2003; Pengyuan 2003; s. u.). Eine weitere Folge ist der Verlust an Glaub-

¹¹¹ Lediglich Kennedy führt Gegenbeispiele in Sinne vorhandenen Risikobewusstseins chinesischer Investoren an (vgl. 2004: 24f).

¹¹² Hierfür sprechen die Maßnahmen zur Förderung der Kreditkultur im Rahmen der staatlichen Initiative zum Aufbau eines so genannten „gesellschaftlichen Kreditwesens“ (*shehui xinyong tixi*) (vgl. Pengyuan 2003).

¹¹³ „[...] none of the CRAs has sold subscriptions of their more detailed bond rating reports to institutional investors. Managers of Chinese and foreign investment houses are unanimous in the belief that ratings do not matter and see no use in buying the reports.“ (Kennedy 2004: 15f).

¹¹⁴ Verbreitet sei zudem das „‘promise’ system“, was bedeutet, dass „[i]n return for business, the assessor would ‘promise’ in advance to give an excessively high credit rating“ (Chinaonline 1999a).

würdigkeit und Reputation der gesamten Branche, wie folgende Beschreibung der Wettbewerbssituation Ende der 1990er Jahre illustriert:

„By that time the credit assessment business would have to be regarded as ‘overpopulated’, compared with the rather limited demand. The situation naturally tended toward cutthroat competition among these organizations just to stay alive. [...] Fees were lowered to the point where they precluded giving adequate attention and service. The worst of these organizations would simply sell their assessments, making no effort to be impartial or objective. Obviously, word would get around about these unscrupulous organizations, which would lose all credibility. Potential investors would not trust the results of assessments and the organization itself would eventually go under, but not before it had tainted the reputations of all such groups, including those who were honest“ (Chinaonline 1999a).

5) Unzureichende Ressourcenausstattung

Die finanzielle Situation der chinesischen Rating-Agenturen ist – im Gegensatz zum lukrativen Geschäft der internationalen CRAs – als prekär einzustufen. Die jährlichen Einnahmen der Branche gehen gegenwärtig nicht über 100 Mio. RMB hinaus. Etwa die Hälfte davon ist auf das Kreditzertifikatsgeschäft zurückzuführen (vgl. Chen/Qiao 2004). Die aus dem Unternehmensanleiherating erzielten Einkünfte sind sehr gering, beim marktführenden Unternehmen¹¹⁵ betragen sie jährlich nicht mehr als 3 Mio. RMB (vgl. Caijing 2003). Zurückzuführen ist dies darauf, dass der Gesamtwert der Anleiheemissionen seit Beginn der 1990er Jahre auf jährlich durchschnittlich 20 bis 30 Mrd. RMB und die Zahl der Emittenten zusätzlich auf nur 10 bis 20 staatliche Großunternehmen beschränkt sind (vgl. Wang 2004; Caijing 2003). Zudem sind die erzielbaren Gebühreneinnahmen infolge des Preiswettbewerbes gering: Für Unternehmensanleihen im Milliardenbereich betragen die Ratinggebühren zwischen 100.000 und 400.000 RMB, ein Großteil der Unternehmensanleiheratings bringt jedoch lediglich 20.000 bis 80.000 RMB ein (vgl. Chen/Qiao 2004; Caijing 2003). Die Tatsache, dass eine chinesische CRA an einer Wertpapieremission im Wert von 3 Mrd. RMB lediglich 350.000 RMB (etwas mehr als ein Basispunkt) verdient, lässt einen leitenden CSRC-Angestellten die inländischen Agenturen mit „Bettlern“ vergleichen (in: Wang 2004).¹¹⁶

Die wichtigste „Überlebensstrategie“ der chinesischen CRAs, die Ausweitung des Geschäftsreiches, birgt ebenfalls Probleme. Wie bereits angesprochen, senkt sie die Glaubwürdigkeit der chinesischen Rating-Agenturen. Die teils recht guten und stabilen erzielbaren Einkünfte aus dem Kreditzertifikatsrating¹¹⁷ müssen geteilt werden mit den beteiligten Finanzorganisationen sowie der lokalen PBoC-Niederlassung, und die Gebühren aus dem Rating von Wandelanleihen börsennotierter Unternehmen sind sehr niedrig.¹¹⁸ Das Analyseinstrumentarium der chinesischen Agenturen wurde im Allgemeinen zwar an internationale Praktiken angenähert, doch mangelt es an hinreichender fachlicher Qualifikation und Erfahrung des Personals (vgl. Kennedy 2003: 39). CCX und Dagong konnten ihre finanzielle, personelle und technologische Ressourcenausstattung durch die zeitweilige Kooperation mit internationalen CRAs erweitern. Allgemein kann jedoch konstatiert werden, dass die schlechte finanzielle Lage der CRAs die Personalrekrutierung zusätzlich erschwert und Aufbau und Wahrung der Reputation beeinträchtigt.

¹¹⁵ Je nach Datenstand ist damit CCX oder Lianhe gemeint.

¹¹⁶ Zum Vergleich: Moody's und S&P's würden an einer solchen Emission – wenn man nach Bagole (2004: 41) den Standard von 2 bis 3,6 Basispunkten (1 Basispunkt = 0,01 %) anlegt – in einer Größenordnung zwischen 600.000 RMB und 1,08 Mio. RMB verdienen.

¹¹⁷ Bei einer Shanghaier Agentur machte dieser Geschäftsbereich im Jahr 2003 80% der Gesamteinkünfte aus. Die Gebühren für ein Kreditzertifikatsrating belaufen sich auf 5000 bis 30.000 RMB und sind durch die jeweiligen Regulierungsbehörden (PBoC-Niederlassungen) festgelegt (vgl. Chen/Qiao 2004).

¹¹⁸ Für Anleihen im Wert von mehreren hundert Mio. RMB betragen sie oftmals lediglich einige 10.000 RMB (vgl. Chen/Qiao 2004; Caijing 2003).

6) Mangelnde Reputation und Glaubwürdigkeit

Den chinesischen CRAs wird allenthalben ein Glaubwürdigkeits- und Imageproblem sowie mangelnde Reputation attestiert, Kennedy spricht von einem „credibility gap“ (2003: 39).

Zum einen mangelt es den Agenturen an Markterfahrung (vgl. Liu 2003) und „there are reasonable doubts about CRAs' ability to provide competent and objective analyses“ (Kennedy 2003: 39). Auch wirken sich die unzureichende Standardisierung und Zertifizierung negativ auf die Reputation aus: Aufgrund unterschiedlicher Bewertungsstandards und -methoden ist innerhalb der Branche keine Vergleichbarkeit gegeben (vgl. Wang, in: Jiang 2003; Wang/Guan 2002). Die Einführung qualitätssichernder Branchenstandards hinsichtlich der Qualifikation des Personals ist noch im Anfangsstadium (vgl. Ma J. 2001, CCX; s. o.). Zum zweiten haben chinesische CRAs „the same difficulty as anyone else in China in obtaining reliable financial information from issuers of debt and equity. [...] Since CRAs rely heavily on publicly available financial reports, their ratings may be as suspect as the underlying data.“ (Kennedy 2003: 39; s. Baglole 2004: 40). Der Hauptgrund für das Reputationsdefizit ist jedoch der fehlende *track record*. Aufgrund der mangelnden statistischen Daten zur Rate des Zahlungsausfalls im Zeitverlauf ist die Qualität der Ratingurteile nicht meß- und vergleichbar (vgl. Caijing 2003).¹¹⁹ Bislang haben Unternehmensanleiheemissionen nahezu ausnahmslos ein Rating der besten Stufe (AAA) erhalten, nur einige wenige wurden mit AA oder AA+ bewertet¹²⁰ (vgl. Kennedy 2003: 38). Diese inflationäre Vergabe guter Ratings, welche die Glaubwürdigkeit stark beeinträchtigt, kann auf folgende Faktoren zurückgeführt werden: die Existenz impliziter staatlicher Garantien (vgl. Slater 2003), die strenge Reglementierung der Emissionszulassung (vgl. Caijing 2003), den ruinösen Wettbewerb bzw. den daraus erwachsenden finanziellen Druck und letztlich darauf, dass sowohl Emittenten als auch „potentially their government supporters“ (Kennedy 2003: 39) auf die CRAs einwirken¹²¹. Angesichts der offenkundigen Glaubwürdigkeitsdefizite ist das Vertrauen chinesischer Marktakteure in Ratings gering (vgl. He 2003). Zwar versuchten marktführende Agenturen (CCX und Dagong), die Reputationslücke wie auch die mangelnde Ausstattung mit fachlich qualifiziertem und erfahrenem Personal durch zeitweise Zusammenarbeit mit internationalen CRAs zu schließen, doch führen die Vorfälle „unlauteren Wettbewerbs“ einzelner Agenturen zum Vertrauensverlust in die gesamte Branche (vgl. He 2003). Die schlechte finanzielle Lage der CRAs erschwert die Personalrekrutierung zusätzlich und beeinträchtigt so neben den anderen strukturellen Problemen der Branche Aufbau und Wahrung der Reputation.

7) Mangelnde Unabhängigkeit und Interessenkonflikte

Punkt 5 und 6 haben gezeigt, dass chinesische CRAs sowohl ökonomischem Druck als auch potentiell politischen Druck durch die Emittenten unterstützende Regierungsstellen ausgesetzt sind. Darüber hinaus existieren Interessenkonflikte aufgrund von Eigentümerstrukturen. Insbesondere zu Beginn der Entwicklung des Ratingwesens bestand eine regelrechte „Blutverwandtschaft“ mit Banken (Chen/Qiao 2004), v. a. der Zentralbank. Auch weiterhin existieren zahlreiche PBoC-nahe Agenturen sowie personelle Verflechtungen über ehemaliges PBoC-Personal (vgl. Kapitel 4.3). Die Beteiligung von Banken (und anderen Finanzorganisationen) an CRAs ist problematisch, da „[t]he same banks they [= the CRAs] are supposed to rate are supplying them with much-needed capital“ (Chinaonline 1999b). Einige Beispiele für solche Verflechtungen und daraus erwachsende Interessenkonflikte sind folgende: Shanghai Far East wurde unter maßgeblicher Mitwirkung der PBoC-

¹¹⁹ Umfassende offizielle Daten zu Ratings und Zahlungsausfällen sind nicht erhältlich, laut einem Regierungsbeamten aus folgendem Grund: „[...] even if official data about the 1990s did exist, it would likely be kept secret because of the massive mistakes that would be revealed.“ (Kennedy 2004: 12).

¹²⁰ Von den 29 zwischen Januar 2001 und August 2003 gerateten Unternehmensanleihen wurden lediglich drei nicht mit AAA bewertet (vgl. Kennedy 2003: 38). Ein etwas anderes Bild bietet sich lediglich bei Ratings börsennotierter Unternehmen, welche auf öffentlich zugänglichen Informationen basieren. Hier erhielten nur drei der bis Sommer 2003 bewerteten 168 Unternehmen ein AAA, 38 % wurden in den spekulativen Bereich eingestuft (ebd. 39).

¹²¹ Laut dem Wirtschaftswissenschaftler und PKKCV-Mitglied Wang ist unter Unternehmen die Auffassung verbreitet, dass die Pflege guter Beziehungen zu den zuständigen Verwaltungsbehörden gleichsam automatisch eine hohe Ratinginstufung mit sich bringe (in: Jiang 2003).

