



Sehr geehrte Damen und Herren, liebe Leser,

### wir wünschen Ihnen schöne Weihnachten und ein gutes Neues Jahr 2013!

Themenschwerpunkt der 4. Ausgabe 2012 ist das **Rating von Projekten**. Projektratings sind notwendig, wenn Anleihen für die Finanzierung eines Projekts genutzt werden sollen. Aber durch die geschaffene Transparenz über den Risikoumfang sind sie auch hilfreich bei den Kreditverhandlungen mit Banken. Durch die geschaffene Transparenz über den (aggregierten) Risikoumfang ermöglichen Projekt-ratings in vielen Fällen bessere Finanzierungs-konditionen, da „Vorsichtszuschläge“ aufgrund von Risikointransparenz vermieden werden. Insbesondere im Gespräch mit Banken ist es hier besonders hilfreich, dass die wesentlichen (unsicheren) Annahmen, aus denen Insolvenzwahrscheinlichkeit, Expected Loss und Rating abgeleitet werden, nachvollziehbar aufgezeigt werden. Schlüsseltechnologie bei der Erstellung von Projektatings sind quantitative Risikoanalysen und Simulationsmodelle, die die realistische Bandbreite der zukünftigen Cashflows aufzeigen – historische Ertrags- oder Cashflow-Informationen liegen bei Projekten im Allgemeinen nicht vor.

Außerdem stellen wir Ihnen KiepConsulting, einen unserer neuen Kooperationspartner, näher vor.

Als Service für unsere Geschäftspartner bieten wir an, die professionelle Software „Strategie Navigator – Rating und Risiko Light“ – kostenlos zur Verfügung zu stellen. Neben einem integrierten Planungsmodell enthält die uneingeschränkt nutzbare Software ein Risikomanagementmodul und eine Ratingprognose-Technik zur Krisenfrüherkennung mittels Basis- und Stressszenarien. Sollten Sie daran Interesse haben, setzen Sie sich einfach mit uns in Verbindung.

Wir hoffen, Ihnen auch mit diesem neuen Newsletter wieder einige interessante Anregungen bieten zu können.

Mit freundlichen Grüßen

Marco Wolfrum

Dorkas Sautter

In diesem Newsletter informieren wir über folgende Themen:

<b>1</b>	<b>Projekttrating und Rating Advisory: Reduzierung der Finanzierungskosten und risikogerechte Bewertung</b>	<b>1</b>
1.1	Allgemeine Einleitung zu Projekttrating	1
1.2	Wesentliche Grundbegriffe und die Methodik eines simulationsbasierten Ratings auf Grundlage eines „Financial Models“	2
1.2.1	Der Begriff „Projekttrating“	2
1.2.2	Operationalisierung des Projektatings auf Basis von „Expected Loss“?	2
1.3	Methodik eines simulationsbasierten Ratings auf Grundlage eines „Financial Models“	2
1.4	Bausteine eines Projekttrating-Projekts	3
1.4.1	Stochastisches Financial Model – Geschäftsmodell, Planannahmen, Einzelrisiken und makroökonomisches Umfeld	3
1.4.2	Projektbeurteilung sowohl aus Sicht der Gläubiger (Rating) als auch der Eigentümer	4
1.5	Fazit	5
<b>2</b>	<b>kostenloser Service: „Strategie Navigator – Rating und Risiko Light“</b>	<b>6</b>
<b>3</b>	<b>Buchankündigung</b>	<b>6</b>
<b>4</b>	<b>Neue Kooperation: KiepConsulting</b>	<b>6</b>
<b>5</b>	<b>Neue Veröffentlichungen</b>	<b>7</b>
<b>6</b>	<b>Aktuelle Termine: Seminare und Vorträge</b>	<b>7</b>

## 1 Projekttrating und Rating Advisory: Reduzierung der Finanzierungskosten und risikogerechte Bewertung

### 1.1 Allgemeine Einleitung zu Projekttrating

**Grundlage der Finanzierung abgrenzbarer Projekte sind deren unsichere zukünftige Cashflows. Eine Projektfinanzierung kommt beispielsweise in Frage bei Immobilien, Infrastruktur-Projekten, Schiffen, Flugzeugen und Investments im Bereich erneuerbarer Energie.** Für adäquate Fremdfinanzierungskonditionen ist dabei insbesondere Transparenz über den möglichen Umfang (negativer) Abweichungen von den geplanten Cashflows, also den aggregierten Gesamtrisikoumfang, erforderlich. Ein „Projekttrating“ beurteilt neutral und nachvollziehbar die vom Risikoumfang abhängige Kapitaldienstfähigkeit einer (realen oder unter Umständen virtuellen) Projektgesellschaft. Projektatings sind ein wichtiges Instrument der Finanzmarkt-kommunikation: Sind fast unvermeidlich, wenn für die Projektfinanzierung Anleihen ausgegeben werden sollen – aber auch bei einer „traditionellen“ Finanzierung eines Projekts durch Banken (oder Versicherungen) kann durch ein neutrales Projekttrating eine wesentlich günstigere Finanzierung erreicht werden durch die geschaffene Transparenz über die von Gläubigern zu tragenden Risiken.

## 1.2 Wesentliche Grundbegriffe und die Methodik eines simulations-basierten Ratings auf Grundlage eines „Financial Models“

### 1.2.1 Der Begriff „Projektrating“

Während im Bereich der „üblichen“ Corporate Ratings der Begriff Rating – nicht zuletzt dank Basel II und III – auf eine in der Regel auf ein Jahr ausgerichtete Ausfallwahrscheinlichkeit (Probability of Default) abzielt und damit eine Beurteilung des Unternehmens aus Gläubigerperspektive (Fremdkapitalgeber-Perspektive) darstellt, ist eine derartige Eindeutigkeit beim „Projektrating“ noch nicht festzustellen.

