

Veröffentlicht in

“DSWR”

Heft 1-2/2002

“Rating-Strategien für den Mittelstand”

Seite 40-47

Mit freundlicher Genehmigung der DSWR-Redaktion,  
Verlag C. H. Beck, München  
(<http://www.beck.de>)

DR. WERNER GLEIBNER

## Rating-Strategien für den Mittelstand

**Die Vorbereitung und Begleitung eines Rating ist eine wichtige Beratungsaufgabe – durch den Steuerberater oder einen eigens darauf spezialisierten „Rating Advisor“. Der Autor greift die in DSWR 10/2001 ausführlich behandelte Thematik nochmals auf und beschreibt die Inhalte von Rating-Strategien, die Vertrauen bilden, zu besseren Rating-Ergebnissen führen und den Unternehmenserfolg im Vorfeld sowie im Anschluss an das Rating sicherstellen und steigern können.**



Rating stellt eine Bewertung der Kreditwürdigkeit eines Unternehmens dar; aber diese Bewertung ist kein hinzunehmendes „Urteil“, sondern durch das Unternehmen selbst – teilweise sogar relativ einfach – positiv zu beeinflussen.

Dieser Beitrag befasst sich daher – nach einer Einführung ins Thema – mit Strategien zur Verbesserung des Rating und den diesbezüglichen Unterstützungsleistungen spezialisierter Berater, der so genannten Rating Advisors.

Was trägt ein „gutes Rating“ zum Unternehmenserfolg bei? Noch immer gehen viele Unternehmer davon aus, dass sich unternehmerischer Erfolg fast ausschließlich durch Erfolge auf den Absatzmärkten generieren lässt. Der Erfolg eines Unternehmens hängt jedoch letztendlich von ausreichend guten Resultaten auf allen maßgeblichen Märkten ab, auf denen es agiert. Diese Märkte sind:

- der Absatzmarkt,
- der Beschaffungsmarkt,
- der Personalmarkt,
- der Kapitalmarkt.

Wie entwickelt sich die Intensität des Wettbewerbs auf den vier für Unternehmen maßgeblichen Märkten tendenziell?

Deutlich gestiegen ist die Intensität des Wettbewerbs auf den Personalmärkten, insbesondere bezüglich hoch qualifizierter Mitarbeiter, sowie auf Kapitalmärkten. Gerade die Kapi-

talmärkte waren am stärksten durch den Globalisierungstrend betroffen. Wir haben heute bereits globale Kapitalmärkte, das heißt, das Kapital kann sich weltweit die günstigsten Investitionsmöglichkeiten suchen. Wenn das Kapital knapp ist, gibt es praktisch unendlich viele Möglichkeiten für Investitionen. Kapital wird daher bei näherungsweise rationalen Entscheidungen genau dort eingesetzt, wo – unter Berücksichtigung des jeweiligen Risikos – die höchste Rentabilität zu erwarten ist.

Gerade bei mittelständischen Unternehmen, die nicht börsennotiert sind, ist der Wettbewerb um Kapital im Wesentlichen ein Wettbewerb um eine ausreichende Versorgung mit Fremdkapital zu günstigen Konditionen. Die Unternehmen konkurrieren auf dem Kapitalmarkt um die begrenzten Kreditvolumina von Banken und Sparkassen. Für den Erfolg ist es daher von entscheidender Bedeutung, dass sie sich dort in einer Weise präsentieren können, die zu einer günstigen Beurteilung der Kreditwürdigkeit bzw. Bonität (Rating) führt.

Die Kreditinstitute bewerten also sowohl bei der Höhe der zugesagten Kredite wie auch bei den Kreditkonditionen (Zinsen) im Wesentlichen das von ihnen wahrgenommene Risiko für das eigene Engagement. Grundsätzlich ist auf Grund des so genannten Basel-II-Papiers der Banken (vgl. DSWR 10/2001) davon auszugehen, dass jedes mittelständische Unternehmen, das auf Fremdfinanzierung angewiesen ist, ein Rating erhält. Solche Ratings sind Meinungen über Eintrittswahrscheinlichkeiten und Schwere von Zahlungsstörungen.

Das Rating ist für die Kreditkonditionen, und damit insgesamt für die Finanzierungskosten, maßgeblich. Je schlechter das Rating-Ergebnis, desto höher die zu zahlenden Zinsen. Darüber hinaus werden Unternehmen mit einem schlechten Rating-Ergebnis wahrscheinlich zukünftig in vielen Fällen überhaupt keine Möglichkeiten erhalten, Bankkredite in Anspruch zu

nehmen. Damit verschlechtern sich die Chancen, Investitionen oder Entwicklungsprojekte durchzuführen, die für Wachstum und die Sicherung der Wettbewerbsposition auf den Absatzmärkten nötig sind.

Auf Grund dieser Bedeutung des Rating müssen gerade mittelständische Unternehmen zukünftig geeignete Strategien zur Optimierung des Rating erarbeiten. Rating-Strategien werden in der Unternehmensplanung genauso selbstverständlich werden wie Vertriebsstrategien oder Kostenmanagement.

### Rating-Kriterien

Befragt man insbesondere mittelständische Unternehmen, so erkennt man, dass durchaus ein sehr unterschiedlicher Nutzen von einem Rating erwartet wird. Besonders häufig werden allerdings die Erweiterung des Finanzierungsrahmens und die Verbesserung der Finanzierungsbedingungen genannt. Aber auch die Erweiterung des Gesellschafterkreises, die Erleichterung internationaler Geschäftsbeziehungen oder die Absicherung von Kunden- und Lieferantenbeziehungen sowie positive PR-Wirkungen werden genannt.

Um ein „gutes“ Rating zu erreichen, müssen bestimmte Kriterien erfüllt werden, die zwischen einzelnen Banken und Rating-Agenturen durchaus etwas variieren können. Die Bonitätsbeurteilung durch Banken umfasst häufig die folgenden 10 Kriterien:

- Tätigkeitsprofil und Brancheneinschätzung,
- Marktbedingungen und Wettbewerbsposition,
- Ertragslage,
- Finanzlage,
- Kontoführungsverhalten,
- Dauer der Kundenbeziehung,
- Sicherheiten,
- Management-Einschätzung,
- Identifikation der Kapitalgeber mit dem Unternehmen,
- Nachvollziehbarkeit und Fundierung von Prognosen.

