

## Das Rating der Zukunft – von der Retrospektive zur Perspektive

Spätestens seit der Finanzkrise ist das Thema Rating in aller Munde. Insbesondere die Prozyklizität von Basel II wurde seit 2008 allen Beteiligten schmerzhaft klar. Die Finanzkrise machte auch mehr als deutlich, dass aus den Erfahrungen der Vergangenheit nur sehr bedingt Schlüsse auf die Zukunft gezogen werden können. Insbesondere bei Ratingsystemen, die überwiegend auf historischen Reihen basieren, wurde die Notwendigkeit von fundamentalen Veränderungen klar. Dies hat dazu geführt, dass die Methodiker entsprechende neue Ratingmodelle entwickelt haben.

### Die Ratingverfahren vor der Finanzkrise

Das PD-Rating (Probability of Default – Ausfallwahrscheinlichkeit) setzt sich aus mehreren Komponenten zusammen. In aller Regel wird zunächst die wirtschaftliche Situation eruiert. Hierzu werden die Jahresabschlussdaten (§ 18 KWG) entsprechend analysiert. Eventuell liegen auch unterjährige Zahlen vor, die bereits einfließen können. Danach werden die Potenziale des Darlehensnehmers beleuchtet. Hier wird das Marktumfeld, in dem sich der Kunde bewegt, untersucht, um die Wettbewerbsposition festzustellen. Weiterer wichtiger Aspekt ist das Management. Dieses ist Dreh- und Angelpunkt für das Wohl und Wehe eines jeden Unternehmens. Schließlich sind in jedem Fall noch die Produkte kritisch zu hinterfragen.

Dritter „Prüfungsblock“ ist die Branche. Auch hier ist zunächst die aktuelle Lage der Branche im wirtschaftlichen Umfeld zu fixen. Anschließend werden volkswirtschaftliche Daten über die weitere Entwicklung herangezogen und bewertet. Letzter Punkt ist die Prüfung der Konzernbeziehungsweise Gruppenzugehörigkeit. Hier spielt insbesondere der Grad der Integration eine Rolle. Je stärker das Un-

ternehmen von der Konzernmutter beziehungsweise von anderen Tochterunternehmen abhängig ist, desto mehr ist auf den Konzern zu referenzieren.

Die vorgenannten Parameter sind zu gewichten und münden dann in eine Ratingstufe, die mit einer Ausfallwahrscheinlichkeit korrespondiert. Damit ist regelmäßig der erste Teil der Ratingeinstufung abgeschlossen. Anschließend wird das EL-Rating (Expected Loss – erwarteter Verlust) ermittelt. Hier werden dann unter anderem noch die Kreditstruktur und die gestellten Sicherheiten berücksichtigt. Beide Ratingnoten bilden dann die Grundlage für die Entscheidung über den Kreditantrag. Weiterhin orientiert sich auch das Pricing daran.

*Klaus Michael Reiner, Vice President, Group Risk Management, Commerzbank AG, Frankfurt am Main*

*Dass frühere Entwicklungen nicht vorbehaltslos in die Zukunft fortgeschrieben werden können, mussten in der Finanzkrise viele Kreditgeber und Investoren mit externen wie internen Ratings schmerzlich erfahren. In der Beurteilung der Kreditwürdigkeit von Unternehmen registriert der Autor inzwischen eine klare Abkehr von vergangenheitsbezogenen Unternehmensratings hin zu einer Einbeziehung zukunftsorientierter Plandaten. In der Praxis richtet sich der Blick bei der Bonitätsprüfung von generell wichtigen Einflussfaktoren wie der Managementqualität und des hauseigenen Controlling über Frühindikatoren wie dem gehäuften Verstoß gegen Covenants, einem auffälligen Anstieg von Auskunftsanfragen und/oder der Kündigung wichtiger Mitarbeiter bis zur gezielten Betrachtung von Branchen- und Marktprognosen. Das zunehmende Gewicht von Planzahlen, so sein Tenor, macht die Unternehmensanalyse deutlich anspruchsvoller. (Red.)*

