

Veröffentlicht in

KRP Kredit & Rating Praxis

02/2008

**„Rating gut gemacht:
Aufruf zu mehr Klarheit bei der Diskussion über Ratingnoten“
S. 20-23**

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

(www.KRP.ch)



Rating gut gemacht:

Aufruf zu mehr Klarheit bei der Diskussion über Ratingnoten

Dr. Werner Gleißner / Dr. Frank Leibbrand

Nach SERFLING et al. (1996, 632) bezeichnet Rating lediglich ein Verfahren, welches «die Bewertungsobjekte hinsichtlich einer bestimmten Zielsetzung in eine ordinale Rangfolge» bringt. Der Begriff «Rating» kommt aufgrund dieser allgemeinen Definition in vielen Bereichen des täglichen Lebens zur Anwendung. So werden Restaurants, Hochschulen, Aktien oder Unternehmen mit einem Ratingurteil versehen. In unserem Fall soll es die Bonität und damit die Kreditwürdigkeit eines Subjekts sein. Dadurch wird die Fähigkeit eines Kreditnehmers beschrieben, seinen eingegangenen Zahlungsverpflichtungen in der Zukunft nachzukommen. Wird der empirisch wichtige Sachverhalt der (Teil-) Rückgewinnung problematischer Kredite vernachlässigt, so steht die Ausfallwahrscheinlichkeit, hier auch als Insolvenzwahrscheinlichkeit oder Probability of Default (PoD) bezeichnet, im Mittelpunkt. Allerdings bleibt selbst bei dieser Festlegung viel Spielraum, der eine zusätzliche Präzisierung erfordert.

Der Fokus in diesem Artikel liegt auf dem Rating eines Unternehmens und beschreibt seine Ausfallwahrscheinlichkeit, näherungsweise also die Wahrscheinlichkeit seiner Insolvenz. Die Kenntnis der aktuellen Ratingnote und die gezielte Steuerung des zukünftigen Ratings ist gerade für mittelständische Unternehmen offenkundig von zentraler Bedeutung: Das Rating bestimmt die Kreditkonditionen und den Kreditrahmen und ist zugleich ein Maßstab für die Krisenanfälligkeit, also ein Frühwarnindikator. Natürlich hat das Rating eine zentrale Bedeutung in der Kommunikation zwischen Unternehmen und seinen finanzierenden Banken und ist zentrales Thema der Entwicklung von Ratingstrategien, die oft unterstützt durch einen Ratingadvisor durchgeführt wird. Und natürlich ist das Rating das Ergebnis von Ratinggutachten durch Ratinganalysten. In Anbetracht der häufigen Nutzung des Begriffs «Ratingnote» oder «Ratingstufe» scheint zumindest ein Gefühl darüber vorzuherrschen, was ein Rating überhaupt aussagt. Tatsächlich fehlt es gerade hier an der erforderlichen Klarheit. In diesem Beitrag wird im Folgenden aufgezeigt, welche unterschiedlichen Vorstellungen bezüglich eines Ratings (präziser Corporate-Ratings) bestehen, die es erforderlich machen, den Ratingbegriff – in Abhängigkeit der jeweiligen Fragestellung – zu präzisieren. Dies ist eine wesentliche Anforderung speziell an die Ratinganalysten und Ratingadvisor.

Bezüglich eines Corporate-Ratings sind folgende Aspekte zu präzisieren:

> 1. Definition des Ausfalls:

In der Bankenwelt und Forscherszene gibt es ein reichhaltiges Angebot an unterschiedlichen Definitionen für einen Default. Die Spannweite reicht von einem Zahlungsverzug über eine bestimmte Anzahl von Tagen hinaus (beispielsweise 90 Tage) über die Anmeldung einer Insolvenz bis hin zum Eintritt der Insolvenz. Beispielsweise gilt nach Basel II der «Kreditausfall im Hinblick auf einen spezifischen Schuldner als gegeben, wenn eines oder beide der folgenden Ereignisse eingetreten sind:

- > Die Bank geht davon aus, dass der Schuldner seinen Kreditverpflichtungen gegenüber der Bankengruppe mit hoher Wahrscheinlichkeit nicht in voller Höhe nachkommen wird, ohne dass die Bank auf Maßnahmen wie beispielsweise die Verwertung von Sicherheiten (soweit vorhanden) zurückgreift.
- > Eine wesentliche Verbindlichkeit des Schuldners gegenüber der Bankengruppe ist mehr als 90 Tage überfällig¹. Überziehungen werden als überfällig betrachtet, wenn der Kreditnehmer ein zugesagtes Limit überschritten hat oder ihm ein geringeres Limit als die aktuelle Inanspruchnahme mitgeteilt wurde» (Basler Ausschuss für Bankenaufsicht, 2004, 87).

