

Die Rating-Systeme unabhängiger Agenturen am Beispiel von Standard & Poor's

Eine Einführung von Dr. Wolfgang Irgl, Unternehmensberater, Wien

Über das Wesen des Ratings

Der Begriff Rating kann zweierlei bedeuten:

- (1) Eine Einschätzung der Wahrscheinlichkeit, daß ein Unternehmen fähig und willens ist, seine Zahlungsverpflichtungen vollständig und zeitgerecht zu erfüllen.
- (2) Das Verfahren zur Ermittlung obiger Einschätzung.

Ein Rating ist somit eine Aussage über das Kreditrisiko, das ein Gläubiger (eine Bank oder ein Investor) gegenüber einem Schuldner (Kreditnehmer, Emittenten) hat. Es ist der Versuch der Quantifizierung eines vornehmlich qualitativen Begriffes – der Bonität. Diese wiederum ist ein Ausdruck für das Vertrauen und die Glaubwürdigkeit eines Unternehmens. Das Rating ist daher umfassend und erstreckt sich auf das gesamte wirtschaftliche Umfeld eines Unternehmens, seiner spezifischen Geschäftschancen und -risiken, der finanzielle Lage und seiner Art der Unternehmensführung.

Das Rating ist der Versuch einer Quantifizierung eines äußerst komplexen Sachverhaltes mit mehrheitlich qualitativen Elementen. Zudem ist jedes Rating auch zukunftsorientiert d.h. es bildet eine Einschätzung über die zukünftige Entwicklung eines Unternehmens ab, einschließlich der gesamten Ungewißheitsproblematik, die eine derartige Zielsetzung mit sich bringt. Es gibt keine Formel, nach der ein Rating errechnet werden kann. Jede Rating-Entscheidung bedeutet immer auch eine subjektive Entscheidungsfindung auf einer Skala, die nicht kardinal, sondern ordinal¹ zu verstehen ist. Aussagen über

Ratings können daher sinnvollerweise nur mit den Begriffen ‚besser/schlechter‘ bzw. ‚größer/kleiner‘ erfolgen. Die Skalenabstände auf einer Ratingskala sind fließend, nicht definiert und daher mathematisch nur eingeschränkt darstellbar.

Zur historischen Entwicklung

Rating-Systeme und -verfahren weisen eine bereits hundertjährige Geschichte auf. Das Rating entstand aus der Notwendigkeit zur Standardisierung der Risikoeinstufung von Kapitalmarktprodukten. Nur so können Finanzinstrumente auf organisierten Kapitalmärkten gehandelt werden. Unabhängige Ratingagenturen haben sich in den USA gebildet, weil gerade dort schon frühzeitig die höchst entwickelten Kapitalmärkte entstanden und objektive Kapitalmarktinformation zu einer *conditio sine qua non* für das Funktionieren dieser Märkte wurde.

Zu Beginn des vorigen Jahrhunderts entwickelten sich in den USA die drei bedeutendsten Ratingagenturen. Sie sind heute weltweit in mehr als 110 Ländern tätig und haben die Standards für das Kapitalmarktrating gesetzt: Moody's Investors Service, Standard & Poor's Ratings Services (S&P) und Fitch IBCA. Moody's erteilt seit 1909, Fitch seit 1922 und Standard & Poor's seit 1923 regelmäßige Ratings. Diese drei Agenturen gehören zu den von der amerikanischen Börsenaufsichtsbehörde (SEC, Securities and Exchange Commission) anerkannten und ge-

Skalen nicht definiert sind. Ordinale Skalen können daher nur eine Rangordnung der einzelnen Punkte wiedergeben (im Sinne von größer/kleiner, höher/niedriger, besser/schlechter). Die Aussage, um wieviel höher oder größer ein Meßergebnis ist, ist in ordinalen Meßsystemen wie den Rating-Systemen nicht möglich.

¹ Ordinale Meßskalen sind dadurch charakterisiert, daß die Abstände zwischen den einzelnen Punkten auf diesen

nehmigten Ratingagenturen. Jedes Unternehmen, dessen Anteile an der New Yorker Aktienbörse (NYSE) gehandelt werden, muß regelmäßige Ratings einer dieser drei Agenturen vorweisen können.

Es gibt kaum europäische Ratingagenturen. Besonders rückständig innerhalb der entwickelten Industriestaaten ist der deutschsprachige Raum. Deutsche Agenturen gibt es erst seit dem Ende des vorigen Jahrhunderts. Es ist nicht überraschend, daß keine dieser Agenturen internationales Ansehen vorweisen kann. Auf den Kapitalmärkten spielen daher nur die drei US-amerikanischen Agenturen eine Rolle.

