



Karl Heinz Morgenroth (Autor)

**Ökonomische Analyse der Funktionen von Rating
durch Ratingagenturen im Rahmen einer Gläubiger-
Schuldner-Beziehung**

Dr. Karl-Heinz Morgenroth

Ökonomische Analyse der Funktionen von
Rating durch Ratingagenturen im Rahmen
einer Gläubiger-Schuldner-Beziehung



Cuvillier Verlag Göttingen

<https://cuvillier.de/de/shop/publications/2040>

Copyright:

Cuvillier Verlag, Inhaberin Annette Jentsch-Cuvillier, Nonnenstieg 8, 37075 Göttingen,
Germany

Telefon: +49 (0)551 54724-0, E-Mail: info@cuvillier.de, Website: <https://cuvillier.de>

1. Einleitung

1.1 Problemstellung

Im Rahmen einer Gläubiger-Schuldner-Beziehung überlässt der Kreditgeber dem Kreditnehmer finanzielle Mittel mit der Vereinbarung und im Vertrauen darauf, dass der Kreditnehmer gewillt und fähig ist, vertraglich fixierte Zins- und Tilgungszahlungen termingerecht und vollständig zu leisten.¹ Zur globalen Umschreibung der von dem Kreditnehmer erwarteten diesbezüglichen Eigenschaften und Fähigkeiten dient traditionellerweise der Begriff der Bonität. Unter Bonitätsrisiko kann dementsprechend die Gefahr verstanden werden, dass Zins- und Tilgungszahlungen nicht zum vereinbarten Zeitpunkt und/oder nicht im vereinbarten Umfang geleistet werden.² Neben dem Zins-, Währungs- und Liquidierbarkeitsrisiko wird das Bonitätsrisiko als wichtigste zu beachtende Risikoart hinsichtlich festverzinslicher Wertpapiere genannt.³

Als prognoseorientierter Maßstab für das mit einem Schuldtitel verbundene Bonitätsrisiko dienen den Marktteilnehmern an Primär- und Sekundärmärkten so genannte Credit Ratings. Diesbezüglich werden dem Rating diverse Funktionen zugeschrieben, wobei eine wesentliche Aufgabe in der Informationsfunktion für Anlageentscheidungen im Kreditrisikomanagement von Bond-Portfolios besteht. Nicht zuletzt aufgrund spektakulärer Insolvenzfälle von Emittenten, die von den Ratingagenturen mit hohen Einstufungen ausgezeichnet waren, wird der Informationsgehalt von Ratings in Theorie und Praxis kontrovers diskutiert.

In dieser Arbeit wird untersucht, welche Funktionen Rating durch Ratingagenturen im Rahmen einer Gläubiger-Schuldner-Beziehung zukommt. Dazu

¹ Vgl. STEINER (1994), S.425.

² Der allgemeine Risikobegriff wird in der betriebswirtschaftlichen Literatur unter dem Oberbegriff der Unsicherheit subsumiert und formal von dem Begriff der Ungewissheit abgegrenzt, vgl. z.B. BITZ (1981), S. 14 und PERRIDON/STEINER (1997), S.98-101. Während in einer Ungewissheitssituation den einzelnen Umweltzuständen aus Mangel an hinlänglichen Informationen keine Eintrittswahrscheinlichkeiten zugeordnet werden, werden in einer Risikosituation Wahrscheinlichkeiten für den Eintritt eines Umweltzustandes angegeben. Hier wird von der letzteren Risikodefinition ausgegangen, die eine messbare Form der Unsicherheit darstellt.

³ Vgl. HOLZER (1990), S. 11.

werden nach Klärung und Abgrenzung der Begrifflichkeiten Grundlagen des Rating dargestellt und eine Charakterisierung von Gläubiger-Schuldner-Beziehungen vorgenommen. Anschließend werden Funktionen des Rating dargestellt, die die in einstufigen Gläubiger-Schuldner- bzw. Principal-Agenten-Beziehungen auftretenden Probleme wie z. B die Informationsasymmetrie zwischen den Beteiligten verringern können. Dabei wird unterstellt, dass durch die Zwischenschaltung der Ratingagentur keine zusätzlichen Agency-Probleme entstehen. Dieser Annahme wendet sich das darauffolgende Kapitel zu, das das durch die Rolle der Ratingagentur als Finanzintermediär in Gläubiger-Schuldner-Beziehungen entstehende Geflecht neuer Principal-Agenten-Beziehungen untersucht und neue Agency-Probleme identifiziert. Als Lösungsansatz dieser neuen Agency-Probleme wird der Reputationsansatz vorgestellt. Die Arbeit schließt mit einer Zusammenfassung und einem kurzen Ausblick.

