

Veröffentlicht in  
Private Equity -  
Beurteilungs- und Bewertungsverfahren von  
Kapitalbeteiligungsgesellschaften

Hrsg. Werner Gleißner / Armin Schaller

2008

„Rating und Bewertung von Beteiligungen“

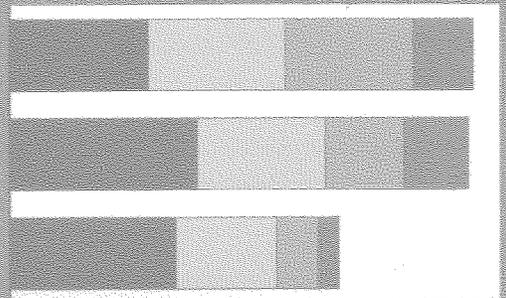
S. 273-299

Mit freundlicher Genehmigung der  
WILEY VCH Verlag GmbH & Co. KGaA, Weinheim

([www.wiley-vch.de](http://www.wiley-vch.de))

# Private Equity

Beurteilungs- und  
Bewertungsverfahren  
von Kapitalbeteiligungs-  
gesellschaften



Werner Gleißner  
Armin Schaller  
(Hrsg.)

# Rating und Bewertung von Beteiligungen

Oliver Everling und Werner Gleißner

## 11.1 Einleitung

Noch in den 80er Jahren galten Ratings im deutschsprachigen Raum als Besonderheiten der US-amerikanischen Finanzmärkte. Die Europäische Währungsunion war noch nicht in Sicht, und man hielt es für unwahrscheinlich, dass der Euro jemals in mehr als gut einer Handvoll Ländern eingeführt würde. Die Institutionalisierung, Globalisierung und Internationalisierung der Finanzmärkte war noch nicht so weit fortgeschritten, und Liberalisierungs- und Deregulierungsmaßnahmen waren in den meisten Ländern Europas erst partiell umgesetzt. Private Equity war Vielen noch ein Fremdwort, für das sich keine Übersetzung ins Deutsche anbot.

In der Zwischenzeit ist die Bedeutung von Themen wie Private Equity und Rating auch in den Kreisen von Nicht-Finanzexperten und bei den mittelständischen Unternehmern erkannt worden. Auch wird zunehmend bekannt, dass Bewertung und Rating bei Private Equity-Engagements enge Bezüge aufweisen. So streben speziell mittelständische Unternehmen eine Beteiligung durch einen Private Equity-Fonds oft gerade deshalb an, um durch die Eigenkapitalzufuhr das eigene Rating zu verbessern. Auch bei der Bewertung von Unternehmen durch Private Equity-Gesellschaften ist umgekehrt das Rating von Bedeutung. Eine Private Equity-Gesellschaft, die ein Engagement in ein Unternehmen eingehen will, muss beachten, dass neben dem Kaufpreis, den der Eigentümer erhält, durch eine Kapitaleinlage ins Unternehmen so viel Eigenkapital bereitgestellt werden muss, dass auch unter Berücksichtigung eines oft geplanten Umsatzwachstums zukünftig ein adäquates Rating sichergestellt wird. Mit Hilfe von Ratingprognosen muss daher die Konsequenz einer Erhöhung des Eigenkapitals für das zukünftige Rating – unter Berücksichtigung der Unternehmensplanung und der Risiken – bestimmt werden. Das Rating als Maß für die Ausfallwahrscheinlichkeit eines Unternehmens ist zudem Grundlage für die Bestimmung des Marktwerts des Fremdkapitals eines Unternehmens, das bei der Bestimmung des Werts des Eigenkapitals eines Unternehmens (Shareholder Value)

und damit der Kaufpreisobergrenzen ins Kalkül gezogen werden muss. Zudem gibt ein Rating – in gewissen Grenzen, auf die in Abschnitt 7 noch näher eingegangen wird – auch eine erste Indikation bezüglich der Risiken, speziell auch der Risikotragfähigkeit eines Unternehmens. Und schließlich weisen Verfahren der Unternehmensbewertung und der Ratingprognosen eine Reihe von Gemeinsamkeiten auf, die für die simultane Prognose von Unternehmenswert und Rating genutzt werden können, was ebenfalls in Abschnitt 7 ausgeführt wird. Die dynamische Entwicklung des modernen Finanzwesens ist zu einem erheblichen Teil eine Entwicklung des Ratings und der Private Equity-Finanzierung von Unternehmen.