Rating und Basel II

Im Rahmen der Neuen Baseler Eigenkapitalübereinkunft („Basel II“) haben die Rating-Systeme und –Verfahren der externen Agenturen eine neue Bedeutung erlangt: sie wurden zum Vorbild für eigene bankinterne Rating-Systeme, die die Banken in Zukunft verpflichtend bei der Kreditvergabe anwenden müssen. Schon nach Basel I mußten Banken für Kredite an Nichtbanken unabhängig von der jeweiligen Bonität 8% des Kreditvolumens durch Eigenkapital decken (Mindestanforderung an die Eigenkapitalunterlegung). Nach dem Basel II Akkord soll nun die Eigenkapitalunterlegung nach der Bonität variieren. Dabei hat man sich bereits auf eine vorläufige Gewichtung von externen Ratingeinstufungen geeinigt².

Das Grundkonzept der Risiken- und Rating-Hierarchie nach S & P bzw. Moody's

Das Rating bewertet die Zukunftsaussichten eines Unternehmens. Konkret wird dabei das Gesamtrisiko in Teilrisiken gegliedert, die in einer hierarchischen Struktur zueinander stehen. Das Konzept geht davon aus, das jedes Unter-

² Beispielsweise sind im Standardansatz alle S&P-Ratings von AAA bis AA- mit 20 % zu gewichten, während Ratings von A+ bis A- mit 50 % und jene von BBB+ bis BB- mit 100 % zu gewichten sind. Alle schlechteren Ratings sind mit 150 % zu gewichten.

nehmen zu einem Land und zu einer Branche gehört. Auf oberster Ebene steht daher das Länderrisiko. Darunter folgt das Branchenrisiko und danach kommen das individuelle Unternehmensrisiko, das sich wieder in ein Geschäfts- und ein Finanzrisiko gliedert.

(1) Das Länderrisiko.

Es bildet den Ausgangspunkt jeder Bonitätsanalyse von Ratingagenturen. Ein Unternehmen (bzw. Emittent) wird zunächst im Zusammenhang mit dem gesamtwirtschaftlichen und politischen Umfeld seines Domizilstaates gesehen. Die Agenturen haben hier das Konzept des „sovereign ceilings“ entwickelt. Das unternehmensspezifische Rating kann demnach nicht höher sein als das Rating jenes Landes, in welchem das betreffende Unternehmen domiziliert ist. Nach diesem Konzept ist das Länderrating die Obergrenze aller Ratings für Unternehmen bzw. Emittenten aus dem betreffenden Staat. Das Länderrating bezieht sich auf in Fremdwährung denominierte Schuldtitel und bewertet die Frage, ob und inwieweit der betreffende Schuldner rechtzeitig und uneingeschränkt die zur Erfüllung der Zahlungsverpflichtungen erforderlichen Devisen beschaffen kann. Dadurch wird de facto Wille und Fähigkeit der betreffenden Zentralbank und damit der Regierung bewertet, die erforderlichen Devisen rechtzeitig zur Verfügung zu stellen. Somit ist das Länderrisiko Ausdruck des Transferrisikos. Aber auch die politische Lage sowie Art, Zielsetzung und Effektivität wirtschaftspolitischer Strategien fließen in die Beurteilung des Länderrisikos ein.

(2) Das Branchenrisiko

Jedes Unternehmen gehört einer Branche an und unterliegt den spezifischen wirtschaftlichen Bedingungen des betreffenden Wirtschaftszweiges. Die Einschätzung des wirtschaftlichen Umfeldes eines Unternehmens steht am Anfang einer jeden Rating-Analyse. Die Untersuchung konzentriert sich auf die Entwicklungsaussichten des Wirtschaftszweiges und seiner speziellen Wettbewerbsbedingungen. Beurteilt werden: Wachstumsaussichten, Stabilität, Konjunkturabhängigkeit, Anfälligkeit gegenüber dem technologischen Wandel, Grad der Regulierung, Gewerk-

schaftseinflüsse, Wettbewerbslage, Kapitalintensität etc. Die Rahmenbedingungen des Wirtschaftszweiges setzen auch gewisse Prioritäten bei der Darstellung des unternehmensspezifischen Risikos. Bei wettbewerbsintensiven Branchen wird man auf die Einschätzung der Marktposition Wert legen, während bei kapitalintensiven Branchen wieder die Angemessenheit des Cash-flows wichtig ist und bei konjunkturabhängigen Branchen die Höhe der Eigenkapitalquote.

So wie das Länderrisiko eine Obergrenze darstellt, deckelt auch das Branchenrisiko das individuelle Unternehmensrisiko. Das bedeutet, daß das Rating eines Unternehmens bzw. Emittenten nicht besser sein kann als das Rating der Branche, der das Unternehmen zugehört und daß letztlich alle Ratings durch das Länderrating gedeckelt werden. Das Branchenrating ist daher Ausdruck der spezifischen Markt- und Branchencharakteristik.