1.2 Begriffsabgrenzungen und -bestimmungen

1.2.1 Credit Rating als zu untersuchende Ratingform

Der Begriff Rating bezeichnet Beurteilungsverfahren, die die Bewertungsobjekte hinsichtlich einer bestimmten Zielsetzung in eine originale Rangordnung bringen.⁴ Es kann sich dabei um beliebige Betrachtungsobjekte und Ziele handeln, wie beispielsweise Hochschulen hinsichtlich ihrer Lehrqualität oder Wohnorte hinsichtlich der Wohnqualität. In Bezug auf Finanzmärkte ist das Ziel des Rating, Finanztitel und die dahinter stehenden Emittenten nach qualitativen und quantitativen Maßstäben zu klassifizieren. Dabei ist grundsätzlich in Schuld- und Anteilstitel zu unterscheiden. Während das Credit Rating das Verzugsrisiko eines Schuldtitels beurteilt, geht es beim Aktien- oder Stock Rating um Qualitäts- und Risikoaspekte bzw. um die Aufdeckung von Fehlbewertungen. Darüber hinaus gibt es die Beurteilung anderer finanzieller Ansprüche, wie die gegenüber Versicherungen (Ansprüche der Versicherten) oder gegenüber Banken (Einlagensicherheit).⁵ Allen diesen Rating-Verfahren ist die ordinale Reihung der beurteilten Finanztitel und finanziellen Ansprüche gemeinsam.

⁴ Vgl. SERFLING/BADACK/JEITER (1996), S. 632 f.

⁵ Vgl. STEINER (1992), S. 509.

Unter Credit Rating wird die zukünftige Fähigkeit und die rechtliche Bindung eines Emittenten zur termingerechten Erfüllung seiner Zins- und Tilgungsverpflichtungen verstanden.⁶ Credit Ratings geben daher Auskunft über die Bonität einer Anleihe oder anderer, Forderungsrechte verbriefender Wertpapiere sowie deren Emittenten. Im Allgemeinen wird zwischen einem kurzfristigen (< 1 Jahr, Commercial Paper Rating oder Short Term Rating) und einem langfristigen Credit Rating (Bond-Rating oder Long Term Debt Rating) unterschieden.

Das Credit Rating ist nicht mit einer Bonitätsprüfung durch Banken gleichzusetzen.⁷ Über eine Unternehmensbeurteilung hinausgehend werden beim Credit Rating die spezifischen Sicherungselemente der Emission berücksichtigt. Unterschiedlich besicherte Titel eines Unternehmens können deshalb unterschiedliche Ratings erhalten. Unter Credit Rating wird in erster Linie ein Rating des Papiers verstanden, wobei die unternehmensspezifischen Besonderheiten die Untergrenze des Rating abbilden. Das Unternehmens-Rating ist in der Regel nicht das Ergebnis eines eigenen Rating-Verfahrens, sondern ist ein aus dem Rating der einzelnen Emissionen abgeleitetes Rating und bildet gleichzeitig einen Zwischenschritt im Rating-Verfahren des Credit Rating.⁸

1.2.2 Ratingagenturen

In Abgrenzung gegenüber internen Ratings von Banken als wesentliche Grundlage ihrer Anwendung von Kreditrisiko-Managementtechniken⁹ bezieht sich der in dieser Arbeit verwendete Begriff der Ratingagentur stets auf Unternehmen, die sich mit der Ermittlung von Ratings befassen. Unter einer Ratingagentur wird somit eine auf bestimmte Kreditwürdigkeitsbeurteilungen und Beurteilungen bestimmter Finanztitel hinsichtlich des mit ihnen verknüpften Bonitätsrisikos spezialisierte Institution verstanden.¹⁰

⁶ Vgl. HOFFMANN (1991), S. 42.

⁷ Vgl. SERFLING/PRIES (1990), S. 381; SERFLING/BADACK/JEITER (1996), S. 633.

⁸ Vgl. EVERLING (1991), S. 33.

⁹ Vgl. EVERLING/SARCHER (2003), Stichwort „Internes Rating als Instrument der Kreditinstitute“, S. 71.