Niederlassung Shanghai gegründet, Gesellschafter aus dem Finanzbereich sind Xinhua Financial Network und die PBoC-Ausgründung Shanghai Huyin Financial Information Center. Wichtigste Aktionäre der CCX sind zwei Vermögensverwaltungsgesellschaften (China Cinda und China Orient) sowie drei weitere Finanzdienstleister. Die Gründung der *Shenzhensi zixin pinggu gongsi* (später: *Pengyuan zixin pinggu youxian gongsi*, kurz: *Pengyuan*) im März 1993 erfolgte durch Zusammenarbeit von elf Finanzorganisationen, vornehmlich Banken (vgl. Chen/Qiao 2004; Caijing 2003).

Die Unabhängigkeit der Rating-Agenturen ist laut PKKCV-Mitglied Wang zudem nicht vollständig gegeben, da die zuständigen Administrativorgane eine gewisse „künstliche Kontrollgewalt“ (*renwei kongzhi*) über die Ratingergebnisse haben (in: Jiang 2003). Darüber hinaus bestehen gewisse Möglichkeiten staatlicher Einflussnahme über personelle Verflechtungen. Beispielsweise befinden sich unter den 34 Mitgliedern des Dagong-Experten-Komitees drei PBoC-Mitarbeiter, ein ehemaliger PBoC-Mitarbeiter, ein Mitarbeiter des Nationalen Statistikbüros sowie ein CSRC-Mitarbeiter.

8) Staatliche Unterstützung in der Frühphase und regulatorische Nachfragebegrenzung

In der Aktivität von staatlicher Seite im Ratingbereich zeigt sich ein inkonsistenter Regulierungsansatz: Auf der einen Seite lassen sich in der Gründungsphase (und zum Teil bis heute) die Unterstützung und direkte Beteiligung an der Finanzierung durch staatliche Akteure (Zentralbank und staatliche Geschäftsbanken) feststellen; und die regulatorische Indienstnahme von Ratings seit Mitte der 1990er Jahre im Kreditwesen sowie seit 2003 in weiteren Feldern der Finanzmarktregulierung induzierte eine gewisse Ratingnachfrage. Auf der anderen Seite wirken das planwirtschaftlich geprägte Regulierungsregime des Anleihemarktes sowie die gesetzliche Unterbindung der Marktteilnahme zahlreicher potentieller Emittenten (KMUs, private Unternehmen, untergeordnete Regierungsebenen) dieser Tendenz genau entgegen, indem sie die Ratingnachfrage regulatorisch begrenzen.

Branchenvertreter, wie auch der Ratingexperte Liu (2003), fordern eine insgesamt stärkere und systematische staatliche Unterstützung der Ratingentwicklung: „The industry needs support from the government, because the whole credit system is a systematic work“ (Wing Wu, CCX und Lattre, Fitch, in: CD 2001). Auch Professor Gong Haocheng merkt an: „Die Entscheidungsbefugnis, das Ratingwesen zu entwickeln, liegt in den Händen der politischen Ebene; wenn die oberste Führungsstufe keinen Wert darauf legt, wird sich das Ratingwesen schwerlich schnell entwickeln“ (in: Pengyuan 2003). Gleichzeitig sei der „staatliche Anstoß“ jedoch auf gewisse Funktionen zu beschränken, da er „gegen den ursprünglichen Ratinggedanken verstößt“ (Pengyuan 2003). Konkret fordern CRAs die Etablierung eines Regulierungsregimes, welches das Ratingangebot mittels einer strikteren Markteintrittsregulierung beschränkt, die Ratingnachfrage jedoch durch eine veränderte Anleihemarktregulierung erweitert (s. Pengyuan 2003; CCX-Vertreter, in: CD 2001; Kapitel 4.4). Doch nicht nur zum Schutz von Partikularinteressen wird eine stärkere Regulierungstätigkeit gefordert, auch aus normativer regulierungstheoretischer Perspektive macht der ruinöse Wettbewerb ein staatliches Eingreifen erforderlich.

5 Fazit und Ausblick

Angesichts der zahlreichen funktionalen Defekte des Ratingwesens wird ersichtlich, dass chinesische Rating-Agenturen weder der ihnen zugedachten Rolle für Marktinfrastruktur und Kapitalmarktentwicklung in *emerging markets* noch der allgemeinen Funktion als Marktkontrollinstanz gerecht werden. Ihre Tätigkeit trägt nicht in wesentlichem Maße zur Steigerung von Transparenz und Effizienz des chinesischen Finanzmarktes bei. Auch Finanzmarktstabilität und Anlegerschutz werden durch die Dienstleistungen der Rating-Agenturen nicht erhöht.

Gleichwohl hat aufgrund der zunehmend rating-basierten Finanzmarktregulierung in China der „Verkauf“ von Regulierungslizenzen durch die Agenturen begonnen, da chinesische Regulierungsbehörden in Anlehnung an internationale Praktiken in jüngster Zeit zunehmend Ratings als Emissi-

onsvoraussetzungen und Investitionsrestriktionen nutzen. Wenn auch dadurch die Stellung der CRAs in der chinesischen Finanzmarktregulierung aufgewertet wird, so ist ihr Status dennoch insgesamt als marginal einzustufen. Hauptgrund hierfür ist, wie ausführlich dargelegt wurde, die weiterhin planwirtschaftlich geprägte Anleihemarktregulierung in China. Diese macht Ratingurteile überflüssig und stellt das zentrale Hemmnis der Entwicklung des Ratingwesens hin zu einem echten Ratingmarkt dar.

Die vorliegende Arbeit nahm ihren Ausgang von der Annahme, dass staatliche Akteure für Märkte von Bedeutung sind, da sie deren Entstehung ermöglichen oder verhindern können. Diese Annahme konnte am Beispiel des Ratingwesens in China bestätigt werden. So hat die Analyse gezeigt, dass die Staatliche Entwicklungs- und Reformkommission der entscheidende „Blockierer“ der Entstehung eines Ratingmarktes in China ist. In zwei Schritten, nämlich in der jeweiligen Reregulierung des Anleihemarktes 1993 und 1999, hat die ehemalige Planungsbehörde die alleinige Kontrolle über den Marktzugang an sich gezogen. „Worried about the possibility of defaults and perhaps about its own authority, the NRDC [= Staatliche Entwicklungs- und Reformkommission] has been the chief advocate for tight control“ (Kennedy 2004: 17f, zu möglichen Gründen s. 26f). 1999 etablierte sich die Behörde somit endgültig als alleinige Regulierungsautorität, indem sie die Machtkämpfe v. a. mit der Wertpapieraufsichtskommission CSRC um die Regulierungskompetenzen für sich entschied. Die Unterentwicklung und Funktionslosigkeit des Ratingwesens in China können als direkte Folgen des Umstands interpretiert werden, dass die ehemalige sozialistische Planungsbehörde im politisch-institutionellen Kontext der VR China die wichtigste „institutionalisierte Beharrungskraft“ im Sinne von Lütz/Czada (2000: 29) darstellt. Indem diese lediglich den „Einbau marktorientierter Elemente“ (ebd.) in das bislang staatszentrierte Wirtschaftsmodell zulässt, widersetzt sie sich der Übernahme ausländischer Ordnungsmodelle und somit der Etablierung eines Ratingmarktes nach dem Vorbild entwickelter Volkswirtschaften.

In diese Beharrung und Blockade scheint jedoch Bewegung zu kommen: Seit dem Jahr 2003 mehren sich die Anzeichen für einen möglichen ordnungspolitischen Wandel auf den Gebieten des chinesischen Anleihemarktes und des Ratingwesens. Solche Anzeichen bestehen, wie in dieser Arbeit dargestellt wurde, insbesondere in den Maßnahmen zur Reregulierung des Unternehmensanleihemarktes, in der staatlichen Forcierung des Aufbaus von Kreditkultur und Finanzintermediären im Rahmen des Aufbaus des „gesellschaftlichen Kreditwesens“ (*shehui xinyong tixi*), in der Einführung von Qualifikationsstandards für das CRA-Personal sowie in einer Akkreditierung der Agenturen durch die CSRC.

Zukünftige Änderungen im Regulierungsregime und hinsichtlich der Entwicklung des Ratingmarktes könnten auch eine Veränderung des Status der Rating-Agenturen mit sich bringen. Dies wäre insbesondere dann der Fall, wenn die planwirtschaftlichen Elemente im Anleihemarkt beseitigt würden, wie Kennedy betont: „if the government genuinely opens the door to all sorts of bond issuers and allows the market to set interest rates, CRAs in China will go from having no influence to being all-powerful gatekeepers“ (2004: 40).

Drei weitere mögliche Antriebskräfte für eine Veränderung der Rolle der chinesischen Rating-Agenturen sind gegenwärtig auszumachen:

Erstens zeichnet sich eine veränderte Haltung staatlicher Akteure gegenüber Rating-Agenturen, also ein Wandel hinsichtlich der ideellen Grundlagen oder „regime orientation“ nach Vogel (1996: 20) ab: „the Chinese government and the largest state-owned banks have become regular issuers of debt abroad, and hence, have had extensive interaction with the global CRAs. Originally critical of CRAs’ vast powers and their conclusions about China’s financial health, the government has grown to accept the legitimacy of CRAs. And while they still complain – like all issuers are wont to do – there is less rancor and condemnation. China’s government seems to accept that CRAs are a fundamental part of financial markets.“ (Kennedy 2004: 3). Insbesondere die Wertpapieraufsichtskommission CSRC könne nach Kennedy als „the most important bureaucratic voice for change“ (2004: 19) gelten. Denn deren Mitarbeiter „all hold the global credit rating firms in the highest regard. CSRC officials accept the reputation-market explanation of the industry’s significance, and specifi-

cally view S&P and Moody's as above reproach and providers of a service critical to smooth functioning of debt markets.“ (Kennedy 2004: 19). Kennedy folgert, dass die Wertpapieraufsichtskommission für eine Übernahme der wichtigsten Elemente des US-amerikanischen Regulierungsregimes eintritt (ebd.).

Einen zweiten Impuls wird voraussichtlich der sich abzeichnende gleichberechtigte Marktzugang internationaler CRAs erzeugen. Im Laufe des Jahres 2003 haben Moody's, S&P's und Fitch Ratings bereits ihre Marktstrategie in China in Erwartung regulatorischer Änderungen neu ausgerichtet und Maßnahmen ergriffen, um sich künftig eigenständig am Markt zu etablieren. Für den chinesischen Ratingmarkt wird infolge der Öffnung eine weitere Intensivierung des Wettbewerbs bei gleichzeitiger Preisstabilisierung erwartet (vgl. Caijing 2003). Ebenso erwartet werden ein regelrechter Anschub für die Marktentwicklung sowie eine Erhöhung von Gesamtniveau und Reputation der Branche. Wenn das Ziel einer Angleichung an internationale Standards des chinesischen Kapitalmarktes weiterhin verfolgt werden solle, so Caijing (2003), würden die Dienste der internationalen CRAs „zwangsläufig benötigt“.

