

Inhalt

1	Einleitung	173
2	Von der Forschung lange ausser Acht gelassen.....	173
3	Rating als formalisiertes Bonitätsurteil	175
4	Zielbonität AA+ zur Sicherung finanzieller Flexibilität?	181
5	Entwicklung einer internen Bonitätssteuerungsgrundlage	184
5.1	Branchenmethodologien	185
5.2	Moody's Analytics RiskCalc™	186
6	Dimensionen finanzstrategischer Entscheidungen	190
6.1	Höhe und Quellen der Finanzverschuldung	192
6.2	Liquiditätsrisiko	194
7	Fazit.....	196

Bonitätsorientierte Finanzierungsstrategie

von Dr. Edith Leitner (Schwabe, Ley & Greiner)

1 Einleitung

Die Bonität eines Unternehmens determiniert die zur Verfügung stehenden Finanzierungsmöglichkeiten und die (zu erwartenden) Finanzierungsbedingungen. Als Ausdruck von Profitabilität, Stabilität und Risikotragfähigkeit zeigt die Bonität die Grenzen organischer und anorganischer Wachstumsmöglichkeiten auf. Sie ermöglicht es Finanzverantwortlichen, einerseits ein konsistentes Zielsystem für eine nachhaltige Unternehmensentwicklung abzuleiten und andererseits konkrete Massnahmen zur Zielerreichung zu definieren. Eine „Bonitätssimulation“ kann beispielsweise aufzeigen, dass die eingeschlagene Risikostrategie nicht restriktiv genug ist, um zeitgleich und ohne die Bonitätsnote zu gefährden, eine umfangreiche fremdkapitalfinanzierte Investition zu tätigen. In einem solchen Zielsystem wird also nicht nur isoliert die Frage der maximalen Verschuldungsfähigkeit – unter Berücksichtigung der geplanten operativen Entwicklung – beantwortet, sondern mit Steuerungsansätzen im Risikomanagement verknüpft. Denn sowohl die Schuldentragfähigkeit als auch Maßnahmen im Risikomanagement wirken sich auf die Ausfallwahrscheinlichkeit eines Unternehmens aus. Nach einer Einführung zum Thema Rating beschäftigt sich dieses Kapitel mit analytischen Instrumentarien zur Bestimmung einer indikativen Bonitätsnote und in weiterer Folge mit den möglichen Dimensionen einer adäquaten Finanzierungsstrategie.

2 Von der Forschung lange ausser Acht gelassen

Empirische Forschungsergebnisse zeigen, dass „klassische“ Theorien zu Kapitalstrukturentscheidungen (wie beispielsweise Trade-off- oder Pecking-order-Theorie) die für Entscheidungsträger in Finan-

zierungsfragen relevanten Kriterien nur unzureichend abdecken.¹ Graham und Harvey (2002) belegen in einer Untersuchung unter amerikanischen Finanzvorständen (CFOs), dass „finanzielle Flexibilität“ und „Rating“ – jeweils mit Zustimmungsraten von deutlich über 50% – die in der Praxis wichtigsten Entscheidungskriterien für die Festlegung der Verschuldungspolitik sind. Zu einem vergleichbaren Ergebnis kommen Bancel und Mittoo (2004) mit einer Untersuchung unter CFOs börsenkotierter Unternehmen aus Europa.² In dieser Studie stufen sogar knapp über 90% der CFOs „finanzielle Flexibilität“ und 73% das seitens externer Agenturen vergebene „Rating“ als wichtiges bzw. besonders wichtiges Kapitalstrukturkriterium ein. Kisgen (2006) misst erstmals direkt den Einfluss möglicher Ratingveränderungen auf Kapitalstrukturmassnahmen. Seiner Untersuchung zufolge emittieren Unternehmen, wenn sie im Grenzbereich zu einer schlechteren (besseren) Ratingnote eingestuft werden, um 1,5% weniger (mehr) Fremdkapital als Eigenkapital (jeweils gemessen als prozentueller Anteil an der Bilanzsumme).³ Kisgen (2009) belegt zudem, dass Unternehmen nach einer Ratingverschlechterung tendenziell ihren Verschuldungsgrad reduzieren, nach einer Ratingverbesserung allerdings keine systematischen Veränderungen im Verschuldungsgrad erkennbar sind. Aus diesem asymmetrischen Verhalten lässt sich ableiten, dass nicht der Verschuldungsgrad an sich als Steuerungsgrösse im Fokus steht, sondern innerhalb eines

-
- 1 *Zu Trade-off- und Pecking-order-Theorie siehe beispielsweise Brealey et al. (2004). „Corporate treasurers do occasionally think about the kind of trade-offs between tax savings and financial distress costs that we teach in our corporate finance classes. However, since this trade-off does not change much over time, the balancing of the costs and benefits of debt financing that we emphasize so much in our textbooks is not their major concern. They spend much more time thinking about changes in market conditions and the implications of these changes on how firms should be financed.“ Vgl. Titman (2001), S. 22.*
- 2 *Die Studie von Bancel und Mittoo (2004) deckt folgende Länder ab: Belgien, Dänemark, Deutschland, Finnland, Griechenland, Großbritannien, Irland, Italien, Frankreich, Niederlande, Norwegen, Österreich, Portugal, Spanien, Schweiz und Schweden.*
- 3 *Kisgen (2006) misst die Wahrscheinlichkeit eines Ratingup-/downgrades auf zwei Arten: Im Rahmen einer groben Klassifikation stuft er alle Ratings mit einem Zusatz („+“ oder „-“) als Ratings im Grenzbereich zu einer Verbesserung bzw. Verschlechterung ein. Um zu einem genaueren Maßstab zu kommen, berechnet er zudem einen „Credit Score“. Innerhalb einer Ratingstufe klassifiziert er – gemäß den Ergebnissen dieses „Credit Scores“ – das oberste bzw. unterste Drittel an Unternehmen jeweils als Grenzfälle für eine Verbesserung bzw. Verschlechterung der Bonitätsnote.*

umfangreicheren „Zielsystems“ tatsächlich die Bonitätsnote, wie auch das folgende Praxisbeispiel unterstreicht.

Beispiel Lufthansa

„Kern der Finanzstrategie ist es, das starke Finanzprofil, die Bonität und damit die finanzielle Stabilität der Lufthansa Group zu sichern [...], [um] die strategische und operative Entwicklung des Unternehmens zu unterstützen [...] sowie jederzeit Zugang zu Kapital und vorteilhaften Finanzierungsbedingungen zu gewährleisten. Hierfür werden die folgenden strategischen Ziele konsequent verfolgt:

- Hohe Unternehmensbonität aufrechterhalten: Ziel ist es, das bestehende Investment-Grade-Rating zu erhalten. Dafür wird grundsätzlich eine dynamische Tilgungsquote zwischen 35 und 45 Prozent angestrebt. [Diese Bandbreite] leitet sich aus den Anforderungen der Ratingagenturen [...] ab und ist ein Mass für die Schuldentragfähigkeit [...].
- Angemessene Liquiditätsausstattung sicherstellen: Ziel ist es, jederzeit eine Liquidität von mindestens 2,3 Mrd. EUR vorzuhalten. In volatilen Kunden- und Finanzmärkten lassen sich Liquiditäts- und Refinanzierungsrisiken auf diese Weise reduzieren.
- Stabile Kapitalstruktur erhalten: Ziel ist es, mittelfristig eine Eigenkapitalquote von 25 Prozent zu erreichen. Dies soll durch eine angemessene Gewinnthesaurierung und die Fortführung der schrittweisen Ausfinanzierung der Pensionsverpflichtungen gelingen.“⁴

3 Rating als formalisiertes Bonitätsurteil

Ein Rating ist eine externe Meinungsäußerung über die Kreditwürdigkeit eines Schuldners (Emittentenrating), also der Fähigkeit sämtliche finanzielle Verpflichtungen zeitgerecht und vollständig zu bedienen, oder über die Ausfallwahrscheinlichkeit und -höhe eines spezifischen Finanzinstruments von einem Schuldner (Emissionsrating). Seit der Verabschiedung der EU-Ratingverordnung im September 2009 (mit Relevanz für den gesamten EWR-Raum) existiert für den Ratingbegriff eine Legaldefinition, die sowohl das Verfah-

⁴ Vgl. Lufthansa (2017), S. 13f.

ren als auch die daraus resultierende Bonitätseinstufung umfasst.⁵ Im Zentrum der öffentlichen Wahrnehmung stehen insbesondere „externe“ Ratings. Dabei handelt es sich um eine (zumeist) veröffentlichte Bonitätseinschätzung von zugelassenen Ratingagenturen (z. B. Standard & Poor's, Moody's oder Fitch), die als Dienstleister agieren. Obwohl diese Agenturen in ihrer Selbstdarstellung den „unverbindlichen“ Charakter ihrer Bonitätsbewertung und die Eigenverantwortung in der Verwendung der Ergebnisse betonen („a current opinion on the creditworthiness of an obligor [...] not a recommendation“)⁶, haben Ratings – auch aus Sicht von Regulierungsbehörden oder der Forschungsliteratur – durchaus die Funktion, dem Markt einen aussagekräftigen Indikator für die Ausfallwahrscheinlichkeit zur Verfügung zu stellen.⁷

Wie beispielsweise aus der EU Ratingverordnung hervorgeht, ist neben mangelnder Transparenz und Unabhängigkeit⁸ ein zentraler Kritikpunkt an externen Ratings deren „Trägheit“ (die auch der in Abbildung 45 enthaltene Vergleich illustriert): „Es wird [...] die Auffassung vertreten, dass die Ratingagenturen [im Zuge der Finanzkrise] einerseits die verschlechterte Marktlage nicht früh genug in ihren Ratings zum Ausdruck gebracht haben und dass es ihnen andererseits nicht gelungen ist, ihre Ratings rechtzeitig anzupassen.“⁹ Dieser Vorwurf steht allerdings in einem gewissen Widerspruch zum

⁵ Vgl. EG Nr. 1060/2009, Artikel 3 (1) a).