¹⁰ Vgl. EVERLING (1991), S. 25

Als marktführende Institute gelten die US-amerikanischen Agenturen Standard & Poor's Corporation¹¹, New York, Moody's Investors Service, Inc., New York¹² und Fitch Ratings, Ltd., New York¹³, die als einzige drei Agenturen als Nationally Recognized Statistical Rating Organizations (NRSRO's) von der U.S. Securities and Exchange Commission (SEC) anerkannt sind.

1.2.3 Gläubiger-Schuldner-Beziehung

Aus Sicht eines Gläubigers ist es möglich, dass die für die Geschäftspolitik maßgeblichen Personen, z.B. das Management eines Unternehmens, sich anders verhalten als es aus Sicht der jeweiligen Geldgeber wünschenswert wäre. Die aus diesem Umstand resultierenden spezifischen Gefahren können als Delegationsrisiken¹⁴ bezeichnet werden und weisen als grundlegende Struktur auf, dass eine von einem Auftraggeber („Principal“) beauftragte Person („Agent“) sich tendenziell immer dann anders verhält, als der Auftraggeber es wünscht, wenn der Agent andere Ziele hat als der Principal oder von seinen Aktivitäten anders betroffen ist als der Principal, und der Principal das Verhalten des Agent nicht vollständig kontrollieren kann oder will. Die unmittelbare Entscheidungs- und Handlungsgewalt hat somit (zeitweise) der Agent, während der Principal in letzter Konsequenz die Verantwortung für das Projekt trägt und von den Handlungen des Agenten (vermögensmäßig) betroffen ist.¹⁵ Im finanzwirtschaftlichen Kontext stellen folglich Gläubiger-Schuldner-Beziehungen typische Principal-Agenten-Beziehungen dar, so dass in dieser Arbeit beide Begriffe synonym verwendet werden.

2 Grundlagen des Rating

2.1 Bonitätsrisiko als Rating-Gegenstand

Das Risiko, dass Zins- und Tilgungszahlungen nicht zum vereinbarten Zeitpunkt und/oder nicht in vereinbartem Umfang geleistet werden, kann ver-

¹¹ Standard & Poor's wird im weiteren Verlauf der Arbeit abgekürzt als S & P.

¹² Moody's Investors Service wird im weiteren Verlauf der Arbeit abgekürzt als Moody's.

¹³ Im Dezember 1997 fusionierten Fitch Ratings Ltd. und IBCA Ltd., die älteste europäische Ratingagentur für Anleihenemissionen (Gründung 1978) und ebenfalls eine NRSRO.

¹⁴ BITZ (2000), S. 19.

¹⁵ Vgl. WENGER/TERBERGER (1988), S. 506-508, NEUS (1989), S. 19-22.

schiedene Ursachen haben, die in dem technologischen Risiko der Schuldnerunternehmung, dem Informationsrisiko des Kapitalgebers und dem Moral Hazard-Risiko des Kapitalgebers zu suchen sind.¹⁶

Die Einzahlungsüberschüsse aus den Investitionsobjekten der Schuldnerunternehmung sind Schwankungen unterworfen, die aus konjunkturell oder strukturell begründeten Veränderungen der Beschaffungs- oder Absatzmärkte oder aus Verhaltensänderungen der Mitarbeiter und Wettbewerber resultieren. Die daraus folgende Gefahr, dass die Einzahlungsüberschüsse nicht zur Leistung der vereinbarten Zahlungen ausreichen, beschreibt das vom Gläubiger zu tragende technologische Risiko der Schuldnerunternehmung. Alle gängigen Verfahren zur Bonitätsbeurteilung und Kreditwürdigkeitsprüfung setzen an der qualitativen und quantitativen Erfassung dieser Risikokomponente an.

Aufgrund der oft geringen Nähe der Gläubiger zum Schuldnerunternehmen ist die Möglichkeit der Einschätzung des technologischen Risikos für den Gläubiger aus informationeller Sicht schlechter zu beurteilen als für den Schuldner. Zudem hat der Schuldner kein originäres Interesse an der Korrektur einer zu niedrigen Risikoeinschätzung durch den Gläubiger.¹⁷ Die Gefahr, dass ein Schaden aus der schlechteren Informationsversorgung des Gläubigers resultiert, stellt das Informationsrisiko dar.

