

Veröffentlicht in  
die bank  
Nr. 2 Februar 2013

„Die unterschätzte Gefahr“  
S. 51 - 53

Mit freundlicher Genehmigung  
Bank-Verlag GmbH, Köln

([www.die-bank.de](http://www.die-bank.de))

# Die unterschätzte Gefahr

**REFINANZIERUNGSRISIKEN** Von Industrie- und Handelsunternehmen werden die Refinanzierungsrisiken bislang zu wenig beachtet. Eine Gefährdung künftiger Finanzierungsmöglichkeiten kann insbesondere dann entstehen, wenn bei negativer Geschäftsentwicklung die Ertragskraft schwindet. Dies führt meist dazu, dass der Kreditrahmen reduziert bzw. der Zugang zum Kapitalmarkt erschwert wird. Durch Ratingprognosen (mit Stresstest) und Risikosimulation kann die Bank – und das Unternehmen selbst – den Umfang der Refinanzierungsrisiken quantifizieren, was nicht zuletzt vor der Vereinbarung von Covenants oder der Emission von Mittelstands-Anleihen zu empfehlen ist. *Werner Gleißner*

**Keywords: Risikosimulation, Stresstest, Ratingprognose, Refinanzierungsrisiko**

Spätestens seit dem Kontroll- und Transparenzgesetz (KonTraG) von 1998 und dem darauf aufbauenden IDW-Prüfungsstandard 340 befassen sich deutsche Unternehmen systematisch mit der Identifikation und Quantifizierung von Risiken, die – aggregiert – bestandsbedrohend werden können.<sup>1</sup> Eine Vielzahl empirischer Untersuchungen zum Risikomanagement und den Ergebnissen der Risikoanalyse deutscher Unternehmen zeigt dabei systematische Verzerrungen in der Risikoerfassung.<sup>2</sup> Aus psychologischen Gründen findet man in den Risiko-Inventoryn vor allem besonders „spektakuläre“ Risiken (wie Sachanlageschäden durch Naturgewalt) oder Risiken, die fast selbstverständlich jedes Unternehmen betreffen (zum Beispiel Zinsänderungsrisiken) – und dies unabhängig von der tatsächlichen ökonomischen Bedeutung.

Tendenziell zu wenig betrachtet werden die „strategischen Risiken“, also die Bedrohungen der wesentlichen Erfolgspotenziale, und die makroökonomischen Risiken. Dabei haben gerade die Erfahrungen der jüngsten Wirtschafts- und Finanzkrise einmal mehr verdeutlicht, dass Unternehmen eingebettet sind in ein komplexes globales makroökonomisches Netz-

werk und damit auch Preisblasen auf anderen Kontinenten (Immobilienmarkt der USA) oder Staatsschuldenstände von Ländern, in denen das Unternehmen gar nicht selbst engagiert sein muss, bedeutsam sind – und zwar in ihren Auswirkungen auf Wirtschaftswachstum, Inflation, Wechselkurse und Zinssätze als wesentliche makroökonomische Risikofaktoren.

## **Illiquidität – der häufigste Insolvenzgrund**

Nachfolgend wird eine weitere bisher in den Unternehmen zu wenig beachtete Risikokategorie vorgestellt, die sich unmittelbar an der Schnittstelle zwischen Kre-

zierungsrisiko. Von einem Refinanzierungsrisiko ist jedoch nur zu sprechen, wenn die Möglichkeit der Fremdfinanzierung eines Unternehmens sich (unerwartet) verschlechtert – nicht dagegen, wenn Liquiditätsprobleme auftreten, weil der Liquiditätsbedarf zunimmt (etwa durch eine stärkere Kapitalbindung im Working Capital oder die Notwendigkeit, operative Verluste zu finanzieren).

Quantifizieren lässt sich das Refinanzierungsrisiko entsprechend beispielsweise über die Wahrscheinlichkeit, dass der verfügbare Fremdfinanzierungsrahmen unter ein vorgegebenes (zu definierendes, betrieblich notwendiges) Niveau

Zu wenig beachtet werden die strategischen Risiken, also die Bedrohungen der wesentlichen Erfolgspotenziale, sowie die makroökonomischen Risiken.