Beispielhaft kann auch noch die Default-Definition eines großen Ratinganbieters beleuchtet werden. Danach wird ein Ausfall (mit kleinen Ausnahmen im Falle von Streitfallregelungen) festgestellt, wenn es zu einem Zahlungsverzug bei einer finanziellen Verpflichtung kommt. Außerdem gibt es noch eine Gnadenfrist für Nachzahlungen. Auf der anderen Seite sind alle in einer Notfallsituation erzwungenen Erleichterungen auch mit einem Default gleichzusetzen.

Anhand dieser Definition wird schon unmittelbar klar, dass die Operationalisierung, also die praktische Umsetzung, durchaus umstritten ist. Hierzu gab und gibt es verschiedene Arbeitskreise, die diese Probleme lösen wollen. In diesem kurzen Beitrag kann hierauf jedoch nicht vertieft eingegangen werden.

Hier soll unter einem Default die Erfüllung der Voraussetzung für eine Insolvenz durch Überschuldung oder Illiquidität verstanden werden.



> 2. Zeitpunkte:

Zunächst ist zu klären, auf welchen Zeitpunkt oder Zeitraum und auf welchen Informationsstand sich das Rating bezieht. Ein Rating sagt etwas aus über die Ausfallwahrscheinlichkeit eines Unternehmens zwischen einem Zeitpunkt t und dem Zeitpunkt $t + s$ unter Berücksichtigung eines Informationsstandes zum Zeitpunkt r . Alle Parameter sind zu klären (siehe auch 3.). Basiert beispielsweise ein Rating auf dem Informationsstand zum 31.12.2007 für das folgende Jahr, weil der Jahresabschluss 2007 zugrunde gelegt wurde? Oder sind auch aktuellere Informationen (Kontostände, revidierte Umsatzprognosen, ...) eingeflossen? Oder handelt es sich gar um eine Ratingprognose, die vorhersagt, welche Ratingnote beispielsweise für den Zeitraum bis Ende 2008 oder 2009 zu erwarten ist, wenn die jetzt der Unternehmensplanung zugrunde gelegten Investitionen vorgenommen werden? Gerade derartige Ratingprognosen sind natürlich für die Unternehmenssteuerung von besonderer Bedeutung, weil die Vergangenheit nicht mehr beeinflusst werden kann – unternehmerische Maßnahmen können lediglich dazu beitragen, das zukünftige Rating zu verbessern und zu stabilisieren. Das «Fine-Tuning» des aktuellen Ratings durch eine Datenaufbereitung und eine Verbesserung der Kommunikationspolitik mit der Hausbank bietet nur wenig Potenziale für die Verbesserung, weil die Ratingnoten speziell der Kreditinstitute im Wesentlichen durch Finanzkennzahlen basierend auf dem letzten Jahresabschluss geprägt sind. Gerade wenn es um die Beurteilung möglicher Handlungsoptionen des Unternehmens geht, beispielsweise die Aufnahme von mezzaninem Kapital oder die Durchführung einer großen Investition, muss das Unternehmen (gegebenenfalls unterstützt durch einen Ratingadvisor) sich darüber Gedanken machen, welche Konsequenzen dies für das zukünftige Rating hat. Bei derartigen Ratingprognosen ist zu beachten, dass bei einem Blick in die Zukunft lediglich (risikobedingte) Bandbreiten der zukünftigen Ratingentwicklung angegeben werden können («stochastische Ratingprognosen»), in denen sich der Grad der Planungsunsicherheit widerspiegelt.