⁶ Vgl. beispielsweise Standard & Poor's (2013), S. 3.

⁷ Die Informationseffizienz von Märkten wird mit dieser Argumentation – gemäß der Klassifikation von Fama – als „schwach“ bzw. „halbstark“ eingestuft. Marandola und Mossucca (2013) zeigen jedoch, dass bei börsennotierten Unternehmen in den USA, die Aktienkursreaktionen auf Ratingdowngrades im Zeitraum zwischen 1998 bis 2011 systematisch abgenommen haben. Sie schließen daraus, dass die Ratings der drei „großen“ Agenturen (Standard & Poor's, Moody's, Fitch) im Fremdkapitalmarkt bis zu einem gewissen Grad institutionalisiert sind, ohne aus Informationsgesichtspunkten noch einen echten Mehrwert zu bieten.

⁸ Die mangelnde Unabhängigkeit von Ratingagenturen war beispielsweise im Februar 2015 Gegenstand eines Vergleichs zwischen Standard & Poor's (S&P), dem Justizministerium der Vereinigten Staaten, 19 Bundesstaaten und dem District of Columbia: „As S&P admits under this settlement, company executives complained that the company declined to downgrade underperforming assets because it was worried that doing so would hurt the company's business.“ Vgl. Department of Justice (2015).

⁹ Vgl. EG Nr. 1060/2009, Absatz 1.

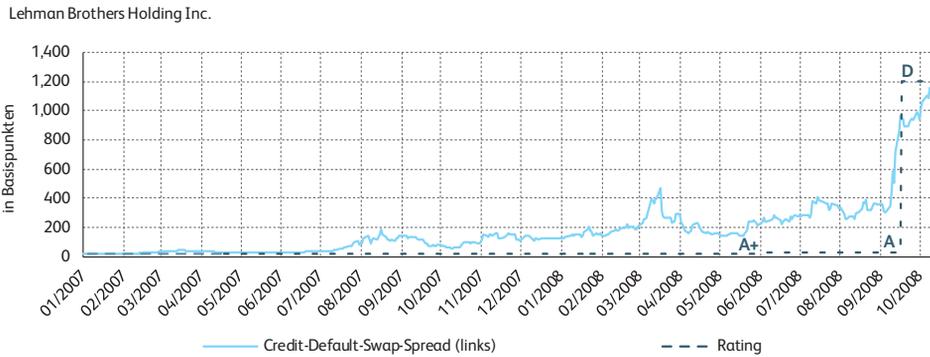


Abbildung 45: Entwicklung CDS-Spread und Ratinganpassungen vor Insolvenz von Lehman Brothers¹⁰

Anspruch externer Agenturen, eine von zyklischen Marktschwankungen weitgehend unabhängige Bonitätseinschätzung („through the cycle“) abzugeben.¹¹

„Interne“ Ratings werden von Kreditinstituten und Versicherungen – in einer potenziellen Gläubigerstellung – zur Erfüllung aufsichtsrechtlicher Vorgaben erstellt. Sie werden daher meist nicht publiziert. Beispiele für diese aufsichtsrechtlichen Vorgaben sind die im EWR-Raum geltende Kapitaladäquanzverordnung (Capital Requirements Regulation/CRR) oder die für die Schweiz anwendbare Eigenmittelverordnung (ERV). Beide enthalten als Grundanforderung an ein Kreditgenehmigungsverfahren die „aussagekräftige Beurteilung [...] von Schuldner und Geschäft“ wie auch eine „Zuordnung jedes Schuldners zu einer Schuldner-Ratingstufe“.¹² Die von der CRR oder der ERV umfassten Institute (Kreditinstitute und Wertpapierfirmen bzw. Effekthändler) haben dabei die Wahlmöglichkeit, Bonitätseinschätzungen von externen Ratingagenturen oder Exportversicherungsunternehmen zu übernehmen oder auch eine eigene – interne –

¹⁰ Datenquelle: Reuters per 5.10.2008

¹¹ „[R]atings may well be adjusted within the phases of a cycle. Normally, however, the range of the ratings would not fully mirror the amplitude of the company’s cyclical highs or lows, given the expectation that a cyclical pattern will persist. [...] The very term ‘cycle’ seems to imply regularity. In actuality, this is seldom the case.“ Vgl. Standard & Poor’s (2013), S. 41f.

¹² Vgl. EU Nr. 575/2013 Artikel 144 (1) a) und Artikel 172 (1) a).

Beurteilung zu entwickeln.¹³ Im Gegensatz zu externen Ratings liegt der Fokus interner Ratings auf einjährigen Ausfallwahrscheinlichkeiten.¹⁴

In der Schweiz spielen Bankenratings eine besondere Rolle. Um kleineren und mittleren Unternehmen, die aus Kostengründen oder einem Mangel an internen Ressourcen über kein Rating einer von der Eidgenössischen Finanzmarktaufsicht (FINMA) anerkannten Agentur verfügen, den Zugang zum Kapitalmarkt zu erleichtern, erstellen Credit Research Teams von Crédit Suisse, UBS, Vontobel und Zürcher Kantonalbank Ratings, die in Kredithandbüchern veröffentlicht werden. Im Jahr 2014 wurden beispielsweise 34 von 46 durch Schweizer Unternehmen begebene Anleihen ausschliesslich auf Basis eines Schweizer Bankenratings emittiert.¹⁵

Für eine Bonitätsbeurteilung kommen mathematisch-statistische Verfahren zum Einsatz, die es ermöglichen, anhand spezifischer quantitativer und qualitativer Kriterien eine Ausfallwahrscheinlichkeit zu schätzen, die in weiterer Folge in eine Bonitätsnote „übersetzt“ werden kann. Abbildung 46 enthält einen Überblick über die gebräuchlichsten Ratingskalen/-stufen („Notches“).¹⁶ Ratingklassifikationen von Kreditinstituten funktionieren nach demselben Schema. Üblicherweise werden jedoch andere Notationen und Abstufungen¹⁷ in Kombination mit „Interpretationshilfen“ verwendet, die wiederum eine Zuordnung zu einer der „marktüblichen“ Ratingskalen/-stufen ermöglichen („Mapping“).

¹³ Vgl. EU Nr. 575/2013 Artikel 107 (1) und Artikel 113 (1).

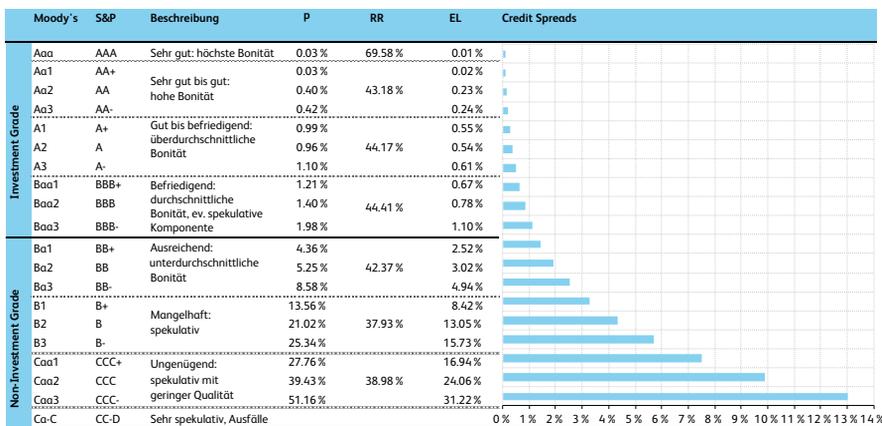
¹⁴ Vgl. EU Nr. 575/2013 Artikel 374 (1).

¹⁵ Vgl. SwissBanking (2015), S. 35.

¹⁶ Bei externen Ratings wird zwischen einer kurz- und langfristigen Perspektive differenziert: Bei Emissionsratings erfolgt die Unterscheidung anhand der Ursprungslaufzeit des zu bewertenden Finanzinstruments. In Analogie dazu unterscheiden sich kurz- und langfristige Emittentenratings in Hinblick auf den im Bonitätsurteil ausgedrückten Zukunftsbezug der Kreditwürdigkeitseinschätzung. Für kurzfristige Ratings kommen abweichende Skalen bzw. Notationen zur Anwendung. Vgl. bspw. Standard & Poor's (2013), S. 6.

¹⁷ Vgl. EU Nr. 575/2013 Artikel 170 (1) b).

Wie nachfolgend dargestellt, lassen sich Bonitätsnoten grob in Investment-Grade-Ratings und Non-Investment-Grade-Ratings unterteilen. Die Bezeichnung „Investment Grade“ wurde ursprünglich nur von Regulierungsbehörden für Schuldtitel verwendet, die Kreditinstituten, Versicherungen oder Bausparkassen als Anlageinstrumente offenstanden. Mit der Zeit hat sich dieser Begriff im Markt etabliert, um das Ratingsegment von Aaa/AAA bis Baa3/BBB- zu umschreiben. Innerhalb dieses Segments wird die Fähigkeit eines Schuldners, seinen finanziellen Verpflichtungen pünktlich und vollständig nachzukommen, als sehr gut bis befriedigend eingestuft. Bonitätsnoten von Ba1/BB+ bis C/D werden zur Gruppe der Non-Investment-Grade-Ratings zusammengefasst.¹⁸ Das beste Bonitätssegment innerhalb dieser Gruppe (Ba1/ BB+ bis Ba2/BB) wird häufig als Cross-over-Bereich bezeichnet. Die Ratingstufe D drückt keine Ausfallerwartung mehr aus, sondern steht für tatsächliche Ausfälle („Default“). Der Begriff „Ausfall“ bezeichnet in diesem Zusammenhang – beispielsweise gemäss Standard & Poor’s – jegliche Art von Zahlungsverzug/-kürzung bzw. einen Antrag auf Eröffnung eines Insolvenzverfahrens (oder vergleichbare Massnahmen). Darüber hinaus stellt die



Erläuterung: p bezeichnet die hist. fünfjährige Ausfallwahrscheinlichkeit und RR die hist. fünfjährige Verwertungsrate (Recovery Rate). Der erwartete Schaden bzw. Expected Loss (EL) wird wie folgt ermittelt: $p \times (1 - RR)$. Die Kreditaufschläge (Credit Spreads) entsprechen der Differenz aus der Yield-to-Maturity von Industrielanleihen und den laufzeitkongruenten Swapsätzen. Als Berechnungsgrundlage dienen für dieses Beispiel endfällige EUR-denominierte Anleihen mit fixem Kupon, externem Rating und Plain-Vanilla-Strukturen.