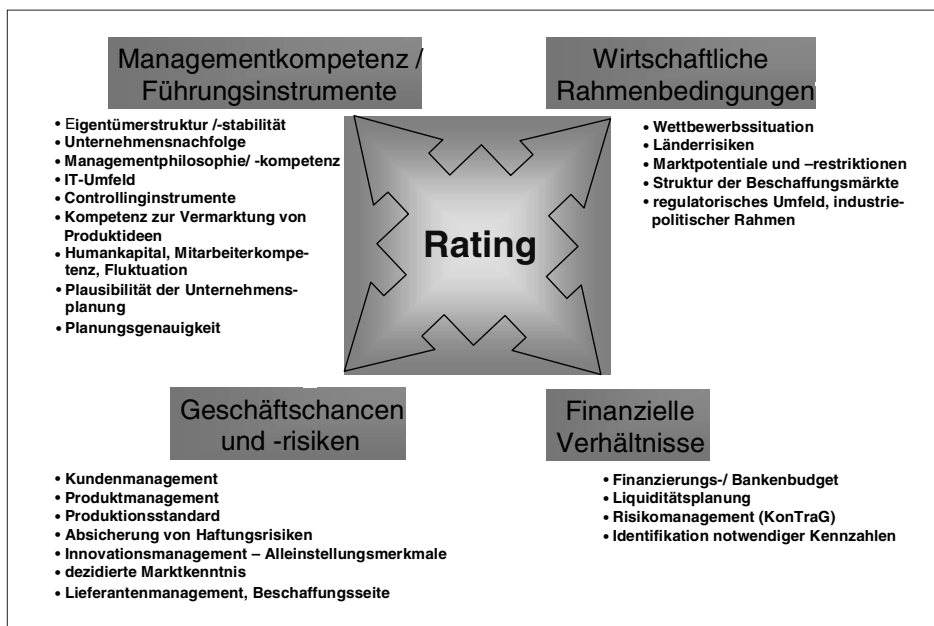


Abb. 1:  
Rating-Kriterien

Grundsätzlich müssen beim Rating aber – bei allen Unterschieden im Detail – mindestens die folgenden Kriterien für die Risikoeinschätzung eines Kreditnehmers berücksichtigt werden [1]:

- vergangene und prognostizierte Fähigkeit, Erträge zu erwirtschaften, um Kredite zurückzuzahlen und anderen Finanzbedarf zu decken, wie zum Beispiel Kapitalaufwand für das laufende Geschäft und zur Erhaltung des Cashflow;
- Kapitalstruktur und die Wahrscheinlichkeit, dass unvorhergesehene Umstände die Kapitaldecke aufzehren könnten und dies zur Zahlungsunfähigkeit führt;
- finanzielle Flexibilität in Abhängigkeit vom Zugang zu Fremd- und Eigenkapitalmärkten, um zusätzliche Mittel erlangen zu können;
- Grad der Fremdfinanzierung und die Auswirkungen von Nachfrageschwankungen auf Rentabilität und Cashflow;
- Qualität der Einkünfte, das heißt der Grad, zu dem die Einkünfte und der Cashflow des Kreditnehmers aus dem Kerngeschäft und nicht aus einmaligen, nicht wiederkehrenden Quellen stammen;
- Position innerhalb der Industrie und zukünftige Aussichten;
- Risikocharakteristik des Landes, in dem ein Unternehmen seine Geschäfte betreibt, deren Auswirkungen auf die Schuldendienstfähigkeit des Kreditnehmers einschließlich des Transfer-Risikos, wenn sich der Sitz des Kreditnehmers in einem anderen Land befindet und er

eventuell keine Fremdwährung zur Bedienung seiner Verbindlichkeiten beschaffen kann;

- Qualität und rechtzeitige Verfügbarkeit von Informationen über den Kreditnehmer, einschließlich Verfügbarkeit testierter Jahresabschlüsse, die anzuwendenden Rechnungslegungsstandards und Einhaltung dieser Standards;
- Stärke und Fähigkeit des Managements, auf veränderte Bedingungen effektiv zu reagieren und Ressourcen einzusetzen sowie Grad der Risikobereitschaft versus Konservativität.

Abbildung 1 gibt eine Übersicht über die typischen Elemente eines Rating.

Die Kenntnis der maßgeblichen Rating-Kriterien ist Grundvoraussetzung für eine gezielte Politik des Unternehmens zur Optimierung des Rating und damit der Finanzierungskosten.

Um eine Vorstellung von den grundsätzlich maßgeblichen Rating-Kriterien zu gewinnen, ist es sinnvoll, zu verstehen, von welchen ursächlichen Determinanten ein Rating beeinflusst wird. Ein Rating ist insbesondere als Maß für die Ausfallwahrscheinlichkeit eines Unternehmens (oder eines Kredits) zu interpretieren, die die finanzierende Bank (oder auch der Käufer einer Anleihe) in den als angemessenen empfundenen Renditen berücksichtigt. Es gibt primär vier derartige Rating-Determinanten:

#### (1) Erwartetes Ertragsniveau

Das momentane und zukünftig erwartete Ertragsniveau des Unternehmens ist maßgeblich dafür, ob im Mittel davon auszugehen ist, dass das Unter-

nehmen seinen Verpflichtungen für Zinszahlungen und Tilgungen nachkommen kann. Die Beurteilung des jetzigen und die Prognose des zukünftigen Ertragsniveaus (bzw. der free Cashflows) stützt sich dabei im Wesentlichen auf die Jahresabschlussanalyse (z. B. Berechnung von Umsatzrendite und Gesamtkapitalrendite) sowie eine strategisch orientierte Beurteilung der Erfolgspotenziale (z. B. Wettbewerbsvorteile), die das zukünftige Ertragsniveau bestimmen.

#### (2) Risiken des Unternehmens

Als Risiken bezeichnet man die Möglichkeiten einer Abweichung von den Erwartungswerten. Im Kontext des Rating interessiert dabei genau der Umfang der Abweichungen um das erwartete Ertragsniveau (vgl. (1)), der sich beispielsweise als „Schwankungsbreite“ interpretieren lässt (und z. B. durch Kennzahlen wie die Standardabweichung oder den Value-at-Risk gemessen werden kann). Für die Berechnung der einzuplanenden Schwankungen um das zukünftig erwartete Ertragsniveau ist es erforderlich, zunächst die wesentlichen Unternehmensrisiken zu identifizieren und zu bewerten (z. B. den Umfang üblicher konjunktureller Nachfrageschwankungen) und diese Risiken anschließend zu aggregieren. Die Kenntnis des Gesamtrisikoumfangs eines Unternehmens ist notwendig, um abschätzen zu können, wie groß die Wahrscheinlichkeit dafür ist, dass das tatsächliche Ertragsniveau des Unternehmens so deutlich das erwartete Niveau unterschreitet, dass keine adäquate Bedienung des Kapitaldienstes aus dem operativen Geschäft möglich ist.