> 3. Zeitraumbezug:

Wie schon unter 2. ausgeführt, ist es neben dem Bezugszeitpunkt des Ratings (oben t genannt) zusätzlich erforderlich anzugeben, über welchen Zeitraum s das Rating erstellt würde. Bezieht sich die Ausfallwahrscheinlichkeit, die dem Rating zugrunde liegt, auf das nächste Jahr ($s = 1$ Jahr)? Oder auf die nächsten 5 Jahre? Und wird bei einer mehrperiodigen Prognose zwischen den Ausfallwahrscheinlichkeiten jedes einzelnen Betrachtungsjahres unterschieden? Oder ein Jahresdurchschnitt berechnet? Oder die Ausfallwahrscheinlichkeit während der nächsten 5 Jahre?

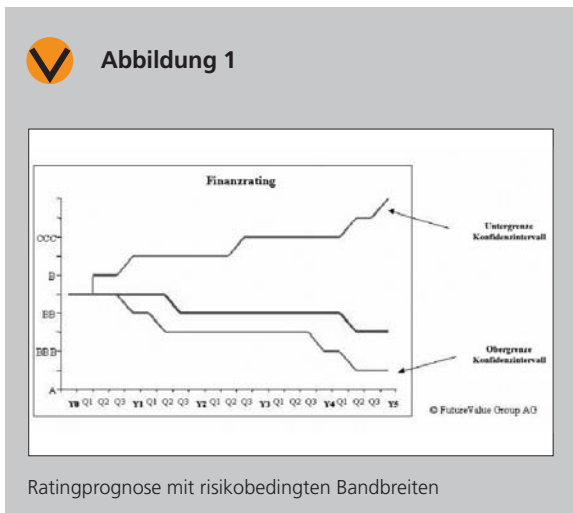
> 4. Beurteilungsperspektive und Informationsstand:

Von besonderer Bedeutung ist die klare Unterscheidung, ob ein Rating aus der Perspektive (das heißt mit dem Informationsstand) von Eigentümern beziehungsweise Management oder aus Perspektive eines Externen (speziell eines Kreditinstituts) erstellt wird. Natürlich hat die Unternehmensführung einen Informationsvorsprung gegenüber dem Kreditinstitut. Kreditinstitute kennen in der Regel die Unternehmensplanung und die Risiken, die Planabweichungen auslösen können, nicht so gut wie die Unternehmensführung – beziehungsweise können den entsprechenden Angaben seitens des Unternehmens nicht uneingeschränkt vertrauen. Auch die Erfolgspotenziale und die Strategie des Unternehmens können – schon aus Zeitgründen – nicht so gut eingeschätzt werden und entsprechend finden derartige Informationen bei der Erstellung eines Ratings durch ein Kreditinstitut weniger Gewicht, als die objektiven Daten des Jahresabschlusses (Finanzkennzahlenrating, Bilanzrating).

Der unterschiedliche Informationsstand von Unternehmen und Kreditinstituten macht es erforderlich zu unterscheiden, welche Informationen in eine Ratingnote eingeflossen sind. In der Praxis sind beide Arten von Ratings bedeutsam und sollten beide auch explizit ausgewiesen werden. Die Beurteilung des Ratings mit dem vollen Informationsstand der Unternehmensführung ist offenkundig sinnvoll, wenn es darum geht, den bestmöglichen Schätzer für die Insolvenzwahrscheinlichkeit – die Krisenanfälligkeit – eines Unternehmens herzuleiten. Dies ist beispielsweise hilfreich, um für die Unternehmensführung die Informationsgrundlage zu schaffen, die für die Beurteilung zum Beispiel einer Wachstumsstrategie oder von Großinvestitionen erforderlich ist.

Neben dieser «bestmöglichen» Abschätzung des Ratings ist aber auch interessant einzuschätzen, wie ein Kreditinstitut mit seinem Informationsstand ein (zukünftiges) Rating des Unternehmens bestimmen würde. Denn die Einschätzung des Kreditinstitutes ist es letztlich, die für Kreditrahmen und Kreditkonditionen maßgeblich sind. Im Rahmen von Ratinggutachten und erst recht bei Beratungsleistungen von Ratingadvisoren sollte deshalb explizit ausgewiesen werden,

> mit welchem Informationsstand und aus wessen Perspektive ein Rating der Kreditinstitute erstellt wird, und welche Ausfallwahrscheinlichkeit sich daraus ergibt (PGläubiger) und





> mit welchen zusätzlichen Informationen eine präzisere Einschätzung der tatsächlichen Ausfallwahrscheinlichkeit des entsprechenden Ratings möglich ist, also die Bestimmung von $P^{\text{Eigentümer}}$.