Abbildung 46: Ratingskalen, Schadenserwartung und exemplarische Kreditrisikoaufschläge^{19/20}

18 Vgl. Standard & Poor's (2013), S. 9.

19 Ausfallwahrscheinlichkeiten und Recovery Rates vgl. Moody's Investors Service (2016).

20 Datenquelle: Reuters per 2.2.2017

Ratingagentur aber auch klar, dass ein reiner „Technical Default“ (wie beispielsweise eine Verletzung von vertraglich vereinbarten Finanzkennzahlen) ohne einen Zahlungsausfall nicht zum Anlass genommen wird, einen Schuldner als „ausgefallen“ zu bewerten.²¹

Schuldner mit besserem Rating bzw. geringerer Ausfallwahrscheinlichkeit haben aus kommerzieller Perspektive einen vergleichsweise besseren Zugang zu Fremdkapital als Schuldner mit einem schlechteren Rating, wie auch aus den in Abbildung 46 enthaltenen Credit Spreads hervorgeht. Der leichtere Zugang zu Fremdkapital drückt sich zudem in höheren verfügbaren Finanzierungsvolumina und weniger restriktiven vertraglich vereinbarten Finanzierungsbedingungen (z. B. Einhaltung von Financial Covenants, Beschränkung zusätzlicher Finanzverschuldung, Veräußerungsverbot für Vermögen) aus.²²

Beispiel Asset-Disposal-Klausel aus Konsortialkredit

„Der Kreditnehmer darf keinen seiner Vermögensgegenstände veräußern oder anderweitig das Eigentum daran übertragen [...] Dieser Absatz findet keine Anwendung auf Veräußerungen oder Übertragungen: (i) im Rahmen des gewöhnlichen Geschäftsbetriebs; (ii) von überzähligen, veralteten oder für den Geschäftsbetrieb nicht mehr erforderlichen Vermögensgegenständen; (iii) von Vermögensgegenständen, deren Erlös innerhalb von [•] Monaten nach Erhalt in andere Vermögensgegenstände reinvestiert wird; (iv) von Vermögensgegenständen, deren Erlös zur Tilgung von nicht nachrangigen Finanzverbindlichkeiten verwendet wird; (v) im Zusammenhang mit erlaubten Sicherheiten; (vi) im Rahmen von Factoring- oder Asset-Backed-Security-Vereinbarungen (ohne Rückgriffmöglichkeit auf den Kreditnehmer im Fall eines Zahlungsausfalls), sofern der Nominalbetrag der Inanspruchnahmen unter diesen Vereinbarungen insgesamt EUR [•] Mio. nicht übersteigt; (vii) im Rahmen von Sale-and-Lease-Back-Transaktionen, sofern der Buchwert der Vermögensgegenstände insgesamt EUR [•] Mio. nicht übersteigt; (viii) die mit vorheriger Zustimmung der Darlehensgebermehrheit erfolgen; und (ix) von Vermögensgegenständen, die nicht anderweitig

²¹ Vgl. *Standard & Poor's (2013)*, S. 8.

²² Vgl. *beispielsweise Faulkender und Petersen (2003)*.

gemäss den vorstehenden Absätzen erlaubt sind, sofern der Buchwert der in einem Geschäftsjahr veräusserten oder übertragenen Vermögensgegenstände insgesamt EUR [•] Mio. nicht überschreitet.²³

Für Unternehmen mit besserer Bonität steht am Markt eine grössere Bandbreite an Finanzierungsalternativen zur Verfügung, wodurch sich die Verhandlungsposition gegenüber potenziellen Kapitalgebern verbessert. Ratings sind damit eine zentrale Steuerungsgrösse finanzstrategischer Überlegungen. Darüber hinaus können Ratings aber auch als Qualitäts-/Stabilitätskriterien im Rahmen von Geschäftsbeziehungen dienen (z. B. Einhaltung eines Mindestratings als Kundenanforderung).

4 Zielbonität AA+ zur Sicherung finanzieller Flexibilität?

Standard & Poor's streicht in einer Publikation zu Ratingprozess und -kriterien heraus, dass aus betriebswirtschaftlicher Perspektive die Schlussfolgerung „je höher das Rating, desto besser“ unzulässig ist: „[P]ossessing an ‚A‘ rating or at least an investment-grade rating, affords companies a measure of flexibility and is worthwhile a part of an overall financial strategy. Beyond that, Standard & Poor's does not encourage companies to manage themselves with an eye toward a specific rating. The more appropriate approach is to operate for the good of the business as management sees it and let the rating follow. Ironically, managing for a very high rating can sometimes be inconsistent with the company's ultimate best interests, if it means being overly conservative and forgoing opportunities.“²⁴ Für manche Branchen oder Unternehmensgrössen wäre beispielsweise die Festlegung einer Zielbonität von AA+ unrealistisch. Gründe sind branchen- bzw. unternehmensspezifische Risikofaktoren (z. B. Kapitalintensität, regulatorisches Umfeld, geografische Konzentration).²⁵

²³ Für einen Überblick und eine Erläuterung möglicher Finanzierungsaufgaben siehe beispielsweise Klein (2008).

²⁴ Vgl. Standard & Poor's (2013), S. 6.

²⁵ Vgl. Standard & Poor's (2013), S. 17ff.

Wie Kisgen (2009) in einer Untersuchung von Kapitalstrukturmassnahmen in Folge von Rating-Downgrades zeigt, sind die massgeblichen Zielratings insbesondere jene Stufen, die den Zugang zu Liquidität entweder signifikant verteuern oder die Gruppe potenzieller Kapitalgeber einschränken. Konkret handelt es sich dabei um die Investment-Grade-Grenze (BBB-), die Ratingstufe B- und ein für die Emission von Commercial Paper relevantes kurzfristiges Rating. Es gibt also keine allgemeingültige Zielgrösse für den Erhalt „finanzieller Flexibilität“, sondern lediglich eine bedarfsorientierte, wobei der Investment-Grade-Grenze schon aus regulatorischen Gesichtspunkten eine besondere Bedeutung zukommt. So sieht die FINMA in einem Rundschreiben zu den Anlagerichtlinien von Versicherern vor, dass diese beispielsweise nur in Schuldscheindarlehen von in der Schweiz ansässigen Unternehmen investieren dürfen, die mindestens über eine Bonität der Stufe 3 verfügen. Bonitätsstufe 3 (auch als „upper medium grade“ bezeichnet) wird in diesem Zusammenhang wie folgt definiert: „Sichere Anlage, sofern keine unvorhergesehenen Ereignisse die Gesamtwirtschaft oder die Branche beeinträchtigen. Die Fähigkeit des Schuldners, seine finanziellen Verpflichtungen zu erfüllen, ist stark, aber etwas anfälliger gegenüber nachteiligen Auswirkungen von Veränderungen äusserer Umstände und wirtschaftlicher Bedingungen.“²⁶ Eine ähnliche Vorgabe existiert auch für Versicherungen in Deutschland. Diese haben – seit der Überarbeitung des entsprechenden Kreditleitfadens im Jahr 2013 – die Möglichkeit, nicht nur dann in Unternehmensschuldscheine ohne vertraglich festgelegte Finanzkennzahlen zu investieren, wenn das betreffende Unternehmen über ein offizielles Rating von mindestens A- verfügt. In eingeschränktem Umfang können Versicherungen nunmehr Schuldscheine im Bonitätssegment von BBB zeichnen, wenn die finanzierungssuchenden Unternehmen zum Zeitpunkt des Vertragsabschlusses nachweisen, dass sie aus einem versicherungsspezifischen Kennzahlenset jeweils mindestens eine Cashflow-, eine Verschuldungs- und eine Kapitalstrukturgrösse einhalten.²⁷ Neben dieser regulatorisch moti-

²⁶ Vgl. FINMA (2016), S. 19, 29.

²⁷ Vgl. GDV (2013), S. 14f.

vierten Marktsegmentierung lässt sich in schwierigen Marktphasen zudem eine „Flucht in gute Bonitäten“ feststellen. Erklärungsansätze für dieses in der Praxis immer wieder beobachtbare Phänomen finden sich beispielsweise in Baker und Wurgler (2006), die in ihrer Studie zum Schluss kommen, dass Investoren bei „schlechter Stimmung“ tendenziell stärker risikobehaftete Investitionen meiden. Stimmung wird in dieser Untersuchung mit einem Index gemessen, der Faktoren wie das Handelsvolumen an der Börse in New York, die Anzahl der Börsengänge (IPOs) oder die durchschnittlichen Renditen der auf die IPOs folgenden ersten Handelstage berücksichtigt.