Es ist zu empfehlen, den Begriff des „Projektratings“ klar als eine Beurteilung aus Gläubigerperspektive aufzufassen. Sie ergänzt damit die Beurteilung eines Projekts aus Sicht des Eigentümers oder potenziellen Käufers, die sich ergibt aus dem fundamentalen, risikogerechten Wert – berechnet mit einem sogenannten stochastischen Discounted-Cashflow-Verfahren<sup>1</sup> – oder aus daraus abgeleiteten Kennzahlen, wie der Relation von Wert zum Investitionsvolumen (der sogenannten Kapitalwertrate oder „Tobin-Q“).

Bei einer klaren Ausrichtung des Begriffs des Projektratings auf die Gläubigerperspektive kann man unterscheiden zwischen

- dem Rating einer spezifischen Finanzierung eines Projekts, also z. B. bei einer investitionsobjekt-besicherten Anleihe oder eines Bankkredits und
- der Beurteilung eines Projekts einschließlich seiner Finanzierung, also einer tatsächlichen oder virtuell berechneten „Projektgesellschaft“

Letzteres korrespondiert mit der Definition eines Corporate Ratings, bei der ein Unternehmen einschließlich der gewählten Finanzierungsform im Hinblick auf die Ausfallwahrscheinlichkeit beurteilt wird.

Die wirtschaftliche Zukunftsfähigkeit ist dabei als die Fähigkeit definiert, alle finanziellen Verpflichtungen aus Zins- und Tilgungsforderungen termingerecht und vollständig zu erfüllen.<sup>2</sup>

Die Einschätzung der Ausfallwahrscheinlichkeit sollte auch die Höhe des zu erwartenden Verlustes berücksichtigen, so dass Rückschlüsse auf den „Expected Loss“ ermöglicht werden.

### 1.2.2 Operationalisierung des Projektratings auf Basis von „Expected Loss“?

Bei einer klaren Ausrichtung des Projektratings – in den oben angegebenen Varianten a) und b) – ist für eine klare Operationalisierung festzulegen, ob lediglich die Wahrscheinlichkeit oder auch die zu erwartenden monetären Auswirkungen eines „Defaults“ berücksichtigt werden soll. Im Bereich der Corporate Ratings steht immer die Ausfallwahrscheinlichkeit (näherungsweise Insolvenzwahrscheinlichkeit) der Unternehmen im Mittelpunkt, während das Rating von Emissionen auch den erwarteten monetären Ausfall berücksichtigt.

Eine entsprechende Festlegung auf die zu erwartende (einjährige) Ausfallwahrscheinlichkeit ist möglich. In Anbetracht der langen Investitions- und oftmals auch mittel- bis langfristigen Finanzierungshorizonte sollte die mittlere Ausfallwahrscheinlichkeit (über einen vorgegebenen Finanzierungszeitraum) ermittelt werden.

Im Rahmen des Projektratings sollten, neben der Wahrscheinlichkeit eines Ausfalls auch die zu erwartenden monetären Konsequenzen eines „Defaults“ während der Projektlaufzeit berücksichtigt werden. Diese sind abhängig von den verfügbaren Sicherheiten, auf die der jeweilige Gläubiger Zugriff hat und bestimmen somit die Rückzahlung im Falle der Zahlungsunfähigkeit des Fremdkapitalnehmers. Die (unsichere) Rückzahlung ist in diesem Fall abhängig vom unsicheren Verkaufspreis des Investitionsobjekts im Falle eines Defaults – wobei bei derartigen „Notverkäufen“ in der Regel lediglich Preise realisierbar sind, die erfahrungsmäßig oftmals signifikant vom (fundamentalen) Wert abweichen. Im Rating wird der Anteil des Nominalwerts des Fremdkapitals, der im Falle des „Defaults“ zurückbezahlt wird, als Recovery Rate (RR) bezeichnet. Mit der Ausfallwahrscheinlichkeit (PD) und dem Erwartungswert der Recovery Rate lässt sich ein Erwartungswert der Verluste ableiten, die bei der Bestimmung der Zinskonditionen berücksichtigt werden müssen.

## 1.3 Methodik eines simulationsbasierten Ratings auf Grundlage eines „Financial Models“

Eine Projektgesellschaft möchte ein Investitionsprojekt unter Berücksichtigung bestehender Risiken beurteilen, sowohl aus Perspektive von Gläubigern (Rating und damit Ausfallwahrscheinlichkeit und angemessener Kreditmarge) und ergänzend aus Perspektive der Eigentümer (also bezogen auf den risikogerechten Wert).

Um die Aufgabenstellung zu beantworten und auch weitere denkbare Konstellationen effizient zu beurteilen, wird ein (vereinfachtes) Cashflow-Simulationsmodell des Investitionsobjekts erstellt, das

- den unsicheren Ertragsstrom (Cashflow) modelliert – einschließlich der wesentlichen Risiken (siehe unten), die Planabweichungen auslösen können,
- die Finanzierungsstruktur des Projekts (Bankkredite und die sich daraus ergebenden fixen oder variablen Zinsen und Tilgungen / Kapitaldienst) zeigt.