ditinstituten und den Firmenkunden bewegt: das Refinanzierungsrisiko. Es ergibt sich aus der möglichen Reduzierung des einem Unternehmen zur Verfügung stehenden Fremdfinanzierungsspielraums (zum Beispiel Kreditrahmen). Illiquidität als häufigste Insolvenzursache und maßgeblicher Treiber der Ausfallwahrscheinlichkeit (Probability of Default, PD) eines Unternehmens ist offenkundig eng verknüpft mit dem Refinan-

abgesenkt wird. Refinanzierungsrisiken entstehen damit insbesondere aus zwei Sachverhalten. Einerseits besteht ein Refinanzierungsrisiko, wenn ein vorhandener (langfristiger, endfälliger) Kredit ausläuft und zu ersetzen ist bzw. eine emittierte Anleihe<sup>3</sup> am Ende der Laufzeit zurückgezahlt werden muss. Dies führt nämlich unmittelbar zu einer Reduzierung des verfügbaren Fremdkapitals und macht eine Refinanzierung erforder-

lich, die jedoch nicht per se sofort zur Verfügung steht oder durch ein Ausschöpfen freier Kontokorrent-Linien erreicht wird. Gerade mittelständische Unternehmen, die Mittelstands-Bonds emittiert haben, ignorieren oft die damit einhergehenden Refinanzierungsrisiken und sehen nur die „kurzfristige“ stärkere Unabhängigkeit von den finanzierenden Kreditinstituten. Der zweite Aspekt der Refinanzierungsrisiken ergibt sich aus einer (unsicheren) Veränderung des künftigen Fremdfinanzierungsrahmens durch geänderte Rahmenbedingungen, und zwar:

- Ertragskraft und Sicherheiten des Unternehmens selbst (interner Faktor) sowie
- Kreditvergabepolitik und Refinanzierungsmöglichkeiten der Banken (externer Faktor).

### Künftiges Ertragsniveau wesentlicher Refinanzierungsaspekt

Aktuelle Entwicklungen im regulatorischen Umfeld, wie Basel III, und die von makroökonomischen Entwicklungen abhängigen Refinanzierungsmöglichkeiten der Kreditinstitute selbst bestimmen natürlich potenziell die verfügbaren Kreditrahmen der mittelständischen Unternehmen (und die entsprechenden Kreditkonditionen). Noch gravierender ist jedoch, dass sich aufgrund der Unsicherheit bezüglich der zukünftigen Erträge und Cashflows (Ertragslage) eines Unternehmens auch eine Unsicherheit bezüglich eines aus Sicht der finanzierenden Kreditinstitute möglichen Kreditrahmens ergibt. Es ist das unsichere künftige Ertragsniveau (in Verbindung mit den verfügbaren Sicherheiten), das die zukünftige Fremdfinanzierungsmöglichkeit und damit das Refinanzierungsrisiko bestimmt. Neben anderen Kennzahlen (wie Eigenkapitalquote) sind es gerade die Ertragskraft und die daraus abgeleiteten Kennzahlen (wie Rentabilität), die die geschätzte Insolvenzwahrscheinlichkeit

und das Rating und damit die risikogerechten Finanzierungsbedingungen eines Unternehmens bestimmen.

Es wird jedoch oft gerade von mittelständischen Unternehmen nicht beachtet, dass die Risiken (mögliche Schwankungen) der zukünftigen Erträge auch gleichgerichtete Veränderungen des zukünftigen Kreditrahmens zur Konsequenz haben. Eine potenzielle Krise oder Bestandsbedrohung des Unternehmens wird oft übersehen, weil im Rahmen der Prognose- und Risikofrühwarnsysteme nur analysiert wird, ob ein (risikobedingt möglicher) Verlust in Anbetracht der gegenwärtigen Liquiditäts- und Eigenkapitalreserven zu verkraften wäre. Tatsächlich ist jedoch relevant, dass bei einem möglichen Verlust im Jahr 2013 der Kreditrahmen in 2014 eingeschränkt wird und damit eben ein „Refinanzierungsrisiko“ besteht (und die Tragfähigkeit für weitere Verluste in 2014 sich reduziert). Das Refinanzierungsrisiko ist ein Folgerisiko vieler operativer Risiken.

Eine besondere Facette der Refinanzierungsrisiken ergibt sich, wenn – wie in der Zwischenzeit oft – Covenants vereinbart wurden. Die Verletzung der Covenants führt im Allgemeinen nämlich nicht nur zu höheren Kosten, sondern auch zu einem niedrigeren (untervertraglich gar nicht mehr gesicherten) Kre-