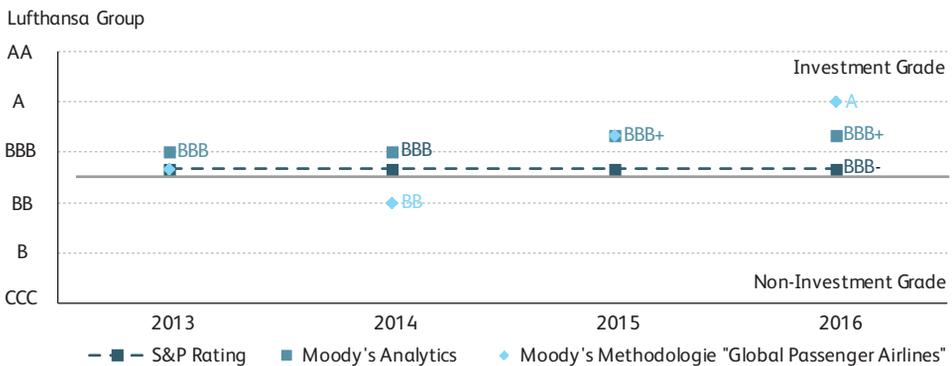
Praxistipp

Obwohl es kein „Pauschalrezept“ für die Festlegung einer Mindestbonitätsanforderung gibt, sprechen in der Regel zwei Faktoren dafür, zumindest eine Investment-Grade-Bonität zu halten oder zu erreichen. Wie auch regulatorische Anforderungen verdeutlichen, sind die für Anlagen im Investment-Grade-Bereich „reservierten“ Mittel um ein Vielfaches höher als für Anlagen im Non-Investment-Grade-Bereich, was in Kostenvorteilen resultieren sollte. Investoren zeigen bei „schlechter Stimmung“ auch ein grösseres Interesse an guten Bonitäten. Derzeit sind auch Anleihen im oberen Non-Investment-Grade-Bereich (BB+/BB) sehr gefragt.²⁶ Darüber hinaus drückt ein Rating eine auf Annahmen basierende zukunftsbezogene Ausfallserwartung aus. Je weniger stabil die Cashflows eines Unternehmens sind, desto höher sollte der Puffer bei einer Festlegung finanzstrategischer Ziele sein, insbesondere um das operative Grundgeschäft möglichst uneingeschränkt entwickeln zu können. Bei einer Bonität ausserhalb des Cross-over-Bereichs (ab ca. BB-) fordern Kapitalgeber in der Regel „operative Einschnitte“ (z. B. Verschiebung von Investitionen, Verwertung von Vermögen) und einen regelmässigen Nachweis über deren Umsetzungsstand.

²⁸ „[Anleihen mit einem BB Rating] besitzen die höchste Kreditqualität innerhalb des Non-Investment-Grade-Bereichs. Damit haben sie zwar Ramschniveau. Faktisch sind die Unterschiede zu Anleihen von Emittenten mit guter Kreditqualität [...] jedoch geringer als die Einteilung es vermuten lassen würde. Das bietet Investoren die Chance, in diesem Bondsegment sehr gute risikoadjustierte Renditen zu erzielen.“ Vgl. Luther (2017), S. 33.

5 Entwicklung einer internen Bonitätssteuerungsgrundlage

Trotz anderslautender regulatorischer Ansprüche wird es durch einen geschäftspolitisch „erforderlichen“ Mangel an Transparenz nie möglich sein, die Bonitätsbeurteilung einer Ratingagentur oder einer Bank exakt nachzubilden, wie auch der folgende exemplarische Vergleich zeigt.²⁹ Dennoch sollte ein Unternehmen die von externen Agenturen oder Banken für die Bonitätsbeurteilung herangezogenen Schlüsselgrößen wie auch deren Wertigkeiten kennen, um selbst in der Lage zu sein, den Einfluss potenzieller Risikofaktoren auf die „finanzielle Flexibilität“ bemessen wie auch zukünftige Handlungsoptionen oder mögliche strategische Zielkonflikte identifizieren zu können. Für eine grobe Bonitätsmodellierung stehen – wie in den nachfolgenden Abschnitten detaillierter erläutert wird – unterschiedliche Verfahren zur Verfügung, die als konzeptionelle Diskussionsgrundlage eine hinreichend genaue Annäherung an eine Bonitätseinstufung potenzieller Kapitalgeber ermöglichen.



Erläuterung: Zur Ermittlung einer indikativen Bonitätsnote werden in diesem Beispiel lediglich die quantitativen Kennzahlen aus der in Folge detailliert dargestellten Moody's Branchenmethodologie „Global Passenger Airlines“ herangezogen. Um dennoch zu einer aussagekräftigen Gesamtnote zu kommen, wird die Skala zur Ermittlung der Gesamtbonitätsnote (siehe Abb. 49) analog dazu angepasst.

Abbildung 47: Vergleich externer und indikativer Bonitätsnoten im Zeitverlauf

²⁹ „Die FINMA kann eine Ratingagentur anerkennen, wenn: a.) deren Ratingmethode und Ratings objektiv sind; b.) diese und ihr Ratingverfahren unabhängig sind; c.) diese ihre Ratings und die zugrundeliegenden Informationen zugänglich macht; d.) diese ihre Ratingmethode, ihren Verhaltenskodex, die Vergütungsgrundlagen und die wesentlichen Eigenschaften ihrer Ratings offenlegt; e.) diese über ausreichende Ressourcen verfügt; und f.) diese und ihre Ratings glaubwürdig sind.“ Vgl. ERV 952.03 Artikel 6.

5.1 Branchenmethodologien

Ratingagenturen wie beispielsweise Moody's oder Fitch veröffentlichen eine Vielzahl an branchenspezifischen „Methodologien“, deren Zweck es ist, die für eine Bonitätsbeurteilung wesentlichsten qualitativen und quantitativen Kriterien nachvollziehbar zu machen. Im Vergleich zu marktüblichen „Schlüsselkennzahlen“ (wie beispielsweise der Eigenkapitalquote oder dem Zinsdeckungsgrad) haben diese Methodologien den Vorteil, dass Branchenspezifika sowohl Eingang in die Kennzahlenauswahl als auch deren Gewichtung finden. Die Kennzahl Finanzverbindlichkeiten/EBITDA fließt gemäss der

Global Passenger Airlines Methodology Factor Grid (Moody's)

Sub-factor contribution to total	rating / points / weights	Aaa 1	Aa 3	A 6	Baa 9	Ba 12	B 15	Caa 18	Ca 20
Cost structure	16 %								
Fleet age (average in yrs) taking into account nb of aircraft types	8 %	< 3 w/ one type	< 3 w/ > one type	3 - 5	5 - 8	8 - 11	11 - 15	15 - 18	≥ 18
EBITDA margin	8 %	≥ 40 %	35 % - 40 %	30 % - 35 %	25 % - 30 %	20 % - 25 %	15 % - 20 %	10 % - 15 %	< 10 %
Market conditions	28 %								
Business profile	20 %	vola almost non-existent, commanding market position, entrenched structural cost advantages	very low vola, leading and highly defensible market position, very strong/durable cost advantages	low vola, strong market position, visible competitive advantages, strong cost advantages	moderate vola, solid market position, at least one clear comp. advantage, good cost efficiencies compared with industry	results vulnerable to periods of heightened vola, established market position, cost advantages unlikely to be durable	results highly volatile, market position could quickly erode, weak cost advantage	extremely volatile results, high exposure to new/emerging technology, volatile operating costs	near term results difficult to predict
- Expected volatility in results									
- Market position									
- Cost structure									
Geographic diversity	8 %	extensively diversified network, no continent with > 20 % of revenue	highly diversified network, no continent with > 30 % of revenue	diverse range of destinations on different continents, no single continent with > 40 % of revenue	well diversified network, reliant on one continent with > 40 % of revenue	destinations located on at least three continents, one continent with > 50 % of revenue	regional/local network	fragmented regional network	
- Network diversification									
- Revenue concentration									
Coverage and leverage	36 %								
EBIT/Interest	12 %	≥ 8,0x	6,0x - 8,0x	4,5x - 6,0x	3,5x - 4,5x	2,0x - 3,5x	1,0x - 2,0x	0,0x - 1,0x	< 0,0x
Retained cash flow/Net Debt	12 %	≥ 55 %	45 % - 55 %	35 % - 45 %	25 % - 35 %	15 % - 25 %	5 % - 15 %	3 % - 5 %	< 3 %
Debt/EBITDA	12 %	< 1,0x	1,0x - 2,0x	2,0x - 3,0x	3,0x - 4,0x	4,0x - 6,0x	6,0x - 8,0x	8,0x - 10,0x	≥ 10,0x
Financial policy	20 %	highly conservative financial policy (FP), ability/willingness to fund all requirements from internal sources, substantially FCF positive, commitment to highest credit quality	very conservative FP, ability/willingness to fund all req. from internal sources, always FCF positive, commitment to very high credit quality	conservative/balanced FP, ability/willingness to fund all req. from internal sources, consistently FCF positive through the cycle, commitment to high credit quality	balanced FP with potential for rating migration following acquisitions, ability to fund all req. from internal sources, solid commitment to investment grade metrics	FP favoring shareholder returns, elevated event risk related to acquisitions/capital structure change, likely to be largely FCF neutral, able to fund all req. from internal sources incl. portion of growth capex, bank credit facilities secured, substantial covenant room	FP very focused on shareholder returns, FCF frequently negative, limited alternative sources of liquidity, bank credit facilities may be fully secured, moderate cushion	FP unfavorable to creditors, highly uncertain ability to internally fund working capital/maintenance capex, alternate sources of liquidity not available, debt restructuring likely	FP could contribute to high default likelihood overshadowed by severity of credit metrics

Abbildung 48: Ratingkriterien/-gewichtung gemäss branchenspezifischer Methodologie

Methodologien von Moody's beispielsweise mit einem Gewicht von 15% in die Bonitätsnote eines Handelsunternehmens ein, während dieselbe Kennzahl bei einer Fluggesellschaft mit aktuell 12% und bei einem Verlag mit 20% gewichtet wird.³⁰ Zusätzlich zu Finanzkennzahlen decken diese Branchenmodelle auch einzelne Aspekte aus dem operativen Geschäft ab – im Fall einer Fluggesellschaft beispielsweise das durchschnittliche Alter der Flotte und die Anzahl der im Flugbetrieb eingesetzten Flugzeugtypen. Für eine indikative Bonitätseinschätzung gemäss Branchenmethodologie wird zunächst jeder Kennzahl eine Ratingstufe zugeordnet. Wie in Abbildung 48 dargestellt, ist diese Ratingklassifikation mit Punkten unterlegt. Anhand der – je Kennzahl – vorgesehenen Gewichtungsfaktoren wird in weiterer Folge ein Gesamtwert ermittelt. Die Umrechnung dieses Gesamtwerts in eine Bonitätsnote erfolgt gemäss der in Abbildung 49 dargestellten branchenspezifischen Skala. Aus Gründen der Übersichtlichkeit enthält diese Skala ausschliesslich Hauptratingkategorien.