> 5. Through-the-Cycle oder Point-in-Time Rating:

Zur Herstellung der Vergleichbarkeit verschiedener Ratingsysteme und zur Berechnung des Kreditaufschlages für erwartete Verluste muss jeder Ratingklasse eine Ausfallwahrscheinlichkeit zugeordnet werden. Dieses Mapping von Ratingklasse zu Ausfallwahrscheinlichkeit ist nicht trivial. Die großen Ratingagenturen setzen hier hauptsächlich auf die relative Einschätzung der Unternehmen gegeneinander und weisen eine mittlere Ausfallwahrscheinlichkeit über lange Zeiträume (mindestens über einen ganzen Konjunkturzyklus hinweg) aus. Damit reagiert die den einzelnen Ratingklassen zugeordnete Ausfallwahrscheinlichkeit nur auf permanente Veränderungen, nicht jedoch auf temporäre Effekte. Zur Beurteilung des Risikoaufschlages auf Kredite muss natürlich die aktuelle wirtschaftliche Lage, also auch der aktuelle Konjunkturstand einbezogen werden. Damit werden die Current-Condition – beziehungsweise Point-in-Time – Ratings interessant. Sie sind nötig für die Berechnung von Kreditkonditionen. Hierbei sind die Ausfallwahrscheinlichkeiten natürlich wesentlich volatiler. Empirisch sind nur Daten aus einem vergleichbaren Konjunkturzyklus zur Kalibrierung zugelassen.

> 6. Black-Box-Rating vs. Raterklärung:

Häufig wird nicht klar unterschieden, ob das der Ermittlung des Ratings zugrunde liegende Modell beziehungsweise Verfahren «lediglich» ein Prognose- oder ein Erklärungsmodell ist. Prognosemodelle zielen darauf ab, die Ausfallwahrscheinlichkeit eines Unternehmens, und damit die Ratingnote, möglichst gut zu prognostizieren. In derartig induktiv-statistischen Ratingmodellen, wie den logistischen Regressionsmodellen, werden all diejenigen Informationen verarbeitet, die statistisch geeignet sind, die Erklärung der Ausfallwahrscheinlichkeit zu verbessern. Es muss jedoch klar gestellt werden, dass derartige Erklärungsfaktoren damit nicht zwangsläufig kausale Ursachen für die Insolvenzwahrscheinlichkeit sind. So zeigen beispielsweise empirische Untersuchungen, dass höhere Steuerzahlungen einhergehen mit einer sinkenden Insolvenzwahrscheinlichkeit – wobei natürlich offenkundig höhere Steuerzahlungen nicht tatsächlich zu höherer Unternehmensstabilität beitragen. Tatsächlich gibt es gemeinsame Ursachen für die Steuerhöhe und die Ausfallwahrscheinlichkeit (siehe hierzu Bemann/Gleißner, 2007). Bestmögliche Schätzer der Ausfallwahrscheinlichkeit helfen wenig, um konkrete Ansatzpunkte für die Verbesserung der zukünftigen Ausfallwahrscheinlichkeiten und des zukünftigen Ratings eines Unternehmens zu finden. Gerade dies ist jedoch bei der Entwicklung von Ratingstrategien, die die zukünftige Wettbewerbsfähigkeit des Unternehmens um Kapital sicherstellen und alle Arten von Ratingadvisory-Dienstleistungen, erforderlich. Um die richtigen Ansatzpunkte für die Verbesserung des

(zukünftigen) Ratings zu finden, ist es notwendig, sich über die Ursachen der Ausfallwahrscheinlichkeit von Unternehmen Klarheit zu verschaffen. Dies leisten so genannte strukturelle Modelle (Planungsmodell), mit deren Hilfe aufgezeigt werden kann, wie sich beispielsweise Veränderungen von Umsätzen, Kosten, Debitorenfristen oder Risiken auf das Rating auswirken. Bekanntlich lässt sich die Insolvenzwahrscheinlichkeit eines Unternehmens letztlich erklären in Abhängigkeit von²