#### (3) Finanzierungsstruktur und Risikodeckungspotenzial

Die Finanzierungsstruktur – insbesondere das Verhältnis von Eigenkapital zu den verschiedenen Arten des Fremdkapitals – ist maßgeblich dafür, in welcher Höhe ein Unternehmen Kapitaldienst zu leisten hat und welches Risikopotenzial zur Verfügung steht. Das Risikodeckungspotenzial eines Unternehmens ist dabei einerseits

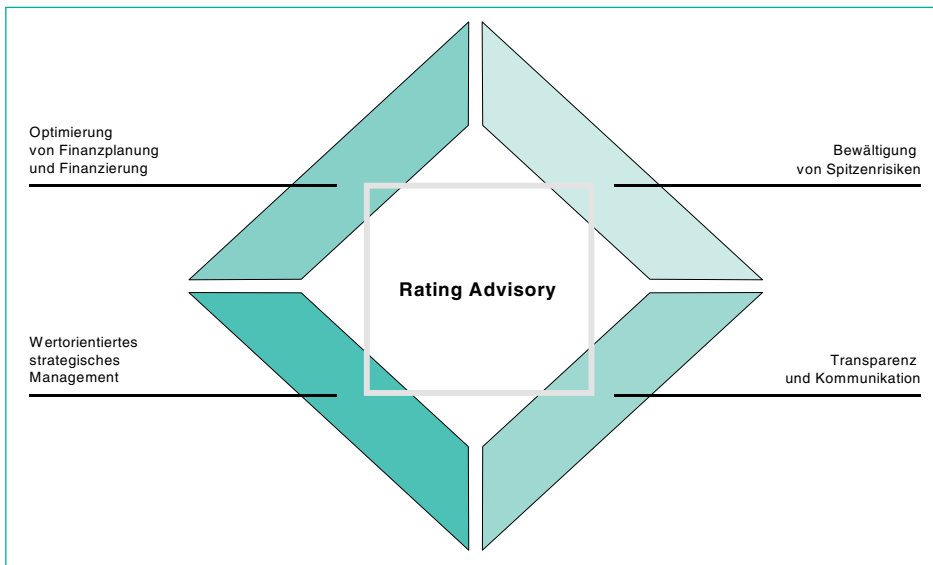


Abb. 2:  
Die vier Felder einer  
Rating-Strategie

abhängig von der Eigenkapitalausstattung (Abdecken möglicher Verluste) und dem verfügbaren Liquiditätsspielraum (Abdecken risikobedingter Liquiditätsabflüsse). Offensichtlich ist, dass der Umfang des Risikodeckungspotenzials immer dann eine hohe Bedeutung hat, wenn bei gegebenem erwarteten Ertragsniveau und Risikosituation die Wahrscheinlichkeit für Verluste bzw. einer Liquiditätsunterdeckung besonders hoch ist.

#### (4) Transparenz und Glaubwürdigkeit des Unternehmens

Bei Kenntnis des erwarteten Ertragsniveaus, der damit verbundenen Risiken und des Risikodeckungspotenzials wäre es grundsätzlich möglich, die Ausfallwahrscheinlichkeit eines Unternehmens zu bestimmen und daraus eine adäquate Rating-Stufe abzuleiten. Leider sind die hierfür erforderlichen Daten in der Praxis nie vollkommen vorhanden, sodass teilweise Schätzer erforderlich sind, deren Qualität für die Rating-Stufe maßgeblich ist. Da Kreditinstitute bei sehr unsicheren Daten im Zweifel von einer schlechteren Ausprägung des Kriteriums ausgehen, ist es im Interesse des Unternehmens,

- durch leistungsfähige Systeme (z. B. Controlling, Risikomanagement oder Balanced Scorecard) eine zuverlässige Datengrundlage zu schaffen und
- mittels einer offenen Kommunikationspolitik gegenüber der Hausbank die eigene Glaubwürdigkeit zu fördern.

Sowohl Umfang und Qualität der Unternehmenssteuerungssysteme wie auch das Verhältnis zur Hausbank (Reputation) sind folglich Determinanten des Rating.

Wenn ein Unternehmen eine Rating-Strategie entwickeln möchte, ist es grundsätzlich aufgefordert, über Ansatzpunkte nachzudenken, die oben beschriebenen Determinanten des Rating günstig zu beeinflussen. Folglich haben Aktivitäten zur Verbesserung der Kommunikation mit der Hausbank, zur Stärkung des Vertriebs oder des Transfers gravierender Risiken auf eine Versicherungsgesellschaft ebenso Bedeutung für das Rating wie der Aufbau eines Risikomanagementsystems oder die Reduzierung der Abhängigkeit von Schlüsselpersonen. Bei dieser Betrachtung wird insbesondere deutlich, dass eine breite Palette unternehmerischer Maßnahmen prinzipiell geeignet ist, das Rating des Unternehmens zu verbessern. Fast alle diese Maßnahmen zur Verbesserung eines Rating sind aus unternehmerischer Sicht auf jeden Fall sinnvoll und wirken sich für das Unternehmen wertsteigernd aus. Aus dieser Perspektive ist die Entwicklung einer Rating-Strategie keinesfalls eine überflüssige, bürokratische Pflichtübung. Sinnvollerweise sollte man daher das aktuelle Thema „Basel II und Rating“ insbesondere auch als Anlass ansehen, sich mit an sich sowieso sinnvollen Maßnahmen zur Stärkung des Unternehmens auseinander zu setzen und diese insbesondere vor dem Hintergrund der Konsequenzen für die Verbesserung des Rating zu untersuchen und zu priorisieren.