Um möglichst früh und erfolgreich die sich anbahnenden Probleme des Darlehensnehmers erkennen zu können, ist es besonders wichtig, die Krisensignale zeitnah wahrzunehmen und richtig zu bewerten. Es gibt eine Vielzahl von Früherkennungssignalen; vielfach sind diese aber nicht immer auf den ersten Blick zu identifizieren. Erfahrungsgemäß ist in der Krise das Management die größte Schwachstelle. In der eigenen Wahrnehmung ist dies meist sehr erfolgreich. Die Bewährungsprobe zeigt sich jedoch in der Krise. Vielfach werden „die Zeichen der Zeit“ nicht oder nicht rechtzeitig erkannt, was oft zu Fehlentscheidungen führt. Meist werden falsche Weichenstellungen schon früh getroffen und münden in eine Strategiekrise, die jedoch meist unerkannt bleibt. Offensichtlich wird die Krise erst, wenn sich Liquiditätssengpässe zeigen.

### Krisenindikatoren

Meist beruht das Nichterkennen von Problemen auf fehlendem oder mangelhaftem Controlling, einem leider typischen Managementfehler. Denn wer kann schon ohne Deckungsbeitragsrechnung für jedes einzelne Produkt erkennen, wo die Verluste herkommen? Ganz zu schweigen davon, dass ohne Liquiditätsplanung ein Engpass erst dann „auffällt“, wenn das Kreditinstitut keine weiteren Überziehungen (ein weiterer Krisenindikator) mehr zulässt.

Sehr häufig ist zu beobachten, dass mit Verschärfung der Krise der Informationsfluss zum Kreditinstitut immer spärlicher wird und die nach § 18 KWG erforderlichen Unterlagen verspätet oder gar nicht mehr eingereicht werden. Oft will man damit auch andere Krisenanzeichen, wie Jahresfehlbetrag, Rückführung von Gesellschafterdarlehen, signifikanter Gewinn- und Umsatzrückgang, Verzehr von Haft-/Eigen-

kapital, Erhöhung der Verschuldung möglichst lange „unter der Decke halten“.

### **Sanierungschancen unnötig vertan**

In aller Regel werden in einer Krise auch die Covenants gebrochen. Erfahrungsgemäß erkennen die Unternehmen meist frühzeitig, dass – sofern dem Unternehmen die entsprechenden Zahlen überhaupt vorliegen – sie gegen die Covenants verstoßen werden. Leider steckt die Unternehmensführung zu oft den Kopf in den Sand und hofft, dass „es das Schicksal doch noch einmal gut mit ihm meint“. Bekanntlich kommt es meist noch schlimmer, und mangels frühzeitiger Kommunikation mit den Stakeholdern werden leider oft Sanierungschancen unnötig vertan.

Vielfach ist auch zu beobachten, dass in der Krise Kreditinstitute versuchen ihr Engagement zu reduzieren oder gar zu beenden. Auch die Häufung von Auskunftsanfragen spricht durchaus eine deutliche Sprache. Auf den ersten Blick sind für Kreditinstitute weitere Krisenindikatoren, wie ineffiziente Organisation, Kündigung wichtiger Arbeitnehmer sowie fehlende Innovationskraft, nicht zu erkennen. Ohne Anspruch auf Vollständigkeit sind die angeführten Früherkennungssignale wichtige Bausteine eines jeden Ratingverfahrens. Die Krisenindikatoren müssen unmittelbare Auswirkungen auf die Ratingnote haben, um die weitere Vorgehensweise bei diesem Engagement zu bestimmen.

Nachdem die Krisenindikatoren bekannt sind, fragt sich nun, woher man die entsprechenden Informationen erhält. Erste Anlaufstellen sind die bereits im Kreditinstitut vorhandenen Daten. Hierzu gehören wiederholte, unabgestimmte Linienüberschreitungen, Rückgang von Habenumsätzen, Häufung von Scheckretouren, verspätete, unplausible Informationen, Widersprüche zu Vorwegangaben, steigender, unspezifischer Kreditbedarf, ausufernde Derivatgeschäfte, Evidenzmeldung, Häufung von Auskunftsanfragen sowie schlechte Auskünfte.