Global Passenger Airlines Methodology Factor Grid (Moody's)

Grid-Indicated Rating	Aaa	Aa	A	Baa	Ba	B	Caa	Ca
Aggregate Weighted Total Factor Score	$x < 1,5$	$1,5 \leq x < 4,5$	$4,5 \leq x < 7,5$	$7,5 \leq x < 10,5$	$10,5 \leq x < 13,5$	$13,5 \leq x < 16,5$	$16,5 \leq x < 19,5$	$x \geq 19,5$

Abbildung 49: Ableitung indikativer Gesamtbonität gem. branchenspezifischer Methodologie

5.2 Moody's Analytics RiskCalc™

Moody's Analytics RiskCalc™ ist eine Sammelbezeichnung für lizenzpflichtige länderspezifische Modelle zur Messung des Ausfallrisikos von nicht börsenkotierten Unternehmen, die zur Bonitätsmodellierung Risikofaktoren aus der Unternehmenssphäre, Branchenrisiken sowie lokale Marktrisiken einbeziehen.³¹ Zur Kalibrierung des

³⁰ Diverse Moody's Branchenmethodologien verfügbar unter: https://www.moody.com/page/search.aspx?cy=global&kw=rating+methodologies&search_from=GS&spk=qs&tb=1 [Datum: 16.02.2017].

³¹ Von der Anwendung ausgenommen sind kleine Unternehmen (mit < EUR 500.000 jährlicher Gesamtleistung), Start-up-Unternehmen sowie Unternehmen aus dem Finanzdienstleistungs- und dem öffentlichen Sektor (inkl. Non-Profit Organisationen). Auch die Anwendbarkeit für Immobilienentwicklungsunternehmen und Unternehmen, die schwerpunktmäßig im Projektgeschäft tätig sind, ist eingeschränkt, da deren „finanzielle Gesundheit“ oft nur von der Realisierung einzelner Projekte abhängt.

Moody's Analytics (RiskCalc™ Germany, v3.2)

Kennzahlengruppen	Gewicht Gruppe	Kennzahlen
Größe	6%	Umsatz (EUR, indexiert)
Wachstum	8%	Umsatz/Umsatz Vorperiode -1
Profitabilität	13%	EBITD/Bilanzsumme Ergebnis der gewöhnlichen Geschäftstätigkeit/Umsatz
Aufwandsstruktur	7%	Personalaufwand/Umsatz
Liquidität	15%	Liquidität/Kurzfristiges Fremdkapital
Kapitalbindungsdauer	9%	(Akzepte + Verbindlichkeiten aus Lieferungen u. Leistungen) x 360/Umsatz
Verschuldung	30%	(Eigenkapital + 50 % Sonderposten mit Rücklagenanteil - Immaterielles Anlagevermögen)/(BS - IAV - Liquidität - Grundstücke u. Bauten) (Akzepte + Verbindlichkeiten aus LL + Bankverbindlichkeiten)/(Fremdkapital + 50 % Sonderposten mit Rücklagenanteil - erh. Anzahlungen)
Finanzkraft	12%	Ergebnis der gewöhnlichen Geschäftstätigkeit/(Fremdkapital + 50 % Sonderposten mit Rücklagenanteil - erhaltene Anzahlungen)

Abbildung 50: Ratingkriterien/-gewichtung

im obigen Beispiel verwendeten Modells – RiskCalc™ v3.2 Germany – wurden die Abschlussdaten von über 86'000 Unternehmen aus dem Zeitraum von 1992 bis 2010 mit einer jährlichen Gesamtleistung von mindestens EUR 500'000 herangezogen.³² Die Datenbasis umfasst etwa 324'000 Jahresabschlüsse und über 5'800 Ausfälle. Wie aus Abbildung 50 hervorgeht, werden zur Schätzung von ein- bis fünf-jährigen Ausfallwahrscheinlichkeiten branchenübergreifend zehn Kennzahlen aus acht Kennzahlengruppen herangezogen. Darüber hinaus verfügt das Modell über die Möglichkeit, die allgemeinen Finanzierungsbedingungen in die Schätzung der Ausfallwahrscheinlichkeit einfließen zu lassen. Bei diesem „Credit Cycle Adjustment“ findet beispielsweise die Entwicklung der Margen aus einem Korb von Unternehmensanleihen Berücksichtigung. Ein Anstieg in den durchschnittlichen Margen dieser Anleihen wird im Modell als adäquate Risikokompensation für die Erwartung höherer Ausfallraten interpretiert und entsprechend modelliert.³³ Die Gewichte der für

³² Die Gesamtleistung berechnet sich aus Umsatzerlösen, Bestandsveränderungen und aktivierten Eigenleistungen.

³³ Vgl. Moody's Analytics (2011), S. 18.

