

Veröffentlicht in

KRP Kredit & Rating Praxis

03/2009

„Ratingprognose, Solvenztest und Rating-Impact-Analyse
Neue Instrumente für Krisenprävention und Ratingstrategie“

S. 38-40

Mit freundlicher Genehmigung
der KRP-Redaktion,
Akademischer Verlag St. Gallen

(www.KRP.ch)

Ratingprognose, Solvenzttest und Rating-Impact-Analyse

Werner Gleißner

Neue Instrumente für Krisenprävention und Ratingstrategie

Die Entwicklung einer Ratingstrategie zur Absicherung des Unternehmens ist methodisch eng verbunden mit anderen Herausforderungen der Unternehmensführung – was jedoch oft übersehen wird. In diesem Beitrag wird erläutert, welche Zusammenhänge zwischen Ratingstrategien und Ratingprognosen auf der einen Seite sowie der Ausschüttungspolitik und der Optimierung des Risikotransfers (speziell der Versicherungslösung) andererseits bestehen. Es wird dabei verdeutlicht, dass sowohl die fundierte Planung der Ausschüttungspolitik eines Unternehmens als auch die Bestimmung eines angemessenen Versicherungsschutzes (speziell von angemessenen Selbstbehalten) nicht möglich ist, wenn nicht jeweils die Implikationen für das zukünftige Rating betrachtet werden. Zudem wird die Bedeutung der Instrumente für die Krisenprävention von Unternehmen aufgezeigt, z. B. mittels Stresstests.

Die Idee einheitlicher Ausschüttungsregelungen in der EU ist durch die Verbreitung der International Financial Reporting Standards (IFRS) ausgelöst worden.¹ Am bisherigen System der Nominalkapitalerhaltung bemängeln Kritiker die starke Abhängigkeit der Ausschüttungsregelungen vom Bilanzrecht. Zudem bietet das Nominalkapital (das Stamm- beziehungsweise Grundkapital) bei gewachsenen Unternehmen in der Regel keinen ausreichenden Gläubigerschutz mehr, weil sich die erforderliche Risikotragfähigkeit weit vom Nennkapital entfernt haben kann. Besonders der oft massive Kapitalentzug bei Unternehmen, die durch Leveraged Buy-Outs von Private-Equity-Gesellschaften übernommen wurden, wird als Beispiel für die Notwendigkeit eines adäquaten Gläubigerschutzes gesehen. Gerade in einer volkswirtschaftlichen Krise zeigt sich, dass nicht primär Unternehmen mit schwachen Erfolgspotentialen (Kompetenzen, Wettbewerbsvorteile) bedroht sind, sondern diejenigen, die mit zu niedriger Risikotragfähigkeit/Eigenkapital ausgestattet sind. Grundsätzlich wird in Europa ein gesetzlicher Gläubigerschutz befürwortet, der die Möglichkeiten der Eigentümer, Ausschüttungen vorzunehmen und damit Risiken auf die Gläubiger zu verlagern, beschränkt. Eine ausschließlich privatwirtschaftlich vertragliche Regelung – zum Beispiel über Covenants – ist oftmals unzureichend, da nicht alle Gläubiger des Unternehmens adäquat geschützt werden können. Vor allem wichtige Gläubiger könnten gemeinsam mit den Eigentümern und dem Management des Unternehmens für sie günstigere Sonderregelungen durchsetzen.²

ANHALTSPUNKT RATING. Die Grundidee des als Alternative zum bisherigen deutschen System der Höchstausschüttungsregelung angedachten Solvenzttests besteht darin, Ausschüttungen nur dann zuzulassen, wenn das Unternehmen durch diese Maßnahme aller Voraussicht nach nicht illiquide wird. Die Beurteilung der Angemessenheit einer Ausschüttung basiert damit auf einer Zukunftsplanung des Unternehmens (Finanzplan).