#### Was ist ein „gutes“ Rating?

Rating-Agenturen und Banken verwenden häufig Rating-Stufen, beispielsweise von „AAA“ über „BBB“ bis „CCC“ – mit jeweils abnehmender

Bonitätseinstufung. Die Rating-Stufe „AAA“ stellt dabei die höchste Rating-Stufe dar und impliziert somit die geringste Ausfallwahrscheinlichkeit des Unternehmens. Dabei gilt jedoch nicht, dass die „höchste“ Rating-Stufe zugleich die für das Unternehmen beste ist. Zum Erreichen der höchsten Rating-Stufe ist es für ein Unternehmen erforderlich, äußerst hohe Eigenkapitalreserven als Risikodeckungspotenzial vorzuhalten und zudem den Umfang der Risiken erheblich einzuschränken, was zwangsläufig auch viele Chancen unmöglich macht. Für ein Unternehmen ist es im Allgemeinen nicht oberste Zielsetzung, die Insolvenzwahrscheinlichkeit zu minimieren. Unternehmertum ist zwangsläufig mit dem Eingehen von Risiken verbunden. Bei der Entwicklung der Rating-Strategie eines Unternehmens sollte daher Ausgangspunkt die Wahl einer „angemessenen“ Rating-Stufe sein, die ausreichen wird, Kreditlinien und akzeptable Kreditkonditionen zu gewährleisten, aber zugleich Spielraum für das Eingehen unternehmerischer Risiken – und damit Chancen – belässt.

#### Rating Advisory im Überblick

Was versteht man unter Rating Advisory im Detail? Als Rating Advisor bezeichnet man einen Berater, der ein Unternehmen auf ein Rating – sei es durch das Kreditinstitut oder eine externe Rating-Agentur – vorbereitet. Er selbst erstellt nicht das Rating. Umgekehrt kann eine Rating-Agentur oder eine Bank nicht sinnvoll bei der Vorbereitung bzw. Optimierung eines Unternehmensrating helfen, ohne die zwingend erforderliche Unabhängigkeit zu verlieren. Rating-Berater und Rating-Agentur bzw. die für das Rating maßgebliche Stelle einer Bank sind daher grundsätzlich zu trennen.

Ein Rating Advisor hat zunächst die Aufgabe, gemeinsam mit dem Unternehmen zu klären, welchem Ziel das Rating dienen soll und welches Rating angestrebt wird. Anschließend wird er

die für das Rating besonders wichtigen Kriterien kritisch betrachten und so zu einer ersten Beurteilung des zu erwartenden Rating-Ergebnisses kommen.

Außerdem wird der Rating Advisor gezielt auf diejenigen Kriterien hinweisen, die das Rating des betrachteten Unternehmens maßgeblich beeinflussen. Dies könnten beispielsweise eine fehlende Nachfolgeregelung sein, eine unzureichende Eigenkapitalausstattung, eine unplausible Unternehmensstrategie, gravierende Abhängigkeiten von Schlüsselkunden oder ausgeprägte Nachfrageschwankungen in der Branche. Entscheidend ist es, hinsichtlich dieser Faktoren zu sensibilisieren. Die „kritischen Rating-Kriterien“ sind die wichtigsten Ansatzpunkte für Maßnahmen zur gezielten Verbesserung des Rating, das Erarbeiten von Maßnahmen zu ihrer Verbesserung die wohl wichtigste Aufgabe eines Rating Advisors.

Man darf ein Unternehmens-Rating keinesfalls als exogen gegebenes, unveränderliches Gütemaß auffassen. Gezielt lässt es sich in vielen Fällen relativ problemlos verbessern. Die entsprechenden Maßnahmen sollten eingeleitet bzw. durchgesetzt sein, bevor das eigentliche Rating durch eine Bank oder eine externe Rating-Agentur durchgeführt wird. Viele dieser Maßnahmen haben – quasi als positiven Nebeneffekt – die Konsequenz, Schwachstellen des Unternehmens zu beseitigen, Wettbewerbsvorteile auszubauen und den Unternehmenswert sowie die langfristigen Zukunftsperspektiven zu verbessern.

In dieser Hinsicht ist ein Rating-Advisory-Prozess mehr als ein notwendiges Übel zur Sicherung von Kreditspielraum und -rahmen; er bietet zwangsläufig vielfältige Anregungen und dient der Stärkung des Unternehmens.

### Die vier Säulen einer Rating-Strategie

Für die Verbesserung eines Unternehmensrating gibt es vier miteinander verbundene Ansatzpunkte [2]:

- mehr Transparenz über die eigene Risikosituation und deren offene Kommunikation mit der Hausbank. Dies geschieht beispielsweise durch den Ausbau der Controlling-, Frühaufklärungs- und Risikomanagementsysteme, die Entwicklung einer Balanced Scorecard sowie die Erarbeitung einer Kommunikationsstrategie mit den Hausbanken;
  - die systematische Reduzierung von unternehmerischen Risiken, beispielsweise durch einen gezielten Risikotransfer an Dritte (Versicherung oder Kapitalmärkte);
  - eine Verbesserung des Verschuldungsgrads des Unternehmens durch eine Steigerung des Unternehmenswertes (wertorientierte Unternehmensführung), beispielsweise durch eine veränderte strategische Ausrichtung oder die Optimierung operativer Werttreiber (z. B. mehr Kundennutzen, zielgruppenorientierter Vertrieb oder effizientere Prozesse);
  - eine bessere Finanzplanung und Finanzierung, beispielsweise durch reduzierte Kapitalbindung (etwa in Vorräten), Vermeidung temporärer Finanzierungsspitzen oder Erschließung alternativer Kapitalquellen (z. B. Venture Capital).
- Siehe hierzu Abbildung 2, S. 42. Nachfolgend werden diese Ansatzpunkte etwas näher beleuchtet.

#### Erste Säule: Konsequente Risikobewältigung

Die Insolvenzwahrscheinlichkeit lässt sich unmittelbar aus dem Verhältnis zwischen dem Gesamtumfang aller Risiken und dem verfügbaren Risikodeckungspotenzial, also Eigenkapital und Liquiditätsreserven, herleiten.

Durch die Identifikation und quantitative Bewertung sowie Aggregation von Risiken wird es möglich, den Gesamtrisikoumfang zu bestimmen. Erst das Risikomanagement ermöglicht es daher, eine fundierte Beurteilung der Angemessenheit der Eigenkapitalausstattung vorzunehmen. Leistungsfähige Risikomanagementsysteme, wie sie

insbesondere initiiert durch das KonTraG von 1998 entwickelt wurden, sind in der Lage, den für die Abdeckung der vorhandenen Risiken erforderlichen Eigenkapitalbedarf zu bestimmen.