Eine dritte Antriebskraft für eine Veränderung des CRA-Status ist die Formierung einer Interessengruppe: Im Frühjahr 2004 wurde in Shanghai ein „Gipfeltreffen chinesischer Ratingexperten“ (*Zhongguo zixin pingji zhuanjia fenghui*) von der Akademie für Sozialwissenschaften Shanghai in Zusammenarbeit mit der Rating-Agentur Shanghai Far East veranstaltet. Ergebnis des Tagung waren eine so genannte „Shanghaier Erklärung des chinesischen Ratinggewerbes“ sowie ein „Weißbuch zur Entwicklung des chinesischen Ratinggewerbes“, welche als Grundlage für künftige Lobbyarbeit dienen sollen (vgl. Ma 2004a).

Bei der Bearbeitung der Themenstellung dieser Arbeit taten sich einige weiterführende Fragen auf: Nachdem hier die Rolle inländischer Rating-Agenturen im Vordergrund stand, wäre eine entsprechende Untersuchung der Rolle ausländischer CRAs für die Finanzmarktregulierung sowie für die Kapitalmarktentwicklung lohnend. Auch die grundlegende Frage, ob die Errichtung eines inländischen Ratingwesens letztlich wirklich sinnvoll und notwendig ist angesichts zahlreicher alternativer Quellen der Kreditinformation, konnte hier weder behandelt noch geklärt werden. Letztlich verbirgt sich dahinter die Frage nach dem tatsächlichen Informationsgehalt und Nutzen von Ratings, die beispielsweise von Maltzan Pacheco (2000) und Partnoy (1999, 2002) aufgeworfen wird. Insbesondere erscheint ungewiss, ob Ratings ihre Funktionen unter den besonderen Bedingungen von *emerging markets* überhaupt erfüllen können, was Levich/Majnoni/Reinhardt bezweifeln: „The evidence in hand suggests that credit ratings [...] seem ill suited to capturing the special-risk situations in emerging markets.“ (2002: 14). Am Beispiel Chinas ließe sich überprüfen, ob diese Skepsis angebracht ist.

Eine Antwort darauf, ob sich in China künftig ein weniger „dekoratives“ Ratingwesen, dafür eines von größerer Relevanz etablieren kann, ist abschließend nur von der weiteren Entwicklung zu erwarten. Dabei wird, wie Kennedy feststellt, insbesondere entscheidend sein, ob sich die Rating-Agenturen gegenüber zahlreichen potentiellen Konkurrenten auf dem Gebiet der Kreditinformation werden durchsetzen können: „Let Chengxin, Lianhe, Moody's and the others compete on a level playing field with Goldman Sachs, CITIC Securities, Bloomberg, Xinhua, the Asian Wall Street Journal, Sina.com, Nasdaq, and Caijing. If they prove their value, investors will buy their reports. If not, then they deserve to disappear into oblivion.“ (Kennedy 2004: 30). Doch selbst wenn die Etablierung eines weniger „ohnmächtigen“ Ratingwesens in China gelingt, bleibt abzuwarten, ob dies eher zum Wohl oder zum Schaden der chinesischen Wirtschaft geschieht. Unter den gegenwärtigen Bedingungen nämlich ist dies mehr als ungewiss: „a more profitable and influential credit rating industry would not inherently be a positive development from the perspective of investors and China's overall economic health. As long as other changes are made, China's economy could benefit if CRAs remained toothless.“ (Kennedy 2004: 6).

6 Literatur

1. Primärquellen

a) Regulierungsbestimmungen

[CBRC] Zhongguo Yinhangye Jiandu Guanli Weiyuanhui (Staatliche Kommission für Bankenaufsicht und -regulierung; China Banking Regulatory Commission) (2003): „Qiche jinrong gongsi guanli banfa“ (Verwaltungsbestimmungen für Autofinanzierungsgesellschaften). Y-jinjianling [2003] Nr. 4, 03.10.2003.

URL: <http://www.china.org.cn/chinese/PI-c/417220.htm> [Zugang: 27.09.2004]

[CIRC] Zhongguo Baoxian Jiandu Guanli Weiyuanhui (Staatliche Kommission für Versicherungsaufsicht und -regulierung; China Insurance Regulatory Commission) (2003): „Zhongguo baoxian jiandu guanli weiyuanhui guanyu yinfa ,baoxian gongsi touzi qiye zhiquan guanli zanxing banfa’ de tongzhi“ (Mitteilung der Staatlichen Kommission für Versicherungsaufsicht und -regulierung über die Veröffentlichung der ‚Vorläufigen Verwaltungsmaßregeln für Unternehmensanleiheinvestitionen von Versicherungsunternehmen’). Baojianfa [2003] Nr. 74, 30.05.2003.

URL: http://www.mofcom.gov.cn/article/200311/20031100142831_1.xml

[Zugang: 27.09.2004]

[CSRC] Zhongguo Zhengquan Jiandu Guanli Weiyuanhui (Staatliche Kommission für Wertpapieraufsicht und -regulierung; China Securities Regulatory Commission) (2003a): „Zhengquan gongsi zhiquan guanli zanxing banfa“ (Vorläufige Verwaltungsmaßregeln für Anleihen von Wertpapierhandelsunternehmen). Zhengjianling [2003] Nr. 15, 29.08.2003.

URL: <http://www.people.com.cn/GB/shehui/212/3572/3574/2111425.html>

[Zugang: 27.09.2004]

[CSRC] Zhongguo Zhengquan Jiandu Guanli Weiyuanhui (2003b): „Fabu ‚zhengquan gongsi zhiquan guanli zanxing banfa’ peitao wenjian de tongzhi“ (Mitteilung über den Erlass von Begleitdokumenten zu den Provisorischen Verwaltungsmaßregeln für Anleihen von Wertpapierhandelsunternehmen). Zhengjian faxingzi [2003] Nr. 106, 29.08.2003.

URL: <http://finance.sina.com.cn/y/20030902/0733429555.shtml>

[Zugang: 27.09.2004]

[CSRC] Zhongguo Zhengquan Jiandu Guanli Weiyuanhui (2003c): „Zixin pingji jigou chuju zhengquan gongsi zhiquan xinyong pingji baogao zhunze“ (Regeln für die Ausstellung eines Ratingreportes für Anleihen von Wertpapierhandelsunternehmen durch Rating-Agenturen).

URL: <http://www.cas.ac.cn/html/Dir/2004/02/02/6095.htm>

[Zugang: 27.09.2004]

[Geschäftsbankengesetz] Quanguo Renmin Daibiao Dahui Changwu Weiyuanhui (Ständiger Ausschuss des Nationalen Volkskongresses) (1995): „Zhonghua renmin gongheguo shangye yinhangfa“ (Geschäftsbankengesetz der VR China).

URL: <http://www.people.com.cn/GB/jingji/1040/2267854.html>

[Zugang: 27.09.2004]

[Kapitalgesellschaftsgesetz] Steinemann, Matthias/Thümmel, Martin/ZHANG Xuan (1995): „Übersetzung“. In: Steinemann/Thümmel/ZHANG (1995): *Kapitalgesellschaften in China. Das neue Gesellschaftsgesetz: Einführung und Übersetzung*. Hamburg: Institut für Asienkunde (Mitteilungen des Instituts für Asienkunde; 242), 100-174.

[SCSC] Guowuyuan Zhengquan Weiyuanhui (Staatsratskommission für das Wertpapierwesen; State Council Securities Committee) (1997): „Guowuyuan zhengquan weiyuanhui guanyu fabu ‚ke zhuanhuan gongsi zhiquan guanli zanxing banfa’ de tongzhi“ (Zirkular der Staatsratskommission für das Wertpapierwesen über den Erlass der ‚Provisorischen Verwaltungsmaßregeln für Unternehmenswandelanleihen’). Zhengweifa [1997] Nr. 16; 25.03.1997. In:

- CHEN Gong/ZHOU Shengye/WU Xiaoqiu (2000): *Zhongguo zhengquan fagui zonghui*. (Sammlung der rechtlichen Bestimmungen zum chinesischen Wertpapierwesen). Beijing: Zhongguo caizheng jingji chubanshe, 789-797.
- [Staatsrat] Guowuyuan (1987a): „Qiye zhaiquan guanli zanxing tiaoli“ (Vorläufige Verwaltungsbestimmungen für Unternehmensanleihen). Guofa [1987] Nr. 21, 27.03.1987.
 URL: http://www.588188.com/stock/policy_law/html/policy_law.22.htm
 [Zugang: 27.09.2004]
- [Staatsrat] Guowuyuan (1987b) „Guowuyuan guanyu jiaqiang gupiao zhaiquan guanli de tongzhi“ (Zirkular des Staatsrates über die Intensivierung der Aktien- und Anleiheregulierung). Guofa [1987] Nr. 22, 28.03.1987.
 URL: http://www.588188.com/stock/policy_law/html/policy_law.21.htm
 [Zugang: 27.09.2004]
- [Staatsrat] Guowuyuan (1992): „Guowuyuan guanyu jinyibu jiaqiang zhengquan shichang hon-guan guanli de tongzhi“ (Zirkular des Staatsrates über die weitere Intensivierung der Makrosteuerung des Wertpapiermarktes). Guofa [1992] Nr. 68, 17.12.1992. In: CHEN Gong/ZHOU Shengye/WU Xiaoqiu (2000): *Zhongguo zhengquan fagui zonghui*. (Sammlung der rechtlichen Bestimmungen zum chinesischen Wertpapierwesen). Beijing: Zhongguo caizheng jingji chubanshe, 469-474.
- [Staatsrat] Guowuyuan (1993a) „Guanyu jianjue zhizhi luan jizi he jiaqiang zhaiquan faxing guanli de tongzhi“ (Zirkular über die entschlossene Unterbindung unkontrollierter Kapitalbeschaffung und Intensivierung der Regulierung von Anleiheemissionen). Guofa [1993] Nr. 24, 11.04.1993.
 URL: <http://www.chinaacc.com/fagui/zjfg/30916145540.htm> [Zugang: 27.09.2004]
- [Staatsrat] Guowuyuan (1993b): „Qiye zhaiquan guanli tiaoli“ (Verwaltungsbestimmungen für Unternehmensanleihen). Guofa [1993] Nr. 121, 02.08.1993. In: CHEN Gong/ZHOU Shengye/WU Xiaoqiu (2000): *Zhongguo zhengquan fagui zonghui*. (Sammlung der rechtlichen Bestimmungen zum chinesischen Wertpapierwesen). Beijing: Zhongguo caizheng jingji chubanshe, 157-163.
- [Staatsrat, Kanzlei] Guowuyuan Bangongting (1995): „Guowuyuan bangongting guanyu difang zhengfu bu dei duiwai juzhai he jinxing xinyong pingji de tongzhi“ (Zirkular der Kanzlei des Staatsrates über das Verbot für Lokalregierungen, im Ausland Kredite aufzunehmen und ein *credit rating* durchzuführen). 11.01.1995.
 URL: <http://www.people.com.cn/zixun/flfgk/item/dwjf/falv/5/5-1-05.html>
 [Zugang: 27.09.2004]
- [Wertpapiergesetz] Quanguo Renmin Daibiao Dahui Changwu Weiyuanhui (Ständiger Ausschuss des Nationalen Volkskongresses) (1998): „Zhonghua renmin gongheguo zhengquanfa“ (Wertpapiergesetz der Volksrepublik China).
 URL: <http://people.com.cn/item/flfgk/cyflfg/c004.html> [Zugang: 27.09.2004]
- [PBoC] Zhongguo Renmin Yinhang (People's Bank of China) (1987a): „Zhongguo renmin yinhang guanyu guanche guowuyuan guofa [1987] 21 hao, 22 hao wenjian de tongzhi“ (Zirkular der PBoC über die Durchführung der Erlasse Nr. 21 und Nr. 22 [1987] des Staatsrats), 06.08.1987.
 URL: http://www.588188.com/stock/policy_law/html/policy_law.15.htm
 [Zugang: 27.09.2004]
- [PBoC] Zhongguo Renmin Yinhang (1987b): „Guanyu Zhongguo jingnei jigou zai jingwai faxing zhaiquan de guanli guiding“ (Verwaltungsvorschriften für die Anleiheemission im Ausland durch inländische Organisationen). 28.09.1987.
 URL: http://www.588188.com/stock/policy_law/html/policy_law.14.htm
 [Zugang: 27.09.2004]