(3) Das Unternehmensrisiko

Das Risiko eines spezifischen Unternehmens kommt im Unternehmens- bzw. Emittentenrating zum Ausdruck. Als ein wichtiger Aspekt für Standard & Poor's wird die Unternehmensphilosophie bzw. Unternehmenspolitik in Bezug auf die finanziellen Risiken gesehen. Aus diesem Grund sieht man zwei Komponenten, in die das unternehmerische Gesamtrisiko zerfällt:

- (a) Geschäftsrisiko
- (b) Finanzrisiko.

Geschäfts- und Finanzrisiko werden als miteinander eng verwoben und in gegenseitiger Wechselbeziehung betrachtet. Ein Unternehmen mit einem gut entwickelten Geschäftsprofil wird weniger starke finanzielle Vorkehrungen benötigen. Andererseits wird ein Unternehmen mit einem schwachen Geschäftsprofil ein eher robustes Finanzprofil erfordern. Das bedeutet, daß nach S & P ein Unternehmen in dieser Lage keine aggressive Finanzpolitik betreiben sollte. Dieser Zusammenhang läßt sich folgendermaßen veranschaulichen:

Wechselbeziehung zwischen Geschäfts- und Finanzrisiko			
Geschäftsprofil	Finanzprofil		
	stark	mittel	schwach
stark	A	BBB	BB
mittel	BBB	BB	B
schwach	BB	B	CCC

Quelle: Standard & Poor's

Nach dieser Tabelle ist ein Unternehmen mit einem starken Geschäftsprofil aber einem nur mittlerem Finanzprofil gleich einzustufen wie ein Unternehmen mit einem nur mittleren Geschäftsprofil aber einem starken Finanzprofil (BBB).

(a) Die Analyse des Geschäftsprofils muß drei Grundfragen beantworten:

(1) Wie steht das Unternehmen innerhalb der Branche und relativ zum Branchendurchschnitt? Folgende Faktoren spielen zur Beantwortung dieser Frage eine Rolle: Marktgröße, -struktur, Wachstumspotential, konjunkturelle Abhängigkeit (Zyklizität), Charakteristik des Wettbewerbs, Investitionserfordernisse, Tempo des technologischen Wandels, operatives Risiko, Grad des öffentlichen Einflusses und der Regulierung.

(2) Wie ist seine relative Wettbewerbsposition? Hiezu zählen die Schlüsselerfolgsfaktoren der betreffenden Geschäftseinheiten, Höhe der Marktanteile und die Fähigkeit, diese zu halten oder auszubauen, Fähigkeit zur Beeinflussung der operativen Margen (Preispolitische Autonomie, Preisführerschaft, Kostenführerschaft). Weitere Aspekte sind Diversifikation und Konzentration. Zunächst: Unternehmen mit sehr breitem und vor allem auch branchenübergreifenden Leistungsprogrammen sind heute an den Kapitalmärkten nicht mehr gefragt³. Dennoch:

³ Diese Art von Risikodiversifikation wird nicht mehr als Aufgabe von Konzernen angesehen, sondern von institutionellen Investoren. Unternehmen müssen sich auf jene Bereiche konzentrieren, wo sie relative Stärken aufweisen (Fokussierungsstrategie).

eine gewisse Diversifikation und zwar nicht nur im Leistungsprogramm ist zur Beschränkung des Geschäftsrisikos erforderlich. Abhängigkeiten und hohe Konzentration erhöhen des Geschäftsrisiko erheblich (Unternehmen mit nur einem einzigen Umsatzrenner, wenigen Kunden, nur einigen Lieferanten, nur eine einzige Produktionsstätte etc.). Auch die Unternehmensgröße ist von Bedeutung. Sie ist nämlich ein Indiz für Diversifizierungsmöglichkeit und Wettbewerbsfähigkeit. Kleine Unternehmen weisen im allgemeinen eine geringere Flexibilität auf. Bei diversifizierten Unternehmen mit organisatorisch abgegrenzten strategische Geschäftseinheiten analysiert und beurteilt Standard & Poor's die einzelnen Geschäftsbereiche getrennt

(3) Wie gut ist das Management des Unternehmens? Das Management wird am Erfolg und an seiner Risikobereitschaft gemessen. Letztere wird als Element der Finanzpolitik in der Beurteilung des Finanzrisikos gewichtet. Folgende Aspekte seien hier genannt: Unternehmensstrategie, Leistungsvergleich, Steuerungssysteme, Steuerungsinstrumente, Informationssysteme, Nachfolgeplanung. Strategische und operative Pläne werden im Hinblick auf ihre Realitätsnähe analysiert. Ein wichtiger Maßstab für die Einschätzung der Glaubwürdigkeit und Kontinuität eines Managements ist der Grad an Zielerreichung. Die Glaubwürdigkeit der Unternehmenspolitik des Managements wird um so wichtiger im Falle von Ausnahmesituationen und bei Umstrukturierungserfordernissen.