Derartige Systeme berechnen also, wie viel Eigenkapital erforderlich ist, um die auf Grund der Risiken möglicherweise eintretenden Verluste mit einer bestimmten Wahrscheinlichkeit noch abdecken zu können. Dennoch darf nicht vergessen werden, dass allein die Transparenz über die wesentlichen Annahmen, die bei der Beurteilung des Risikoumfangs herangezogen worden sind, einen erheblichen Mehrwert darstellt. Nur wenn man sich über die wesentlichen Annahmen im Klaren ist, wird eine kritische Diskussion überhaupt möglich.

Dabei ist der Aufbau eines Risikomanagementsystems an sich bereits eine Maßnahme, die zu einer Verbesserung des Rating führt. Die Banken können sich dann nämlich (relativ) sicher sein, dass sich die Unternehmensführung intensiv mit der Thematik Risiko auseinandersetzt und regelmäßig über den Umfang der Risiken des eigenen Unternehmens informiert wird. Darüber hinaus ist die Kenntnis der Risikosituation offensichtlich erforderlich, um vorab die Qualität von Planzahlen, die der Hausbank mitgeteilt werden, beurteilen zu können.

Selbst wenn man davon ausgeht, dass Planzahlen erwartungstreu sind (also im Mittel richtig), bleibt den traditionellen Controllingsystemen völlig unklar, in welcher „Schwankungsbreite“ sich die tatsächlichen Werte, bedingt durch die nicht kontrollierbaren Risiken, um den Planwert gruppieren werden. Eine transparente Beurteilung der Unternehmensplanung erfordert daher zwingend die Identifikation, die quantitative Bewertung und die Aggregation der Risiken. Es genügt nicht, Risiken nur zu analysieren. Es müssen auch geeignete Maßnahmen getroffen werden, die Risikoposition des Unternehmens zu verbessern – nicht zu minimieren, da dadurch

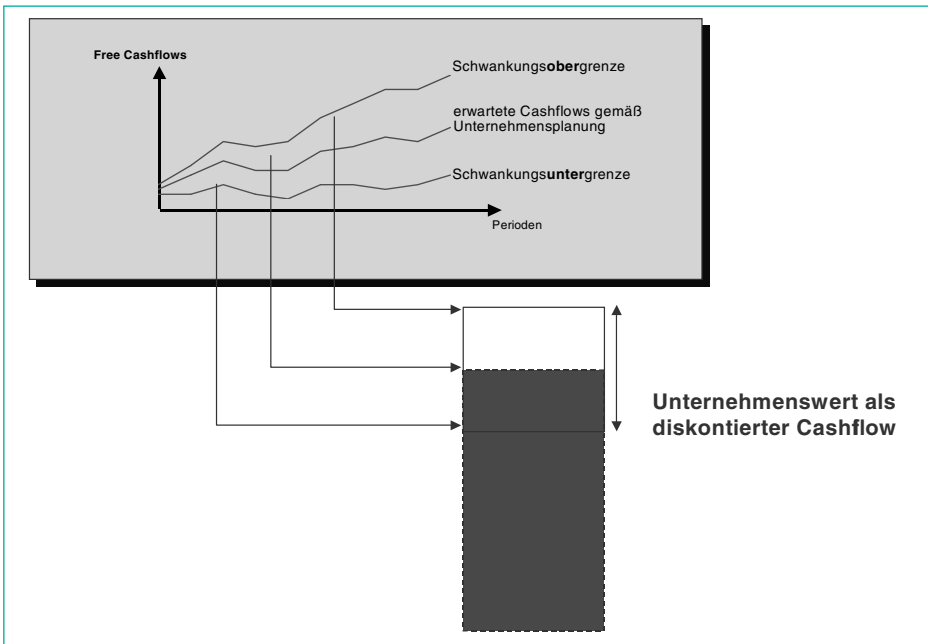


Abb. 3:  
Unternehmenswert  
als „Discounted  
Cashflow“ (DCF)

der Ist-Daten, hängt im Wesentlichen von der Qualität der zu Grunde liegenden Informationssysteme ab. Ein Kreditinstitut wird alleine schon die Existenz leistungsfähiger Controlling- oder Risikomanagementsysteme als positiv einschätzen.

Eine wesentliche Bedeutung kommt der Unternehmensplanung, dem Controlling, der Investitions- und Finanzplanung sowie dem Risikomanagementsystem zu. Ebenfalls wesentlich ist die Existenz von (quantitativen) Frühaufklärungssystemen, die beispielsweise in der Lage sind, zukünftige Umsatzentwicklungen, gestützt auf geeignete Frühwarnindikatoren (z. B. Geschäftsklima-Index oder Zinsen) vorherzusehen. Einen zunehmenden Stellenwert unter den Informationssystemen, die eine transparente Unternehmensführung erst ermöglichen, hat schließlich die Balanced Scorecard. Es handelt sich dabei um ein Kennzahlensystem, das die Umsetzung der Unternehmensstrategie unterstützt.

Die Balanced Scorecard ist besonders geeignet, kritische Entwicklungen frühzeitig anzuzeigen, weil sie nicht nur finanzielle Kennzahlen beinhaltet, sondern beispielsweise auch solche zur Wettbewerbsposition (z. B. Marktanteil) oder zur Effizienz der Arbeitsprozesse im Unternehmen. Kritische Entwicklungen oder Abweichungen von der geplanten Unternehmensstrategie werden durch eine Balanced Scorecard bereits erkennbar, wenn sich noch keine finanziellen Auswirkungen in der Erfolgsrechnung (BWA) zeigen.

Langfristig hängt die Beurteilung jedoch nicht lediglich davon ab – die genannten Prognosewerte müssen auch tatsächlich erreicht werden. An dieser Stelle erkennt man die hohe Bedeutung des Risikomanagements. Es hat grundsätzlich die Aufgabe, maßgebliche unternehmerische Risiken, also die Möglichkeiten der Abweichung tatsächlich eingetretener Werte von den Planungen, zu identifizieren und zu bewerten und schafft damit

gleichzeitig auf Gewinnchancen verzichtet würde. Ein Unternehmen ganz ohne Risiko ist in der Realität nicht denkbar.