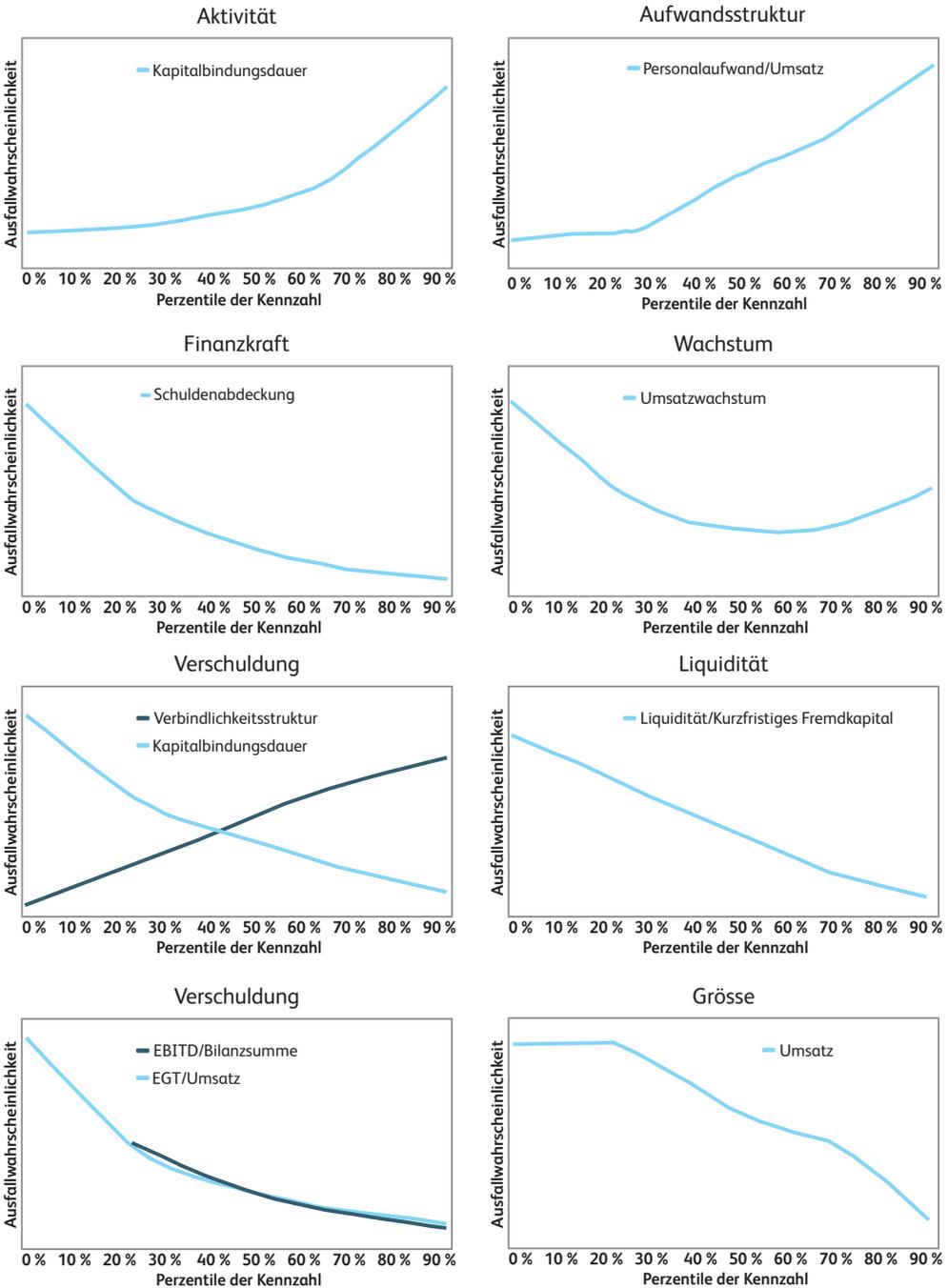


Abbildung 51: Zusammenhänge zwischen Kennzahlen und Ausfallwahrscheinlichkeit

die Modellierung als relevant erachteten Kennzahlen sind Ergebnisse eines logistischen Regressionsverfahrens.³⁴ Die unternehmensspezifischen Kennzahlendefinitionen sind so ausgelegt, dass bilanzpolitische Massnahmen oder Ermessensspielräume weitgehend neutralisiert werden. Bei der Berechnung der Kennzahl Eigenkapitalquote erfolgt beispielsweise eine Bereinigung der Bilanzsumme um die Position Grundstücke und Bauten, um die Kennzahlenberechnung nicht durch Sale-and-Lease-Back-Vereinbarungen zu verzerren. Immaterielle Vermögensgegenstände bleiben sowohl im Zähler als auch im Nenner der Kennzahl unberücksichtigt, da die bilanziellen Wertansätze im Fall eines Ausfalls tendenziell über den Zerschlagungswerten liegen.³⁵ Der Einfluss der einzelnen Kennzahlen auf die Berechnung der Ausfallwahrscheinlichkeit ist im Gegensatz zur exemplarisch dargestellten Moody's Branchenmethodologie nicht linear (siehe Abbildung 51). So haben beispielsweise Unternehmen, deren Wachstumsraten sich im untersten oder obersten Perzentil dieser Kennzahl befinden, eine höhere Ausfallwahrscheinlichkeit als Unternehmen mit einem durchschnittlichen Wachstum.³⁶ Eine höhere Profitabilität – gemessen anhand der Kennzahlen EBITD/Bilanzsumme und Ergebnis der gewöhnlichen Geschäftstätigkeit/Umsatz – reduziert die Ausfallwahrscheinlichkeit eines Unternehmens. Mit zunehmender Profitabilität nimmt jedoch der Einfluss beider Kennzahlen auf die Ausfallwahrscheinlichkeit ab. Eine Erhöhung des Bestands an liquiden Mitteln würde hingegen die erwartete Ausfallwahrscheinlichkeit annähernd linear reduzieren. Zur leichteren Interpretierbarkeit der Ergebnisse werden die mit Hilfe die-

³⁴ *Abbildung 50 gibt einen Überblick über die Bedeutung der einzelnen Kennzahlengruppen. Für die Kennzahlenauswahl kommen folgende Überlegungen zum Tragen: „There is no hard and fast rule in determining how many ratios a particular [probability of default] model should contain: too few and the model will not capture all the relevant information; too many and the model will be powerful in-sample, but unstable when applied elsewhere [...] Some of the considerations that went into the selection of the final ratios and models are: (i) data requirements for the user should be as low as possible, (ii) the number of factors within the final model should be as low as possible, (iii) the factors and their weights should be intuitive, (iv) the model should have the highest possible explanatory power.“* Vgl. Moody's Investors Service (2001) S. 8.

³⁵ Moody's Investors Service (2001), S. 9f.

³⁶ Eine Wachstumsrate im 90. Perzentil bedeutet beispielsweise, dass 90% der Wachstumsraten aus der zugrundeliegenden Datenbasis unter dem Wert des betreffenden Unternehmens liegen.

ses Modells geschätzten Ausfallwahrscheinlichkeiten anhand der in Abbildung 52 dargestellten Skala in ein Gesamtrating umgerechnet.

Moody's Analytics (RiskCalc™ Germany, v3.2)

Implizite Bonitätsnote	Aaa	Aa	A	Baa	Ba	B	Caa/C
Ausfallwahrscheinlichkeit 1 Jahr	0.02 %	0.05 %	0.18 %	0.43 %	1.65 %	5.57 %	> 8,35 %
Ausfallwahrscheinlichkeit 5 Jahre	0.28 %	0.52 %	1.00 %	2.97 %	7.66 %	16.84 %	> 21,89 %

Abbildung 52: Schematische Darstellung der Ratingkalibrierung³⁷

6 Dimensionen finanzstrategischer Entscheidungen

Die im vorherigen Abschnitt dargestellten Kennzahlensets verdeutlichen exemplarisch, dass in einer Bonitätsnote Veränderungen im operativen Grundgeschäft ebenso wie der Umgang mit Finanzrisiken oder Kapitalstrukturentscheidungen ihren Niederschlag finden. Aus dieser „Querschnittsfunktion“ lassen sich unterschiedliche Dimensionen finanzstrategischer Entscheidungen ableiten, die in weiterer Folge – punktuell auch anhand eines Praxisbeispiels – detaillierter beleuchtet werden. Im Fokus steht dabei die Frage, ob ausreichend Risikokapazität bzw. „finanzielle Flexibilität“ vorhanden ist bzw. mit welchen finanztechnischen Massnahmen die bestehende Risikokapazität erhöht werden könnte. Wie bereits ausgeführt, dient als Massstab „finanzieller Flexibilität“ kein pauschales Mindestrating, sondern die grundlegende Zielsetzung, (i) keiner Beschränkung in der Entscheidung über die Aufnahme von zusätzlicher Verschuldung zu unterliegen, (ii) über ausreichende Liquidität zur Abfederung unerwarteter Cashflow-Einbrüche zu verfügen und (iii) Investitionsmöglichkeiten zeitnah realisieren zu können.³⁸ Die Festlegung einer tragfähigen Bonitätsuntergrenze orientiert sich damit insbesondere an der betriebswirtschaftlichen Charakteristik des Grundgeschäfts und dem dafür erforderlichen Risikopuffer, wie auch das nachfolgende Beispiel verdeutlicht.³⁹

³⁷ Laut schriftlicher Auskunft von Moody's Analytics Deutschland GmbH vom 23.03.2017.

³⁸ Vgl. beispielsweise Hess und Immenkötter (2014).

³⁹ Die Forschungsliteratur beschäftigt sich nur „schlaglichtartig“ mit diesen für Ka-

Beispiel Fresenius

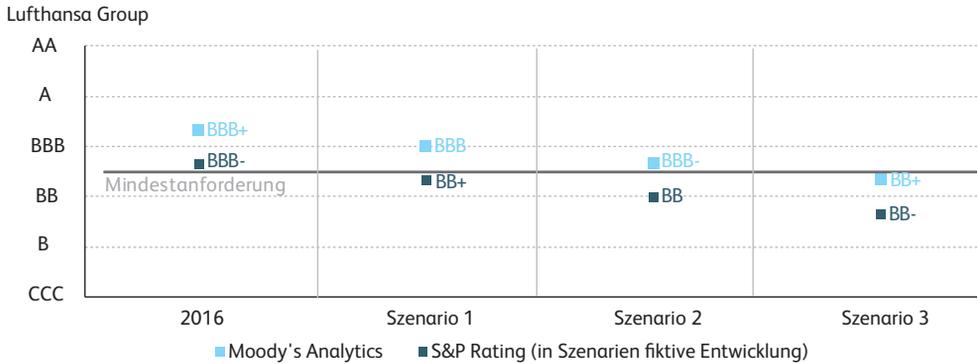
„Eine weitere Steuerungsgrösse auf Konzernebene ist der Verschuldungsgrad, d. h. das Verhältnis der Nettofinanzverbindlichkeiten zum EBITDA. Diese Kennzahl gibt darüber Aufschluss, inwieweit ein Unternehmen in der Lage ist, seinen Zahlungsverpflichtungen nachzukommen. Unsere Unternehmensbereiche halten in der Regel führende Positionen in wachsenden, grösstenteils nicht-zyklischen Märkten. Sie generieren überwiegend stabile, planbare Cashflows, da unsere Kunden mehrheitlich über eine hohe Kreditqualität verfügen. Daher kann sich der Konzern über einen relativ höheren Anteil an Fremdkapital finanzieren als Unternehmen anderer Branchen.“³⁸ „[D]ie Erlangung eines Investment-Grade-Ratings [ist] kein primäres Ziel unserer Finanzstrategie. Vielmehr konzentrieren wir uns auf die Minimierung der gewichteten Kapitalkosten. [...] Wir [hätten] es selbst in der Hand, durch eine Drosselung des Wachstumstempes ein Investment-Grade-Rating zu erreichen. Ungeachtet dessen kann auch die von uns gewählte Finanzstrategie zu einem Upgrade führen. Schliesslich ist ein Kredit-Rating immer eine Kombination aus Geschäfts- und Finanzrisiko. Wenn es uns also gelingt, durch gezielte Verbreiterung der Umsatzbasis – speziell in Bereichen mit unterdurchschnittlichem Risikoprofil – das Geschäftsrisiko in stärkerem Masse zu vermindern, als das Finanzrisiko zu erhöhen, dann werden über kurz oder lang auch die Ratingagenturen das nachvollziehen.“³⁹

Ausgehend von der in Abbildung 47 dargestellten indikativen Bonitätseinschätzung für die Lufthansa Group wird in fiktiven Szenarien der grobe Ratingeinfluss unterschiedlicher finanzstrategischer Massnahmen – in einer Art „Reverse Engineering“ – dargestellt.

pitalstrukturentscheidungen relevanten Unternehmensspezifika. Larkin (2013) stellt beispielsweise in einer empirischen Untersuchung fest, dass ein positives Markenimage bis zu einem gewissen Grad dazu beiträgt, Restriktionen im Zugang zu externem Kapital abzubauen. Unternehmen mit starken Marken haben eine höhere Verschuldung und geringere bilanzielle Reserven (jeweils gemessen anhand der Bilanzsumme). Da dieser Effekt bei den kleineren Unternehmen aus der Stichprobe besonders stark ist, kann davon ausgegangen werden, dass der Zusammenhang zwischen Markenwahrnehmung und dem Grad finanzieller Restriktionen nicht auf „umgekehrte Kausalität“ zurückzuführen ist. Starke Marken haben sich beispielsweise auch bei der Platzierung von Mittelstandsanleihen im deutschen Kapitalmarkt als Vorteil erwiesen. Vgl. Bösl und Hasler (2012), S. 135.