Das vom Gläubiger zu tragende Moral Hazard-Risiko resultiert aus der Möglichkeit, dass die Kreditvereinbarung für den Kapitalnehmer Anreize schafft, eine von der geplanten abweichende Investitionspolitik zu verfolgen, um damit Vermögensverschiebungen zu Lasten des Fremdkapitalgebers vorzunehmen.

Das Bonitätsrisiko wird in der vorliegenden Arbeit als objektivierbares Risikomerkmale eines mit Zins und Tilgungsansprüchen ausgestatteten Finanztitels verstanden.¹⁸ Das Risiko besteht darin, dass vertraglich vereinbarte Zahlungen nicht pünktlich und/oder nicht in voller Höhe geleistet werden.¹⁹ Dabei wird das Bonitätsrisiko nicht nur als Wahrscheinlichkeitsgröße

¹⁶ Vgl. SCHMIDT (1981), S. 205 f.

¹⁷ Vgl. SCHMIDT (1981), S. 205.

¹⁸ Vgl. ähnlich SCHULTE (1996), S. 92.

¹⁹ Vgl. UHLIR/STEINER (2001), S. 58.

definiert, sondern darüber hinaus auch die erwartete Schwere des Ausfalls erfasst.²⁰ Damit beinhaltet die hier gewählte Definition des Bonitätsrisikos die beiden Komponenten „erwartete Wahrscheinlichkeit einer Zahlungsstörung“ und „erwarteter Vermögensschaden durch die Zahlungsstörung“. Die Definition ist in Erwartungsgrößen formuliert, um den ex ante-Charakter des Bonitätsrisikos auszudrücken.

2.2 Bonitätsrisikobeurteilung durch Ratingagenturen

2.2.1 Analyseziel von Risikobeurteilungen

Das Analyseziel von durch spezialisierte Ratingagenturen durchgeführten Risikobeurteilungen besteht in der Klassifikation von Finanztiteln und dahinter stehenden Emittenten nach qualitativen und quantitativen Maßstäben.²¹ Im Rahmen der Schuldtitelbeurteilung durch Credit Rating steht ausdrücklich die Analyse der Kreditwürdigkeit und das Bonitätsrisiko im Mittelpunkt der Betrachtungen.²² Daher versteht man unter Credit Rating die durch spezielle Symbole ausgedrückte Meinung einer auf Bonitätsanalysen spezialisierten Agentur bezüglich der Fähigkeit und rechtlichen Bindung eines Emittenten, die mit einem bestimmten Schuldtitel verbundenen Zins- und Tilgungsverpflichtungen vollständig und rechtzeitig zu erfüllen.²³ Es ist zu beachten, dass keine Gesamtrisikobeurteilung eines Schuldtitels aus Anlegersicht erfolgt, sondern eine Beschränkung auf das Bonitätsrisiko vorgenommen wird. Von Seiten der Agenturen wird daher stets darauf hingewie-

²⁰ Vgl. ALTMAN/KISHORE (1996), S. 57. Bisweilen wird auch das Risiko der Änderung der Bonität und die damit verbundenen Kursänderungswirkungen aus Anlegersicht unter dem Begriff des Bonitätsrisikos (Credit Risk) subsumiert; vgl. FOSS (1995), S. 29. Gemeint ist damit die Gefahr, dass sich die Kreditqualität eines Emittenten ändert, was aber noch nicht in das Ereignis des Ausfalls münden muss. Die vorliegende Arbeit folgt dieser Auffassung jedoch nicht, sondern vielmehr der Vorgehensweise von SCHULTE (1996), S. 131-133, der neben dem Bonitätsrisiko das Bonitätsänderungsrisiko definiert, das die positiven und negativen Kurswertänderungen durch die plötzliche Änderung der ursprünglichen Bonitätseinschätzung umfasst.

²¹ Vgl. STEINER (1992), S. 509; SERFLING/BADACK/JEITER (1996), S. 633.

²² Vgl. BAUM (1987), S. 7; BREUER (1992), S. 76; EVERLING (1991), S. 21-24; EVERLING (1995), Sp. 1605; HOFFMANN (1991), S. 17 f.; SERFLING/PRIES (1990), S. 381; STEINER (1992), S. 509.