Grundsätzlich gibt es mehrere Strategien zum Umgang mit Risiken (Risikobewältigung) [3]:

- Risikovermeidung (z. B. Ausstieg aus „gefährlichem“ Geschäftsfeld);
- Risikoreduzierung durch
  - ursachenorientierte Minderung der Eintrittswahrscheinlichkeit (z. B. redundante Auslegung wichtiger Maschinen) oder eine
  - wirkungsorientierte Minderung der Schadenshöhe (z. B. Substitution fixer durch variable Kosten; Outsourcing);
- Überwälzen von Risiken (z. B. durch Versicherungen, geeignete Verträge mit Lieferanten, Absicherung von Zinsänderungen durch Derivate);
- Risiko selbst tragen (und Schaffung eines adäquaten Risikodeckungspotenzials, i.d.R. in Form von Eigenkapital-/Liquiditätsreserven).

#### Zweite Säule: Transparenz und Kommunikation

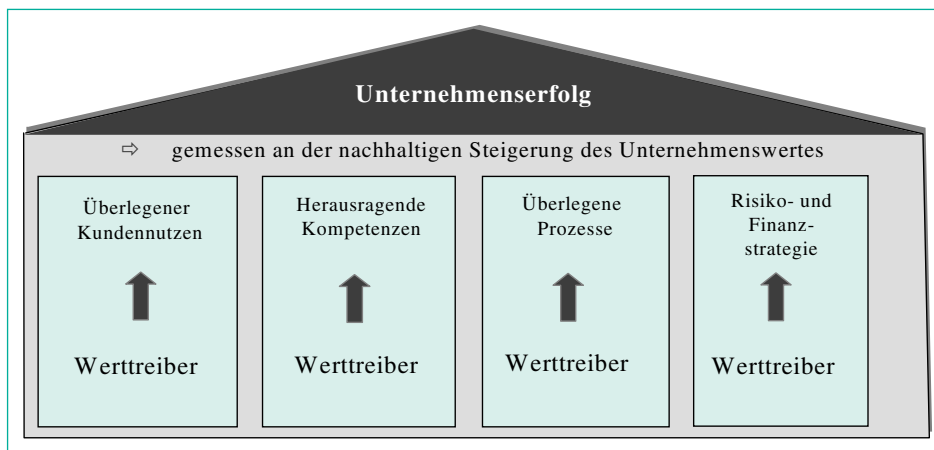
Ein grundlegendes Problem bei der Herleitung eines Rating durch ein Kreditinstitut oder eine Rating-Agentur ist die bestehende Informationsasymmetrie. Das Unternehmen selbst verfügt über mehr Informationen als die Rating-Experten oder Banken. Da die Kreditinstitute bei nicht vorliegenden Informationen im Zweifelsfall von der ungünstigsten möglichen Ausprägung ausgehen, ist es von entscheidender

Bedeutung, die Kommunikation mit den Kreditinstituten zu verbessern.

Ein nicht zu unterschätzender Ansatzpunkt für eine Verbesserung des Rating eines Unternehmens ist es daher, die Kommunikation mit dem Kreditinstitut zu verbessern und insbesondere sicher zu stellen, dass die Hausbank die Risikosituation und die aktuellen Entwicklungen des eigenen Unternehmens möglichst gut einschätzen kann. Diese Transparenz geht wesentlich weiter als lediglich Bilanzen bereit zu stellen, wie sie § 18 KWG erfordert. Eine Bank kann eine unterjährige Information über die Entwicklung der Ertragslage erwarten. Die Entwicklung der Liquiditätssituation, die sich auf den Konten abspielt, ist seit eh und je ein maßgeblicher Aspekt der laufenden Überwachung von Kreditengagements. Darüber hinaus ist es für eine Bank jedoch auch entscheidend, Veränderungen der Unternehmensstrategie, Veränderungen bei den maßgeblichen Erfolgspotenzialen und die wesentlichen unternehmerischen Risiken zu kennen. Gespräche über derartige Entwicklungen mit der Bank sind als vertrauensbildende Maßnahmen einzuschätzen.

Eine offene Kommunikation mit der Hausbank erfordert zwangsläufig, dass im Unternehmen selbst Transparenz über diese wirtschaftlichen Entwicklungen besteht. Dies erfordert geeignete Informationssysteme, die möglichst frühzeitig und präzise erfolgswirksame Entwicklungen anzeigen.

Die Glaubwürdigkeit der von einem Unternehmen gemeldeten Daten, insbesondere der Plandaten, aber auch



**Abb. 4:**  
Optimierung der operativen Werttreiber – Optimierung des Rating

die Möglichkeit, dem finanzierenden Kreditinstitut nicht lediglich einen Planwert für die Liquiditäts- oder Ertragsentwicklung anzubieten, sondern zugleich auf Risiken hinzuweisen, die eine Abweichung verursachen können. Da solche Risiken, beispielsweise eine Fehleinschätzung der gesamtkonjunkturellen Lage oder der Ausfall von Schlüsselkomponenten der Produktionsanlage, nie vollständig ausgeschlossen werden können, sollte auf die Möglichkeit (und eventuell auch den Umfang) von risikobedingten Abweichungen bereits vorab hingewiesen werden. Es ist eine wesentlich angenehmere Situation, auf solche Eventualitäten vorab hinzuweisen, als im Nachhinein, wenn die Planabweichung bereits eingetreten ist, nach Erklärungen suchen zu müssen.

**Dritte Säule: Steigerung des Unternehmenswertes**

Die dritte Säule des Rating-Advisory-Ansatzes basiert darauf, dass eine Steigerung des Unternehmenswertes – bei gleichbleibendem Risiko – grundsätzlich eine Verbesserung des Rating mit sich bringen sollte. Im Unternehmenswert, der sich als auf den heutigen Zeitpunkt (risikoadäquat) abgezinster Wert der zukünftig erwarteten Cashflows berechnen lässt, spiegeln sich Erwartungen über die dem Unternehmen zufließenden Finanzströme wider. Da genau diese für die Bedienung des Fremdkapitals maßgeblich sind, ist es offensichtlich, dass ein enger Zusammenhang zwischen Unternehmenswert und Rating besteht. Man kann zwar mit options-theoretischen Überlegungen zeigen, dass unter Umständen eine Erhöhung des Risikos zugleich zu einer Verbesserung des Unternehmenswertes und einer Verschlechterung des Rating führt (in diesem Fall wird Unternehmenswert

von Fremdkapitalgebern hin zu Eigenkapitalgebern verschoben), obwohl aber die meisten wertsteigernden Maßnahmen zugleich das Rating verbessern.