[PBoC] Zhongguo Renmin Yinhang (1997): „Guanyu Zhongguo Chengxin zhengquan pinggu youxian gongsi deng jigou congshi qiye zhaiquan pingji yewu zige de tongzhi“ (Zirkular über die fachliche Qualifikation von im Unternehmensanleiherating tätigen Organisationen wie China Chengxin). Yinfu [1997] Nr. 547, 16.12.1997.
URL: http://www.chinaacc.com/fagui/2003_12/3122214225772.htm
[Zugang: 27.09.2004]

b) Presseartikel, Analysen und Stellungnahmen

Caijing (2002): „Time is ripe to unify, diversify bond market“. 05.03.2002.

URL: <http://www.chinaonline.com/caijing/cs-protected/020308/C02030730.asp>
[Zugang: 27.09.2004]
[Wirtschafts- und Finanzpresse]

CHEN Ken/QIAO Li (2004): „Yanghang tiewan qingli zixin pingji qianzou shei po 5 da jigou qian guize“ (Das rigorose Ordnen des Ratingwesens durch die Zentralbank geht der Frage voran, wer die verdeckte Festlegung auf die fünf großen Agenturen zerschlägt). In: *21shiji jingji baodao*, 10.01.2004

URL: <http://finance.qianlong.com/26/2004/01/10/187@1817270.htm#>
[Zugang: 27.09.2004]
[Wirtschaftspresse]

China Daily (2001): „Credit Rating System Growing“. 03.11.2001.

URL: <http://www.china.org.cn/english/MATERIAL/21933.htm> [Zugang: 27.09.2004]

Chinaonline (1999a): „Credit Assessment Organizations In China: A Saga Of Problems And Hopes“. 25.08.1999.

URL: http://www.chinaonline.com/industry/financial/NewsArchive/cs-protected/1999/august/b2_99080624s.asp [Zugang: 27.09.2004]

Chinaonline (1999b): „Moody's to Establish JV in China“. 02.08.1999.

URL: http://www.chinaonline.com/industry/financial/NewsArchive/cs-protected/1999/august/fn_b2_99073020.asp [Zugang: 27.09.2004]

[Credit online] (o. J.): „Woguo xinyong pingjiaye de fazhan licheng“ (Entwicklung der chinesischen Ratingbranche).

URL: <http://www.eip.com.cn/gxy1/gy2.jsp> [Zugang: 27.09.2004]

[Credit online (*Xinxong zaiwang*), Onlineportal für Kreditinformationen; Darstellung auf der website]

[CRI] China Radio International online (2001): „Firms to be freer in bond issuing“. 22.05.2001.

URL: <http://web12.cri.com.cn/english/2001/May/16014.htm> [Zugang: 27.09.2004]

[Firmenpräsentation SFE] (o. J.) „Shanghai yuandong zixin pinggu youxian gongsi – Shanghai Far East Credit Rating Co., Ltd.“.

URL: http://www.chinabond.com.cn/chinabond/fxss/fsIssue_content.jsp?sld=157

[Zugang: 27.09.2004]

[Shanghai Far East, Rating-Agentur]

GUO Feng (1999): „Zhengquanfa ying duì xinyong pingji zuochu guiding“ (Im Rahmen der Wertpapiergesetzgebung sollten Bestimmungen für das Ratingwesen erlassen werden).

In: GUO Feng (1999): *Zhongguo zhengquan jianquan yu lifa* (Chinesische Wertpapierregulierung und -gesetzgebung). Beijing: Falü chubanshe: 599-600.

[Finanzrechtsxperte, Leiter des Instituts für Finanzrecht der Renmin-Universität]

HE Minhua (2003): „Xinyong pingji mianlin genggao yaoqiu“ (Das Ratingwesen steht vor größeren Anforderungen). In: *Zhongguo zhengquanbao*, 04.09.2003.

URL: <http://www.gs168.com.cn/credit/msgdetail.jsp?InfoID=11611> [Zugang: 27.09.2004]
[China Chengxin, Rating-Agentur]

- JIANG Yeqing (2003): „Woguo xinyong pingjiye wenti zhongzhong“ (Die Probleme des chinesischen Ratingwesens sind gravierend). In: *Zhongguo jingji shibao*, 14.03.2003.
URL: <http://www.cet.com.cn/20030314/SHELUN/200303146.htm> [Zugang: 27.09.2004]
[Wirtschaftspresse]
- [JGB] *Jingji Guanchabao* (2003): „’Qiye zhaiquan guanli tiaoli’: ciji qiyezhai jiasu“ (Die ’Verwaltungsbestimmungen für Unternehmensanleihen’ lassen Unternehmensanleihen an Tempo zulegen). 22.12.2003.
URL: <http://money.business.sohu.com/2003/12/22/78/article217257897.shtml>
[Zugang: 27.09.2004]
[Wirtschaftspresse]
- KANG Weiping (2002): „Qiyezhai: tupo shike lailin“ (Unternehmensanleihen: Der Durchbruch ist nah). In: *Caijing* 19, 05.10.2002.
URL: <http://www.caijing.com.cn/mag/preview.aspx?ArtID=3193> [Zugang: 27.09.2004]
[Wirtschafts- und Finanzpresse]
- LI Ting (2004): „Qiyezhai xintiaoli zhi bian“ (Diskussion der neuen Unternehmensanleihe-Bestimmungen). In: *Zhongguo jingji shibao*, 17.03.2004.
URL: <http://www.cet.com.cn/20040317/SPECIAL/200403173.htm>
[Zugang: 27.09.2004]
[Wirtschaftspresse]
- LING Huawei/LI Yong (2003): „Zhongguo xinyong pingjiye jubian qianxi“ (Vorabend großer Veränderungen in der chinesischen Ratingindustrie). In: *Caijing* 20, 20.10.2003.
URL: <http://www.caijing.com.cn/mag/preview.aspx?ArtID=4764>
[Zugang: 27.09.2004]
[Wirtschafts- und Finanzpresse]
- LIU Hong (2003): „Qiye zhaiquan yu zixin pingji shichang“ (Unternehmensanleihen und der Ratingmarkt). In: *Touzi yu zhengquan* 1.
URL: <http://www.chinabond.com.cn/chinabond/zqzs/contentzqzl.jsp?Id=16&sDataType=1>
[Zugang: 27.09.2004]
[Professor an der wirtschaftswissenschaftlichen Fakultät des Beijing Materials Institute (*Beijing wuzi xueyuan*); Forschungsschwerpunkt: Ratingwesen]
- MA Jiankun (2001): „Zixin pingjiye de falü diwei“ (Die rechtliche Stellung des Ratingwesens). Januar 2001.
URL: http://www.cxxi.com.cn/pdf/ccxi/ztbd_zxpj.pdf
[Zugang: 27.09.2004]
[China Chengxin, Rating-Agentur]
- MA Wenluo (2004a) „Kaichuang zhongguo zixin pingguye de xinjiyuan“ (Eine neue Ära des chinesischen Ratinggeschäfts bricht an). In: *Shanghai Zhengquanbao* bzw. *Zhonghua caihuiwang*, 16.03.2004.
URL: <http://www.e521.com/yjdt/zichan/0316085033.htm> [Zugang: 27.09.2004]
[Akademie für Sozialwissenschaften Shanghai, Forschungsstelle für Kreditwesen]
- MA Wenluo (2004b) „Dongfeng yu chui wanyan chun – 2003 nian woguo zixin pingjiye huigu yu jinhou zhanwang“ (Jahresrückblick 2003 auf die chinesische Ratingbranche und künftige Perspektiven).
URL: http://www.sass.stc.sh.cn/link/show_zxfw.asp?id=1577 [Zugang: 27.09.2004]
[Akademie für Sozialwissenschaften Shanghai, Forschungsstelle für Kreditwesen]
- [Pengyuan] Pengyuan zixin pinggu youxian gongsi zhuanti yanjiuzu (Forschungsgruppe für Spazialthemen der Sino-Hawk Credit Rating Co., Ltd.) (2003): „Rushi beijing xia zhongguo ziben shichang pingji mianlin de tiaozhan he jiuyu“ (Herausforderungen und Chancen für das chinesische Kapitalmarktrating vor dem Hintergrund des WTO-Beitritts). 29.07.2003.
URL: http://jsscc.ciebb.com/CreditDynamic_new/xyyj_Display.asp?id=222

- [Zugang: 27.09.2004]
 [Pengyuan, Rating-Agentur]
- [Pengyuan] (o. J.) : „Woguo xinyong pingjiye de fazhan lishi“ (Entwicklungsgeschichte der chinesischen Ratingbranche).
 URL: http://www.ssrc.com.cn/pjzs/index_content.jsp?ID=1010 [Zugang: 27.09.2004]
 [Pengyuan, Rating-Agentur; Darstellung auf der Unternehmenswebsite]
- SUN Fei/LIU Jinsheng (1999): „Zhongguo jinrong guifan xu fazhan xinyong pingji“ (Für eine Standardisierung des chinesischen Finanzwesens ist die Entwicklung des Ratingwesens notwendig). In: *Zhongguo jingji shibao*, 24.03.1999
 URL: <http://news.sina.com.cn/richtalk/news/money/9903/032414.html> [Zugang: 27.09.2004]
 [Wirtschaftspresse]
- [SZQB] *Shanghai zhengquanbao* (2004): „Zhaiquan xinyong pingji“ (Anleihe-Credit Rating). 16.03.2004.
 URL: <http://cn.biz.yahoo.com/040316/1ws2.html>
 [Finanzpresse]
- WANG Qiang (2004): „Zhongguo pingji gongsi ruhe yu biaopu mudi zheng huayuquan“ (Wie die chinesischen Ratingagenturen mit S&P und Moody's um das Rederecht konkurrieren). In: *Nanfang Zhoumo*, 22.04.2004.
 URL: <http://www.nanfangdaily.com.cn/southnews/zmzg/200404220924.asp>
 [Zugang: 27.09.2004]
 [investigative Presse]
- WANG Quanxing/GUAN Wu (2002) „Jingjifa yu jingji minzhu (si)“ (Wirtschaftsrecht und Wirtschaftsdemokratie (4)). 20.12.2002.
 Unter: <http://www.civillaw.com.cn/weizhang/default.asp?id=8862>
 [Zugang: 27.09.2004]
 [Rechtswissenschaftler, Hunan-Universität/Huazhong keji-Universität]
- [XFN] Xinhua Financial Network (2004): „Xinhua Finance Subsidiary Shanghai Far East Credit Rating Becomes the First China Member of the Association of Credit Rating Agencies in Asia“, 13.01.2004.
 URL: http://www.xinhuafinance.com/en/media/press_02.html [Zugang: 15.04.2004]
 [Xinhua Financial Network, Finanzdienstleistungs- und Medienunternehmen; Pressespiegel auf der Unternehmenswebsite]
- YU Zhanhuai (o. J.): „Guanyu Shenyangshi xinyong pingji yu xinyong tixi jianshe wenti de yanjiu“ (Über Fragen bezüglich des Aufbaus des Rating- und Kreditwesens in Shenyang).
 URL: http://www.lncredit.cn/web/tbgz_008.htm [Zugang: 27.09.2004]
 [Liaoning Credit Rating Agency Co., Rating-Agentur]

c) Internet

- www.ccx.com.cn [China Chengxin]
- www.ccx.com.cn [China Chengxin International]
- www.dagongcredit.com [Dagong]
- www.fareast-cr.com [Shanghai Far East]
- www.lianheratings.com.cn [Lianhe]
- www.ssrc.com.cn [Pengyuan]
- www.moodys.com [Moody's]
- www.standardandpoors.com [Standard & Poor's]
- www.fitchratings.com [Firch Ratings]