⁴⁰ Vgl. Fresenius (2014), S. 46.

⁴¹ Sturm (2013), S. 8.



Szenario 1: Ausschliessliche Bankenfinanzierung, **Szenario 2:** Reduktion der Liquiditätsreserve und aliquote Reduktion der Bankverbindlichkeiten, **Szenario 3:** Reduktion der Liquiditätsreserve in Kombination mit einer ausschliesslich kurzfristigen Bankenfinanzierung

Abbildung 53: Simulation exemplarischer Ratingszenarien

6.1 Höhe und Quellen der Finanzverschuldung

Die Finanzverbindlichkeiten der Lufthansa Group setzen sich im Geschäftsjahr 2016 zu 15% aus Anleihen, zu 27% aus Verbindlichkeiten gegenüber Kreditinstituten und zu 58% aus Leasingverbindlichkeiten bzw. sonstigen Darlehen zusammen. Szenario 1 verdeutlicht – bei einem ansonsten unveränderten Zahlenwerk – den Bonitätsvorteil aus der Diversifikation des Finanzierungsportfolios.⁴² Bei einer vollständigen Finanzierung durch Banken würde sich (beispielsweise anhand des vorgestellten Kennzahlensets von Moody's Analytics) die Bonitätsnote um eine Stufe verschlechtern. Unter Berücksichtigung des Abstands zwischen dem indikativ ermittelten Rating und dem externen Rating könnte diese Verschlechterung bereits dazu führen, dass die von Lufthansa definierte Mindestanforderung, eine Investment-Grade-Bonität einzuhalten, gefährdet ist. Die Gruppe hätte in diesem Szenario daher auch keinen Spielraum mehr, zusätzliche Finanzschulden aufzubauen.

In der Literatur findet sich ein über den Diversifikationsaspekt hinausgehender Erklärungsansatz für dieses Ergebnis. So zeigen Faulkender und Petersen (2003), dass auch die verfügbaren Finanzie-

⁴² Der Einfachheit halber bleibt auch der Zinsaufwand in diesem Szenario unverändert.

rungsquellen für Kapitalstrukturentscheidungen massgeblich sind. Ihrer Studie zufolge weisen Unternehmen mit Zugang zum öffentlichen Kapitalmarkt eine um 40% höhere Finanzverschuldung auf, da es sich dabei tendenziell auch um grössere Unternehmen mit einem höheren Bekanntheitsgrad und positivem „Track Record“ in einer etablierten Branche handelt.

Der Zugang zum Kapitalmarkt setzt aber auch – wie aus dem folgenden Beispiel hervorgeht – eine Konzentration der Finanzverschuldung innerhalb einer Gruppe voraus. Auf Tochtergesellschaftsebene abgeschlossene, unbesicherte Finanzierungen werden im Insolvenzfall vorrangig behandelt. Um das bei einer Bündelung des Finanzierungsbedarfs für Kapitalgeber auf Gruppenebene entstehende Risiko zu limitieren, akzeptieren beispielsweise Schuldscheininvestoren derartig strukturell vorrangige Finanzierungen häufig nur in einem Ausmass von maximal 20% der Bilanzsumme.

Beispiel Swisscom

„Swisscom verfügt bei den Ratingagenturen Standard & Poor’s und Moody’s mit A ([langfristig], stabil) bzw. A2 ([kurzfristig], stabil) über gute Ratings. Zur Vermeidung struktureller Nachrangigkeit ist Swisscom bestrebt, Finanzierungen auf Stufe der Swisscom AG aufzunehmen. Swisscom will ihr Schuldenportfolio breit diversifizieren. Dabei achtet sie auf eine Glättung der Fälligkeiten sowie auf eine Verteilung der Finanzinstrumente, Finanzierungsmärkte und Währungen. Die solide finanzielle Ausstattung hat Swisscom auch 2016 den uneingeschränkten Zugang zu den Geld- und Kapitalmärkten ermöglicht.“⁴³

Die in Szenario 1 einbezogenen Finanzverbindlichkeiten orientieren sich an der Geschäftsberichtsdarstellung von Lufthansa bzw. an einer in Bankkrediten üblichen Definition. Abweichend dazu berücksichtigen Ratingagenturen den ungedeckten Teil betrieblicher Pensionsverpflichtungen ebenfalls in einer adjustierten Berechnung der Finanzverbindlichkeiten.⁴⁴ Dass diese Anpassung durchaus auch in

⁴³ Vgl. *Swisscom (2017)*, S. 91.

⁴⁴ Vgl. *beispielsweise Moody’s Investors Service (2010)*, S. 4.

der Praxis Eingang in Kapitalstrukturentscheidungen findet, belegen beispielsweise Shivdasani und Stefanescu (2009). Sie zeigen anhand einer Stichprobe amerikanischer Unternehmen, dass eine Erhöhung der anteiligen betrieblichen Pensionsverpflichtungen (gemessen anhand der Bilanzsumme) eine Reduktion des Verschuldungsgrads um 0,36 Prozentpunkte nach sich zieht.

6.2 Liquiditätsrisiko

Szenario 2 stellt das indikative Rating unter der Annahme dar, dass der Grossteil der „physisch“ – in Form von liquiden Mitteln und Wertpapieren des Umlaufvermögens – vorhandenen Liquiditätsreserve nicht mehr als Risikopuffer zur Verfügung steht.⁴⁵ Aufgrund des unternehmensspezifischen Reservebedarfs und der unterschiedlichen Funktionen betrieblicher Liquiditätsreserven verwenden Ratingagenturen allerdings weniger pauschale Massstäbe zur Beurteilung der Adäquatheit vorhandener Liquiditätsspielräume. Die Bedeutung betrieblicher Liquiditätsreserven in der Bonitätsbeurteilung kann in diesem Szenario daher nur ansatzweise modelliert werden.

Bewertung Liquiditätsreserve Standard & Poor's	Investment Grade			Non-Investment Grade	
	Exceptional	Strong	Adequate	max. BB+	max. B-
Kriterien (Auszug)				Less than A.	Weak
Reserven/Mittelverwendung	≥ 2,0 x	≥ 1,5 x * ≥ 1,0 x **	≥ 1,2 x	< 1,2 x	wesentliches Defizit
Einhaltung in nächsten ...	24 Monaten	12 Monaten * in folgenden 12 M. **	12 Monaten	12 Monaten	12 Monaten
Reserven - Mittelverwendung positiv bei Rückgang des progn. EBITDA um ...	-50 %	-30 %	-15 %	- 0 %	wesentliches Defizit
Covenant Headroom bei EBITDA-Rückgang um ...	-50 %	-30 %	-15 %	-10 %	- 0 %
Puffer zu vertraglich maximal erlaubten Finanzverbindlichkeiten	30 %	25 %	15 %	-	-

Abbildung 54: Auszug aus S&P-Kriterienkatalog zur Bewertung betrieblicher Liquiditätsreserven⁴⁵

⁴⁵ Die Reduktion der Liquiditätsreserve führt in diesem Szenario zu einer aliquoten Reduktion der bestehenden Bankverbindlichkeiten.

⁴⁶ Standard & Poor's (2014), S. 4 - 8.

Standard & Poor's gibt in einer zu diesem Thema veröffentlichten Methodologie einen etwas detaillierteren Einblick in die seitens der Agentur gestellten Anforderungen an Höhe und Ausgestaltung betrieblicher Reserven. Zusätzlich zu einer Reihe qualitativer Kriterien (z. B. Qualität bestehender Bankbeziehungen, Risikoappetit) baut die Bewertung (wie in Abbildung 54 dargestellt) auf dem Abdeckungsgrad der potenziellen Liquiditätsabflüsse (A/B) und der Höhe des Reservepuffers in einem Stressszenario (A-B) auf. In die Ermittlung der Liquiditätsreserven (A) werden als „Bestandspositionen“ Zahlungsmitteläquivalente, Wertpapiere des Umlaufvermögens sowie der ungenutzte Teil vertraglich zugesicherter Kreditlinien mit einer Restlaufzeit von über einem Jahr einbezogen. Aus der Planung finden gegebenenfalls noch folgende Grössen Berücksichtigung: das Ergebnis aus dem operativen Bereich (sofern dieses positiv ist), ein Zufluss aus dem Working Capital, etwaige Erlöse aus Vermögensverkäufen, staatliche Förderungen oder konzerninterne Finanzierung. Die Mittelverwendung (B) umfasst alle in einem Planungszeitraum von bis zu 24 Monaten mit hoher Wahrscheinlichkeit zu erwartenden Auszahlungen (u. a. Tilgungen, Investitionen, Ausschüttungen, Nachschussverpflichtungen für betriebliche Pensionspläne). Die Laufzeit der bestehenden Finanzierungen aber auch deren vertragliche Ausgestaltung fliessen in den von Standard & Poor's entwickelten Kennzahlen sowohl in die Bemessung der Reservehöhe als auch in die potenziellen Liquiditätsabflüsse ein. Demgemäss wird in Szenario 3 zusätzlich zu einem Einbruch der Liquiditätsreserve noch eine Verkürzung der Finanzierungslaufzeit simuliert. Damit erhöht sich das Refinanzierungsrisiko, aber auch Tilgungsprofil und Tilgungsfähigkeit klaffen stärker auseinander.