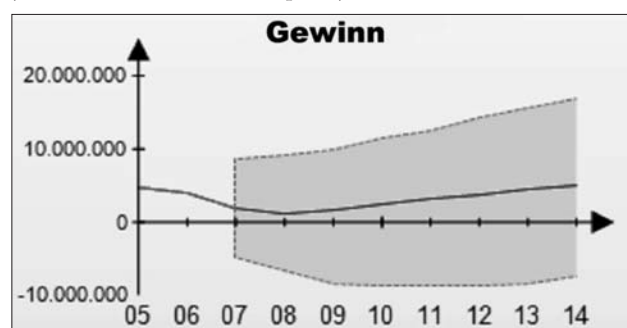
In Anbetracht der Unvorhersehbarkeit der Zukunft ist es dabei erforderlich, die Risiken explizit aufzuzeigen, die Abweichungen von dieser Planung zur Folge haben können. Eine sinnvolle Operationalisierung des Solvenzttests erfordert eine explizite Vorgabe, mit welcher Wahrscheinlichkeit eine Insolvenz des Unternehmens, speziell durch Illiquidität, vermieden werden soll. Eine hundertprozentige Sicherheit der Solvenz ist in der Realität aber nicht möglich, und damit ergibt sich unmittelbar ein Bezug zum Unternehmensrating. Im Rating drückt sich die Ausfallwahrscheinlichkeit eines Unternehmens aus. Eine praktische Operationalisierung des Solvenzttests wäre möglich, indem gesetzlich vorgegeben wird, dass Ausschüttungen nur zulässig sind, wenn durch diese eine maximal zu akzeptierende Ausfallwahrscheinlichkeit nicht überschritten wird – was als Vorgabe eines Mindestratings interpretiert werden kann. Selbstverständlich können Unternehmen auch berechnen, welche Ausschüttungen maximal möglich sind, ohne ein angestrebtes besseres Rating zu gefährden.

EINHEITLICHES STEUERUNGSTRUMENT. Solvenzttests erfordern somit eine Prognose der Ausfallwahrscheinlichkeit beziehungsweise des zukünftigen Ratings und seiner Bandbreite. Bei derartigen Ratingprognosen werden mittels Simulation eine repräsentative Anzahl risikobedingt möglicher Zukunftsszenarien des Unternehmens und die jeweiligen Konsequenzen für Ertrag und Liquidität berechnet und analysiert. Aus der so berechneten Wahrscheinlichkeitsverteilung, also quasi der Bandbreite der Zukunftsentwicklung, kann unmittelbar die Wahrscheinlichkeit der Illiquidität oder Überschuldung abgeleitet werden.³ Die angedachten Solvenzttests würden es für Unternehmen zwangsläufig notwendig machen, stochastische Ratingprognosen zu berechnen und damit die Konsequenzen der Unternehmensrisiken im Kontext der Planung auszuwerten.⁴ Solvenzttests für die Bestimmung von Ausschüttungsobergrenzen, Ratingprognosen und auch die Risikoaggregationsverfahren

(gemäß KonTraG) könnten damit auf einer gemeinsamen methodischen Plattform konsistent abgeleitet werden. Sie dienen dazu, potentielle Unternehmenskrisen frühzeitig zu erkennen. Da derartige Simulationsverfahren auch notwendig sind, um die Bewertung eines Unternehmens, seiner strategischen Handlungsoptionen oder des Goodwills (Impairmenttest) vorzunehmen, entsteht letztlich eine gemeinsame Methodik, die für viele Fragen der Steuerung eines Unternehmens genutzt werden kann. Sie schaffen volle Transparenz über die Planungssicherheit, die zum Beispiel die Grundsätze ordnungsgemäßer Planung (GoP) des Bundesverbandes Deutscher Unternehmensberater (BDU) inzwischen (Version 2.0 von 2008) explizit fordern.

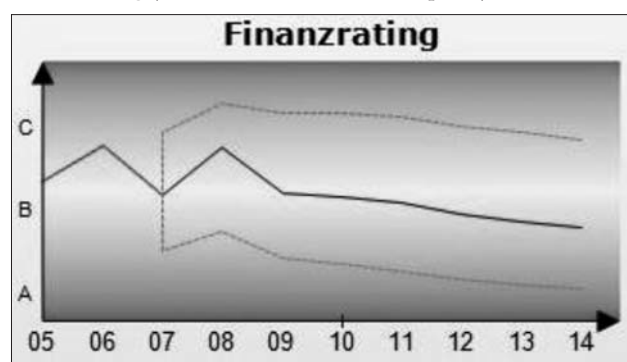
GRAFIK 1

Bandbreitengrafik zeigt Planungssicherheit
(Quelle: FutureValue Group AG)