2. Sekundärliteratur

- Abeysuriya, Ravi (2001): „Role of International Credit Rating Agencies in the context of Capital Market Development“. URL: www.fitchratings.lk [Zugang: 15.04.2004] [CEO von Fitch Ratings Lanka Limited]
- Adams, Charles/Mathieson, Donald J./Schinasi, Garry (1999): International Capital Markets. Developments, Prospects, and Key Policy Issues“ (International Monetary Fund World Economic and Financial Surveys). URL: <http://www.imf.org/external/pubs/ft/icm/1999/index.htm> [Zugang: 23.09.2004]
- Asian Development Bank [ADB] (2000): „Development of CRAs. Background Paper for the Second Workshop on the Development of CRAs in the APEC Region“ (Final Report of a Study conducted under the APEC Collaborative Initiative of Supporting the Development of Credit Rating Agencies). URL: <http://www.adb.org/Projects/APEC/Cra/cra.pdf> [Zugang: 23.09.2004]
- Baglole, Joel (2004): „A Huge Leap of Faith“. In: *Far Eastern Economic Review*, 08.01.2004, 39-42.
- Balzer, Arno/Ehren, Harald (1998): „Prüfer auf der Watchlist“. In: *Managermagazin* 3, 64-73.
- Batten, Jonathan/Kim, Yun-Hwan (2001): „Expanding Long-term Financing Through Bond Market Development: A Post-Crisis Policy Task“. In: Kim (2001), 5-48.
- Behrends, Sylke (2001): *Neue Politische Ökonomie. Systematische Darstellung und kritische Beurteilung ihrer Entwicklungslinien*. München: Franz Vahlen.
- Blommestein, Hans (2002): „Challenges for Debt Managements in Emerging Bond Markets“. In: OECD (2002): *Debt Management and Government Securities Markets in the 21st Century*. Paris: OECD, 169-193.
- Bottelier, Pieter (2003): „China’s Emerging Domestic Debt Markets: Facts and Issues“ (Discussion Paper for a Conference on Chinese Economic Policy Reform, Stanford, 18-20 September 2003). URL: <http://credpr.stanford.edu/events/China2003/Bottelier.pdf> [Zugang: 23.09.2004]
- Bröker, Günther F. (1993): „Strategies for the development of a viable and efficient national bond market“. In: OECD (1993), 9-41.
- Brown, David (2003): „Regulating Credit Rating Agencies“. 28th IOSCO Annual Conference, Panel Discussion, 02.10.2003. URL: http://www.iosco.org/library/annual_conferences/pdf/ac17-10.pdf [Zugang: 23.09.2004]
- Büschen, Hans E. (2001): *Das kleine Börsen-Lexikon*. 22., aktualisierte und erw. Aufl. Düsseldorf: Wirtschaft und Finanzen.
- Büschen, Hans E./Everling, Oliver (Hrsg.) (1996): *Handbuch Rating*. Wiesbaden: Gabler.
- Cantor, Richard/Packer, Frank (1994): „The Credit Rating Industry“. In: *Federal Reserve Bank of New York Quarterly Review* 19 (2), 1-26.
- CHEN Aoshi/ Everling, Oliver (2002): „Finanzsystem und Rating in China“. In: *Die Bank* 11, 727-731.
- China aktuell [C.a.], Institut für Asienkunde (IfA), Hamburg.
- Cutler, Claire A./Haufler, Virginia/Porter, Tony [Hrsg.] (1999): *Private Authority and International Affairs*. Albany: State University of New York Press.
- Czada, Roland/Lütz, Susanne (2000): *Die politische Konstitution von Märkten*. Wiesbaden: Westdeutscher Verlag.

- Czada, Roland/Lütz, Susanne (2003): „Einleitung – Probleme, Institutionen und Relevanz regulativer Politik“. In: Czada/Lütz/Mette (2003): *Regulative Politik. Zähmungen von Markt und Technik*. Opladen: Leske + Budrich (= Grundwissen Politik; 28), 13-34.
- De Prati, Christian F. (1998): *Chinese Issuers in International Capital Markets*. Bern/Stuttgart/Wien: Haupt (= Bank- und Finanzwirtschaftliche Forschungen; 266).
- Dieter, Heribert (1999): „Eine neue Finanzarchitektur?“. In: *E+Z Entwicklung und Zusammenarbeit* 40 (3), 79-82.
- Eberlein, Burkard (2000): „Regulierung und die Konstitution von Märkten in Europa“. In: Czada/Lütz (2000), 89-106.
- The Economist* (1997): „Risks beyond measure“, 345 (8047), 13.12.1997, 82f.
- The Economist* (2002): „Badly overrated“, 363 (8273), 18.05.2002, 75f.
- The Economist* (2003): „Casino Capital“, 06.02.2003.
 URL: http://www.economist.com/surveys/displayStory.cfm?Story_id=1559717
 [Zugang: 23.09.2004]
- El Daher, Samir (1999): „Credit Ratings - An Introduction (and the Case of Sub-sovereign Ratings)“. In: *Infrastructure Notes. Transport, Water and Urban Development*. Washington: The World Bank (= Urban FM-8c).
 URL: <http://www.worldbank.org/html/fpd/urban/publicat/rd-fm8c.htm> [Zugang: 23.09.2004]
- The Emerging Markets Committee of IOSCO [EMC of IOSCO] (2002): „The Development of Corporate Bond Markets in Emerging Market Countries“. May 2002.
 URL: <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD127.pdf> [Zugang: 23.09.2004]
- Endo, Tadashi (2000): „The Development of Corporate Debt Markets“. International Finance Corporation, The World Bank Group.
 URL: http://www1.worldbank.org/finance/assets/images/Copy_of_Dev_of_Corporate_Bond_Mkts_English_v.3-051001 - Endo.pdf [Zugang: 23.09.2004]
- Estrella, Arturo (2000): *Credit Ratings and Complementary Sources of Credit Quality Information*. Basel: Bank for International Settlements (BIS) (= Basel Committee on Banking Supervision Working Papers; 3).
 URL: www.bis.org/publ/bcbs_wp3.pdf [Zugang: 23.09.2004]
- Everling, Oliver (1991): *Credit Rating durch internationale Agenturen. Eine Untersuchung zu den Komponenten und instrumentalen Funktionen des Rating*. Wiesbaden: Gabler.
- Everling, Oliver (2002): „Dagong sieht sich als ‚beste‘ chinesische Ratingagentur“. In: *Everling Internet Newsletter* 17, 24.04.2002.
 URL: http://everling.biz/2002/17/Newsletter_2002_17.htm [Zugang: 23.09.2004]
- [FAZ] *Frankfurter Allgemeine Zeitung* (2001): „Ein Rating ist viel mehr als bloß ein Buchstabe“, 30.05.2001.
 URL: <http://www.faz.net/s/RubE4DDED034C25493AB1AF0EE3B01431C2/Doc~E3810881F4E62467AAEC6845007431E53~ATpl~Ecommon~Scontent.html> [Zugang: 23.09.2004]
- Fight, Andrew (2001): *The Ratings Game*. Chichester: John Wiley & Sons.
- Fülbier, Rolf Uwe (1999): „Regulierung. Ökonomische Betrachtung eines allgegenwärtigen Phänomens“. In: *Wirtschaftswissenschaftliches Studium* (WiSt) 9, 468-473.
- [Gabler] *Gabler Wirtschaftslexikon* (2000), 15., vollständig überarb. und erw. Auf.: Wiesbaden: Gabler.
- Goodhart, Charles et al. (2001): *Financial Regulation. Why, how and where now?*, London/ New York.
- Gottwald, Jörn-Carsten/Heilmann, Sebastian (2002): „Besonderheiten des chinesischen Aktienmarktes“. In: Heilmann/Gottwald (2002), 15-22.