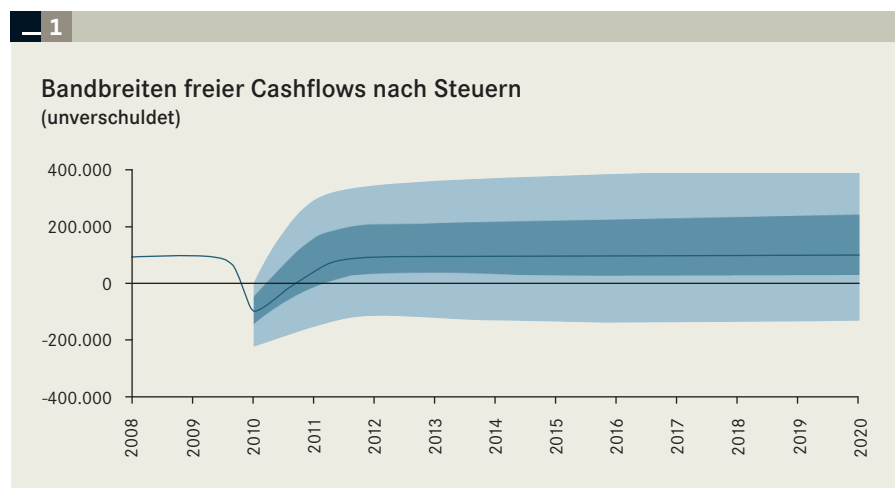
ditrahmen. Bei der Betrachtung der Refinanzierungsrisiken und ihrer Quantifizierung ist damit insbesondere die Wahrscheinlichkeit, dass vereinbarte Covenants verletzt werden, ein wesentlicher Krisenfrühwarnindikator.

Ein wichtiges Anwendungsfeld für die Quantifizierung von „Refinanzierungsrisiken“ ergibt sich bei der kritischen Beurteilung von Sanierungskonzepten (im Sinne des IDW S 6). Bisher ist es nämlich (leider) üblich den Finanzbedarf für ein „Planszenario“ zu berechnen und zu übersehen, dass letztlich der risikobedingt nötige Liquiditätsbedarf höher ist – und gerade mittels Risikosimulation quantifiziert werden muss.

### Welche Konsequenzen ergeben sich?

Ein ökonomisch nutzenstiftendes Krisenfrühwarn- und Risikomanagement-System muss sich intensiv mit Refinanzierungsrisiken befassen, da es gerade eben die Illiquidität ist, die zur Insolvenz führt. Besonders hohe Refinanzierungsrisiken haben kapitalintensive Unternehmen und solche, bei denen ein erheblicher Teil der Fremdfinanzierung (zum Beispiel wegen eines tilgungsfreien, langfristigen Kredits oder einer Anleihe) zu einem bestimmten Zeitpunkt zurückgezahlt wird.

Unternehmen können recht leicht ein adäquates Instrumentarium für die Früh-



erkennung – und gegebenenfalls Bewältigung – von Refinanzierungsrisiken aufbauen. Ausgangspunkt kann hier zunächst die Technik der Ratingprognose sein. Wie auch die neuen „Grundsätze ordnungsgemäßer Planung“ (GoP) vorsehen, sollte dabei ausgehend von der Unternehmensplanung (integriertes Planungsmodell) abgeschätzt werden, welche Konsequenzen diese für das zukünftige Rating und den Fremdfinanzierungsspielraum hat. Es ist leicht möglich, die Unternehmensplanung in Finanzkennzahlen (wie Gesamtkapitalrendite, Eigenkapitalquote) umzusetzen und zu zeigen, welches Rating dies etwa zur Konsequenz hätte.<sup>4</sup> Auch eine Abschätzung des zukünftigen Refinanzierungsspielraums ist leicht möglich, wobei für eine erste grobe Einschätzung schon eine Betrachtung der Sicherheit und der Cashflows (EBITDA) reicht – je nach Branchen- und Unternehmenslage lässt sich der Kreditspielraum oft schon ganz simpel als das Fünf- bis Siebenfache des EBITDA abschätzen.

Wesentlich ist jedoch, dass nicht nur die planmäßige Zukunftsentwicklung betrachtet wird. Ratingprognosen und die Konsequenzen für den Kreditrahmen sollten berechnet werden für ein plausibles „Stressszenario“, zum Beispiel eines 20-prozentigen Unterschreitens des geplanten Umsatzes (bei gleichzeitig 2 % schlechterer Marge).<sup>5</sup> Eine solche Analyse ist natürlich insbesondere erforderlich für den Zeitpunkt, zu dem beispielsweise eine Anleihe zurückgezahlt wird. Das Refinanzierungsrisiko eines Unternehmens kann nur dann als beherrscht angesehen werden, wenn auch in realistischen Stressszenarien der Kreditrahmen zu diesem Zeitpunkt ausreicht, um eine Refinanzierung zu gewährleisten.

