

Veröffentlicht in  
Praxishandbuch Debt Relation  
(Hrsg. Hasler / Launer / Wilhelm)

Juni 2013

„Gläubigerschutz bei Anleiheemissionen“

S. 395 – 399

Mit freundlicher Genehmigung der  
Springer Fachmedien Wiesbaden GmbH

[www.springer.com](http://www.springer.com)  
[www.springer-gabler.de](http://www.springer-gabler.de)

Ralf Garrn und Werner Gleißner

Das Rating einer Anleihe und die Bewertung eines Kredits basiert naheliegender Weise auf dem Rating des emittierenden Unternehmens, ist aber nicht identisch. Zu berücksichtigen sind anleihespezifische Besonderheiten, wie Gläubigerschutzrechte (beispielsweise die Stellung des Gläubigers im Falle einer Insolvenz), was von den Vertragsbedingungen und möglicherweise vereinbarten Nachrangigkeitsbedingungen im Speziellen abhängt. Für das Rating einer Anleihe ist zudem damit nicht nur die Wahrscheinlichkeit der Insolvenz des Emittenten maßgeblich, sondern auch deren Konsequenzen, also der (unsichere) Rückfluss im Falle der Insolvenz. Damit unterscheidet sich schon formal das relevante Risikomaß, das dem Emittenten- und Emissionsrating (Anleihen-Rating) zugrunde liegt.

Das Unternehmensrating (Corporate-Rating) oder Emittentenrating zeigt die Ausfall- oder Insolvenzwahrscheinlichkeit eines Unternehmens.<sup>1</sup> Das Rating beurteilt damit ein Unternehmen aus Perspektive des Gläubigers, der an der Rückzahlung des Fremdkapitals (Kapitaldienstfähigkeit) interessiert ist. Formal entspricht das Unternehmensrating damit einem sogenannten LPM<sub>0</sub>-Risikomaß, einer Shortfallwahrscheinlichkeit.<sup>2</sup> Abhängig ist die Insolvenzwahrscheinlichkeit vom erwarteten Ertragsniveau, der Risikotragfähigkeit (Eigenkapital- und Liquiditätsausstattung) und den Risiken, die Planabweichungen (bzw. Verluste) auslösen können. Beim Unternehmensrating wird das Unternehmen als Ganzes betrachtet und nicht Bezug genommen auf eine spezielle Fremdkapitalposition (Verbindlichkeit), z. B. eine Anleihe.

---

<sup>1</sup> Zur weiteren Präzisierung siehe Blum et al. (2005); Everling und Gleißner (2004); Bemann (2007); Gleißner und Bemann (2008); Gleißner und Fuser (2012).

<sup>2</sup> Siehe hierzu Gleißner und Wolfrum (2008).

---

R. Garrn (✉)

Euler Hermes Rating Deutschland GmbH, Gasstraße 18, Haus 2, 22761 Hamburg, Deutschland  
E-Mail: ralf.garrn@eulerhermes-rating.com

W. Gleißner

FutureValue Group AG, Obere Gärten 18, 70771 Leinfelden-Echterdingen (Stetten), Deutschland  
E-Mail: info@futurevalue.de

Ratingnote	RR in % (Altmann, 2007)	PD in % (Mooy's 1920 bis 2009)	Expected Loss in %
AAA/Aaa	82,55	0,00	0,00
AA/Aa	65,68	0,03	0,01
A/A	53,91	0,02	0,01
BBB/Baa	42,15	0,18	0,10
BB/Ba	36,25	1,11	0,71
B/B	34,11	5,29	3,49
CC/Caa	37,67	23,41	14,59

Funktion	PD (Eingabe)	3,00	n.n.
	RR (geschätzt)	41,54	$-0,11 \cdot \text{LN}(\text{PD}) + 0,0297$
	EL (geschätzt)	1,75	$\text{PD} \cdot (1 - \text{RR})$

RR (Recovery Rate) = Erlösquote bei Forderungsausfällen  
 PD (Probability of Default) = Ausfallwahrscheinlichkeit  
 EL (Expected Loss) = Erwarteter Verlust

### Abb. 25.1 Rating in Abhängigkeit von Expected Loss

Emissionsratings (speziell: Anleihen-Ratings) – ähnlich wie oft auch Projektratings und Immobilienratings – betrachten dagegen eine spezielle Fremdkapitalposition mit den ihm zuordenbaren Sicherheiten (und rechtlichen Rahmenbedingungen). Für eine Beurteilung einer speziellen Komponente des Fremdkapitals (Obligation, finanzielle Verbindlichkeit) des Schuldners (wieder aus Perspektive des Gläubigers) ist es neben der Wahrscheinlichkeit eines Defaults (Probability of Default, PD) auch relevant, wie groß der „Schaden“ (Verlust) im Falle des Default ist bzw. wie hoch die „Recovery Rate (RR)“ ist. Die „Recovery Rate“ gibt an, welcher Rückfluss (bezogen auf die Nominalhöhe des Fremdkapitals) im Falle eines „Defaults“ zu erwarten ist. Für die Einstufung in eine Rating-Skala ist hier daher der sogenannte „Expected Loss“<sup>3</sup> (EL) maßgeblich (Abb. 25.1).<sup>4</sup>