- Green, Stephen/Wall, David (2000): „This little piggy becomes a market: The challenges of Chinese capital market liberalization“ (Prepared for the OECD, 8th December 2000).
 URL: www.oecd.org/dataoecd/59/57/1947237.pdf [Zugang: 23.09.2004]
- Gündling, Heike/Everling, Oliver (1994): „Rating als Methode der Finanzanalyse“. In: *Die Bank* 12, 727-731.
- Harwood, Alison (2000): „Building Local Bond Markets: Some Issues and Actions.“ In: Harwood, Alison (2000): *Building Local Bond Markets. An Asian Perspective*. Washington: International Finance Corporation, 1-37.
- Heilmann, Sebastian (2001a): „Der Aktienmarkt in der VR China (I): Staatliche Regulierung und institutioneller Wandel“. Zentrum für Ostasien- und Pazifik-Studien, Universität Trier, *China Analysis* 3, Mai 2001.
 URL: http://www.chinapolitik.de/studien/china_analysis/aktienmarkt1.pdf
 [Zugang: 23.09.2004]
- Heilmann, Sebastian (2001b): „Der Aktienmarkt in der VR China (II): Schlüsselakteure und inoffizielle Spielregeln“. Zentrum für Ostasien- und Pazifik-Studien, Universität Trier, *China Analysis* 4, Mai 2001 [Ergänzt November 2001].
 URL: http://www.chinapolitik.de/studien/china_analysis/aktienmarkt2.pdf
 [Zugang: 23.09.2004]
- Heilmann, Sebastian (2002a): „Staatliche Aktienmarktaufsicht“. In: Heilmann/Gottwald (2002a), 39-51.
- Heilmann, Sebastian (2002b): „The Chinese Stock Market: Pitfalls of a Policy-driven Market“. Center for East Asian and Pacific Studies, Trier University, *China Analysis* 15, September 2002.
 URL: http://www.chinapolitik.de/studien/china_analysis/no_15.pdf [Zugang: 23.09.2004]
- Heilmann, Sebastian (2002c): *Das politische System der Volksrepublik China*. Wiesbaden: Westdeutscher Verlag.
- Heilmann, Sebastian/Gottwald, Jörn-Carsten (2002): *Der chinesische Aktienmarkt*. Hamburg: IfA. (= Mitteilungen des Instituts für Asienkunde; 352).
- Heinke, Volker G. (1998): *Bonitätsrisiko und Credit Rating festverzinslicher Wertpapiere: eine empirische Untersuchung am Euromarkt*. Bad Soden: Uhlenbruch (= Reihe: Portfoliomangement; 10).
- Héritier, Adrienne [Hrsg.] (2002): *Common goods: reinventing European and international governance*. Oxford: Rowman & Littlefield, 293-315.
- Herring, Richard J./Chatusripitak, Nathporn (2001): „The Case of the Missing Market: The Bond Market and Why It Matters for Financial Development“. (= Wharton Financial Institutions Center Working Paper; Paper prepared for The Asian Development Bank Institute/Wharton Seminar on „Financial Structure for Sustainable Development in Post-Crisis Asia“ Tokyo, May 26, 2000)
 URL: <http://fic.wharton.upenn.edu/fic/papers/01/0108.pdf> [Zugang: 23.09.2004]
- Herring, Richard J./Litan, Robert E. (1995): *Financial Regulation in the Global Economy*. Washington, D.C.: The Brookings Institution.
- Hillebrand, Ernst (2001): „Schlüsselstellung im globalisierten Kapitalismus. Der Einfluss privater Rating-Agenturen auf Finanzmärkte und Politik“. In: Brühl, Tanja et al. (Hrsg.): *Die Privatisierung der Weltpolitik. Entstaatlichung und Kommerzialisierung im Globalisierungsprozess*. Bonn: Dietz, 150-171 (= EINE Welt – Texte der Stiftung Entwicklung und Frieden; 11).
- Hoffmann, Peter (1991): *Bonitätsbeurteilung durch credit rating: Funktionsweise und Einsatzmöglichkeiten eines Instruments zur Optimierung von Investitions- und Finanzierungsprozessen*. Berlin: Erich Schmidt (= Grundlagen und Praxis des Bank- und Börsenwesens; 24).

- Homann, Simone (1999): *Reformen des Finanzsystems im Transformationsprozeß zentral geplanter Volkswirtschaften. Das Beispiel der Volksrepublik China*. Marburg: Tectum (= Wirtschaftspolitische Forschungsarbeiten der Universität zu Köln; 30).
- Hunt, Isaac C. (2002): „Testimony Concerning the Role of Credit Rating Agencies in the U.S. Securities Markets“ (Aussage vor dem United States Senate Committee on Governmental Affairs, 20. März 2002)
URL: <http://www.sec.gov/news/testimony/032002tsih.htm> [Zugang: 23.09.2004]
- [IOSCO] International Organization of Securities Commissions (2003): „Objectives and Principles of Securities Regulation“. May 2003.
URL: www.iosco.org/pubdocs/pdf/IOSCOPD154.pdf [Zugang: 23.09.2004]
- IOSCO (2003a): „IOSCO Statement of Principles Regarding the Activities of Credit Rating Agencies. A Statement of the Technical Committee of the International Organization of Securities Commissions“. 25. September 2003.
URL: <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD151.pdf> [Zugang: 23.09.2004]
- IOSCO (2003b): „Report on the Activities of Credit Rating Agencies“. 30. September 2003.
URL: <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD153.pdf> [Zugang: 23.09.2004]
- [IWF] Internationaler Währungsfonds (2004): *Global Stability Report. Market Developments and Issues*, April 2004, Washington, D.C.: IWF.
URL: <http://www.imf.org/External/Pubs/FT/GFSR/2004/01/pdf/glossary.pdf>
[Zugang: 23.09.2004]
- Jabre, Assaad (2000): „A Strategic Priority for Emerging Markets“. In: Harwood, Alison (2000): *Building Local Bond Markets. An Asian Perspective*. Washington: International Finance Corporation, 39-42.
- JIN Dehuan (1999): *Dangdai zhongguo zhengquan shichang* (Der gegenwärtige chinesische Wertpapiermarkt). Shanghai: Shanghai caijing daxue chubanshe.
- Karacadag, Cem/ Sundararajan, V./Elliott, Jennifer (2003): „Financial Market Development: Sequencing of Reforms to Ensure Stability“. *IMF Working Paper* 116, June 2003.
URL: <http://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2003/wp03116.pdf> [Zugang: 23.09.2004]
- Karmel, Solomon M. (1994): „Emerging Securities Markets in China: Capitalism with Chinese Characteristics“. In: *The China Quarterly* 140, 1105-1120.
- Kawai, Masahiro (2002): „Recent Issues on Credit Rating Agencies in Asia“. URL: www.aba.org.tw/doc/Recent%20Issues%20on%20credit%20rating%20agencies.doc
[Zugang: 15.04.2004]
- Kennedy, Scott (2003): „China’s Credit Rating Agencies Struggle for Relevance“. In: *The China Business Review* 30 (6), 36-40.
- Kennedy, Scott (2004): „China’ Languishing Credit-Rating Industry: Canary in the Mine?“ (forthcoming) Paper prepared for the 56th Annual Meeting of the Association for Asian Studies, San Diego, California, March 4-7, 2004.
- Kerwer, Dieter (2001): „Standardising as Governance: The case of credit rating agencies“. Bonn (Reprints aus der Max-Planck-Projektgruppe Recht der Gemeinschaftsgüter; 3).
URL: http://www.mpp-rdg.mpg.de/pdf_dat/001_3.pdf [Zugang: 23.09.2004]
- Kerwer, Dieter (2002): „Standardizing as Governance: The Case of Credit Rating Agencies“. In: Héritier, Adrienne [Hrsg.] (2002): *Common goods: reinventing European and international governance*. Oxford: Rowman & Littlefield, 293-315.
- Kim, Yun-Hwan (2001): *Government Bond Market Development in Asia*. Manila: Asian Development Bank.
- Kim, Yun-Hwan/Suleik, Mercedes (2001): „Overview“. In: Kim (2001), 99-137.
- Kumar, Anjali (1997a): „The Regulation of Non-Bank Financial Institutions. The United States, the European Union and Other Countries“. Washington, D.C.: The World Bank (= World Bank

- Discussion Paper; 362).
- Kumar, Anjali et al. (1997b): „Mobilizing Domestic Capital Markets for Infrastructure Financing. International Experience and Lessons for China“. Washington, D.C.: The World Bank (= World Bank Discussion Paper; 377).
- Lardy, Nicholas R. (2000a): „The case of China“. (Paper repared for the Conference on Comparative Study of Financial Liberalization in Asia, East-West Center, September 22-23, 1999; revised January 2000).
- Lardy, Nicholas R. (2000b): „When Will China's Financial System Meet China's Needs?“. *Center for Research on Economic Development and Policy Reform Working Paper* 54, April 2000.
URL: <http://credpr.stanford.edu/pdf/credpr55.pdf> [Zugang: 23.09.2004]
- Levich , Richard M./Majnoni, Giovanni/Reinhart, Carmen [Hrsg.] (2002): *Ratings, rating agencies and the global financial system*. Boston: Kluwer (= New York University Salomon Center series on financial markets and institutions; 9).
- Litan, Robert/Pomerleano, Michael/Sundararajan V. (2003): *The Future of Domestic Capital Markets in Developing Countries*. (nur Einleitung 1-17)
(Financial Sector Learning Program – Discussion Abstract 5, Proceedings from the World Bank, International Monetary Fund, and Brookings Institution conference on “The Future of Domestic Capital Markets in Developing Countries”, April 14–16, 2003 Washington, D.C.)
URL: <http://www.worldbank.org/wbi/banking/pdfs/summary Domestic.pdf>
[Zugang: 23.09.2004]
- Llewellyn, David (1999): „The Economic Rationale for Financial Regulation“. *FSA Occasional Paper* 1 (Occasional Paper Series, April 1999).
- Löbke, Christian (1997): „Kapitalmarkt und Börsen in China – ein Überblick“. In: Stein, Johann Heinrich von [Hrsg.] (1997): *Das Finanzsystem Chinas im Wandel*. Frankfurt: Fritz Knapp, 343-367.
- Lütz, Susanne/Czada, Roland (2000): „Marktkonstitution als politische Aufgabe: Problematisierung und Theorieüberblick“. In: Czada/Lütz (2000), 9-35.
- Lütz, Susanne (2003a): „Finanzmarktregelung: Globalisierung und der regulative Umbau des ‘Modell Deutschland’“. In: Czada/Lütz (2003), 103-170.
- Lütz, Susanne (2003b): „Zwischen Effektivität und Legitimität – Regulative Politik im Politikfeld- und Ländervergleich“. In: Czada/ Lütz (2003), 241-264.
- Maltzan Pacheco, Julia von (2000): *The Influence of Ratings on International Finance Markets*. Wiesbaden: Gabler.
- Mathieson, Donald J./Schinasi, Garry J. (2000): *International Capital Markets. Developments, Prospects, and Key Policy Issues* (International Monetary Fund World Economic and Financial Surveys).
URL: <http://www.imf.org/external/pubs/ft/icm/2000/01/eng/index.htm> [Zugang: 23.09.2004]
- Mobius, Mark (1995): *Emerging Markets. Ein Wegweiser für Anleger und Investoren*. Stuttgart: Schäffer-Poeschel.
- Moody's Investors Service (2002): „Understanding Moody's Corporate Bond Ratings and Rating Process“. New York (Moody's Special Comment, Mai 2002).
- Morgenstern, Claudia (2000): „A Development Agenda for the Emerging Market“. (Plenary 5 – Implementing Global Regulatory Principles and Standards; 25th IOSCO Annual Conference, Sydney, Australia).
URL: http://www.iosco.org/library/annual_conferences/pdf/ac14-18.pdf [Zugang: 23.09.2004]
- Murphy, Brendan (2000): „Credit ratings and emerging economies“. Bonn: Friedrich-Ebert-Stiftung (= Studies on International Financial Architecture; 3).
URL: <http://library.fes.de/fulltext/iez/00767toc.htm> [Zugang: 23.09.2004]
- Mwenda, Kenneth (2000): „Securities Regulation And Emerging Markets: Legal And Institutional