- > dem erwarteten Ertragsniveau.
- > dem Risikoumfang, also den möglichen Abweichungen vom erwarteten Ertragsniveau.
- > der Risikotragfähigkeit, also Eigenkapital und Liquiditätsausstattung (inkl. potentieller Refinanzierungsmöglichkeiten).
- > und den diese zentralen primären Determinanten des Ratings beeinflussenden Faktoren (wie zum Beispiel Vertriebsaktivität, Risikobewältigungsaktivitäten oder Kostenmanagementmaßnahmen).

Das Hauptinteresse der Kreditinstitute besteht in möglichst aussagefähigen Ratingprognoseverfahren, oft auf Basis statistisch induktiver Insolvenzprognoseverfahren. Im Rahmen von Ratingadvisory-Dienstleistungen hingegen ist es unumgänglich, kausale Insolvenzerklärungsverfahren vorzuweisen, die die Einflussfaktoren auf das zukünftige Rating transparent aufzeigen, was die Fundierung von Empfehlungen überhaupt erst möglich macht.

> 7. Insolvenz – Überschuldung vs. Illiquidität:

Im Rating drückt sich die Wahrscheinlichkeit einer Insolvenz, sowohl durch Überschuldung als auch durch Illiquidität, aus. Ein Unternehmen ist insolvent, wenn es entweder überschuldet oder illiquide ist. Um gezielt Ansatzpunkte für die Stabilisierung und Verbesserung des zukünftigen Ratings im Rahmen eines Ratingadvisory-Prozesses ableiten zu können, ist es sinnvoll aufzuzeigen, inwieweit das Rating bestimmt wird durch die Wahrscheinlichkeit von Überschuldung beziehungsweise die Wahrscheinlichkeit der Illiquidität. Beide potenzielle Insolvenzursachen haben offenkundig in vielen Fällen deutlich unterschiedliche Maßnahmen zur Konsequenz. Heute ist es noch oft festzustellen, dass eine Unterscheidung nach Überschuldungswahrscheinlichkeit und Illiquiditätswahrscheinlichkeit überhaupt nicht vorgenommen wird.

> 8. Zusammenfassung:

Zusammenfassend lässt sich folgendes Fazit ziehen: Das Rating ist für Unternehmen eine Visitenkarte und Grundlage für den Erfolg und die Wettbewerbsfähigkeit auf dem Kapitalmarkt und bestimmt damit den Finanzierungsrahmen und die Finanzierungsbedingungen. Für eine gezielte Steuerung des (zukünftigen) Ratings eines Unternehmens ist es notwendig, dass Klarheit über die Aussagefähigkeit eines «Corporate-Ratings» besteht. Das Rating beschreibt die Ausfallwahrscheinlichkeit eines Unternehmens, im Wesentlichen also die Insolvenzwahrscheinlichkeit und damit die Wahrscheinlichkeit für Überschuldung oder Illiquidität. Tatsächlich besteht heute hin-



sichtlich der inhaltlich klaren Interpretation einer Ratingnote jedoch meist wenig Transparenz. Im Rahmen von Ratinggutachten und Ratingadvisory-Leistungen ist es dringend zu empfehlen, dass hier mehr Klarheit geschaffen wird. Was sagt ein Rating tatsächlich aus? Wird das Rating erstellt unter Berücksichtigung des Informationsstandes, den auch ein Kreditinstitut hat, oder werden alle Informationen ausgewertet, über die die Unternehmensführung verfügt? Ist das Rating bezogen auf den jetzigen Zeitpunkt oder auf einen in der Zukunft liegenden Zeitpunkt? Wird die Ausfallwahrscheinlichkeit des jeweils nächsten Jahres ausgewertet (einjährige Ausfallwahrscheinlichkeit) oder die Ausfallwahrscheinlichkeit während der nächsten 5 Jahre? Basiert das Rating auf einem statistisch induktiven Modell, wie es Kreditinstitute verwenden, oder auf einem kausalen Erklärungsmodell (strukturellen Modell), das erforderlich ist, um nachvollziehbar alternative Maßnahmen zur Stabilisierung des zukünftigen Ratings abzuleiten³?