Die Ausfallwahrscheinlichkeit (Ausfallrisiko), das angemessene Rating des Projekts, die risikogerechten Fremdkapitalzinssätze (Kreditmarge) und auch der risikogerechte Wert sind abhängig von den zukünftig zu erwartenden Erlösen und Kosten und damit von den Cashflows, sowie denjenigen Risiken, die zu Abweichungen von den geplanten Cashflows führen können (Chancen und Gefahren). Die Ausfallwahrscheinlichkeit ist die Wahrscheinlichkeit, dass bedingt durch die (kombinierte) Wirkung von Risiken die Situation einer Überschuldung und / oder Illiquidität eintritt. In der Kreditmarge (den Kreditkonditionen) wird das Ausfallrisiko erfasst, d. h. mit einer Zunahme des Risikos geht (ceteris paribus) eine erhöhte Ausfallwahrscheinlichkeit einher.

scheinlichkeit einher und damit eine (näherungsweise als linear angenommene) Erhöhung der Fremdkapitalzinssätze (und damit auch des Kapitaldienstes).

Für die Beurteilung der Ausfallwahrscheinlichkeit (und der anderen Fragestellungen) ist es damit erforderlich neben erwarteten Erträgen (im wesentlichen Mieterlöse) und Kosten, insbesondere die Risiken, die Planabweichungen auslösen können, zu erfassen.

Unter Nutzung von computergestützten Analyseverfahren für eine simulationsbasierte Beurteilung und Ratingprognose von Projekten wird eine Cashflow-Planung erstellt, bei der die Wirkung von Risiken zugeordnet werden („stochastische Cashflow-Planung“). Das so erstellte Cashflow-Planungsmodell (und die ergänzende Planbilanz mit den Zahlungsströmen aus bestehenden Finanzverbindlichkeiten) ist Grundlage für eine Simulationsberechnung, d.h. es wird eine große repräsentative Anzahl risikobedingt möglicher Zukunftsszenarien des Portfolios ausgewertet, um so auf eine Bandbreite der zukünftigen Ertrags- und Cashflow-Entwicklung schließen zu können (siehe Abb. 1).

Mit Hilfe der so bestimmten (risikobasierten) Simulationsergebnisse kann unmittelbar bestimmt werden,

- mit welcher Wahrscheinlichkeit die Überschuldung oder Illiquidität eintritt,
- welches Rating und welche Kreditmarge / Fremdkapitalzinssatz damit angemessen sind und
- in welcher Bandbreite ein möglicher (unsicherer) Verkaufspreis des Investitionsobjekts liegt und welcher (risikogerechte) Wert sich so ableiten lässt (inklusive eines Vergleichs mit den gutachterlichen Verkehrswerten).

Die Anwendung eines derartigen Simulationsmodells für die Beurteilung des Projekts sowohl aus Perspektive von (1) Gläubigern als auch (2) Eigentümern/Investoren schafft darüber hinaus die Möglichkeit, neben den schon vordefinierten Basis-szenarien bei Bedarf auch noch weitere Gestaltungsvarianten zu beurteilen und so denkbare weitere Handlungsalternativen fundiert zu bewerten.

Mit den Ergebnissen der risikogerechten Modellierung ist es damit möglich, Transparenz über die Risiken und die erwarteten Zahlungsströme des Projekts herzustellen, und damit einen offenen Dialog mit den Kapitalgebern hinsichtlich der

Projektqualität und Finanzierungsbedingungen zu führen, mit dem Ziel Kapital zu beschaffen oder günstigere Konditionen verhandeln zu können.

Die Grundidee der Bewertung ist relativ einfach: Ein höherer Umfang an Risiken führt potenziell zu höheren (negativen) Planabweichungen bzw. Verlusten, was mehr Eigenkapital (Risikotragfähigkeit) erfordert. Des Weiteren führt ein zunehmender Bedarf an teurem und knappem Eigenkapital ceteris paribus zu höheren Kapitalkosten (Diskontierungszinssätzen) und einem niedrigeren fundamentalen Wert, vgl. Gleißner (2011b).

Ein zusätzlicher Nutzen ergibt sich, wenn man auf die Weise ergänzend einen risikogerechten fundamentalen Wert bestimmt und diesen mit einem möglichen Startinvestment vergleicht.<sup>3</sup>

## 1.4 Bausteine eines Projektrating-Projekts

### 1.4.1 Stochastisches Financial Model – Geschäftsmodell, Planannahmen, Einzelrisiken und makroökonomisches Umfeld

Die in Zusammenarbeit mit der FutureValue Group AG entwickelte Euler-Hermes-Projektratingmethode<sup>4</sup> wird nachfolgend anhand eines Fallbeispiels (ein Windparkinvestment) erläutert. Ziel ist die Analyse des Geschäftsmodells und der operativen Planung (Financial Model) des Investments hinsichtlich Plausibilität und möglicher Risiken.<sup>5</sup> Ein Risiko ist dabei definiert als die mögliche Abweichung von einem Zielwert und kann folglich positiv (Chance) oder negativ (Gefahr) sein. Die FutureValue Group AG hat in Kooperation mit der Euler Hermes Rating Deutschland GmbH die Methode für Projektrating entwickelt und bietet zur Vorbereitung für Mandanten – Projektinitiatoren, Investoren und Kreditinstitute – Dienstleistungen zur Optimierung des Ratings und der Finanzierungskosten an.