- Issues For Southern And Eastern Africa". *E LAW*, Murdoch University Electronic Journal of Law 1 (7), March 2000.
- URL: <http://www.murdoch.edu.au/elaw/issues/v7n1/mwenda71nf.html> [Zugang: 23.09.2004]
- Nam, Sang-Koo/Park, Kyung Suh/Kim, Yu-Kyung (1999): „Agenda for Capital Market Reforms in the People’s Republic of China”. In: ADB (1999): *Rising to the Challenge in Asia: A Study of Financial Markets: Volume 4 – People’s Republic of China*. Manila: ADB, 65-97.
- Nehru, Vikram (1997): „China’s Financial Sector Reforms: Major Issues and Policy Options”. In: Stein (1997), 85-105.
- Norton, Joseph J./Sarie-Eldin, Hani (1996): „Securities Law Models in Emerging Economies”. In: Norton, Joseph J./Andenas, Mads (Hrsg.) (1996): *Emerging Financial Markets and the Role of International Financial Organizations*. London u. a.: Kluwer Law International (= International Economic Development Law; 4), 335-349.
- [NZZ] *Neue Zürcher Zeitung* (2003): „Mehr Wettbewerb im Rating-Geschäft”. 22.02.2003.
- URL: <http://www.nzz.ch/2003/02/22/bm/page-article8P2CE.html> [Zugang: 23.09.2004]
- Obst, Georg/Hintner, Otto (2000): *Geld-, Bank- und Börsenwesen: Handbuch des Finanzsystems*. 40., völlig überarb. Aufl. Stuttgart: Schäffer-Poeschel.
- [OECD] Organisation for Economic Co-operation and Development (1993): *Emerging Bond Markets in the Dynamic Asian Economies*. Paris: OECD.
- OECD (1999): *Regulatory Reform in Mexico*. Paris (= OECD Reviews of Regulatory Reform).
- OECD (2002): *China in the World Economy. The Domestic Policy Challenges*. Paris: OECD.
- Partnoy, Frank (1999): „The Siskel and Ebert of Financial Markets?: Two Thumbs down for the Credit Rating Agencies“. In: *Washington University Law Quarterly* 77 (3), 619–714.
- Partnoy, Frank (2002): „The Paradox of Credit Ratings“. In: Levich/Majnoni/Reinhart (2002), 65-95.
- Peters, Andreas C. (2001): *Die Haftung und die Regulierung von Rating-Agenturen*. Baden-Baden: Nomos (= Studien zum Handels-, Arbeits- und Wirtschaftsrecht; 69).
- Randow, Philipp von (1996): „Rating und Regulierung“. In: Büschgen/Everling (1996), 543- 576.
- Rieger, Andreas (1998): *Die Regulierung des Bankensektors – Grundlagen, Ziele und Folgen*. Würzburg.
- Schlichting, Svenja (2003): *Die Liberalisierung des Finanzmarktes in China. Typische Reformprobleme eines Emerging Financial Markets?* (Diskussionspapier, im Erscheinen).
- Schlichting, Svenja (2004): „Chinas Märkte für Staatsanleihen, ‚Financial Bonds‘ und Unternehmensanleihen“. *China Analysis* 36, April 2004.
- URL: <http://www.chinapolitik.de> [Zugang: 23.09.2004]
- Schröder, Jürgen (1994): *Die Entwicklung eines effizienten Finanzsystems in der Volksrepublik China. Der Beitrag des monetären Sektors zur wirtschaftlichen Entwicklung und Transformation*. Hamburg: Institut für Asienkunde (Mitteilungen des Instituts für Asienkunde; 230).
- Schwarz, Steven L. (2001a): „The Role of Rating Agencies in Global Market Regulation“. In: Fernan/Goodhart (2001), 297-310.
- [SEC] U.S. Securities and Exchange Commission (2003): „Testimony Concerning Rating the Rating Agencies: The State of Transparency and Competition by Annette L. Nazareth“.
- URL: <http://www.sec.gov/news/testimony/ts040203aln.htm> [Zugang: 23.09.2004]
- Sinclair, Timothy J. (1994): „Passing judgement: credit rating processes as regulatory mechanisms of governance in the emerging world order“. In: *Review of International Political Economy* 1(1), 133-159.
- Sinclair, Timothy J. (1999): „Bond-Rating Agencies and Coordination in the Global Political Economy“. In: Cutler/Haufler/Porter (1999), 153-167.
- Sinclair, Timothy J. (2002): „Private Makers of Public Policy: Bond Rating Agencies and the New

- Global Finance“. In: Héritier, Adrienne [Hrsg.] (2002): *Common goods: reinventing European and international governance*. Oxford: Rowman & Littlefield, 279-291.
- Slater, Dan (2002): „China's corporate bond market poised to boom, says China expert“. In: FinanceAsia.com, 20.08.2003.
 URL: <http://www.financeasia.com/Articles/924C4916-A5D3-11D6-81E50090277E174B.cfm>
 [Zugang: 25.04.2004]
- Slater, Dan (2003): „China corporate bond market opens up - slowly“. In: FinanceAsia.com, 02.05.2003.
 URL: <http://www.financeasia.com/Articles/E867A0CE-642E-11D7-81FA0090277E174B.cfm>
 [Zugang: 25.04.2004]
- Smith, Roy C./Walter, Ingo (2002): „Rating Agencies: Is there an Agency Issue?“. In: Levich/Majnoni/Reinhart (2002), 289-318.
- Staiger, Brunhild/Friedrich, Stefan/Schütte, Hans-Wilm (2003): *Das große China-Lexikon. Geschichte-Geographie-Gesellschaft-Politik-Wirtschaft-Bildung-Wissenschaft-Kultur*. Darmstadt: Wissenschaftliche Buchgesellschaft.
- Standard & Poor's [S&P's] (2002): „Sovereign Credit Ratings: A Primer“. 03.04.2002.
 URL: <http://www.securitization.net/pdf/SovereignCreditRatings3402.pdf>
 [Zugang: 23.09.2004]
- Thomas, Melissa/ Chen, Ruoying Chen (2003): „Securitization in China: issues and progress“. In: *FinanceAsia.com*, 21.07.2003.
 URL: <http://www.financeasia.com/Articles/FF60932D-A13D-11D7-81FC0090277E174B.cfm>
 [Zugang: 25.04.2004]
- Thümmel, Martin: „Einführung“. In: Steinemann, Matthias/Thümmel, Martin/ ZHANG Xuan (1995): *Kapitalgesellschaften in China. Das neue Gesellschaftsgesetz: Einführung und Übersetzung*. Hamburg: Institut für Asienkunde (Mitteilungen des Instituts für Asienkunde; 242).
- Turner, Philip (2002): „Bond markets in emerging economies: an overview of policy issues“. June-July 2002 (= BIS Papers; 11).
 URL: <http://www.bis.org/publ/bppdf/bispap11b.pdf> [Zugang: 23.09.2004]
- Vogel, Steven K. (1996): *Free Markets, More Rules. Regulatory Reform in Advanced Industrial Countries*. Ithaca/London: Cornell University Press.
- WEI Feng (2000): *China's Financial Sector Reform in the Transition to a Market Economy: Key issues and policy options*. Münster: Lit (Institut für Weltwirtschaft und Internationales Management; 6).
- White, Lawrence J. (2001): „The Credit Rating Industry: An Industrial Organization Analysis“ (Paper prepared for conference on „The Role of Credit Reporting Systems in the International Economy“, The World Bank, Washington, D.C., March 1-2, 2001). URL: http://www1.worldbank.org/finance/assets/images/Credit_Rating_Industry.pdf [Zugang: 23.09.2004]
- [World Bank] The International Bank for Reconstruction and Development (1995a): *China. The Emerging Capital Market. (In Two Volumes). Volume I: Main Report Strategic Issues and Options*. Washington, D.C.: The World Bank.
- World Bank (1995b): *China. The Emerging Capital Market. (In Two Volumes). Volume II: Detailed Technical Analysis*. Washington, D.C.: The World Bank.
- World Bank (1997): *China 2020. Development Challenges in the New Century*. Washington, D.C.: The World Bank.
- XIAO Guanglu (2001): *Credit Rating and Its Value Creation in China and Germany*. Berlin: Fachhochschule für Wirtschaft. [Masterarbeit für den German-Chinese MBA]
- YANG Sizheng (1997): „Rating Chinese Securities“. In: Stein, Johann Heinrich von (Hrsg.) (1997): *Das Finanzsystem Chinas im Wandel*. Frankfurt: Fritz Knapp (= Schriftenreihe der Stiftung

- Kreditwirtschaft an der Universität Hohenheim; 6), 395-400.
- Young, Edward M. (1993): „The Rating Agency’s Role“. In: OECD (1993), 153-166. [Executive Vice-President of Moody’s Japan K.K.]
- ZHANG, Jay Zhe (1997): „Securities Market and Securities Regulation in China“. In: *North Carolina Journal of International Law and Commercial Regulation* 22 (2), 557-630.
- ZHANG, Yujun (2001): „The PRC Securities Market: An Overview of its Regulatory Capability and Efficiency“. (Paper presented at the Conference on „Financial Sector Reform in China“, Harvard University, September 11-13, 2001).
- URL: http://www.ksg.harvard.edu/cbg/Conferences/financial_sector/PRCSecuritiesMarket.pdf [Zugang: 23.09.2004]
- ZHANG Mingli/HUI Liu (2001): „People’s Republic of China“. In: Kim, Y.H. [Hrsg.] (2001): Government Bond Market Development in Asia. Manila: ADB, 141-190.
- ZHU Sanzhu (2000): *Securities Regulation in China*. New York/London: Transnational Publishers/Simmonds & Hill.

7 Anhang

7.1 Zeittafel zur Entwicklung des Ratingwesens

1986	Zweigstelle Shanghai der Industrial and Commercial Bank of China erstellt bankintern erste <i>credit ratings</i>
27. März 1987	Staatsrat erlässt „Vorläufige Verwaltungsbestimmungen für Unternehmensanleihen“
28. März 1987	„Zirkular des Staatsrates über die Intensivierung der Aktien- und Anleiheregulierung“
1987	Stadtregierung Shanghai erlässt „Vorläufige Verwaltungsbestimmungen für Unternehmensanleihen in Shanghai“
März 1988	Gründung der Shanghai Far East Credit Rating Co.
19. September 1989	PBoC erlässt „Zirkular über die Abschaffung der unter der PBoC gegründeten Wertpapierhandelsunternehmen und Rating-Agenturen“
August 1990	PBoC erlässt „Zirkular über Fragen bezüglich der Errichtung von Reputations-Ratingkomitees“
1990	Unternehmensanleiheemission erstmals im nationalen Wirtschaftsplan einbezogen und als offizielle Investitionsquelle anerkannt
8. Oktober 1992	Gründung der China Chengxin Securities Rating Co., Ltd. (CCX)
Dezember 1992	„Zirkular des Staatsrates über die weitere Verstärkung der Makrosteuierung des Wertpapiermarktes“
1992	Baoan-Unternehmensgruppe emittiert erstmals Wandelanleihe
1992	Höchstwert der Unternehmensanleiheemission (68,4 Mrd. RMB)
11. April 1993	Staatsrat erlässt „Zirkular über die entschlossene Unterbindung unkontrollierter Kapitalbeschaffung und Intensivierung der Regulierung von Anleiheemissionen“; zeitweilige Einstellung der Unternehmensanleiheemissionen
2. August 1993	Staatsrat erlässt „Verwaltungsbestimmungen für Unternehmensanleihen“
1993	Verhandlungsbeginn von Fitch CCX und ICBA (später Fitch Ratings) über Joint Venture
1993	starker Rückgang der Unternehmensanleiheemission (23,6 Mrd. RMB)
März 1994	Gründung der Dagong Global Credit Rating Co., Ltd. (Dagong)
Sommer 1994	Moody's eröffnet Niederlassung in Hongkong
1. Juli 1994	Chinesisches Kapitalgesellschaftsgesetz tritt in Kraft
11. Januar 1995	„Zirkular der Kanzlei des Staatsrates über das Verbot für Lokalregierungen, im Ausland Kredite aufzunehmen und ein <i>credit rating</i> durchzuführen“
1. Juli 1995	Chinesisches Geschäftsbankengesetz tritt in Kraft
1996	„Generelle Kreditregeln“
1996	„Regulierungsbestimmungen für Kreditzertifikate“
25. März 1997	SCSC erlässt „Vorläufige Maßregeln über die Verwaltung von Unternehmens-Wandelanleihen“
16. Dezember 1997	PBoC erlässt „Zirkular über die Qualifikationen von im Unternehmensanleihegeschäft tätigen Organisationen wie China Chengxin“
Ab 1997	Xiamen, Ningbo, Shanghai experimentieren mit Kreditzertifikatsrating
1997	Gründung des Credit-Rating-Komitees der Provinz Fujian, Vorläuferorganisation der China Lianhe Credit Rating Co., Ltd.