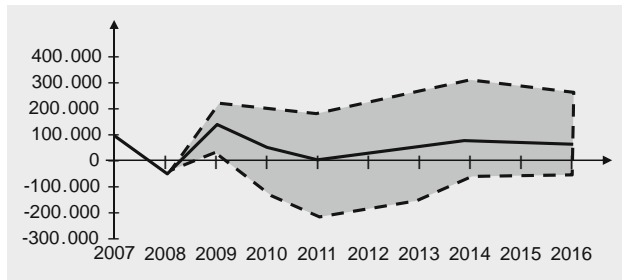
Die hier erläuterte Vorgehensweise entspricht den Ratings von Kreditinstituten und offenkundig ist es gerade der Expected Loss (EL), der Grundlage für die Berechnung risikogerechte Zinskonditionen ist.

**Zukunftsorientierung und Risikoadäquanz** Die Beurteilung der Insolvenzwahrscheinlichkeit des Unternehmens sollte anders als traditionelle, eher finanzkennzahlengestützte

<sup>3</sup>Keiner (2001).

<sup>4</sup>Siehe zu Anleihen-Ratings Garrn und Gleißner (2010) und zu Immobilienratings Gleißner und Wiegelmann (2012).

**Abb. 25.2** Freier Cashflow.  
(Quelle: Future Value Group  
AG)



Ratings insbesondere auch die Risiken berücksichtigen, die in Zukunft schwerwiegende Planabweichungen und damit Krisen oder Insolvenzen auslösen können. Aufbauend auf traditionellen Verfahren des Ratings sollten entsprechend Risiken quantifiziert und im Kontext der Unternehmensplanung mittels Simulation aggregiert werden, um eine realistische Bandbreite der Entwicklung zukünftiger Finanzkennzahlen eines Unternehmens angeben zu können. Mit derartigen „stochastischen“ Ratingprognosen kann unmittelbar die Wahrscheinlichkeit von Überschuldung und Illiquidität eines Unternehmens, unter Berücksichtigung der zukünftigen Risiken, berechnet werden.<sup>5</sup>

Während bei alleiniger Betrachtung der (historischen) Kennzahlen einer Finanzanalyse implizit nur diejenigen Risiken erfasst werden, die im letzten Jahresabschluss eingetreten sind, werden bei einem derartigen simulationsbasierten Ansatz ergänzend auch die in der Zukunft liegenden Risiken nachvollziehbar und quantitativ ausgewertet (Abb. 25.2).

**Illiquiditätsanalyse basierend auf Verhaltens-Prognose der Kreditinstitute** Illiquidität ist die häufigste Insolvenzursache. Die Abschätzung der Illiquiditätswahrscheinlichkeit erfordert die Beurteilung, ob in einer spezifischen Unternehmenssituation (beispielsweise bei einem eingetretenen risikobedingten schwerwiegenden Verlust) der dann vermutlich verfügbare Kreditrahmen reicht, die Zahlungsfähigkeit noch zu gewährleisten. Für die Beurteilung der Illiquidität ist es damit nicht nur ausreichend zu wissen, in welcher Bandbreite sich die zukünftigen (freien) Cashflows des Unternehmens bewegen werden, sondern zusätzlich ist eine (situationsspezifische) Abschätzung des Kreditrahmens notwendig – und damit eine Berücksichtigung eines typischen Verhaltens von Kreditinstituten. Basierend auf empirisch ableitbaren „typischen“ Verhaltensregeln kann so für eine große repräsentative Anzahl (simulierbarer) Zukunftsszenarien (siehe Abb. 25.1) berechnet werden, welchen Kreditrahmen (zu welchen Konditionen) Kreditinstitute bereitstellen werden. Der bereitstellbare Kreditrahmen und die Insolvenzwahrscheinlichkeit sind dabei beispielsweise abhängig von den verfügbaren Sicherheiten des Unternehmens und der Ertragskraft, zum Beispiel ausgedrückt durch den (unsicheren) EBITDA.

<sup>5</sup>Siehe Gleißner und Bemann (2008); Gleißner (2002).