Kaum zu erahnen war die Geschwindigkeit der Revolution, die im Finanzwesen von den modernen Informations- und Kommunikationstechnologien ausgehen würde. In nicht zu erwartender Geschwindigkeit veränderten sich die Datenverfügbarkeit und damit auch die Datenflut. Doch die dominante Rolle von Ratingagenturen zeichnete sich allenfalls in den USA eindeutig ab, während in Europa Viele bezweifelten – und sich zum Teil dagegen wandten –, dass Ratingagenturen eine ähnliche Stellung auch in Europa einnehmen könnten. So blieben die Funktionen der Ratingagenturen auf die amerikanischen und internationalen Märkte für kurz- und langfristiges Fremdkapital beschränkt. Der Zusammenhang der Credit Ratings unabhängiger Agenturen und den Aktivitäten von Firmen, die Private Equity anbieten, wurde nicht gesehen.

Nicht zuletzt die Baseler Vorstöße im Kreditgeschäft der Banken führten zu einer erheblichen Steigerung des öffentlichen Bewusstseins für die Bedeutung von Kreditratings. Die Eigenmittelunterlegung nach Basel I, die pauschal nach starrer »Daumenregel« vorzunehmen ist, ist nach der neuen Eigenkapitalvereinbarung (Basel II) differenzierter an Ratings gekoppelt, die je nach Bonitätsentwicklung auch Veränderungen unterworfen sein können. Die insbesondere im deutschen Bankgewerbe intensiv geführte Diskussion verdeutlichte, dass nicht mehr das Erfordernis eines Ratings, sondern nur die Gestaltung seiner Durchführung in Frage gestellt wurde. So wurde insbesondere die »Kreditklemme« kritisiert, die durch Basel II ausgelöst worden sei.

Aus statistischen Untersuchungen, die von Banken durchgeführt wurden, um die nach Basel II möglichen, bankinternen Ratingmodelle zu gestalten, ergab sich, dass deutsche (und österreichische) Unternehmen im internationalen Vergleich nicht nur unterdurchschnittlich mit Eigenkapital ausgestattet sind, sondern es zeigte sich auch, dass die Eigenkapitalquote der – für sich genommen – wichtigste Schätzer für das von einem Unternehmen eingegangene Ausfallrisiko darstellt. Dem Verschuldungsgrad kommt in

fast allen bankinternen Ratingsystemen besondere Bedeutung zu. Ratings reagieren daher besonders elastisch auf die Veränderung der Eigenkapitalquote. Wenige Prozentpunkte mehr Eigenkapital vermögen bereits Verbesserungen im Rating zu bewirken, während deutlichere Veränderungen anderer Kennzahlen nicht die gleichen Elastizitäten aufweisen. Die bankenaufsichtsrechtlichen Veränderungen nach Basel II stimulieren daher die Nachfrage nach Private Equity, denn Eigenkapital wird unter den neuen Rahmenbedingungen noch wertvoller als zuvor.

Der Nutzen von Ratings dabei ist offensichtlich; die Nötwendigkeit, statt Schwarz-Weiß-Betrachtungen mit Ratings Kreditwürdigkeiten feiner zu differenzieren, ist allgemeiner Konsens. Lange stand in der Praxis wie auch in der wissenschaftlichen Diskussion zum einen die Frage nach der optimalen Gestaltung von Ratingsystemen im Vordergrund, zum anderen die Frage des Einflusses von Ratings, Ratingveränderungen oder Einträgen in die Watchlist auf die Preisbildung an den Finanzmärkten, insbesondere auf Marktrisikoprämien. Vergleichsweise wenig wurden demgegenüber die Nutzenaspekte von Ratings eingehender analysiert, obwohl sie doch wirtschaftlich für die Verbreitung von Ratings als gegen Entgelt erbrachte Dienstleistung erwerbswirtschaftlicher Unternehmen von zentraler Bedeutung sind.

Nur durch das Verständnis des Nutzens, den Ratings Teilnehmern an den Finanzmärkten und sonstigen Teilnehmern des sozio-ökonomischen Systems »Unternehmen« zu erbringen vermögen, lässt sich die Bedeutung eines funktionierenden Ratingwesens für Private Equity ermessen.

Den entscheidenden Entwicklungsschub nahm die Ratingbranche erst, als der Nutzen von Ratings über den engeren Bereich der traditionell von öffentlichen Daueremittenten dominierten Rentenmärkte hinaus erschlossen wurde. So wurde das Prinzip auf neue Ratingobjekte übertragen, neue Ratingkalen für spezifische Anwendungsbereiche eingeführt und neue Nutzerkreise angesprochen. Die Entwicklung ist in vollem Gange – fortlaufend scheinen rund um den Globus neue Agenturen zu entstehen, die immer weitere Nutzungsmöglichkeiten definieren und Marktlücken zu schließen trachten.