²³ Vgl. BERBLINGER (1996), S. 31; EVERLING (1991), S. 29; EVERLING (1995), Sp. 1605.

sen, dass das Rating nur eines unter mehreren Entscheidungskriterien für den Kauf eines Wertpapiers darstellen kann. Ein Rating dürfe daher nicht als Kauf- oder Verkaufsempfehlung missinterpretiert werden.²⁴

2.2.2 Rating-Definitionen und –Klassifikationen

Ergebnis der Rating-Analyse ist die durch ein Symbol ausgedrückte Meinung bezüglich des mit dem Rating-Objekt verbundenen Bonitätsrisikos. Die Symbolik kann sich je nach Ratingagentur unterscheiden ebenso wie auch die Skalierungen, bedingt durch unterschiedlich lange Feinabstufungsbereiche.²⁵ Daneben unterscheiden sich zum Teil auch die Bedeutungsinhalte in den niedrigen spekulativen Klassen. Zusätzlich zum Rating eines Finanztitels wird bei S & P's ein Ausblick auf die erwartete Entwicklung des Bonitätsrisikos für eine mittel- bis längerfristige Zeitspanne gegeben, wobei dies jedoch nicht unbedingt als ein Hinweis für eine zwingend folgende Heraufstufung (Upgrading) oder Herabstufung (Downgrading) des Rating zu verstehen ist. Moody's gibt einen Ratingausblick, der eine Aussage über all jene Einflüsse treffen soll, die innerhalb der nächsten 6-18 Monaten zu einer Überprüfung des Ratings führen könnten.²⁶

Ein weiteres aus Anlegersicht bedeutsames Informationsinstrument sind die von den Ratingagenturen zu Beginn der 80er Jahre eingeführten Überwachungslisten. Mit dem Rating wird keine stichtagsbezogene Beurteilung angestrebt, sondern eine für die gesamte Laufzeit gültige Bonitätseinschätzung. Da sich im Zeitablauf aufgrund veränderter ökonomischer Rahmenbedingungen auch eine Veränderung der Bonitätseinschätzung ergibt, nehmen die Agenturen regelmäßig Rating-Änderungen vor. Die Überwachungslisten sind primär aus der Kritik heraus entstanden, dass Rating-Änderungen meist zu spät vorgenommen wurden und der Markt bereits sämtliche Bonitätsanpassungen antizipierte. Ein Finanztitel wird dann auf die Überwachungsliste gesetzt, wenn er aufgrund aktueller Entwicklungen unter intensive Beobachtung gestellt wird. Zu diesen Entwicklungen zählen beispielsweise Fusionen, Kapitalmaßnahmen oder unerwartete Veränderungen im

²⁴ Vgl. z.B. MEYER-PARPART (1996), S. 114.

²⁵ Ein Überblick über beim Bond-Rating verwendete Symbole und Definitionen von Moody's, S & P's und FITCH ist im Anhang wiedergegeben.

²⁶ Vgl. MOODY'S INVESTORS SERVICE (2000), S. 1.

operativen Geschäft. Die Aufnahme auf die Überwachungsliste erfolgt mit einem Zusatz für die erwartete Entwicklung und wird in den regelmäßig erscheinenden Publikationen veröffentlicht. Nach Abschluss der Überwachungsphase wird der betreffende Titel entweder unter gleichzeitiger Anpassung des Rating oder ohne Rating-Änderung von der Liste gestrichen.

2.2.3 Rating-Systeme

Die entscheidende Determinante für die Qualität eines Rating und damit für seine Aussagekraft bezüglich des Bonitätsrisikos aus Anlegersicht ist das methodische und konzeptionelle Vorgehen bei der Rating-Erstellung. Ähnlich dem traditionellen Verständnis der Kreditwürdigkeitsprüfung bzw. Bonitätsanalyse geht es beim Rating um die Analyse der Gesamtheit der Faktoren, welche die Fähigkeit zur rechtzeitigen Erfüllung der Zahlungsverpflichtungen bestimmen.²⁷ Das Rating-System umfasst damit die Struktur und die Kriterien zur Beurteilung der Bonitätsrisiken von Emissionen und Emittenten.

Quantitative Rating-Systeme basieren auf einer modellhaften Verbindung der als relevant erachteten, objektiv quantifizierbaren Rating-Determinanten in einem formalisierten Klassifikationsverfahren. Methodisch handelt es sich meist um eine durch ein computergestütztes mathematisch-statistisches Beurteilungssystem (z. B. Scoring-Methode oder Diskriminanzanalyse) erstellte Jahresabschlussanalyse.²⁸ Die Informationsbasis besteht dementsprechend aus veröffentlichten Finanzinformationen.²⁹ Als quantitative Methoden bieten sich Verfahren an wie Regressionsanalysen, Probit- und Logitanalysen, Diskriminanzanalysen³⁰, Verfahren der Mustererkennung³¹

²⁷ Vgl. mit weiteren Nachweisen FISCHER (1986), S. 15. Vgl. ausführlich zur Kreditwürdigkeitsprüfung STEINER (1994), S. 425-438.