Oft erhält man auch Hinweise von Dritten. Dazu gehören Lieferanten, Kreditversicherer, andere Kreditinstitute und öffentliche Stellen. Diese können unter anderem Hinweise auf Umstellung von Skonto auf Zielzahlung, abweichende Marktinformation/-einschätzung, verspätete Zahlungen beziehungsweise Rückstände und Zwangs-

maßnahmen geben. Die nächste Quelle sind die Absatz- und Beschaffungsmärkte. Hier kann die Presse ausgewertet werden. Anzuführen sind etwa der Ausfall eines großen Abnehmers/Lieferanten, Branchenprobleme, sich verändernde Märkte, Preisverfall, schlechte Einkaufskonditionen, Devisenkursveränderungen, Lieferverzögerungen/-stopps. Neben Marktbeobachtungen sprechen zunehmende Auskunftsanfragen und Avalinanspruchnahmen eine deutliche Sprache.

Auch aus dem Unternehmen selbst lassen sich viele wertvolle Informationen gewinnen. Dazu gehören Pressemeldungen, Informationen von Dritten (Betriebsräte, Kreditinstituten, Konkurrenzunternehmen, Vereine), lokale Kontakte, Organigramme, Mitarbeiter und Management. Dadurch können unklare Zuständigkeiten, Absatz-/Umsatzrückgänge, schlechte beziehungsweise rückläufige Ertragslage, Liquiditätsengpässe und auslaufende Produktzyklen erkannt werden.

Zu den Klassikern der Informationsbeschaffung gehört der Jahresabschluss. Traditionell ist damit eine ausführliche Besprechung mit der Geschäftsführung beziehungsweise Leitung Finanzen/Rechnungswesen und dem Wirtschaftsprüfer beziehungsweise Steuerberater verbunden. Hier ist insbesondere auf verspätete Bilanzerstellung, fehlende Zwischenzahlen, unzureichender Jahresabschluss (keine WP-Berichte, abweichende Bilanzstichtage, keine konsolidierten Zahlen), bilanzielle Probleme (wie Unterkapitalisierung, Verschuldungsanstieg, Bewertungsänderungen, Off-Balance-Risks), G&V-Probleme und ungewöhnlich hohe Privatentnahmen zu achten.

### **Integrationsanalyse**

Oftmals sind die zu beurteilenden Unternehmen in einen Unternehmensverbund eingebettet. Die Integrationsanalyse hat dann die Aufgabe festzustellen, ob eine Integration des zu bewertenden Unternehmens in einen Verbund vorliegt. Sofern die Frage bejaht wird, muss der Integrationsgrad des zu bewertenden Unternehmens in den Verbund (Konzern/Gruppe beziehungsweise kommunaler Verbund) sowie bei Kunden im Ausland der öffentliche Einfluss bewertet werden.

Anschließend ist – abhängig vom Integrationsgrad – die gewichtete Ausfallwahr-

scheinlichkeit aus der PD des zu bewertenden Unternehmens und der PD des Verbundunternehmens (Konzern, kommunaler Verbund) zu ermitteln. Daneben sind die rechtlichen, vertraglichen, personellen und wirtschaftlichen Verflechtungen zu würdigen. Ratings der Obergesellschaft, der Kommune beziehungsweise des relevanten Landes sind zu berücksichtigen. Bei Kunden mit Sitz im Ausland sollte für die Analyse des öffentlichen Einflusses das Sitzland herangezogen werden.

### **Rating nach der Finanzkrise**

In der Regel basieren die Ratingsysteme auf historischen Daten. Die Finanzkennzahlen fließen regelmäßig erst mit einem gewissen zeitlichen Nachlauf in die Systeme ein. Diese leiten eine Bewertung der künftigen Risikosituation aus Ursachen-/Wirkungs-Beobachtungen der letzten Jahre ab. Wie die Finanz- und Wirtschaftskrise seit 2008 zeigt, ist es nicht immer möglich, aus den „Erfahrungen“ der Vergangenheit auf die Entwicklung in der Zukunft zu schließen. Sicher haben die Parameter, die bisher für die Beurteilung der weiteren Entwicklung eines Unternehmens herangezogen wurden, durchaus eine gewisse Aussagekraft. Jedoch wird hierbei ein mehr oder weniger konstantes wirtschaftliches Umfeld unterstellt. Größere Veränderungen lassen sich hierdurch nur schwer simulieren. Insofern stellt sich die Frage, wie kann anhand welcher Parameter eine Projektion der gegenwärtigen Informationsbasis auf eine zukünftige Entwicklung eines Unternehmens erreicht werden. Hierzu bieten sich insbesondere die Planzahlen des Unternehmens an.