GRAFIK 2

Finanzrating (Quelle: FutureValue Group AG)



MEHRWERT FÜR UNTERNEHMEN – DIENSTLEISTUNG DES RATING ADVISORS. Eine Unternehmensplanung, die explizit die Risiken berücksichtigt, ist als eine «stochastische» (simulationsbasierte) Unternehmensplanung aufzufassen, die Aussagen über die Planungssicherheit, das zukünftige Rating, risikoadäquate Unternehmenswerte sowie die akzeptablen Obergrenzen für Ausschüttungen konsistent ableiten lässt. Im Gegensatz zum bisherigen System der Nennkapitalerhaltung bestimmen derartige Simulationsverfahren damit den Bedarf an Liquidität und Eigenkapital, die für das Tragen möglicher Verluste erforderlich sind. Sie lassen Ausschüttungen nur soweit zu, als die nach Ausschüttung verfügbare Liquidität den Liquiditätsbedarf nicht unterschreitet. Finanzplanbasierte Solvenztests können damit zusammenfassend unmittelbar mit Hilfe der

Methoden einer simulationsbasierten Ratingprognose umgesetzt werden. Simulationsbasierte Verfahren und Software für Bewertung und Ratingprognose schaffen zudem eine bessere Grundlage für unternehmerische Entscheidungen, weil an die Stelle einer unrealistischen Punktschätzung das Aufzeigen einer realistischen Bandbreite der Zukunftsentwicklung des Unternehmens tritt – damit können die zukünftig erwarteten Erträge und die mit diesen verbundenen Risiken gegeneinander abgewogen werden. Da die traditionelle Unternehmensplanung der meisten Unternehmen dies (noch) nicht ermöglicht, bieten sich hier interessante Felder für Dienstleistungen durch den Rating Advisor (oder den Risikoberater), der zeigt, wie das zukünftige Rating abgesichert werden kann.⁵

RATING IMPACT SIMULATOR: KRISENSTABILITÄT UND OPTIMIERTER VERSICHERUNGSSCHUTZ.

Ein weiteres wichtiges neues Instrument, das im Bereich des Rating Advisory zunehmend an Bedeutung gewinnt, stellt die «Rating Impact Simulation» dar. Bei der Rating-Impact-Analyse wird untersucht, welcher

- Umsatzrückgang (unter Berücksichtigung der variablen Kosten) oder
- Kostenanstieg beziehungsweise außerordentlicher Aufwand

eine Verschlechterung der Ratingeinstufung um 1, 2 oder 3 Notenstufen erwarten lässt. Hier wird ergänzend zur Betrachtung der Wirkung von geplanten Ausschüttungen die Wirkung der (unsicheren) Veränderung der Planungsposition oder Risiken betrachtet. Bei einer derartigen Berechnung von «kritischen Werten» werden die Auswirkungen von Umsatzrückgang beziehungsweise Kostenanstieg (oder Schaden) mit den Konsequenzen für die gesamte Erfolgsrechnung und Bilanz und die daraus abgeleiteten Finanzkennzahlen, die das Rating maßgeblich bestimmen, berechnet. Damit wird ein sogenannter Stresstest ergänzt, bei dem umgekehrt gefragt wird, welches Rating sich für ein bestimmtes Krisenszenario (z.B. 30 Prozent Umsatzrückgang) ergeben wird (z.B. mit der kostenlosen Software «Smart Planner»).

Die so abgeleiteten Erkenntnisse sind wesentlich, um die Stabilität des Ratings einzuschätzen und haben damit eine Krisenfrühwarnfunktion.

Konkrete Anwendungsfälle ergeben sich auch bei der Gestaltung von Risikotransferstrategien. Die Rating-Impact-Analyse zeigt, welche Risikowirkungen für ein Unternehmen «noch verkraftbar» sind. Die so abgeleiteten Ergebnisse können also beispielsweise genutzt werden, um sinnvolle Obergrenzen für die Selbstbehalte von Versicherungen zu bestimmen. Auch bezüglich anderer Risikobewältigungsstrategien kann mit Hilfe der Rating-Impact-Analyse aufgezeigt werden, bis zu welchem Punkt (negative) Veränderungen gegenüber der jetzigen Unternehmenssituation – aus Sicht der Gläubiger – unkritisch sind beziehungsweise ab welchem Punkt durch Risikobegrenzungs- oder Transferstrategien Gegenmaßnahmen ergriffen werden müssen.