Praxistipp

Wie bereits in Abschnitt 4 ausgeführt, lässt sich grösstmögliche „finanzielle Flexibilität“ tendenziell am besten mit einem Rating innerhalb des Investment-Grade-Bereichs sicherstellen. Ein Rating im oberen Non-Investment Grade erfordert ein enges Monitoring der im Planungszeitraum wahrscheinlichsten Bonitätsentwicklung in Verbindung mit den erwartbaren Auswirkungen potenzieller Risikofaktoren. Als analytische Grundlage können dafür unterschiedliche Planungsszenarien (sofern verfügbar) mit Risikoanalysen (z. B. auf Basis der at-Risk-Methode) verknüpft werden. Im tiefen Non-Investment Grade sind Finanzverantwortliche gefordert, zur Bonitätsverbesserung einen „Konsolidierungskurs“ gegenüber den operativ Verantwortlichen zu argumentieren und in weiterer Folge umzusetzen. Ein entsprechendes Massnahmenpaket kann beispielsweise ein strafferes Working-Capital-Management vorsehen, einen vorläufigen Verzicht auf Ausschüttungen, eine Veräusserung von nicht betriebsnotwendigem Vermögen, ein restriktiveres Limitwesen für die Steuerung finanzieller Risiken oder bilanzverkürzende Finanzierungsmassnahmen (z. B. Factoring ohne Rückgriffsmöglichkeit auf das betreffende Unternehmen).

7 Fazit

Ausgangspunkt für die Entwicklung einer bonitätsbasierten Finanzierungsstrategie ist in der Praxis üblicherweise eine Mittelfristplanung, ergänzt um eine detaillierte Aufarbeitung bestehender Finanzierungsverträge. Im Fokus stehen dabei nicht nur Tilgungs- bzw. Refinanzierungserfordernisse sondern insbesondere die Stabilität des Finanzierungsportfolios (in Hinblick auf ausserordentliche Kündigungsmöglichkeiten für Kapitalgeber) und der Grad finanzieller bzw. operativer Einschränkungen – beispielsweise in Bezug auf die Aufnahme zusätzlicher Finanzierungen, die Vergabe von Sicherheiten oder transaktionsspezifische Genehmigungserfordernisse. Zudem bedarf es einer intensiven Auseinandersetzung mit den Zielen (finanzieller) Risikosteuerung, um erforderliche Puffer fundiert bemessen, aber auch Zielkonflikte und Handlungsalternativen identifizieren zu können. Für die Entwicklung einer – unabhängigen – unternehmensinternen Bonitätseinschätzung stehen (wie exemplarisch in diesem Kapitel dargestellt) unterschiedliche Kennzahlensets zur Verfügung,

die sich mit überschaubarem Aufwand in das bestehende Berichtswesen integrieren lassen und eine empfehlenswerte Vorbereitung auf jegliche Art von Finanzierungsverhandlungen darstellen.

Referenzen

- Baker, M., & Wurgler, J. (2006). Investor sentiment and the cross-section of stock returns, Working Paper. Abgerufen am 24. März 2017 von <http://pages.stern.nyu.edu/~jwurgler/papers/sentiment.pdf>
- Bancel, F., & Mittoo, U. R. (2004). Cross-country determinants of capital structure choice: a survey of European firms. *Financial Management* 33 (4), S.103-132.
- Bösl, K., & Hasler, P. T. (2012). *Mittelstandsanleihen: Ein Leitfaden für die Praxis*. Wiesbaden: Springer Verlag.
- Brealey, R. A., Meyers, S. C., & Marcus, A. J. (2004). *Fundamentals of Corporate Finance*. New York: McGraw-Hill.
- Der Schweizerische Bundesrat. (2012). *Verordnung über die Eigenmittel und Risikoverteilung für Banken und Effektenhändler (Eigenmittelverordnung, ERV)*. Nr. 952.03. Bern: Bundeskanzlei.
- Europäisches Parlament und Rat. (2013). *Verordnung (EU) Nr. 575/2013 des europäischen Parlaments und des Rates vom 26. Juni 2013 über Aufsichtsanforderungen an Kreditinstitute und Wertpapierfirmen und zur Änderung der Verordnung (EU) Nr. 646/2012*.
- Europäisches Parlament und Rat. (2009). *Verordnung (EG) Nr. 1060/2009 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 16. September 2009 über Ratingagenturen*.
- Faulkender, M., & Petersen, M. A. (2003). *Does the Source of Capital Affect Capital Structure?*, Working Paper. Von <http://www.nber.org/papers/w9930> abgerufen
- FINMA. (2016). *Rundschreiben 2016/05: Anlagen im Gesamtvermögen und im gebundenen Vermögen von Versicherungsunternehmen*. Bern: Eidgenössische Finanzmarktaufsicht FINMA.
- Fresenius. (2014). *Fresenius Geschäftsbericht 2013*. Bad Homburg: Fresenius SE & Co. KGaA.
- Gesamtverband der Deutschen Versicherungswirtschaft (GDV). (2013). *Grundsätze für die Vergabe von Unternehmenskrediten durch Versicherungsgesellschaften: Schuldscheindarlehen*. Abgerufen am 23. März 2017 von http://www.gdv.de/wp-content/uploads/2013/07/GDV_

- Kreditleitfaden_Juni_2013.pdf
- Graham, J. R., & Harvey, C. R. (2002). The theory and practice of corporate finance: evidence from the field. *Journal of Financial Economics* 60, S. 187-243.
- Hess, D., & Immenkötter, P. (2014). How much is too much? Debt capacity and financial flexibility, Working Paper. Von https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1990259 abgerufen
- Kisgen, D. J. (2006). Credit Ratings and Capital Structure. *The Journal of Finance* 61 (3), S. 1035-1072.
- Kisgen, D. J. (2009). Do firms target credit ratings or leverage levels. *The Journal of Financial and Quantitative Analysis* 44 (6), S. 1323-1344.
- Klein, J. (2008). Konsortialkreditgeschäft und Sicherheitenpools: Verträge sicher gestalten und praktikabel umsetzen. Berlin: Erich Schmidt Verlag.
- Larkin, Y. (2013). Brand perception, cash flow stability, and financial policy, Working Paper. Von https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1710367 abgerufen
- Lufthansa. (2014). Lufthansa Geschäftsbericht 2013. Frankfurt / Main: Lufthansa Group.
- Lufthansa. (2015). Lufthansa Geschäftsbericht 2014. Frankfurt / Main: Lufthansa Group.
- Lufthansa. (2016). Lufthansa Geschäftsbericht 2015. Frankfurt / Main: Lufthansa Group.
- Lufthansa. (2017). Lufthansa Geschäftsbericht 2016. Frankfurt / Main: Lufthansa Group.
- Luther, T. (2017). Der diskrete Charme gefallener Engel. *Handelsblatt* 58.
- Marandola, G., & Mossucca, R. (2013). The Information Content of Credit Ratings: The Impact of Financial Scandals and Regulation, Working Paper. Von <https://ssrn.com/abstract:2255777> abgerufen
- Moody's Analytics. (2011). Moody's Analytics RiskCalcTM v3.2 Germany, Archiv Schwabe, Ley & Greiner.
- Moody's Investors Service. (2001). Moody's RiskCalcTM for private companies: The German model, Archiv Schwabe, Ley & Greiner.
- Moody's Investors Service. (2010). Moody's approach to global standard adjustments in the analysis of financial statements for non-financial corporations. Abgerufen am 21. Februar 2017 von https://www.moody.com/researchdocumentcontentpage.aspx?docid=PBC_128137
- Moody's Investors Service. (2011). Rating methodology: global publishing industry. Abgerufen am 16. Februar 2017 von <https://www.moody.com/page/search.aspx?cy=global&kw=rating+methodologies&>

- searchfrom=GS&spk=qs&tb=1
Moody's Investors Service. (2012). Rating methodology: global passenger airlines. Abgerufen am 16. Februar 2017 von <https://www.moodys.com/page/search.aspx?cy=global&kw=rating+methodologies&searchfrom=GS&spk=qs&tb=1>
- Moody's Investors Service. (2015). Rating methodology: retail industry. Abgerufen am 16. Februar 2017 von <https://www.moodys.com/page/search.aspx?cy=global&kw=rating+methodologies&searchfrom=GS&spk=qs&tb=1>
- Moody's Investors Service. (2016). Annual Default Study: Corporate Default and Recovery Rates 1920-2015. Abgerufen am 21. März 2017 von https://www.moodys.com/research/documentcontentpage.aspx?docid=PBC_1018455
- Shivdasani, A., & Stefanescu, I. (2009). How do pensions affect corporate capital structure decisions?, Working Paper. Von https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=676628 abgerufen
- Standard & Poor's Ratings Services. (2013). Corporate ratings criteria. Abgerufen am 7. Februar 2017 von http://regulationbodyofknowledge.org/wp-content/uploads/2013/03/StandardAndPoors_Corporate_Ratings_Criteria.pdf
- Standard & Poor's Ratings Services. (2014). Methodology and assumptions: liquidity descriptors for global corporate issuers. Abgerufen am 16. Februar 2017 von <http://www.maalot.co.il/publications/MCP20141207101333a.pdf>
- Sturm, S. (2013). Es geht auch ohne Investment-Grade, Börsen-Zeitung 186, 8.
- Swiss Banking. (2015). Bankenbarometer: Die konjunkturelle Entwicklung der Banken in der Schweiz. Abgerufen am 27. Februar 2017 von <http://www.swissbanking.org/library/studien-reports/bankenbarometer-2015-september-2015>
- Swisscom. (2017). Geschäftsbericht 2016. Bern: Swisscom.
- Titman, S. (2001). The Modigliani and Miller theorem and market efficiency, Working Paper. Von <http://www.nber.org/papers/w8641> abgerufen
- US Department of Justice. (2015). Justice Department and State Partners Secure \$1.375 Billion Settlement with S&P for Defrauding Investors in the Lead Up to the Financial Crisis. Abgerufen am 7. März 2017 von <https://www.justice.gov/opa/pr/justice-department-and-state-partners-secure-1375-billion-settlement-sp-defrauding-investors>