Wesentliche und vor allem unsichere Planannahmen (auch Umfeldvariablen) werden dadurch transparent dargestellt, der realistische Umfang von Planabweichungen wird aufgezeigt und konsistent ausgewertet. Technische, ökonomische und rechtliche Risiken werden sowohl für die Realisierungs- als auch Betriebsphase systematisch aufgezeigt. Durch die Simulation der methodisch analysierten Risiken in der Planung („stochastisches Financial Model“) werden diese explizit im Entscheidungskalkül berücksichtigt und eine risikogerechte Rendite des Investments, welche auf den Informationen über

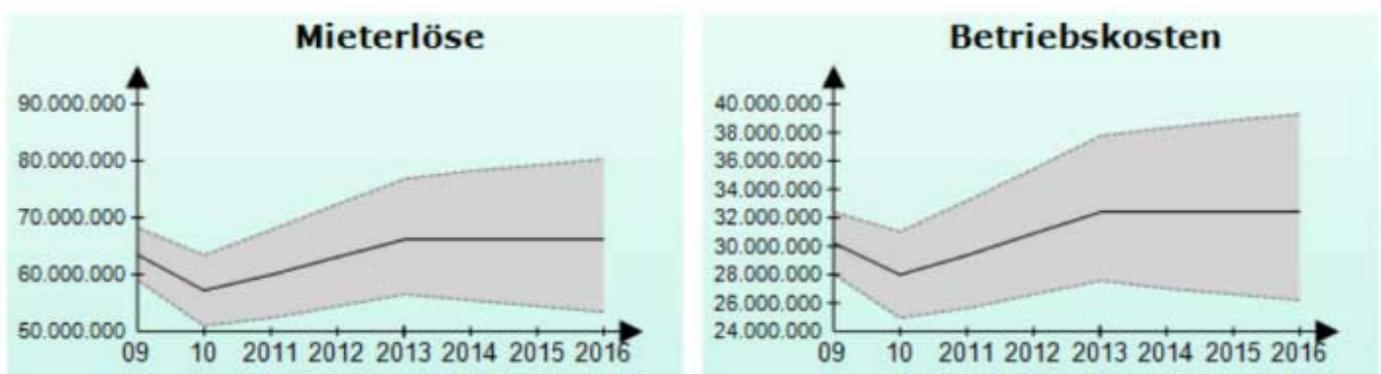


Abbildung 1: Bandbreiten zukünftiger Ergebnisse

zukünftigem Risiko basiert, wird abgeleitet (Eigentümersicht / Investorensicht). Gleichzeitig ist eine Abschätzung der zukünftigen Entwicklung der Bandbreite des Ratings und der Insolvenzwahrscheinlichkeit möglich (Gläubigersicht).

Die Analyse z. B. eines Windpark-Projekts gliedert sich wie folgt:

**:: Workshop zum Geschäftsmodell, unsicheren Planannahmen und makroökonomischem Umfeld**

Im Workshop werden das Geschäftsmodell und die operative Planung (Financial Model) des Windparkinvestments durch den Mandanten erläutert. Anschließend erfolgt eine Analyse der Erfolgspotentiale bzw. strategischen Risiken, die die grundsätzlichen Erfolgsaussichten in Frage stellen können. Somit wird das Geschäftsmodell auf die Durchführbarkeit untersucht und eventuell bestehende Inkonsistenzen aufgedeckt.

Der zweite Teil des Workshops hat als Schwerpunkt die operative Planung (Financial Model). In einer strukturierten Diskussion werden insbesondere sämtliche kritische Annahmen und unsicheren Modellparameter erfasst, da diese Planabweichungen auslösen können.

Neben den Modellparametern werden auch volkswirtschaftliche Faktoren, also die Unsicherheit im Hinblick auf die Entwicklung von z. B. Strompreise, Inflationsrate, Zinsen oder ggf. Wechselkursen beleuchtet, da diese häufig einen großen Einfluss auf den Erfolg des Windparks haben.

**• Risikoanalyse umfasst technische, betriebswirtschaftliche und volkswirtschaftliche Risiken**

**:: Workshop zu operativen und technischen Risiken**

Mögliche operative (ereignisorientierte) Risiken, die auf das Investment einwirken können, werden identifiziert und quantifiziert bewertet. Bei der technischen Risikoanalyse werden z. B. Verfügbarkeit über die Laufzeit oder Wartungsaufwand betrachtet.

Hier kann unterschieden werden nach der Realisierungsphase des Windparks, also der Errichtung und der Betriebsphase. Hinsichtlich der Risiken in der Realisierungsphase werden durch die Experten des Mandanten die wesentlichen (geplanten) Ablaufschritte des Windparks bei der Realisierung vorgestellt, um so die Voraussetzungen zu schaffen, dass

- mögliche unplanmäßige Abweichungen der einzelnen Projektschritte,
- Probleme an den Schnittstellen sowie
- Risiken aus den jeweiligen Partnern (Subunternehmern, Lieferanten, etc.)

strukturiert diskutiert und zusammengefasst werden können. Hinsichtlich der Risiken in der Betriebsphase werden durch

die Experten des Mandanten die Ablaufschritte während des Betriebs verdeutlicht, um die Voraussetzungen zu schaffen, dass

- mögliche Betriebsunterbrechungen,
- Kosten- und Erlösabweichungen sowie
- sonstige Betriebsrisiken

ebenfalls strukturiert diskutiert und zusammengefasst werden können. Um eine möglichst vollständige Erfassung der Risiken gewährleisten zu können, wird im Anschluss ein Abgleich mit z. B. typischen Risiken ähnlicher Infrastrukturprojekte (z. B. von PPP-Projekten<sup>6</sup>) vorgenommen. Im Rahmen des Workshops erfolgt dann gestützt auf das verfügbare Know-how eine erste Einschätzung (Relevanzkonzept), insbesondere auch um hier speziell zu entscheiden, für welche der angesprochenen Risiken eine vertiefende Analyse erforderlich ist.