Insbesondere sind alle Maßnahmen, die bei gleichbleibendem Risiko die zukünftigen Umsatzerwartungen erhöhen bzw. die Kosten senken, zugleich „wertsteigernd“ und „Rating verbessernd“. Die Entwicklung und konsequente Umsetzung einer wertorientierten Unternehmensstrategie sind daher fast durchweg mit einer Verbesserung des Rating verbunden.

Der Ansatz basiert auf einer Verbesserung des Verschuldungsgrades (zu Marktwerten) durch eine Steigerung des Unternehmenswertes, weil dieser Verschuldungsgrad ein Rating – explizit oder zumindest implizit – maßgeblich bestimmt, siehe unten.

Das Eigenkapital zu Marktpreisen ist nichts anderes als der Unternehmenswert (Shareholder Value), der bei einem (hypothetischen) Verkauf zu erzielen wäre. Dieser Unternehmenswert ist offensichtlich nicht lediglich der in der Bilanz ausgewiesene „Substanzwert“ des Eigenkapitals, der die für die Bewertung maßgeblichen zukünftigen Ertragsperspektiven überhaupt nicht abbildet. Da jedoch gerade diese sowohl für die Bewertung des Unternehmens als auch für seine Fähigkeit, den Kapitaldienst für die Bankverbindlichkeiten zu leisten, maßgeblich ist, ist es auch für die Banken naheliegend, diese wertorientierte Perspektive einzunehmen. Etwas vereinfacht kann man sich vorstellen, dass der zugebilligte Kreditrahmen eines Unternehmens ein festgesetzter Anteil des berechneten Unternehmenswertes ist.

Auch moderne IT-gestützte Kreditrisikomodelle der Banken, wie das verbreitete System Credit Metrics von J.P. Morgan, sind methodisch auf dieser wertorientierten Betrachtungsweise der Firmenkunden aufgebaut. Siehe hierzu Abbildung 3, S. 44.

Aus dieser Perspektive ist die Logik eines wertorientierten Managements recht simpel: Wertorientiertes Management führt zu einem steigenden Unternehmenswert und folglich zu einer Verbesserung des Rating und der Finanzierungsbedingungen. Damit verbessern sich die Möglichkeiten des Unternehmens, durch Investitionen und Entwicklungsprojekte die Erfolgspotenziale abzusichern und auszubauen. Dadurch wiederum erreicht man eine weitere Steigerung des Unternehmenswertes – es entwickelt sich ein selbst verstärkender Kreislauf des wertorientierten Managements.

Erfolgreiche wertorientierte Unternehmensstrategien zeichnen sich dabei oft durch vier zentrale Charakteristiken aus:

- Sie konzentrieren sich in attraktiven Tätigkeitsfeldern auf zentrale Kundenprobleme und schaffen hier eine klare Differenzierung von den Wettbewerbern.
- Sie bauen Kernkompetenzen auf, die langfristig wertvoll sind.
- Sie vermeiden unnötige Risiken.
- Sie gestalten die Prozesse der Wertschöpfungskette unter Beachtung der strategischen Vorgaben möglichst einfach und effizient.

Das Management der operativen Werttreiber zielt dabei auf die Generierung eines überlegenen Kundennutzens, den Aufbau langfristig wertvoller Kompetenzen im Unternehmen, die Effizienzsteigerung der internen Prozesse und natürlich auch auf die Optimierung der Risikostruktur. Alle diese Maßnahmen steigern den Unternehmenswert und verbessern zugleich das

$$\text{Verschuldungsgrad} = \frac{\text{Fremdkapital (zu Marktpreisen)}}{\text{Eigenkapital (zu Marktpreisen)}} = \frac{\text{Fremdkapital}}{\text{Unternehmenswert}}$$

## Checkliste zur Optimierung des Rating

Die folgende Übersicht zeigt beispielhaft einige typische Maßnahmen zur Verbesserung des Rating:

- Reduzierung der Abhängigkeit von einzelnen Kunden und Lieferanten
- Substitution fixer durch variable Kosten zur Erhöhung der Stabilität gegenüber Nachfrageschwankungen
- Transfer von Sach- und Haftpflichtrisiken auf eine Versicherungsgesellschaft (Versicherungsschutz)
- Absicherung gegenüber Beschaffungspreisschwankungen (z. B. bei Energie- und Rohstoffen) durch Termingeschäfte (Derivate)
- Sicherstellen einer klaren Kompetenz- und Unterschriftenregelung, insbesondere eines durchgängigen „Vier-Augen-Prinzips“ bei wichtigen Vereinbarungen
- Sicherstellen der Vertret- bzw. Ersetzbarkeit jedes Mitarbeiters (Reduzierung des Schlüsselperson-Risikos); ggf. auch Nachfolgeregelung für den Unternehmer
- Schriftliche Fixierung der Erfolgspotenziale und der (wertorientierten) Unternehmensstrategie
- Auf- und Ausbau von Kernkompetenzen, die langfristig verteidigungsfähig sind und als Grundlage für zukünftige Wettbewerbsvorteile dienen
- Konzentration auf Geschäftsfelder von hoher Marktattraktivität (z. B. Wachstumspotenziale), in denen das Unternehmen zugleich eine günstige Wettbewerbsposition inne hat
- Klare Differenzierung der eigenen Leistung gegenüber den Wettbewerbern zur Vermeidung von Preiswettbewerb
- Aufbau leistungsfähiger Prozesse zur Identifikation und Ansprache von Kunden (Vertriebsstrategie)
- Konsequente Optimierung der Prozesse unter Berücksichtigung von Kosten-, Qualitäts- und Zeit-/Flexibilitäts-Aspekten; consequente Vereinfachung und Effizienzsteigerung von Prozessen
- Konsequentes Personalmanagement, insbesondere durch Kompetenzsteigerung mittels Weiterbildung (speziell des Managements)
- Erstellung eines Geschäftsplans mit nachvollziehbaren Umsatz- und Kostenprognosen
- Aufbau eines Controlling-Systems (insb. auch für Abweichungsanalysen)
- Aufbau eines Frühaufklärungssystems (z. B. für Umsatzprognosen)
- Einführung einer Balanced Scorecard zur Operationalisierung und Steuerung der Umsetzung der Unternehmensstrategie
- Durchführung einer nachvollziehbaren Risikoanalyse und Aufbau eines Risikomanagement-Systems
- Festlegung einer Risikopolitik und Limit für maßgebliche Risiken
- Rechtzeitige Bereitstellung der Jahresabschlüsse bei der Hausbank und persönliche Kommentierung der Geschäftsergebnisse
- Aufbau persönlicher Kontakte zu den Firmenkunden-Betreuern und Entscheidungsträgern (z. B. Vorstand) bei der Hausbank
- Frühzeitige Information über unerwartete Geschäftsentwicklungen und insbesondere unerwarteten Kapitalbedarf
- Konsequente Einhaltung sämtlicher Zusagen (z. B. Kreditrahmen) gegenüber der Hausbank
- Abbau der Kapitalbindung, insbesondere bei Forderungen und Vorräten
- Kapitalerhöhung und/oder Bereitstellen von Sicherheiten

Rating [4]. Siehe hierzu Abbildung 4, S. 45.