### Bestimmung des Gesamtrisikos

Eine darauf aufbauende Beurteilung der Wahrscheinlichkeit, dass Covenants reiben oder Liquiditätsprobleme auftreten, ermöglicht die mittlerweile auch einfach

umsetzbare Monte-Carlo-Simulation. Diese Risikosimulationsverfahren dienen der Risikoaggregation (Bestimmung des Gesamtrisikoumfangs) und berechnen eine große repräsentative Anzahl risikobedingt möglicher Zukunftsszenarien. Neben einer realistischen Bandbreite der zukünftig erwarteten Erträge oder Cashflows ► 1 kann hier auch unmittelbar ab-

Ein besonderes Anwendungsfeld für die Quantifizierung der Refinanzierungsrisiken ergibt sich bei der kritischen Beurteilung von Sanierungskonzepten.

geleitet werden, in wie viel Prozent aller Szenarien Covenants verletzt werden oder Refinanzierungsprobleme auftreten.<sup>6</sup> Und im Gegensatz zu einfachen „Stresstests“ erlaubt die Risikosimulation auch die Berücksichtigung bestehender Wechselwirkungen durch die Verknüpfung von operativer Planung mit den Risiken, die Planabweichungen auslösen können.

Während die Unternehmen ihre Frühwarn- und Prognosesysteme und das Controlling weiterentwickeln sollten, ergibt sich im Kontext der Refinanzierungsrisiken auch Handlungsbedarf für die Kreditinstitute. Zum einen ist es natürlich sinnvoll und im gemeinsamen Interesse, den Firmenkunden auf die Bedeutung von Ratingprognosen und die Beurteilung von Refinanzierungsrisiken hinzuweisen, um gegebenenfalls Gegenmaßnahmen zu ergreifen.<sup>7</sup> Zum anderen sollten die Kreditinstitute sich noch stärker mit dem wesentlichen Sachverhalt befassen, dass die eigene Kreditpolitik die Refinanzierungsrisiken und insgesamt die Ausfallwahrscheinlichkeit ihrer Firmenkunden beeinflusst.

Es gibt eben keine „exogene“ – d.h. vom Verhalten des Kreditinstituts unabhängige – Insolvenzwahrscheinlichkeit und damit auch kein unabhängiges Rating. Änderungen des Verhaltens, insbesondere des zugelassenen Finanzierungsspiel-

raums und der zugrunde liegenden Regelung, bestimmen die Insolvenzwahrscheinlichkeit, und damit ist eine „restriktive“ Kreditvergabepolitik durchaus nicht automatisch geeignet, Kreditrisiken zu reduzieren. Die Entwicklung einer „optimalen“ Kreditvergabepolitik unter Beachtung der hier umrissenen wechselseitigen Abhängigkeiten bietet viel (bisher

noch nicht genutzten) Spielraum für eine Verbesserung des Ertrags-Risiko-Profiles im Firmenkundengeschäft. Zudem bieten sich natürlich auch mittelfristige Ratingprognosen – ergänzend zu den Basel III-Vorgaben – als Instrument des eigenen Risikocontrollings an, um die Refinanzierungsrisiken von Firmenkunden besser einzuschätzen. ■

**Autor:** Dr. Werner Gleißner ist Mitglied des Vorstands der FutureValue Group AG, Leinfelden-Echterdingen.

### Literatur:

- Berger, T./Gleißner, W., Risikosituation und Stand des Risikomanagements aus Sicht der Geschäftsberichterstattung, in: Zeitschrift für Corporate Governance, Heft 2.07 (April 2007), S. 62-68.
- Füser, K./Gleißner, W./Meier, G., Risikomanagement (KonTraG) - Erfahrungen aus der Praxis, in: Der Betrieb, 15/1999, S. 753-758.
- Gleißner, W., Grundlagen des Risikomanagements im Unternehmen, 2. Aufl., Verlag Vahlen München, 2011.
- Gleißner, W./Füser, K., Praxishandbuch Rating und Finanzierung, 3. Aufl., Verlag Vahlen München, 2013 (noch nicht erscheinen).
- Gleißner, W./Haydn, A./Kamarás, E., Firmenkundengeschäft: Bilanzschutz als Bankprodukt, in: die bank, 01/2011, S. 30-34.
- Gleißner, W./Leibbrand, F./Kamarás, E./Helm, R./Gerking, H., Krisenprävention: Stresstests für das Unternehmen? Schwächen von Stresstests, in: Risiko Manager, 18/2011, S. 1 / 6-15.
- 1 Siehe Füser/Gleißner/Meier (1999) und Gleißner (2011).
- 2 siehe z.B. Berger/Gleißner, 2007.
- 3 Oder Mezzanin-Kapital.
- 4 Siehe Gleißner/Leibbrand/Kamarás/Helm/Gerking (2011).
- 5 Siehe zu Risiko-Benchmark-Werte für Stressszenarien Gleißner/Leibbrand/Kamarás/Helm/Gerking (2011).
- 6 Zur Methodik siehe Gleißner (2011) und Gleißner/Füser (2012).
- 7 Siehe zu dem darauf aufbauenden Konzept des „Bilanzschutzes“ Gleißner/Haydn/Kamarás (2011).