**:: Erstellung des Risikoinventars / Quantifizierung der wesentlichen Risiken**

Die Risiken aus den einzelnen Analyseworkshops werden in einem bereinigten Risikoinventar zusammengefasst.

Anschließend werden die Risiken bestimmt, welche aufgrund ihrer Bedeutung zu quantifizieren sind (also durch Wahrscheinlichkeitsverteilungen beschrieben werden sollen).

Als Ergebnis von Modul 2 liegt eine quantitative Einschätzung der wesentlichen Risiken vor und damit die Voraussetzung, um basierend auf einem gewählten Risikomaß, die Priorisierung der Risiken zu überarbeiten.

**1.4.2 Projektbeurteilung sowohl aus Sicht der Gläubiger (Rating) als auch der Eigentümer (Bewertung)**

Zielsetzung dieses Moduls ist eine risikogerechte Beurteilung des Windparks. Damit erhält der Mandant eine ergänzende neutrale Entscheidungsgrundlage sowie Transparenz über die wesentlichen Annahmen, die damit auch diskutierbar werden.

Gemeinsam mit dem Mandanten werden die wesentlichen Annahmen (Risiken) nochmals besprochen und gegebenenfalls neu bewertet. An dieser Stelle besteht die Möglichkeit auch das makroökonomische Umfeld (z. B. Inflation) zu berücksichtigen, sofern dies nicht bereits in den vorangegangenen Modulen geschehen ist. Die vorliegende operative Planung wird gemeinsam mit den erhobenen Risiken in ein stochastisches Financial Model übertragen, wobei insbesondere auf wesentliche Projektgefährdungen eingegangen wird. Mit Hilfe der anschließend durchgeführten Monte-Carlo-Simulation, welche eine große repräsentative Anzahl möglicher Zukunftsszenarien berechnet, wird Transparenz über die Planungssicherheit geschaffen, der realistische Umfang möglicher Planabweichungen aufgezeigt sowie die Erfolgswahrscheinlichkeit be-

**• Projektrisiko bestimmt Projektrating und Projektwert**  
**• transparentes Projektrating erleichtert Projektfinanzierung**

stimmt und die Wahrscheinlichkeit der Überschuldung und / oder der Illiquidität direkt abgeleitet (stochastische Ratingprognose).

Sofern das Financial Model die Ableitung von klassischen Kennzahlen gestattet, wird neben dem traditionellen Rating unter Einbeziehung der Planung eine Prognose des künftigen Finanzkennzahlenratings erstellt. Zudem lassen die Ergebnisse der Monte-Carlo-Simulation eine direkte Ableitung der Wahrscheinlichkeit einer Überschuldung und / oder der Illiquidität zu („stochastische Ratingprognose“). Die Ergebnisse werden zu einem Projektrating zusammengefasst.

Ausgehend von der Planung und der quantitativen Risikoanalyse (Risikoaggregation) erfolgt eine Beurteilung aus Perspektive der Fremdkapitalgeber (Gläubiger). Das Simulationsmodell wird dabei ergänzt durch die wesentlichen Charakteristika der zu beurteilenden Anleihe (Fremdkapital). In jedem Simulationslauf des erstellten Modells wird dabei überprüft, ob der vereinbarte Kapitaldienst geleistet werden kann. Aus den gesamten Simulationsergebnissen abgeleitet wird auf diese Weise

- die Wahrscheinlichkeit eines Zahlungsausfalls (bzw. die Wahrscheinlichkeit der Erfüllung des Kapitaldienstes),
- der Erwartungswert der Verluste, unter Berücksichtigung der Sicherheiten aus dem Immobilienvermögen, also „loss given default“ (LGD) bezogen auf den Substanzwert (Bilanzwert des Investments) und
- eine Indikation für den erforderlichen (risikogerechten) Zinszuschlag – auf einen risikolosen Basiszinssatz – zur Kompensation des Ausfallrisikos.

Durch die planungskonsistente Beurteilung im Rahmen eines stochastischen Financial Models ist die Ableitung einer risikogerechten Rendite (Kapitalkostensatz), die Bestimmung einer realistischen Mindestrendite sowie eine risikogerechte Bewertung und ein so genanntes „Equity Rating“ möglich („**Projektbewertung**“). Die Idee dabei ist, dass je mehr Risiken ein Projekt hat, desto größer sind die potentiellen Verluste und entsprechend wird mehr teures und knappes Eigenkapital benötigt.<sup>7</sup> Dieses (risikotragende) Eigenkapital erfordert eine höhere Rendite, was höhere Kapitalkosten und einen niedrigeren „Projektwert (NPV)“ zur Konsequenz hat. Auf diese Weise kann

ein fundamentaler Wert des Windparks berechnet werden, bei dem eine konsistente Berücksichtigung des tatsächlichen Risikoumfangs des Projektes stattfindet, indem sowohl Cashflows als auch der Diskontierungsfaktor risikogerecht berechnet werden – und zwar ohne Rückgriff auf historische Kapitalmarktdaten (wie üblicherweise beim Capital-Asset-Pricing-Model, CAPM). Auch für mögliche (unsichere) Verkaufspreise in der Zukunft sind realistische Bandbreiten ermittelbar.