## 11.2 Begriff des Ratings

Ratings werden in zahlreichen Zusammenhängen gebraucht. Ihr gemeinsames Merkmal liegt im ordinalen Skalieren bzw. der Verwendung ordinaler Skalen. Im Unterschied zum Ranking, bei dem eine bloße Rangfolge gebildet wird, werden beim Rating bestimmte Objekte den Ratingkate-

gorien zugeordnet. Nahezu alle Arten von Finanztiteln können inzwischen Gegenstand eines Ratingverfahrens sein. Auch bei Aktien wird von einem Rating gesprochen, gemeint ist dabei in der Regel nicht die von Ratingagenturen wie Standard & Poor's entwickelte Klassifizierung mit AAA, AA+, AA usw., sondern eine Empfehlung zum Kaufen, Halten oder Verkaufen von Aktien oder der Gewichtung innerhalb eines Portefeuilles (stark übergewichten, übergewichten usw.).

Die hier interessierenden Kreditratings aus Gläubigersicht sind jedoch keine Empfehlungen zum Kaufen, Halten oder Verkaufen von Wertpapieren, sondern sind lediglich als ein Element von Finanzierungsentscheidungen zu verstehen.

Ratings sind die durch spezifische Symbole einer festgelegten Skala ausgedrückten Meinungen spezialisierter Agenturen über die wirtschaftliche Fähigkeit, Willigkeit und rechtliche Bindung einer wirtschaftlichen Einheit (Schuldner, Emittent: Unternehmen, Bank, Versicherung, Gebietskörperschaft oder auch eine Einzweckgesellschaft im Rahmen der Begebung von Asset-Backed-Securities), die mit einem bestimmten Finanztitel verbundenen, zwingend fälligen Zahlungsverpflichtungen vollständig und rechtzeitig zu erfüllen. Das Rating kann sich allerdings auch generell auf die Bonität eines Unternehmens beziehen. Neuere Agenturen, die im Mittelstand ihre Zielgruppe sehen, sprechen auch generell von der »Zukunftsfähigkeit« eines Unternehmens.

Die besondere Reputation und Expertise der amerikanischen Ratingagenturen liegt im Knowhow, über die generelle Bonitätseinschätzung der Kapitalmarktadresse hinaus auch die besonderen und teilweise äußerst komplizierten Sicherungselemente und ihre Wirkungsweise im Zusammenhang zu verstehen und treffsicher einordnen zu können, mit denen diese Finanztitel ausgestattet sind. Mehr als die Hälfte der Umsätze wurden bei den führenden Agenturen 2006 durch Gebühreneinnahmen für Ratings strukturierter Produkte erzielt, während dieser Anteil noch im Jahr 2000 bei etwa einem Drittel lag.

Bei den auf kleine und mittelständische Unternehmen zielenden Ratingagenturen ist dagegen die Beurteilung des einzelnen Finanztitels von eher untergeordneter Bedeutung. Die Bonität des Unternehmens ist ganzheitlich zu betrachten. Dies sollte jedoch nichts daran ändern, dass das Rating eine durch die Symbole der Ratingskala ausgedrückte Meinung der Agentur über die wirtschaftliche Fähigkeit, die Willigkeit und rechtliche Bindung des Unternehmens ist, seinen zwingend fälligen Zahlungsverpflichtungen stets rechtzeitig und vollständig nachzukommen. Es geht um die Zukunftsfähigkeit des beurteilten Unternehmens.

In der möglichst leicht verständlichen und eindeutigen Definition von Ratings liegt ein bedeutender Wertschöpfungsfaktor für die Finanzkommunikation. Indem die Beurteilung eines komplexen Sachverhalts durch Verwendung einzelner Symbole in eine konzise Form gebracht und damit leicht interpretierbar gemacht wird, vermag sie dem Anwender die eigene Durchführung eines entsprechenden Beurteilungsverfahrens zu ersparen, zu unterstützen oder die eigene Einschätzung zu kontrollieren. Ist dagegen die Interpretation des Ratingsymbols und seiner Aussagekraft selbst mit Unsicherheiten behaftet, geht der Nutzen des Ratings partiell verloren.