Die folgende Berechnung zeigt für ein sehr einfaches Ratingmodell, bei dem im Rahmen der Ausfallwahrscheinlichkeit lediglich Eigenkapitalquote (EKO) und Gesamtkapitalrendite (ROCE) berücksichtigt werden, wie eine Rating-Impact-Analyse funktioniert.⁶ Ausgangspunkt ist die folgende Abschätzung der Insolvenzwahrscheinlichkeit p (und damit der Ratingnote).

$$p = \frac{1}{1 + e^{-(-1,66 - 6,25 \cdot EKQ - 9,5 \cdot ROCE)}}$$

Im Folgenden wird angenommen, dass das Unternehmen zurzeit folgende Situation aufweist:⁷

Gesamtkapital (Capital Employed, CE) 500, Umsatz 1000, Betriebsergebnis 100 und Eigenkapitalquote 50 Prozent und damit Gesamtkapitalrendite (ROCE) gleich 20 Prozent.

Mit diesen Zahlen berechnet sich eine Ausfallwahrscheinlichkeit

$$p = \frac{1}{1 + e^{-(-1,66 - 6,25 \cdot EKQ - 9,5 \cdot ROCE)}} = \frac{1}{1 + e^{-(-1,66 - 6,25 \cdot 0,5 - 9,5 \cdot 0,2)}} = 0,12\%$$

die einem Rating mit der Note «BBB+» entspricht. Durch Auflösen der obigen Gleichung nach ROCE, der Kapitalrendite, ergibt sich folgender Zusammenhang

$$ROCE = \frac{EBIT}{CE} = \frac{\ln\left(\frac{1-p}{p}\right) - 1,66 - 6,25 \cdot EKQ}{9,5}$$

Bei der Rating-Impact-Analyse würde nun beispielsweise die Frage interessieren, welchen EBIT-Einbruch das Unternehmen verkraften würde, um dann gerade noch ein Rating mit der Note «BBB-» zu erreichen. Dazu muss zunächst die zur Ratingnote «BBB-» zugeordnete Ausfallwahrscheinlichkeit p^* ermittelt werden. Bei Banken muss man dann die Ober- und Untergrenzen für die Ausfallwahrscheinlichkeit einzelner Ratingklassen kennen. In unserem Fall entnehmen wir den Wert der S&P-Skala mit $p^* = 0,68$ Prozent für das «BBB-». Die einzige betrachtete Veränderung (ceteris-paribus-Analyse) bezieht sich auf das EBIT, alle anderen Werte beziehungsweise Kennzahlen bleiben auf Ihrem Ausgangswert (Index 0). Damit gilt für obige Gleichung

$$ROCE_1 = \frac{EBIT_1}{CE_0} = \frac{EBIT_0 + \Delta EBIT}{CE_0} = \frac{\ln\left(\frac{1-p^*}{p^*}\right) - 1,66 - 6,25 \cdot EKQ_0}{9,5}$$

$$= \frac{\ln\left(\frac{1-0,68\%}{0,68\%}\right) - 1,66 - 6,25 \cdot 0,5}{9,5} = 2,1\%$$

Daraus lässt sich wiederum der (einmalig) verkraftbare EBIT-Einbruch $\Delta EBIT$ errechnen:

$$\Delta EBIT = \frac{\ln\left(\frac{1-p^*}{p^*}\right) - 1,66 - 6,25 \cdot EKQ_0}{9,5} \cdot CE_0 - EBIT_0 =$$

$$= \frac{\ln\left(\frac{1-0,68\%}{0,68\%}\right) - 1,66 - 6,25 \cdot 0,5}{9,5} \cdot 500 - 100 = -89,5$$

Bei einem einmaligen EBIT-Einbruch um 89,5 würde gerade noch ein Rating mit der Ratingnote «BBB-» erreicht werden.