Spezielles Augenmerk wird in diesem Zusammenhang auf mögliche organisatorische Schwierigkeiten gelegt. Indikatoren für solche potentiellen Probleme sind beispielsweise: Abhängigkeit der Organisation von nur einer Person (die möglicherweise auch schon bald in den Ruhestand geht), Finanzfragen werden als nicht sehr relevant angesehen, der Übergang vom Familienbetrieb zur professionellen Unternehmensführung steht noch bevor, die Handlungsmöglichkeiten des Managements werden durch die Eigentümer stark eingeschränkt, Organisation widerspiegelt nicht oder nur sehr unklar die Unternehmensstrategie, zu viele Veränderungen in relativ kurzer Zeit.

Jede der drei obigen Ebenen wird nach der folgenden Skala eingestuft:

Einstufung der einzelnen Ebenen des Geschäftsrisikos	
AAA, AA	Erheblich über dem Durchschnitt
A	Überdurchschnittlich
BBB	Durchschnittlich
BB	Unterdurchschnittlich
B	Erheblich unter dem Durchschnitt
CCC	Schwach

(b) Die Analyse des Finanzprofils untersucht die folgenden Bereiche:

(1) Qualität des Rechnungswesens. Die Daten des Rechnungswesens werden vor allem im Hinblick auf eine Vergleichbarkeit mit Wettbewerbern überprüft. Wichtig sind hier: Bilanzpolitik und Bilanzierungspraxis, angewendete Bilanzierungsregeln (HGB, IFRS/IAS, US-GAAP), Periodenabgrenzung, Zeitpunkt der Ertragsrealisierung, Bewertung immaterieller Vermögensgegenstände, wirtschaftliche Nutzungsdauer und Abschreibungsmethoden, Methoden der Wareneinsatz bzw. Vorratsbewertung, Ansatz von Rückstellungen, Bilanzierung und Behandlung derivativer Firmenwerte, Behandlung nicht bilanzwirksamer Finanzinstrumente (Leasing, Forderungsverbriefung).

(2) Finanzpolitik. Diese bringt die Risikoneigung des Unternehmens zum Ausdruck, insbesondere sein Verhältnis zum Verschuldungsgrad und zum Grad der Fristeninkongruenz von aktiven und passiven Bilanzpositionen. Die folgenden Kennzahlen werden bewertet: Höhe der Verschuldung und seine Deckung, Verschuldungsgrad, Liquidität, Bereitschaft zur Eigenkapitalaufnahme, Ausschüttungspolitik, Bereitschaft zu Übernahmen bzw. Abwehr von versuchten Übernahmen.

(3) Rentabilität (ROI⁴). Das zukünftige Gewinnpotential wird als wichtiger Faktor zur Bonitätsbestimmung angesehen. Analysiert werden sowohl historische als auch Plandaten. Folgende Kennzahlen dienen zur Messung der Rentabilität: Umsatzrendite, Rendite auf das eingesetzte Kapital (ROCE⁵), ROCE der einzelnen strategischen Geschäftseinheiten, Zinsdeckungskennzahlen wie EBIT⁶/Zinsaufwand oder EBITDA⁷/Zinsaufwand. Die Zinsdeckung gibt Auskunft darüber, inwieweit ein Unternehmen in der Lage ist, aus dem operativen Geschäft einer Periode den auf die selbe Periode entfallenden Zinsaufwand zu decken. Dabei sind Ergebnisse von kleiner als 1 als äußerst bedenklich einzustufen.

(4) Kapitalstruktur. Die Kapitalstruktur gibt Auskunft darüber, in welchem Ausmaße ein Unternehmen Fremdkapital zur Finanzierung seines Geschäftes einsetzt (Leverage). Je höher die Verwendung von Fremdfinanzierungsinstrumenten, um so höher der Verschuldungsgrad eines Unternehmens. Je höher der Verschuldungsgrad, um so höher ist auch das Finanzrisiko und um so schwächer das Finanzprofil eines Unternehmens. Im Rahmen der Leverage-Analyse wird der Verschuldungsgrad folgendermaßen bestimmt:

- a. Fremdkapital/(Fremdkapital + Eigenkapital zu Buchwerten)
- b. Fremdkapital/(Fremdkapital + Eigenkapital zu Marktwerten)⁸

⁴ Return on Investment = Gesamtkapitalrentabilität.

⁵ Return on Capital Employed = Rentabilität des eingesetzten Kapitals.

⁶ Earnings before Interest and Taxes. Entspricht dem operativen Ergebnis (Betriebsergebnis) bzw. dem Gewinn vor Steuern und vor dem Finanz- und dem außerordentlichen Ergebnis.