²⁸ Vgl. STEINER (1992), S. 513; EVERLING (1991), S. 126. Objektivierbar ist dabei lediglich die Ermittlung der in die Modelle einfließenden Größen. Die Auswahl der in die Verfahren eingehenden Kriterien bleibt subjektiv.

²⁹ Daher scheiden bei diesen Systemen qualitative Aspekte aus der Betrachtung völlig aus. Vgl. SERFLING/BADACK/JEITER (1996), S. 634.

³⁰ Vgl. für Regressions-, Probit-, Logit- und Diskriminanzanalyse EVERLING (1991), S. 130-134.

³¹ Vgl. z.B. FRITZ (1991), S. 48-52.

und Verfahren künstlicher Intelligenz und neuronaler Netze³², die hier nur der Vollständigkeit halber aufgezählt und nicht näher behandelt werden.

Verbindendes Element aller genannten Verfahren ist, dass die Verknüpfung der als relevant erachteten Rating-Kriterien nicht der Intuition der Analysten überlassen ist, sondern an die objektivierbare Vorgabe des gewählten Modells gebunden ist.³³ Dagegen wird durch die Verwendung von qualitativen Rating-Systemen das Ziel verfolgt, Rating-Kriterien zu berücksichtigen, die nur bedingt objektivierbar und quantifizierbar sind. Hierzu gehören insbesondere die Beurteilung der Managementqualität, die Einschätzung zukünftiger bonitätsrelevanter Erfolgspotentiale und die Gesamtbeurteilung der Unternehmensstrategie.³⁴ Die Informationsbasis für diese Analyse resultiert regelmäßig aus intensiven Gesprächen mit dem Management auf verschiedenen Hierarchieebenen.³⁵ Damit besteht die Möglichkeit, über die bereits veröffentlichten Finanzinformationen hinausgehende Aspekte zu berücksichtigen.³⁶ Sowohl Auswahl als auch Gewichtung der einzelnen Faktoren werden subjektiv vorgenommen und regelmäßig nicht bekannt gegeben.³⁷ Die Subjektivität qualitativer Systeme wird allerdings nicht als Nachteil gesehen, sondern als besonderer Vorteil herausgestellt, weil dadurch die jahrelange Erfahrung sowie die ausgeprägte Branchen- und Weltmarktkenntnis bei der Bonitätseinschätzung genutzt werden könne.³⁸

³² Vgl. z.B. YOON/SWALES/MARGAVIO (1993), S. 51-54; DUTTA/SHEKAR/WONG (1994), S. 527-531; KRAUSE (1993); BAETGE (1994); BAETGE/SIERINGHAUS (1996).

³³ Lediglich bei den Neuronalen Netzen wird aufgrund des Black-Box-Ansatzes die Gewichtung der einzelnen Kriterien nicht deutlich.

³⁴ Vgl. EVERLING (1991), S. 125; STEINER (1992), S. 513.

³⁵ Vgl. BERBLINGER (1996), S. 60; MEYER-PARPART (1996), S. 116; MONRO-DAVIES (1996), S. 184; SCHMIDT (1996), S. 266f.; TEN BRINK (1996), S. 281.

³⁶ Nach eigenen Angaben enthalten die Analysen der Ratingagenturen eine Vielzahl vertraulicher und damit nicht öffentlicher Informationen, die zwar in die Bildung des Rating-Urteils einfließen, aber keinesfalls preisgegeben werden; vgl. BERBLINGER (1996), S. 59; MEYER-PARPART (1996), S. 117; MONRO-DAVIES (1996), S. 184.

³⁷ Vereinzelt werden rudimentäre Einblicke in Richtwerte für bestimmte Kennzahlen zur Erreichung einer gegebenen Rating-Höhe gewährt, vgl. z.B. MEYER-PARPART (1996), S. 155 und S. 168 f.; STANDARD & POOR'S (1992), S. 65-70.

³⁸ Vgl. STEINER (1992), S. 513.