Wenige, eindeutig unplausible Ratingergebnisse in Einzelfällen reichen aus, um das Vertrauen von Marktteilnehmern in die Zuverlässigkeit der Ratings einer mit unzureichenden Methoden arbeitenden Agentur zu erschüttern. Führende Ratingagenturen geben daher nicht der Anwendung bestimmter Modelle oder Methoden Vorrang vor der Qualität des Ratingergebnisses. Vielmehr werden Ratings durch kritische Diskussionen im Ratingkomitee in jedem Einzelfall gründlich auf Plausibilität geprüft, unabhängig davon, welches Modell zu seiner Bestimmung zum Einsatz kam und um welche Ratingobjekte es sich handelt. Das Rating wird erst festgelegt, wenn die Agentur glaubt, alle Möglichkeiten einer sachgerechten Betrachtung und Beurteilung ausgeschöpft und abgewogen zu haben.

### **11.3 Nutzerzielgruppen des Ratings**

So vielfältig die Gegenstände von Ratings sein können, so vielfältig sind auch die (potenziellen) Nutzer des Ratings. Unter den Nutzern des Ratings sollen Personen und Organisationen verstanden werden, die aus Ratings einen Nutzen zu ziehen vermögen. Dabei bleibt natürlich der Nutzen, den die meist ja erwerbswirtschaftlich arbeitenden Ratingagenturen selbst aus ihrer, auf der Erteilung von Ratings gründenden Wirtschaftstätigkeit ziehen, hier einmal ausgeklammert. Wirtschaftlich stehen die Primäradressaten als Zielgruppen für die Ratingagenturen im Vordergrund, mit denen für die Ratingagentur Ergebnisbeiträge erwirtschaftet werden können. Jedoch sollen hier auch die Nutzenbeiträge erläutert werden, die die Ratings darüber hinaus für andere Personenkreise zu erbringen vermögen.

### 11.3.1 Vielfalt der Ratingadressaten

Da bankinterne Ratings systematisch Verbreitung finden, mag aus der Gegenüberstellung der Nutzer bankinterner Ratings mit den Adressaten bankexterner, von Agenturen erteilter Ratings die Bedeutung der Vielfalt der Ratingadressaten deutlich werden.

- »Abnehmer« des bankinternen Ratings ist in der Regel allein die Bank selbst bzw. ihr Management.
- Bankinterne Ratings dienen der modernen Kreditrisikosteuerung, sei es als Einzelrisiko oder im Portefeuillezusammenhang.
- Bankinterne Ratings gehen meist aus der Zusammenarbeit von Kredit-sachberatung und Firmenkundenbetreuung hervor, soweit es sich um Firmenkundenratings handelt.
- Die Publizierung dieser Ratings ist nicht beabsichtigt. Oft erfährt nicht einmal der Kunde selbst weder von den Bestimmungsgrundlagen seines Ratings noch von dem Ergebnis des Ratingverfahrens.

Verschiedene Banken teilen ihrem Kunden zwar die Endnote des Ratings mit, liefern jedoch keine Dokumentation über die erteilten Ratings, die Dritten gegenüber die Ratings belegen würden.

Der Bankkunde ist oft an einer vertraulichen Behandlung der Bankbeziehung, insbesondere aber auch der eingegangenen Kreditbeziehungen interessiert und würde daher auch einer Veröffentlichung der Bankratings widersprechen. Aus Art und Anzahl der erteilten Bankratings könnten Wettbewerber wie auch andere Banken Rückschlüsse auf die Finanzierungspolitik des Unternehmens ziehen. In vielen Fällen aber sind Unternehmen sehr wohl daran interessiert, Dritten gegenüber die Meinung einer für Kreditwürdigkeitsbeurteilungen kompetenten Institution offenzulegen. Ganz unabdingbar ist dies für börsengehandelte Anleihen, für die sonst kein liquider Markt entstehen würde. Rating ist ein in kürzestmöglicher Form ausgedrücktes Bonitätsurteil. Als solches ist es leicht nicht nur über Länder- und Sprachgrenzen hinweg kommunizierbar, sondern auch für praktisch jeden verständlich einsetzbar. Da das Grundprinzip so einfach verständlich wie eine Schulnote erklärt werden kann, ist der (potenzielle) Adressatenkreis für publizierte Ratings weit größer als bei einem bankinternen Rating, das einer einzelnen Bank der Beurteilung ihres Engagements dient.