⁷ Earnings before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization. Operatives Betriebsergebnis vor planmäßigen Abschreibungen auf Anlagevermögen und Firmenwerte.

⁸ Üblicherweise wird als Marktwert die Börsenkapitalisierung (sofern anwendbar) herangezogen. Allerdings ist die Anwendung der Börsenkapitalisierung problematisch, weil jedes größere Börsengeschäft den Kurs eines Titels und somit die Börsenkapitalisierung wieder beeinflusst.

c. (Bilanziertes + nicht bilanziertes Fremdkapital) / (Bilanziertes + nicht bilanziertes Fremdkapital + Eigenkapital zu Buch- oder Marktwerten)⁹.

Schließlich wird das Finanzrisiko auch noch durch die Zusammensetzung der Vermögenswerte nach dem Grad ihrer Liquidierbarkeit beeinflusst¹⁰.

(5) Nachhaltigkeit des Cash-flows. Mit dem Cash-flow wird die Rückzahlungsfähigkeit von Verbindlichkeiten eines Unternehmens dargestellt. Im Rahmen eines Ratings ist daher der Cash-flow eine ganz bedeutende Kennzahl. Da der Finanzierungsbedarf eines Unternehmens ja nicht auf die Bedienung von Krediten beschränkt ist muß jede Cash-flow-Analyse untersuchen, inwieweit neben bestehenden Kapitalbedarfen auch eine Fremdkapitalbedienung bzw. eine weitere Fremdkapitalaufnahme überhaupt möglich ist. Folgende Kennzahlen werden hier herangezogen:

- a. Brutto-Cash-flow¹¹/(bilanziertes + nicht bilanziertes Fremdkapital)
- b. EBITDA/Zinsaufwand
- c. (Freier Cash-flow¹² + Zinsaufwand)/Zinsaufwand

⁹ Im Unterschied zu bankinternen Ratings spielen bei Agenturratings außerbilanzielle Vorgänge eine Rolle und werden bei der Kennzahlenberechnung berücksichtigt. Beispielsweise werden nach HGB bilanzunwirksame Finanzierungen rückgerechnet und in die Leverage-Analyse einbezogen. Das betrifft Leasing-Verträge, Garantien, Bürgschaften, Langzeitlieferverträge und Verbindlichkeiten aus Abnahmeverträgen, Forderungsverbriefungen und Factoring sowie sonstige Eventualverbindlichkeiten. Hierher gehören auch Verpflichtungen, die aus der Beteiligung an nicht konsolidierten assoziierten Beteiligungsunternehmen resultieren.

¹⁰ Beispielsweise lassen Vermögensgegenstände mit einem niedrigen Grad an Liquidierbarkeit auch nur einen niedrigen Verschuldungsgrad zu.

¹¹ Der Brutto-Cash-flow ergibt sich aus der Rückrechnung sämtlicher nicht liquiditätswirksamen Aufwendungen und Erträge einer Periode zum Reingewinn. Dazu zählen insbesondere die Abschreibungen auf Anlagevermögen und die Zuführungen an langfristige Rückstellungen.

¹² Jener Teil des Cash-flows, der sich nach Berücksichtigung der Veränderungen des Working Capitals (=Umlaufvermögen abzüglich kurzfristige Verbindlichkeiten) und von Investitionsausgaben (Capital Expenditure) ergibt.

- d. $(\text{Freier Cash-flow} + \text{Zinsaufwand}) / (\text{Zinsaufwand} + \text{Tilgungsverpflichtung der Periode})$
- e. $\text{Fremdkapital} / \text{Freier Cash-flow}$
- f. $\text{Brutto Cash-flow} / \text{Investitionsbedarf}$

(6) Finanzielle Flexibilität. Sie stellt den Handlungsspielraum eines Unternehmens unter finanzieller Anspannung dar. Folgende Faktoren beeinträchtigen die finanzielle Flexibilität: schwere Rechtsstreitigkeiten, ungenügende Versicherungsdeckung, Umweltschutzaufgaben, Pensionsverpflichtungen, hoher Grad der Abhängigkeit von Banken, restriktive Bestimmungen in Kreditverträgen. Sie wird verbessert durch: Zugangsmöglichkeit zu den organisierten Kapitalmärkten, gute Verbindungen zu anderen Unternehmen, hoher Grad an Liquidierbarkeit von Vermögensgegenständen, Unternehmensgröße.

Die entscheidenden Finanzkennzahlen zur Beurteilung des Finanzrisikos nach Standard & Poor's sind die Zinsdeckungskennzahlen auf EBIT- und EBITDA-Basis, Cash-flow-Zahlen zu Fremdkapital, EBIT-Rendite, EBITDA-Marge, sowie Fremdkapitalquoten.