## 1.5 Fazit

Es ist notwendig, den Begriff des Projektratings auf den interessierten Gläubiger bzw. Fremdkapitalgeber auszurichten. Unterschieden werden sollte dabei die Beurteilung von (a) einer gegebenen Finanzierung (z. B. Anleihe oder Kredit) und (b) eines Projekts einschließlich der gesamten Finanzierung, also einer tatsächlichen oder virtuellen Objektgesellschaft. Für eine klare Operationalisierung des Projektratings sollte in Anlehnung an die Corporate Ratings die Ausfallwahrscheinlichkeit ein zentrales Element darstellen, aber auch die Recovery Rate ist zu berücksichtigen, um so erwartete Verluste eines Fremdkapitalgebers/Anleihekäufers durch die Möglichkeit eines Ausfalls erfassen zu können – dies ist die Grundlage für die Bestimmung risikoadäquater Fremdkapitalzinssätze bzw. Anleihekonditionen. Maximal mögliche Fremdfinanzierung bzw. Beleihungsgrenzen (bezogen auf eine bestimmte akzeptierte Ausfallwahrscheinlichkeit) erfordert die Kenntnis des (unsicheren) zukünftig möglichen Werts bzw. möglichen Verkaufspreises.

Projektratings sind notwendig, wenn Anleihen für die Finanzierung eines Projekts genutzt werden sollen. Aber durch die geschaffene Transparenz über den Risikoumfang sind sie auch hilfreich bei den Kreditverhandlungen mit Banken. Durch die geschaffene Transparenz über den (aggregierten) Risikoumfang ermöglichen Projektratings in vielen Fällen bessere Finanzierungsbedingungen, da „Vorsichtszuschläge“ aufgrund von Risikointransparenz vermieden werden. Insbesondere im Gespräch mit Banken ist es hier besonders hilfreich, dass die wesentlichen (unsicheren) Annahmen, aus denen Insolvenzwahrscheinlichkeit, Expected Loss und Rating abgeleitet werden, nachvollziehbar aufgezeigt werden. Schlüsseltechnologie bei der Erstellung von Projektratings sind quantitative Risikoanalysen und Simulationsmodelle, die die realistische Bandbreite der zukünftigen Cashflows aufzeigen – historische Ertrags- oder Cashflow-Informationen liegen bei Projekten im Allgemeinen nicht vor.

### Fußnoten / Quellen

- 1 Vgl. Gleißner, W. (2010): Unternehmenswert, Rating und Risiko, in: WPg Die Wirtschaftsprüfung, 14/2010, 63. Jg., S. 735 – 743 und Gleißner, W. (2011): Risikoanalyse und Replikation für Unternehmensbewertung und wertorientierte Unternehmenssteuerung, in: WiSt, 7/11, S. 345 – 352.
- 2 Vgl. zum Immobilienrating als Spezialfall Lange, B. (2005): Projektrating – Modell zur Analyse von Ausfallrisiken immobilienwirtschaftlicher Kreditengagements, Dissertation am Institut für Immobilienmanagement der Universität Leipzig und Gleißner, W./Wiegmann, T. (2012): Immobilienrating im Zusammenhang mit der Risikoanalyse, in: Immobilien & Finanzierung, 10-2012, S. 23 – 25.
- 3 Der Wert bestimmt dann i.d.R. auch den Leverage der Finanzierung.
- 4 Entwickelt in Zusammenarbeit mit der FutureValue Group AG.

- 5 Gleißner, W. /Garrn, R.(2012): Projektrating: Fallbeispiel für Investitionen in erneuerbare Energiequellen, in KRP 5/2012, S. 11 – 18.
- 6 Vgl. Alfen, H. W. / Riemann, A. / Leidel, K. / Fischer, K. / Daube, D. / Frank-Jungbecker, A. / Gleißner, W. / Wolfrum, M. (2011): Lebenszyklusorientiertes Risikomanagement für PPP-Projekte im öffentlichen Hochbau, Schriftenreihe der Professur Betriebswirtschaftslehre im Bauwesen, Band 11, Verlag der Bauhaus-Universität Weimar.
- 7 Siehe Gleißner, W. (2011): Wertorientierte Unternehmensführung und risikogerechte Kapitalkosten: Risikoanalyse statt Kapitalmarktdaten als Informationsgrundlage, in: Controlling, 3/2011, S. 165 – 171.

Text in Anlehnung an Gleißner, W. / Garrn, R.(2012): Projektrating: Fallbeispiel für Investitionen in erneuerbare Energiequellen, in KRP 5/2012, S. 11 – 18.

## 2 kostenloser Service: „Strategie Navigator – Rating und Risiko Light“

Als Geschäftspartner stellen wir Ihnen die professionelle Software „Strategie Navigator – Risiko und Rating Light“ – ein Produkt unserer Forschungsarbeit – gerne kostenlos zur Verfügung. Neben einem integrierten Planungsmodell enthält die uneingeschränkt nutzbare Software ein Risikomanagement-modul und die Ratingprognose-Technik.

Ergänzend bieten wir darauf abgestimmt mit einem kompakten Arbeitsaufwand von nur ein bis zwei Workshop-Tagen die Möglichkeit, aktuellen Herausforderungen der Unternehmenssteuerung gerecht zu werden:

- Mit quantitativer Risikoanalyse und Risikosimulation zeigen wir die realistische Bandbreite der zukünftigen Entwicklung Ihrer Erträge sowie den risikobedingten Eigenkapitalbedarf (Risikoaggregation im Sinne des KonTraG/IDW PS 340).