### Vierte Säule: Optimierung von Finanzplanung und Finanzierung

Die letzte Säule der Konzeption zur Verbesserung des Rating-Ergebnisses ist die Steigerung der Effizienz von Finanzplanung und Finanzierung. Zur Optimierung des Rating ist es eine Überlegung wert, die Abhängigkeit von Kreditinstituten zu reduzieren, indem man den Bedarf an Bankverbindlichkeiten vermindert.

Dazu sollten zunächst Möglichkeiten untersucht werden, die Kapitalbindung in Anlagevermögen und Working Capital zu reduzieren, beispielsweise durch eine Optimierung der Lagerhaltung oder ein consequenteres Mahnwesen.

Eine weitere Möglichkeit zur Reduzierung des Finanzbedarfs besteht in einer Verbesserung der Finanzplanung. Hier geht es insbesondere darum, Ansatzpunkte zu finden, mit denen man Finanzierungsspitzen in bestimmten Perioden abbauen kann. Beispielswei-

se ist hier an die Verschiebung von Investitionen zu denken.

Schließlich beschäftigt sich die vierte Säule des Rating-Advisory-Konzepts mit den Alternativen zu einer Fremdfinanzierung über Kreditinstitute. Neben der Kapitalerhöhung, die wegen der oft begrenzten finanziellen Möglichkeiten der Gesellschafter in vielen Fällen ausgeschlossen ist, besteht die Chance, sich über Venture Capital zu finanzieren. Ebenfalls interessant können Factoring, Forfaitierung oder Leasing sein, wobei nicht zu vergessen ist, dass die Anforderung von Leasinggesellschaften an das Rating des Leasingnehmers sicherlich nicht weniger ausgeprägt sein werden als diejenigen eines Kreditinstituts.

Insgesamt zielen die Maßnahmen der Optimierung von Finanzierung und Finanzplanung darauf ab, das Verhältnis von Bankverbindlichkeiten zu Bilanzsumme zu verbessern, was sich in einem besseren Rating-Ergebnis und einer günstigeren Verhandlungssituation mit den Kreditinstituten bemerkbar machen wird.

### Ausblick

Der oben skizzierte Wettbewerb auf den Kapitalmärkten lässt sich aus der genannten Perspektive zum ganz erheblichen Teil als ein Wettbewerb um ein gutes Rating beschreiben. Ausreichende Finanzierungsspielräume, beispielsweise für künftige Investitionen, und attraktive Kreditzinsen erfordern künftig zwingend, dass ein Unternehmen eine Strategie entwickelt, wie es ein günstiges Rating-Ergebnis erreichen kann. Neben die in den Unternehmen längst üblichen Marketingstrategien tritt eine Rating-Strategie, die letztlich zu zeigen hat, wie ein Unternehmen erfolgreich den Wettbewerb auf den Kapitalmärkten bestehen will. Rating Advisory ist ein neuer Beratungsansatz, der Unternehmen bei der Entwicklung einer derartigen Strategie unterstützt und zugleich zu einer Verbesserung der Zukunftsperspektive beiträgt. ◀



### Anmerkungen

- [1] Quelle: Die neue Basler Eigenkapitalvereinbarung, Übersetzung der Deutschen Bundesbank, Frankfurt a. M., Januar 2001, Seite 54.
- [2] Die folgende Darstellung basiert auf dem „RatingAdvisor: 4-Säulen-Konzept“ der Beratungsgesellschaften FutureValue Group AG und RMCE RiskCon GmbH & Co KG, zwei Beratungsunternehmen mit Schwerpunkten im strategischen Management und Risikomanagement, Nürnberg und Stuttgart.
- [3] Weiterführend zum Risikomanagement vgl. *Gleißner, W.* (Hrsg.), *Risikomanagement im Unternehmen*, Augsburg 2001, und *Gleißner, W./Meier, G.*, *Wertorientiertes Risiko-Management für Industrie und Handel*, Wiesbaden 2001.
- [4] Vgl. *Gleißner, W.*, *Faustregeln für Unternehmer – Leitfaden für Strategische Kompetenz und Entscheidungsfindung*, Wiesbaden 2000, und *Gleißner, W. / Weissman, A.*, *Kursbuch Unternehmenserfolg*, Offenbach 2001.

### Weitere Literatur

#### Zum Rating:

*Gleißner, Werner/Füser, Karsten*, *Leitfaden Rating*, München 2002. Teile dieses Beitrags orientieren sich an diesem Buch.

#### Zu wertorientiertem und strategischem Management:

*Blum, U./Leibbrand, F.* (Hrsg.), *Entrepreneurship und Unternehmertum*, Wiesbaden 2001.

#### Zu Controlling und Frühaufklärung:

*Horváth, Peter*, *Das Controlling-Konzept*, München 2000.

*Krystek, Ulrich/Müller-Stewens, Günter*, *Frühaufklärung für Unternehmen*, Stuttgart 1993.

*Kaplan, Robert/ Norton, David*, *Balanced Scorecard*, Stuttgart 1997.

#### Zu Finanzmarketing und Kommunikation:

*Paul, Walter*, *Rating als Instrument des Finanzmarketing*, in: *Hans E. Büschgen/Oliver Everling*, *Handbuch Rating*, Wiesbaden 1996.

### Der Autor

*Dr. Werner Gleißner*, Geschäftsführer der RMCE RiskCon GmbH und Vorstand der Strategieberatungsgesellschaft FutureValue Group AG, Leinfelden-Echterdingen und Nürnberg, sowie Lehrbeauftragter an der TU Dresden.