**Analyse der Insolvenzsznarien und der Konsequenzen für die Anleihengläubiger** Für das Rating von Anleihen oder die Kreditbewertung ist es erforderlich, die genauen Konsequenzen der denkbaren Insolvenzsznarien für die Anleihengläubiger zu beurteilen. Ergänzend zur Monte-Carlo-Simulation der Ratingprognose ist damit eine Zusatzauswertung erforderlich, die anzeigt, in welchen der unterschiedlichen denkbaren Insolvenzsznarien sich welche konkreten Konsequenzen für die Anleihengläubiger ergeben. In Abhängigkeit von Insolvenzursachen und deren Konsequenzen für das Unternehmen ist damit (regelbasiert) aufzuzeigen, ob beispielsweise eine Fortführung des Unternehmens sinnvoll erscheint beziehungsweise in welchem Umfang und in welcher Höhe bestehende Assets zur Bedienung der Forderungen der Gläubiger verkauft werden können. Für das konkrete Rating einer spezifischen Anleihe muss dann durch eine „Schichtenanalyse“ wiederum basierend auf den vertraglichen Rahmenbedingungen und Sicherungskonzepten ermittelt werden, welcher Anteil der in der Insolvenz für die Gläubiger insgesamt zur Verfügung stehenden finanziellen Mittel den Gläubigern einer speziellen Anleihe (beziehungsweise analog eines bestimmten Kredits) zur Verfügung stehen wird („Wasserfallmodell“). Hier spielt offensichtlich die Ausprägung von Gläubigerschutzrechten eine wesentliche Rolle. Sie beeinflussen die Recovery rate – aber unter Umständen auch die Insolvenzwahrscheinlichkeit (z. B. wenn durch vereinbarte Covenants „zu riskante“ Aktivitäten, wie Großinvestitionen, verhindert werden).

**Simulationsbasiertes Gesamtmodell** In Anbetracht der Unsicherheit der Zukunftsentwicklung und der wechselseitigen Abhängigkeiten zwischen Unternehmensplanung, Risiken, dem eingeräumten Finanzierungsspielraum durch die Kreditinstitute und die von der konkreten Insolvenzsznarien abhängigen Rückflüsse an die Gläubiger, ist für das Anleiherating eine integrierte simulationsbasierte Analysemethodik hilfreich. Eine Lösung mittels Simulationsverfahren ist zur Berechnung des oben erwähnten „Shortfall-Erwartungswerts“ notwendig, um neben der separaten Bestimmung von a) Insolvenzwahrscheinlichkeit und b) mittlerer Schadensquote die Aussage des Ratings ggf. zu verbessern. Im Gesamtmodell werden die verschiedenen Sachverhalte, die von Ratingexperten situationsspezifisch mit hoher Fachkompetenz zu erheben sind, abgebildet, um unter Berücksichtigung sämtlicher Interdependenzen die Konsequenzen gerade der Unsicherheiten hinsichtlich der Zukunftsentwicklung für die Anleihengläubiger zu bewerten. Aufbauend auf dem bewährten traditionellen Instrumentarium des Unternehmensratings hat die Euler Hermes Rating Deutschland GmbH mit Unterstützung der FutureValue Group AG, als Spezialisten für betriebswirtschaftliche Methodenentwicklung, basierend auf den oben genannten Punkten das traditionelle Anleiherating um einen innovativen Ansatz erweitert. Die Nutzung von simulationsbasierten Analysen ermöglicht eine fundiertere Beurteilung der Position der Anleihengläubiger. Auf diese Weise können nachvollziehbar und unter Berücksichtigung gerade der für das Rating wesentlichen Risiken die Aussagen von Ratings weiter verbessert werden.

## Literatur

- Bemmann M (2007) Entwicklung und Validierung eines stochastischen Simulationsmodells für die Prognose von Unternehmensinsolvenzen. Dissertation, Dresden
- Blum U, Gleißner W, Leibbrand F (2005) Stochastische Unternehmensmodelle als Kern innovativer Ratingsysteme. In: IWH-Diskussionspapiere, Nr. 6, November 2005. <http://econpapers.repec.org/scripts/redir.pf?u=http%3A%2F%2Fwww.iwh-halle.de%2Fd%2Fpublik%2Fdisc%2F6-05.pdf;h=repec:iwh:dispap:6-05>. Zugegriffen 19. Juli 2012
- Everling O, Gleißner W (2004) Ratingevidenz: Die Qualität von Ratingnoten. Kredit Rat Prax 4: 22–24
- Garrn R, Gleißner W (2010) Anleihenrating. Kredit Rat Prax 2: 22–23
- Gleißner W (2002) Wertorientierte Analyse der Unternehmensplanung auf Basis des Risikomanagements. Finanz Betr 7-8: 417–427
- Gleißner W, Bemmann M (2008) Die Rating-Qualität verbessern. die bank 9: 51–55
- Gleißner W, Füser K (2012) Praxishandbuch Rating und Finanzierung unter Basel III, 3. Aufl. Vahlen, (im Druck)
- Gleißner W, Wiegelmann T (2012) Immobilienrating im Zusammenhang mit der Risikoanalyse. Immob Finanzierung 10: 23–25
- Gleißner W, Wolfrum M (2008) Eigenkapitalkosten und die Bewertung nicht börsennotierter Unternehmen: Relevanz von Diversifikationsgrad und Risikomaß. Finanz Betr 9: 602–614
- Keiner T (2001) Rating für den Mittelstand: Wie Unternehmen ihre Bonität unter Beweis stellen und sich günstige Kredite sichern. Campus Verlag, Frankfurt a. M.