Grundsätzlich sollte jedes Unternehmen – unabhängig von der Größe – eine adäquate Unternehmensplanung haben. Allerdings gehen die Anforderungen von einer einfachen Liquiditätsplanung bei einem Gewerbetreibenden bis zu einer umfassenden Detailplanung bei internationalen Konzernen. Sofern ein Unternehmen überhaupt keine Planungen vorlegen kann, sollte dies zumindest kritisch vermerkt werden. Für größere Unternehmen zählen Strategiekonzept, Businesspläne, Auftragsplanungen, Umsatzpläne, Ertragspläne, Liquiditätspläne, Investitionspläne, Plan-GuVs und Planbilanzen zu den wichtigsten Unterlagen. Da mit zunehmendem Planungshorizont die Genauigkeit abnimmt, sind bei Mehrjahresplanungen Szenariorech-

nungen notwendig. Ideal sind Best-, Realis- und Worst-Case-Rechnungen.

Somit ist zunächst zu eruieren, welche der Pläne denn überhaupt für eine entsprechende Prognose geeignet sind. Größere Unternehmen erarbeiten regelmäßig Plan-Bilanzen und Plan-GuVs. Hierbei ist – sofern noch nicht weitestgehend abgelaufen – der Fokus auf das laufende Geschäftsjahr zu richten, da weiterreichende Pläne mit zu vielen Unsicherheiten verbunden sind. Diese sind unter anderem geeignete Anhaltspunkte für einen Ausblick.

### Prüfung auf Stimmigkeit

In einem ersten Schritt sind Plan-Bilanz und Plan-GuV auf Stimmigkeit zu prüfen, das heißt, es sollte eine Planverprobung erfolgen. Hierfür bieten sich als Grundlage Auftragsplanungen, Umsatzpläne, Ertragspläne, Liquiditätspläne und Investitionspläne an. Diese Einzelpläne sind zunächst wiederum selbst zu plausibilisieren, das heißt auf Schlüssigkeit zu prüfen. Oftmals wird bei den einzelnen Plänen von unterschiedlichen Voraussetzungen ausgegangen, womit die Einzelpläne nicht aufeinander aufbauen können und mithin in sich nicht stimmig sind. Sofern sich Plan-GuV und Plan-Bilanz aus den Einzelplänen nachvollziehbar ableiten lassen, ist der erste Prüfungsabschnitt erledigt.

Die zugrunde gelegten Prämissen sind dann weiter zu validieren. Grundlage dafür müssen die von den Wettbewerbern vorgelegten Zahlen sein. Hierbei ist große Sorgfalt auf die Auswahl der richtigen Referenzunternehmen zu legen. Aber auch deren Unterlagen sind vorab entsprechend aufzubereiten. Nach Abschluss sollten die Planungen mit denen der Mitbewerber verglichen werden. Sofern sich hier gravierende Abweichungen ergeben, sind die unterschiedlichen Ansätze zumindest kritisch zu hinterfragen. Oft werden hier völlig unrealistische Umsatzerwartungen angesetzt, die jedoch oft nur bei Vergleichsmöglichkeiten erkannt werden können. Insofern ist es unabdingbar, entsprechende Daten zu erheben beziehungsweise zu beschaffen.

Weiterhin sind Benchmarkanalysen und Branchenberichte heranzuziehen und abzugleichen. Zwar ist es in Deutschland meist nicht ganz einfach, entsprechende Zahlen zu erhalten, jedoch bieten die ein-

zelnen Branchenberichte der Verbände eine Fundgrube an Zahlenmaterial. Darüber hinaus sollten auch Researches sowie in- und externe volkswirtschaftliche Prognosen zur Plausibilisierung herangezogen werden. Mit diesen Daten können die einzelnen Annahmen verifiziert werden. Sofern ein Abgleich der den Planzahlen zugrunde gelegten Annahmen des Unternehmens mit den Ergebnissen der Analysen zu keinen gravierenden Abweichungen führt, können die Unternehmensplanzahlen als angemessen bezeichnet werden.

Der nächste wichtige Schritt ist ein adäquates Controlling der Planrechnungen. Hierbei sind Zwischenzahlen nutzbar zu machen. Sofern laufend betriebswirtschaftliche Auswertungen vorliegen, sind diese gegen die Planungen abzugleichen und fortzuschreiben. Gleiches gilt für Zwischenzahlen wie zum Beispiel die Quartalsabschlüsse börsennotierter Unternehmen.