Die acht Finanzkennzahlen nach Standard & Poor's		
1	Zinsdeckung (EBIT Interest Coverage)	$\text{EBIT} / \text{Zinsaufwand (ohne Saldierung)}^{13}$
2	Zinsdeckung (EBITDA Interest Coverage)	$\text{EBITDA} / \text{Zinsaufwand (ohne Saldierung)}^{14}$
3	Brutto-Cash-flow zu Fremdkapital (Funds from Operations/ Total Debt (%))	$\text{Brutto-Cash-flow} * 100 / \text{Fremdkapital}$

Das ist jener Betrag, der zur Fremdkapitaltilgung und Ausschüttung an die Anteilseigner zur Verfügung steht.

¹³ Der Zinsaufwand einer Periode wird nicht mit Zinserträgen der selben Periode saldiert.

¹⁴ Zinsaufwand wie bei EBIT-Zinsdeckung.

4	Freier Cash-flow zu Fremdkapital (Free Operating Cash-flow/Total Debt (%))	$\text{Freier Cash-flow} * 100 / \text{Fremdkapital}$
5	Vorsteuer-Kapitalrendite (Pre-tax Return on Capital(%))	$\text{EBIT} * 100 / \text{durchschnittliche Kapitalbindung}^{15}$
6	Operatives Ergebnis vor Abschreibungen zu Umsatz (Operating Income/Sales (%))	$\text{EBITDA} * 100 / \text{Umsatz}$
7	Langfristiges Fremdkapital/Gesamtkapital (Long-Term Debt/Capital (%))	$\text{Langfristiges Fremdkapital} * 100 / \text{Gesamtkapital}$
8	Fremdkapitalquote (Total Debt/Capital (%))	$\text{Fremdkapital} * 100 / \text{Gesamtkapital}$

Jede der obigen Beurteilungsebenen des Finanzrisikos wird nach der folgenden Skala eingestuft:

Einstufung der einzelnen Beurteilungsebenen des Finanzrisikos	
AAA, AA	sehr vorsichtig (konservativ)
A	vorsichtig
BBB	gemäßigt (moderat)
BB	risikobewußt
B	sehr riskant
CCC	notleidend

¹⁵ Durchschnitt (Anfangs- und Endbestand) aus verzinslichen Verbindlichkeiten, latenten Steuern und Eigenkapital, plus während des Geschäftsjahres durchschnittlich in Anspruch genommene Kredite, die am Jahresende nicht mehr existierten.

Wie bereits erwähnt betrachtet Standard & Poor's das Finanzrisiko immer auch im Zusammenhang mit den Geschäftsrisiko: ein Unternehmen mit einem starken Geschäftsprofil (starke Wettbewerbsposition, gute Geschäftsaussichten) und stabilem Cash-flow kann sich bei sonst gleichem Rating ein schwächeres Finanzprofil leisten (d.h. zusätzliche finanzielle Risiken eingehen). Damit lassen sich relative Schwächen in einem Bereich durch Stärken im anderen Bereich ausgleichen. Die folgenden beiden Tabellen zeigen die Richtwerte nach Standard & Poor's für die beiden Kennzahlen Brutto-Cash-flow zu Fremdkapital und die Fremdkapitalquote.

Standard & Poor's Richtlinien für Brutto-Cash-flow/Fremdkapital (%) ¹⁶					
Geschäftsrisikoprofil	Ratingkategorie				
	AAA	AA	A	BBB	BB
hervorragend	80	60	40	25	10
überdurchschnittlich	150	80	50	30	15
durchschnittlich		105	60	35	20
unterdurchschnittlich			85	40	25
anfällig				65	45

Quelle: Standard & Poor's

Interpretation: Wie gut die obige Kennzahl auch immer sein mag, Unternehmen mit nur durchschnittlichem Geschäftsprofil können niemals ein AAA-Rating erhalten. Desgleichen können Unternehmen mit unterdurchschnittlichem Geschäftsprofil kein AA-Rating erhalten. Ein Unternehmen mit einer 60%-Kennzahl und einem durchschnittlichen Geschäftsprofil wird unter A eingestuft. Um in AA zu kommen, müsste es einen Cash-flow von mindestens 105 % des Fremdkapitals erreichen¹⁷.

¹⁶ Gilt für US-Industrieunternehmen

¹⁷ Durch Erhöhung des Cash-flows und/oder Verminderung des Fremdkapitals.