- Die Transparenz über Risiken, speziell auch Refinanzierungsrisiken (Wahrscheinlichkeit, Covenants zu verletzen), ermöglicht die Optimierung der Finanzierungsstruktur und günstige Fremdfinanzierungskonditionen (in Bankenverhandlungen).
- Mit einem Benchmarking Ihres Controlling- und Risikomanagementsystems an den Anforderungen der „Grundsätze ordnungsgemäßer Planung (GoP)“ priorisieren wir mit Ihnen Verbesserungspotenziale, die z. B. auf eine konsequentere Nutzung von Risikoinformationen bei der Vorbereitung unternehmerischer Entscheidungen abzielen – was auch persönliche Haftungsrisiken reduziert.

Diese optionalen Zusatzleistungen sind selbstverständlich völlig unabhängig von unserem kostenlosen Software-Angebot.

**Bei Interesse an der Software oder den optionalen Zusatzleistungen setzen sie sich einfach unter [info@FutureValue.de](mailto:info@FutureValue.de) mit uns in Verbindung.**

## 3 Buchankündigung

Ankündigen möchten wir das neue „Praxishandbuch Rating und Finanzierung“ (Dr. Werner Gleißner / Dr. Karsten Fuser), das Anfang 2013 im Verlag Vahlen erscheinen wird.

Ausgehend von einer praxisorientierten Aufarbeitung theoretischer Grundlagen

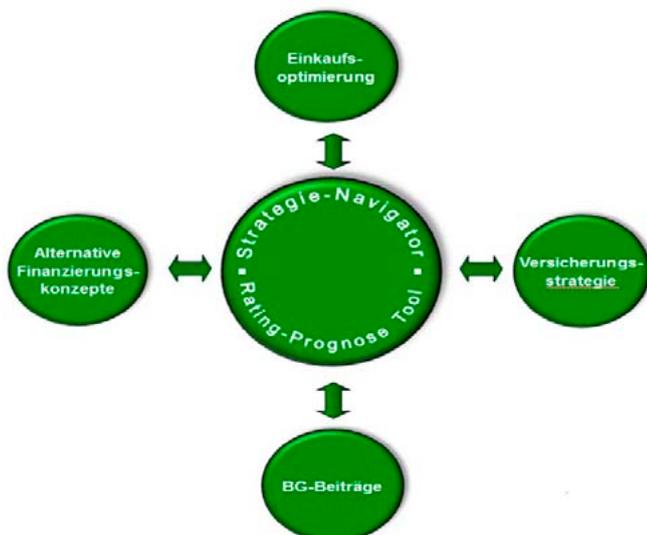


zum Rating wird gezeigt, wie eine schnelle Einschätzung des eigenen Ratings und „kritischer Rating-Kriterien“ möglich ist. Erläutert wird die Nutzung von Ratingprognosen (auch für Stressszenarien) als Krisenfrühwarninstrument.

Software auf der Begleit-CD unterstützt bei den Analysen (z. B. der Erstellung einer Unternehmensplanung mit zugehöriger Ratingprognose). Zudem wird aufgezeigt, wie Unternehmen „Rating-Strategien“ zur Absicherung der Finanzierung in der Zukunft erarbeiten können.

## 4 Neue Kooperation

**KiepConsulting** Auch in 2012 hat die FutureValue Group ihr strategisches Partnernetzwerk konsequent weiterentwickelt. Mit KiepConsulting konnte eine Vertriebsvereinbarung über die Softwarelösung „Strategie Navigator“ abgeschlossen werden.



**KiepConsulting**, mit Sitz in Kronberg i. Ts., berät Unternehmen aus dem Mittelstand und der Großindustrie in den Bereichen Einkaufsoptimierung, Versicherungsstrategie (TCR – Total Cost of Risk), Beiträge zur Berufsgenossenschaft, alternative Finanzierungskonzepte sowie Hedging und Marketing. KiepConsulting arbeitet auf diesen Geschäftsfeldern mit ausgewiesenen Spezialisten als Subunternehmer zusammen.

**KiepConsulting** begleitet die Kunden bei der Umsetzung der vorgeschlagenen Maßnahmen und arbeitet erfolgsorientiert, d. h. das Honorar orientiert sich an der realisierten Einsparung. Großer Wert wird auf Nachhaltigkeit gelegt, unter anderem durch eine 100% Unabhängigkeit (z. B. von Maklern und Versicherern).

### :: Rating Tool

Durch den Abschluss einer Vertriebsvereinbarung mit der FutureValue Group kann **KiepConsulting** ihren Kunden aus Handel, Dienstleistungen, öffentlicher Hand und dem produzierendem Gewerbe das wohl zurzeit beste Rating-Tool anbieten. Diese Dienstleistung dient auch als Grundlage für weitere Optimierungsaktivitäten in den Bereichen:

- BG-Beiträge
- Einkaufsoptimierung
- Alternative Finanzierungskonzepte
- Versicherungsstrategie (TCR-Total Cost of Risk)

## 5 Neue Veröffentlichungen

**Bonnard, A. / Gleißner, W.: Der CFO als Strategie**, in: FINANCE, November 2012, S. 42 – 43

**Chrobok, S. / Gleißner, W.: Risk Intelligence – Indikator für die Zukunftsorientierung des Controllings**, in: Controller Magazin, September / Oktober 2012, S. 70 – 71

**Gleißner, W. / Ihlau, S.: Die Berücksichtigung von Risiken von nicht börsennotierten Unternehmen und KMU im Kontext der Unternehmensbewertung**, in: CORPORATE FINANCE biz, 6 / 2012, S. 312 – 318

**Gleißner, W. / Romeike, F.: Psychologische Aspekte im Risikomanagement**, in: Risk, Compliance & Audit 6 / 2012, S. 43 – 46