FAZIT. Insgesamt zeigen die dargestellten Beispiele, dass die Instrumente der Ratingprognosen und der Rating-Impact-Analyse mittlerweile als wesentliche Basiskomponenten des betriebswirtschaftlichen Instrumentariums eines Unternehmens aufgefasst werden müssen. Für die Beurteilung einer Unternehmensstrategie, einer operativen Planung sowie speziell die Planung von Ausschüttungspolitik und angemessene Höhe von Selbstbehalten ist es unumgänglich, die jeweiligen Konsequenzen auch aus Perspektive der Gläubiger (Rating) zu betrachten. Ratingprognosen zeigen, welche Konsequenz eine geplante Maßnahme (zum Beispiel Ausschüttung) oder ein möglicher Risikoeintritt (zum Beispiel unsichere Wechselkursveränderungen) für das zukünftige Rating hat. Die Rating-Impact-Analyse zeigt dagegen, welche maximale Verschlechterung (zum Beispiel des Umsatzes), ein Unternehmen – ungeachtet der entsprechenden Wahrscheinlichkeit – verkraften kann, ohne dass das Rating ein vorgegebenes Mindestlevel unterschreitet. Die ist notwendig, um zum Beispiel eine zukunftsorientierte Krisenfrühwarnfunktion im Unternehmen zu etablieren.

Literaturverzeichnis

Aschauer, M.: Risiken erkennen bevor es zu spät ist – Am Markt gibt es geeignete Tools für das Risikomanagement, in: Der Treasurer – Finance Sonderbeilage März 2008, S. 30-31.

Bundesverband Deutscher Unternehmensberater BDU e.V. (Hrsg.): Grundsätze ordnungsgemäßer Planung (GoP), Version 2.0, 2008, Download unter: http://www.bdu.de/docs/downloads/FG/AOU/GoP_%202.0.pdf.

Gleißner, W.: Wertorientierte Analyse der Unternehmensplanung auf Basis des Risikomanagements, in: Finanzbetrieb, 7-8/2002, S. 417-427.

Gleißner, W.: In Maßen, nicht in Massen – Solvenztests sollen künftig die Höhe von Entnahmen begrenzen, in: Finance, Oktober 2007, S. 38-39, Download unter: <http://www.werner-gleissner.de>.

Gleißner, W.: Grundlagen des Risikomanagements im Unternehmen, Verlag Vahlen, München 2008.

Pellens, B. / Crasselt, N. / Sellhorn, T., Solvenztest zur Ausschüttungsbemessung – Berücksichtigung unsicherer Zukunftserwartungen, in: Zeitschrift für betriebswirtschaftliche Forschung (ZfbF), 59. Jg., 2007, S. 264-283.

Fussnoten

- 1 In Anlehnung an Gleißner, W., 2007, Seite 38-39.
- 2 Siehe Pellens, B. / Crasselt, N. / Sellhorn, T., 2007, Seite 364.
- 3 Vergleiche Gleißner, W., 2002, Seite 417.
- 4 Vergleiche Gleißner, W., 2008.
- 5 Vergleiche Aschauer, M., 2008, Seite 30, zu den ergänzenden Leistungen der Investkredit Bank AG mit der Beratungssoftware «Finanznavigator», die gemeinsam mit der FutureValue Group AG entwickelt wurde.
- 6 Realistische Rating-Impact-Analysen bilden ein «komplettes» Ratingmodell ab (zum Beispiel «Strategie Navigator» der FutureValue Group AG oder «Risiko-Kompass»).
- 7 Die Rechengleichung für die Insolvenzwahrscheinlichkeit ist ein einfaches logistisches Modell (Quelle: FutureValue Group AG).

AUTOR

Dr. Werner Gleißner ist Vorstand der FutureValue Group AG und Leiter der Risikoforschung der Marsh GmbH. Er nimmt Lehraufträge an verschiedenen Hochschulen wahr. Er ist Mitglied im Vorstand des BdRA. Kontakt: w.gleissner@futurevalue.de Internet: www.FutureValue.de, www.werner-gleissner.de Bezugsquelle für die kostenlose Software «Smart Planner» für Stresstests und Ratingprognose: info@futurevalue.de.