9. November 1998	Gründung des ersten Joint Ventures, CCX International Credit Rating Co., Ltd.
1998	nationaler Kreditplan wird offiziell abgeschafft
1. Juli 1999	Chinesisches Wertpapiergesetz tritt in Kraft
Juli 1999	Beginn der Zusammenarbeit von Dagong und Moody's
Ende 1999	Revision der 1993 erlassenen Regulierungsbestimmungen für Unternehmensanleihen, alleinige Regulierungskompetenz bei der Staatlichen Entwicklungs- und Planungskommission
1. Januar 2000	Aufnahme der Geschäftstätigkeit der CCX International Co., Ltd.
2000	Tiefstwert der Unternehmensanleiheemission (8,3 Mrd. RMB)
Mai 2000	Gründung der China Lianhe Credit Rating Co., Ltd.
2001	Moody's eröffnet Geschäftsstelle in Beijing
Februar 2002	strategische Allianz der Shanghai Far East mit Xinhua Financial Network
August 2002	Ende der Zusammenarbeit von Dagong und Moody's
Januar 2003	Staatliche Kommission für den Fonds für Soziale Sicherung gestattet Erwerb von <i>investment-grade</i> -Unternehmensanleihen durch den Fond verwaltende Investmenthäuser
Februar 2003	CCX und Fitch Ratings beenden ihre Zusammenarbeit
Februar 2003	Gründung von Moody's Risk Information Technology Service Corp. in Beijing (<i>wholly foreign owned enterprise</i>)
30. Mai 2003	CIRC erlässt „Vorläufige Maßregeln zur Verwaltung von Unternehmensanleiheinvestitionen von Versicherungsunternehmen“
Juli 2003	Verband des Chinesischen Wertpapiergewerbes führt Qualifikationsprüfung für Beschäftigte im Wertpapiergewerbe ein
Juli 2003	Fitch Ratings gründet eigene Repräsentanz in Beijing
29. August 2003	CSRC erlässt „Maßregeln für die Verwaltung von anleiheemittierenden Wertpapierhandelsgesellschaften“ mitsamt fünf Begleitdokumenten (u. a. „Berichts-Normen für Rating-Agenturen, die Anleiherating für Wertpapierhandelsunternehmen ausstellen“)
11. September 2003	„Zirkular der Staatlichen Entwicklungs- und Planungskommission über Fragen bezüglich der Probleme bei der Weitergabe des Umfangs und der Genehmigung der Anleiheemission von Unternehmen wie der Guojia Dianwang gongsi“
3. Oktober 2003	CBRC erlässt „Verwaltungsbestimmungen für Autofinanzierungsgesellschaften“
Dezember 2003	Shanghai Far East tritt als erste CRA der VR China der Association of Credit Rating Agencies in Asia (ACRAA) bei
Anfang 2004	internationale Fondsrating-Agentur Morningstar errichtet Firmensitz in Shenzhen
6./7. März 2004	Chinesischer Ratingexperten-Gipfel in Shanghai; „Shanghaier Erklärung des chinesischen Ratinggewerbes“

7.2. Kenndaten der „Großen Drei“

	Moody's	Standard & Poor's	Fitch Ratings
Eigentümer(struktur)	„unabhängig“ seit Börsengang Sept. 2000	McGraw-Hill Inc. (Medienkonzern)	FIMALAC (französischer Mischkonzern)
Börsenwert	Marktkapitalisierung April 2002: > 6 Mrd. US-\$	--	--
Beschäftigte	1600	1000	1100
Geographische Reichweite	70 Länder	> 70 Länder	75 Länder
Niederlassungen weltweit	14	22	40
Zahl der Ratings	100.000 Unternehmensanleihe-emissionen, 5000 Emittenten, 68.000 öffentliche Finanzanleihen		
Einkünfte	564 Mio US-\$ (1999), davon fast 90 % aus Ratinggeschäft		

Quellen: Smith/Walter (2002); Partnoy (2002); Estrella (2000)

7.3. Emissionsvolumina am Anleihemarkt nach Teilmärkten

Jahr	Staatsanleihen	Finanzanleihen	Unternehmensanleihen
1990	197,23	64,40	126,37
1991	281,25	66,91	249,96
1992	460,78	55,00	683,71
1993	381,31	--	235,84
1994	1137,55	--	161,75
1995	1510,86	--	300,80
1996	1847,77	1055,60	268,92
1997	2411,79	1431,50	255,23
1998	3808,77	1950,23	147,89
1999	4015,00	1800,89	158,20
2000	4657,00	1645,00	83
2001	4884,00	2590,00	147

Quelle: China Securities and Futures Statistical Yearbook 2002 (hrsg. v. CSRC)

7.4. Ratingskalen für langfristige Verbindlichkeiten

Moody's	Standard & Poor's Fitch Ratings	Einstufung
Aaa	AAA	Investmentbereich
Aa1	AA+	
Aa2	AA	
Aa3	AA-	
A1	A+	
A2	A	
A3	A-	
Baa1	BBB+	
Baa2	BBB	
Baa3	BBB-	
Ba1	BB+	Spekulativer Bereich
Ba2	BB	
Ba3	BB-	
B1	B+	
B2	B	
B3	B-	
Caa1	CCC+	
Caa2	CCC	
Caa3	CCC-	
Ca	CC	
C	C	
	D	

Eigene Darstellung.

Quelle: www.moodys.de, www.standardandpoors.com, www.fitchratings.com

7.5. Die marktführenden chinesischen Rating-Agenturen

	China Chengxin (CCX)	Dagong	Lianhe	Shanghai Far East
Aufnahme der Geschäftstätigkeit	08. Oktober 1992	10. März 1994	1997 bzw. Sommer 2000	März 1988
Unternehmenssitz	Beijing	Beijing	Beijing	Shanghai
Weitere Niederlassungen in	<p><i>CCX International:</i> Fuzhou, Haikou, Hangzhou, Nanjing, Nanning, Shanghai, Shenzhen, Tianjin, Wuhan</p> <p><i>CCX Credit Management:</i> s.o., + Changsha, Nanchang</p>	Jilin, Shanghai, Shenzhen, Xi'an	Chongqing, Fujian, Hainan, Heilongjiang, Henan, Hunan, Liaoning, Qingdao, Shanghai, Shantou, Shanxi, Tianjin	Hunan, Innere Mongolei, Nanjing, Ningbo, Yunnan, Zhuhai
Eigentumsverhältnisse	<p>GmbH <i>CCX Credit Management:</i> Stammkapital: 80 Mio. RMB; Gesellschafter: China Cinda AMC, China Orient AMC u.a.</p> <p><i>CCX International:</i> Stammkapital: 20 Mio. RMB; Gesellschafter: CCX Credit Management, Fitch Ratings, IFC u.a.</p> <p><i>CCX Financial Consultancy</i> Stammkapital: 50 Mio. RMB</p>	GmbH	GmbH Stammkapital: 30 Mio. RMB	GmbH seit 10/1998 Gesellschafter: Xinhua Financial Network, Akademie für Sozialwissenschaften Shanghai, Shanghai Huyin Financial Information Consultation Center
Marktposition in verschiedenen Geschäftsfeldern*	<p>Unternehmensanleihen (3.), Kreditzertifikatsrating (2.), Wandelanleihen (1.), Anleihen von Wertpapierhandels-Unternehmen (2.)</p> <p>Weitere: Treuhandprodukte (1.), Wandelanleihen von Geschäftsbanken (3.), Finanzorganisationen (3.), KMU u. Hochtechnologie-Unternehmen (3.)</p>	<p>Unternehmensanleihen (2.), Kreditzertifikatsrating (6.), Wandelanleihen (2.), Anleihen von Wertpapierhandels-Unternehmen (k.A.)</p> <p>Weitere: Wandelanleihen von Geschäftsbanken (1.), Finanzorganisationen (2.), KMU und Hochtechnologie-Unternehmen (2.), Treuhandprodukte (3.)</p>	<p>Unternehmensanleihen (1.), Kreditzertifikatsrating (k.A.), Wandelanleihen (4.), Anleihen von Wertpapierhandels-Unternehmen (3.)</p> <p>Weitere: KMU und Hochtechnologie-Unternehmen (1.)</p>	<p>Unternehmensrating (4.), Kreditzertifikatsrating (1.), Wandelanleihen (3.), Anleihen von Wertpapierhandels-Unternehmen (1.)</p> <p>Weitere: Finanzorganisationen (1.), Wandelanleihen v. Geschäftsbanken (2.), Treuhandprodukte (2.), KMU u. Hochtechnologie-Unternehmen (4.)</p>
Umfang der Ge-	<i>CCX International:</i>	Credit rating für > 500 UN und	k.A.	Insgesamt 1020 Anleihen und

schaftstätigkeit	> 600 UN geratet, Anleihen im Gesamtwert von 100 Mrd. RMB geratet; 2000 Kunden im Kreditzertifikatsrating	240 Anleihen im Gesamtwert von 60 Mrd. RMB; Kreditzertifikatsrating für Darlehen im Wert von jährl. 3,5 Mrd. RMB		Finanzpapiere geratet: Schwerpunkt Shanghai; Kreditzertifikatsrating: > 2000 UN in Shanghai
Zahl der Mitarbeiter	<i>CCX Credit Management:</i> über 300 Mitarbeiter	ca. 60 Mitarbeiter, davon 30 Analysten; geplant für 2004: 100 Analysten (Stand 2002)	Über 100 Analysten	Über 50 Mitarbeiter
Internationale Kooperation	Joint Venture mit Fitch Ratings (09/1998 -03/2003); Seit 02/1993 Zusammenarbeit mit, später strategischer Partner von Merrill Lynch	Technische und strategische Zusammenarbeit mit Moody's (07/1999-08/2002)	Keine	Strategische Allianz mit XFN (Hongkong)
Sonstiges		Chin. Vertreter bei der Initiative für die Entwicklung e. asiatischen Anleihemarktes	Hervorgegangen aus <i>Fujiansheng zixin pingji weiyuanhui</i>	Seit Dez. 2003 ACRAA-Mitglied

Quellen: Homepages der Unternehmen, Everling 2002.

Anmerkungen: ACRAA= Association of Credit Rating Agencies in Asia; KMU= Kleine und mittlere Unternehmen; UN= Unternehmen; k.A. = keine Angabe

*die Zahlen in Klammern geben die jeweilige Marktposition im Jahr 2003 an