**Gleißner, W. / Romeike, F.: Bandbreitenplanung und unternehmerische Entscheidungen bei Unsicherheit**, in: Risk, Compliance & Audit 1/2012, S. 17 – 22

**Gleißner, W. / Romeike, F. (2012): Capital Asset Pricing Model: Kapitalmarktorientierung und Umgang mit Risiken**, in: Risiko Manager, 6 / 2012, S. 1, 6 – 11

**Gleißner, W. / Ibershoff, H.: Risiko, Simulation und risikogerechte Bewertung von Sanierungsstrategien**, in: 24. Newsletter mbb [consult] GmbH, 10 / 2012, S. 6 – 7

**Gleißner, W.: IT-gestütztes Risiko-Management sichert Business-Entscheider ab**, in: is report 11 / 2012, S. 12 – 16

**Ernst, D. / Gleißner, W.: Damodarans Länderrisikoprämie**, in: WPg, 23 / 2012, S. 1252 – 1264

**Gleißner, W. / Garrn, R.: Projektrating: Fallbeispiel für Investitionen in erneuerbare Energiequellen**, in: KRP 5 / 2012, S. 11 – 18

**Gleißner, W. / Kamarás, E.: Ertragsrisiko und die Implikationen für Rating, Kapitalkosten und Unternehmenswert: Fallbeispiel Rheinmetall AG**, in: BewertungsPraktiker 2 / 2012, S. 42 – 55

## 6 Aktuelle Termine: Seminare und Vorträge

**26. Januar 2013: CRERM – Certified Real Estate Risk Manager** | Postgraduierten-Programm der DVFA, mit Werner Gleißner (Modul 3) | DVFA Center | **Frankfurt**

**9. Februar 2013: CREA – Certified Real Estate Investment Analyst** | Postgraduierten-Programm der DVFA, mit Werner Gleißner | DVFA Center | **Frankfurt**

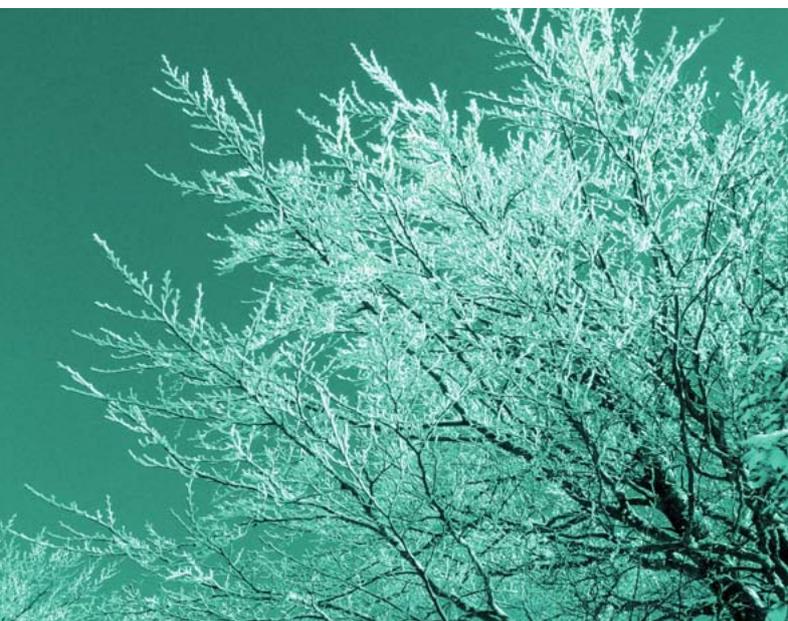
**18. – 20. Februar 2013: Der zertifizierte Restrukturierungsmanager** | Seminar des ManagementCircle, mit Marco Wolfrum | Hilton Hotel Düsseldorf | **Düsseldorf**

**19. – 20. Februar 2013: Kölner Aufsichtsratstage 2013** | Seminar „Strategie, Controlling und Risikomanagement“, mit Marco Wolfrum | art’otel cologne | **Köln**

**7. – 8. März 2013: Kompaktkurs Risikomanagement des management forum starnberg** | Intensivseminar für Geschäftsleitung, Controlling und Risikomanagement, mit Werner Gleißner | Courtyard by Marriott Munich City Center | **München**

**11. April 2013: Risk- und Compliance Officer (Univ.)** | Zertifikatskurs der Universität Augsburg, mit Werner Gleißner und Marco Wolfrum (Zertifikatsabschnitt Risk Management (RiskManager (Univ.)) | Universität Augsburg | **Augsburg**

Weitere Veranstaltungstermine und Informationen finden Sie auf unserer Website [www.FutureValue.de](http://www.FutureValue.de) › **Veranstaltungen** 



### IMPRESSUM

#### Herausgeber

FutureValue Group AG  
Obere Gärten 18  
70771 Leinfelden-Echterdingen (Stetten)

Tel. 0711 / 797358-30 | Fax 0711 / 797358-58  
info@FutureValue.de | www.FutureValue.de

**Eingetragen im Handelsregister** HRB 226015 Stuttgart  
**Vorstand** Dr. Werner Gleißner, Dorkas Sautter

**Redaktion / Verantwortlich für den Inhalt** Marco Wolfrum

**Bildnachweis** istockphoto.com, FutureValue Group AG

**Gestaltung** FutureValue Group AG

**Umsetzung** mediagora – Anja Maleta, www.mediagora.de

© 2012 FutureValue Group AG. Alle Rechte vorbehalten.