Standard & Poor's Richtlinien für die Fremdkapitalquote (%) ¹⁸					
Geschäftsrisikoprofil	Ratingkategorie				
	AAA	AA	A	BBB	BB
hervorragend	30	40	50	60	70
überdurchschnittlich	20	25	40	50	60
durchschnittlich		15	30	40	55
unterdurchschnittlich			25	35	45
anfällig				25	35

Quelle: Standard & Poor's

Interpretation: Ein hervorragendes Unternehmen (nach dem Geschäftsprofil) wird bei einer 70%igen Fremdkapitalquote nur unter BB eingestuft. Es könnte unter AAA eingestuft werden, würde es seinen Fremdkapitalanteil auf mindestens 30 % reduzieren.

Besonderheiten bei der Ermittlung der anzuwendenden Finanzkennzahlen bei Standard & Poor's

Die unabhängigen Ratingagenturen versuchen mit ihren Analysen, die Bonität eines Unternehmens möglichst fair darzustellen, insbesondere im Vergleich mit anderen Unternehmen. Dazu gehört selbstverständlich die Bewertung der Kapitalstruktur. Offizielle Bilanzen sind oft nur eine bedingte Hilfe dafür, weil derzeit noch hauptsächlich nach den auf den Gläubigerschutz ausgerichteten Bewertungsvorschriften des Handelsrechtes erstellt wurden¹⁹.

Wesentlich für Standard & Poor's ist der wirtschaftliche Wert eines Vermögensgegenstandes, der sich aus seiner Rentabilität ergibt. Dabei ist es unwesentlich, wie der Vermögensgegenstand

¹⁸ Gilt für US-Industrieunternehmen

¹⁹ Ab 2005 müssen alle an einer Börse notierten EU-Unternehmen zwingend Jahresabschlüsse nach dem auf Investoren und Kapitalmärkte ausgerichteten Bilanzierungsregeln nach IFRS/IAS erstellen. In weiterer Folge wird IFRS auch zum Bilanzierungsstandard für alle Unternehmen werden.

im Rechnungswesen bewertet und verbucht wurde. Wichtig ist natürlich der Marktwert, insgesamt betrachtet also der Marktwert des Eigenkapitals. Aber auch hier ist große Vorsicht geboten. Viele Unternehmen entziehen sich der Möglichkeit einer objektiven Marktbewertung. Aber auch Aktienmärkte liefern nur eine bedingte Orientierung, weil sie grundsätzlich auf Ertragserwartungen ausgerichtet sind und kurzfristig äußerst volatil sein können. Jedenfalls hängt die Bonität eines Unternehmens nicht unbedingt davon ab, ob wieder ein neuer Krieg vor der Tür steht oder ob man irgendwo in Asien erneut mit einer noch ungekannten Epidemie kämpfen muß.

Auf alle Fälle werden sog. bilanzunwirksame Transaktionen und ‚Off-Balance Sheet Items‘²⁰ für Zwecke der Leverage-Analyse entsprechend berücksichtigt. Dazu zählen insbesondere:

- Verbindlichkeiten aus Leasing-Verträgen.
- Schuldverhältnisse aus Beteiligungen, die nicht voll konsolidiert wurden.
- Eventualforderung/-verbindlichkeiten bzw. nicht bilanzierte Rückstellungen.
- Gegebene und erhaltene Garantien und Bürgschaften.
- Langzeitlieferverträge mit unbedingter Zahlungsverpflichtung.
- Übertragene, verbriefte oder verkaufte Forderungen.

Im Unterschied zu Banken²¹, können somit liquiditätsschaffende Finanzierungsmaßnahmen wie Leasing, Factoring oder ABS nicht zu Steuerung des Ratings unabhängiger Agenturen genutzt werden.

²⁰ Hier handelt es sich um Eventualforderungen und –verpflichtungen und um Vorgänge, für die sich zwar aufgrund derzeit geltender handelsrechtlicher Vorschriften keine Bilanzierungsverpflichtung ergibt, die aber de facto wesentliche Auswirkungen auf die tatsächliche Kapitalstruktur und damit die Bonität des Unternehmens haben können.

²¹ Die Bank Austria-Creditanstalt AG anerkennt sowohl das Leasing als auch das Factoring als Maßnahmen zur Verbesserung des Bilanzbildes. Das Rating-System der österreichischen Raiffeisengruppe anerkennt Factoring aber nicht Leasing als ‚bilanzschonende‘ Finanzierungsmaßnahme.

Hybride Kapitalformen werden eher restriktiv behandelt. Man untersucht den Eigen- bzw. Fremdkapitalcharakter eines Instrumentes sehr genau und ordnet die Position bei Überwiegen von Merkmalen, die einen Fremdkapitalcharakter kennzeichnen, auch dem Fremdkapital zu. Das kann auch spezielle mit deutlichen Fremdkapitalmerkmalen gestaltete Vorzugsaktien betreffen.