Es ist zu wünschen, dass Ratingadvisor und Ratinganalysten dazu beitragen, dass zukünftig mehr Klarheit hinsichtlich des zentralen Begriffs des «Ratings» besteht. Eine unklare Verwendung des Begriffs führt dazu, dass unter Umständen Aktivitäten beim Unternehmen initiiert werden, die nicht im Interesse des jeweiligen Unternehmens sind.

Literaturverzeichnis:

- Baseler Ausschuss für Bankenaufsicht, Überarbeitete Rahmenvereinbarung, Übersetzung der Deutschen Bundesbank, Internationale Konvergenz der Kapitalmessung und Eigenkapitalanforderungen, Randnummer 452-453, Juni 2004.
- Bemmann, M./Gleißner, W. (2007): Ansatzpunkte für die betriebswirtschaftliche Prüfung und Verbesserung von Ratingsystemen, in: Becker/Kastner (Hrsg.), Handbuch «Prüfung des Kreditgeschäfts», S. 179-217
- Gleißner, W. (2002): Wertorientierte Analyse der Unternehmensplanung auf Basis des Risikomanagements, in: Finanz Betrieb, Heft 7-8/2002, S. 417-427
- Gleißner, W. (2008): Grundlagen des Risikomanagements, München, 2008
- Gleißner, W./Füser, K. (2003): Leitfaden Rating, 2. Auflage, München
- Gleißner, W.; Leibbrand, F., 2004a, Der neue Ratingansatz, Bankmagazin, 03/2004, S. 38-39.
- Gleißner, W.; Leibbrand, F., 2004b, Indikatives Rating und Unternehmensplanung als Grundlage für eine Ratingstrategie, in Achleitner, A.-K.; Everling, O. (Hrsg), Handbuch Ratingpraxis, Gabler, Wiesbaden, S. 369-411.
- Hartmann-Wendels, T./Lieberoth-Leden, A./Mählmann, T./Zunder, I. (2006): Entwicklung eines Rating-Systems für mittelständische Unternehmen und dessen Einsatz in der Praxis, in: Gleißner/Everling (Hrsg.), Rating-Software, Welche Produkte nutzen wem?, Kapitel 1.6
- Serfling, K.; Badack, E.; Jeiter, V., 1996, Möglichkeiten und Grenzen des Credit Rating, in Büschgen, H.; Everling, O. (Hrsg.), Handbuch Rating, Wiesbaden, 629-655.
- Standard and Poor's (Hrsg.) (2006): «Annual 2005 Global Corporate Default Study and Rating Transitions», Global Fixed Income Research, The McGraw Hills Companies.

Fussnoten:

- 1 Bei Retail- und PSE-Forderungen kann die Aufsicht die 90-Tage-Frist für verschiedene Produkte bis auf 180 Tage erhöhen, falls dies den lokalen Gepflogenheiten entspricht. In einem Mitgliedsland legen lokale Gepflogenheiten eine Frist von bis zu 180 Tagen auch für Kredite an Unternehmen nahe; diese gilt für eine Übergangsfrist von 5 Jahren.
- 2 Siehe Gleißner, (2002) und Gleißner und Leibbrand (2004a, 2004b).
- 3 Ein Ratingadvisory könnte sich auch auf das Steuern eines statistisch abgeleiteten Bankenratings über Kennzahlenveränderungen beziehen. Bei Neuschätzungen der Ratinggleichungen können dadurch jedoch eingeleitete Ratingmaßnahmen obsolet werden.

Autor



Dr. Werner Gleißner ist Vorstand der FutureValue Group AG und hat Lehraufträge an der TU Dresden sowie an der European Business School inne. Er ist Mitglied im Vorstand des BdRA.
www.werner-gleissner.de



Dr. Frank Leibbrand ist Partner der FutureValue Group AG, forscht als Geschäftsführer am Institut für Angewandte Wirtschaftsforschung und Wirtschaftsberatung und lehrt an der Universität Bamberg.