Sehr aufschlussreich ist dann auch ein Vergleich zwischen dem vorläufigen Jahresabschluss und der Plan-GuV beziehungsweise Plan-Bilanz. Hier lassen sich dann durchaus schon früher Unterschiede erkennen, da der endgültige Jahresabschluss oft noch einige Zeit auf sich warten lässt. Sollten sich über die Jahre besondere Muster hinsichtlich der Abweichungen ergeben, können auch diese in ein Modell einfließen.

### Vergangenheit versus Zukunft

Abschließend stellt sich die Gretchen-Frage. Wie sollen nun die verschiedenen Informationen gewichtet werden? Insbesondere fragt sich, wie das Verhältnis von historischen Daten zu den Planzahlen gestaltet werden soll. Vergangenheitsbezogene Daten beleuchten in erster Linie – wie das Wort schon sagt – das Geschehene. Eine Ableitung der zukünftigen Entwicklung aus den historischen Zahlen lässt sich nur sehr bedingt bewerkstelligen. Mittlerweile ändern sich die wirtschaftlichen Rahmenbedingungen recht schnell.

Die Kunden der Unternehmen richten ihre Bestellungen nach dem erwarteten Bedarf und mithin nach der zukünftigen Entwicklung aus. Da dies selbstverständlich auch für deren Kunden gilt, bildet sich hier eine Einschätzung des kommenden Marktes ab. In Folge der Arbeitsteilung lässt sich somit ein realistisches Bild über alle Branchen gewinnen. Damit antizipieren die Unter-

nehmen in aller Regel durchaus die zukünftige Entwicklung der Wirtschaft. Da die Planzahlen somit die Informationen in sich tragen, die für die Beurteilung des Unternehmens entscheidend sind, scheint es angezeigt, den Planzahlen mehr Gewicht beizumessen, als dies in der Vergangenheit der Fall war. Sofern – nach erfolgreichem Durchlauf des Validierungsprozesses – die Planzahlen plausibel erscheinen, sollte sogar der Fokus darauf gelegt werden.

Unterstellt, dass die Plan-GuV und Plan-Bilanz im Wesentlichen mit den übrigen Vergleichsdaten konform gehen, fragt sich, welchen Stellenwert die vergangenheitsbezogenen Informationen überhaupt noch haben können. Es drängt sich damit gerade auf – in solchen Konstellationen – bei der Unternehmensanalyse nur noch auf die Planungen abzustellen. Dieser idealtypische Fall wird in der Realität aber (leider) nie vorkommen. Eine unkritische Übernahme der Planzahlen des Unternehmens verbietet sich von selbst. Insofern ist es Aufgabe des Analysten die Planzahlen des Unternehmens – nach Abgleich mit den übrigen Informationen – entsprechend zu korrigieren und die Plan-GuV und Plan-Bilanz selbst daraus abzuleiten.

### Zunehmende Betrachtung von Planzahlen

Sollte ein Unternehmen keinerlei Planzahlen vorweisen, bleibt dem Analysten nichts anderes übrig, als aus dem vorläufigen beziehungsweise endgültigen Jahresabschluss mit Hilfe von Vergleichsdaten selbst die Plan-Bilanz sowie die Plan-GuV zu entwickeln. Auch in diesem Fall ist die selbsterstellte Planung stetig fortzuschreiben und jeweils neu zu adjustieren.

In Anbetracht zunehmender Dynamik der Wirtschaft lässt sich eine sichere Entwicklung von Unternehmen nur noch schwer vorhersehen. Dies macht die Unternehmensanalyse zunehmend anspruchsvoller. Um diesem Umstand Rechnung zu tragen, sind die Ratingsysteme anzupassen. Während bisher weitestgehend auf die Zahlen der Vergangenheit abgestellt wurde, fokussieren moderne Ratingmethoden zunehmend auf Planungsunterlagen. Hierbei spielen die Businesspläne sowie Plan-GuV und Plan-Bilanz eine entscheidende Rolle. Damit kann der Bogen dann von der retrospektivischen Betrachtung zur Projektion der Zukunft gespannt werden. ■■■■■