Die Ratingskalen der Agenturen

Die Ratingskalen sind mit Einschluß der Stufe Zahlungsverzug (D) 22-stufig. Ihre Definitionsinhalte der einzelnen Agenturen sind im wesentlichen identisch. Nur die Rating-Symbole, also die Nomenklaturen, sind unterschiedlich. Die Skalen gliedern sich in zwei große Bereiche²², die als **Investment Grade** (von AAA bis BBB-) und als **Speculative Grade** (von BB+ bis D) bezeichnet werden. Investment Grade sind alle Bonitätsklassen mit relativ geringem Risiko. **Speculative Grade** sind jene Bonitätsklassen, die keinesfalls als sichere Kapitalanlage betrachtet werden können und erhebliche bereits eingetretene (D) oder latente Risiken mit sich bringen.

Ratingskalen sind ordinal. Das heißt, sie lassen einzig die Darstellung von Rangordnungen zu und können damit nur „Besser/Schlechter“-Beziehungen ausdrücken wie z.B. ein höheres Rating eines Schuldners bedeutet für einen Gläubiger ein geringeres Risiko als jenes, das ein Schuldner mit einem niedrigerem Rating mit sich bringt. Mehr kann nicht ausgesagt werden, insbesondere kann keine Aussage darüber getroffen werden, um wieviel dieses Risiko geringer oder größer ist. Die Abstände auf einer ordinalen Skala gelten als nicht definiert. Genau das ist das entscheidende Unterscheidungsmerkmal zu kardinalen Maßskalen. ■

Februar 2004

²² Diese Unterscheidung wurde nicht von den Rating-Agenturen erfunden, sondern gehört zur Terminologie der Aufsichtsbehörden.

Übersicht der Ratingklassen und der verwendeten Symbole²³

	Moody's	S & P	Fitch	Definition
Investment Grade	Aaa	AAA	AAA	Höchstes Rating. Außergewöhnlich gut. Geringstes Ausfallrisiko.
	Aa1	AA+	AA+	Hohe Qualität. Fähigkeit des Schuldners, Verpflichtungen zu erfüllen, ist sehr gut.
	Aa2	AA	AA	
	Aa3	AA-	AA-	
	A1	A+	A+	Die Fähigkeit des Schuldners, seine Verpflichtungen zu erfüllen, ist nach wie vor gut. Unternehmen ist schon etwas anfälliger gegenüber Veränderungen.
	A2	A	A	
	A3	A-	A-	
	Baa1	BBB+	BBB+	Es ist wahrscheinlich, daß nachteilige Veränderungen der Bedingungen die Fähigkeit des Schuldners, seinen Verpflichtungen zu entsprechen, vermindern.
	Baa2	BBB	BBB	
Baa3	BBB-	BBB-		
Speculative Grade	Ba1	BB+	BB+	Größere Unsicherheiten, daß Schuldner aufgrund nachteiliger Bedingungen seine Verpflichtungen erfüllen kann.
	Ba2	BB	BB	
	Ba3	BB-	BB-	
	B1	B+	B+	Stärker anfällig für Zahlungsverzug. Geringe Sicherung von Zins und Tilgung.
	B2	B	B	
	B3	B-	B-	
	Caa1	CCC+	CCC+	Anfällig für Zahlungsverzug. Erfüllung unwahrscheinlich bei ungünstigen wirtschaftlichen Bedingungen.
	Caa2	CCC	CCC	
	Caa3	CCC-	CCC-	
	Ca	CC	CC	Stark anfällig für Zahlungsverzug.
	C	C	C	Niedrigste Qualität. Geringster Anlegerschutz. In akuter Gefahr des Zahlungsverzuges ²⁴ .
		D/SD ²⁵	DDD	Eingetretener Zahlungsverzug ²⁶ .
			DD	Erwartete Rückzahlungsquote bis 50 % (nur Fitch)
		D	Erwartete Rückzahlungsquote unter 50 % (nur Fitch)	

²³ Die hier beschriebenen Ratingklassen betreffen langfristige Ratings. Die Nomenklatur kurzfristiger Ratings weicht davon ab, steht allerdings in direkter Beziehung zu den langfristigen Ratings, von denen sie abgeleitet werden. Kurzfristige Ratings spielen bei der Beurteilung von Geldmarktinstrumenten (z.B. Commercial Papers) eine Rolle.

²⁴ Bei Moody's bereits Zahlungsverzug, da Moody's die Klasse ‚D‘ (Default) gar nicht kennt.

²⁵ Standard & Poor's vergibt auch das Rating SD für ‚selective default‘. Es wird angewendet, wenn ein Schuldner bezüglich einer oder mehrerer Emissionen in Verzug gerät, gleichzeitig aber andere Emissionen ordnungsmäßig bedient.

²⁶ Bei Fitch IBCA mit unterschiedlichen Erwartungen für die Rückzahlungsquoten (DDD: erwartete Rückzahlungsquote bis zu 90 %, DD bis zu 50 % und D unter 50 %).