### 11.3.2 Primäre Zielgruppen

Als primäre Nutzerzielgruppen des Ratings sollen hier solche bezeichnet werden, die im Mittelpunkt der Bemühungen der Ratingagenturen stehen. Einige Agenturen, wie Moody's Investors Service, tragen den wichtigsten Adressatenkreis in ihrem Namen. Als John Moody 1909 begann, Ratings für amerikanische Anleihen von Eisenbahngesellschaften zu erteilen, stand für ihn die Überlegung im Vordergrund, dass sich Investoren in solche Papiere über die objektiv überprüfbareren Angaben, Daten und Fakten zur jeweiligen Emission, hinaus auch für die Qualitätseinschätzung interessieren würden. Im bereits vor einem Jahrhundert großen amerikanischen Wirtschaftsraum mit einheitlicher Währung, aber großen Distanzen waren Anleger interessiert, Informationen über die in New York und an anderen Finanzplätzen angebotenen Finanztitel in knapper und prägnanter Form zu erhalten. Die von John Moody herausgegebenen »Bond Books« konnten sich nur vermögende Investoren leisten. Die Kosten des Ratingverfahrens wurden von ihnen durch den Erwerb der Publikationen der Agentur getragen.

Noch heute halten Moody's wie auch andere Agenturen die Investoren für den wichtigsten Adressatenkreis jeden Ratings. Der Anleger ist daran interessiert zu erfahren, welche Bonitäten am Markt verfügbar sind und welche Risiken er mit seinem Investment eingeht. Dies betrifft institutionelle wie private Anleger gleichermaßen. Zu den Abonnenten der Publikationen von Ratingagenturen gehören jedoch in der Regel nur institutionelle Investoren, da sich ein Abonnement für die Masse der Kleinanleger aus Kostengründen verbietet.

Das einzelne Ratingsymbol enthält das Ergebnis einer meist umfangreichen und komplexen Analyse. So aufwendig das Ratingverfahren ist, so einfach ist sein Ergebnis: Die schließlich in der Festlegung des Ratings mündende Untersuchungsarbeit von Wochen oder Monaten von zwei oder mehr Analysten kann leicht an Dritte kommuniziert werden. Eine einzelne Seite im Internet reicht aus, um Hunderte von Ratings wiederzugeben, in denen viele Mannjahre qualifizierter Analysten zu investieren waren, um zu diesen zu gelangen. Ratings haben daher, schon lange bevor sich die zahlreichen Möglichkeiten des Internets bzw. der neueren Informations- und Kommunikationstechnologien boten, den Charakter eines öffentlichen Gutes angenommen.

Schon zur Zeit der Weltwirtschaftskrise in den Jahren nach 1929 wurde deutlich, welche Bedeutung Ratings an den Finanzmärkten spielen können. Die damals eingeführte Gesetzgebung sowie die zum Zwecke der Marktaufsicht gegründete U.S. Securities and Exchange Commission (SEC) erkannte

bereits damals, dass Ratings ein wichtiger Anknüpfungspunkt für die Wahrnehmung ihrer Funktionen sein könnten, sodass bereits in den 1930er Jahren das Rechtskonstrukt einer »Nationally Recognized Statistical Rating Organization« (NRSRO) geschaffen wurde.

Dieses Rechtskonstrukt fand durch den Credit Rating Agency Reform Act of 2006 am 29. September 2006 in den USA eine umfassendere gesetzliche Kodifizierung. Das Gesetz bestimmt sowohl den Begriff der Ratingagentur als einer auf Bonitätsbeurteilungen spezialisierten Institution als auch den Begriff der NRSRO, der solchen Agenturen vorbehalten bleibt, die eine Anerkennung durch die SEC nach Durchführung eines formalen, jetzt genauer geregelten Verfahrens erlangt haben.

Inzwischen werden die Ratings selbst ohne ausführlichere Analysen und Begründungen von führenden Ratingagenturen kostenlos veröffentlicht, sei es auf den Websites <http://www.dbrs.com>, <http://www.fitchratings.com>, <http://www.moodys.com> oder <http://www.standardandpoors.com>,<sup>11</sup> über Nachrichten- und Informationsdienste wie Bloomberg oder Reuters oder über Benachrichtigungen an die Presse. Der mögliche Nutzen von Ratings wird so einem maximalen Adressatenkreis zuteil. Primärer Adressat bleibt aus Sicht der Ratingagenturen dabei jedoch der Anleger bzw. Gläubiger.

Neben den Investoren sind zur Primärzielgruppe auch die beurteilten Organisationen selbst zu zählen. Unter dem Aspekt der Erlösbeiträge, die die verschiedenen Adressatenkreise für die Ratingagenturen erbringen, wären diese sogar an erster Stelle zu nennen. Seit Anfang der 1970er Jahre erschloss sich durch das Anliegen einer wachsenden Anzahl von Emittenten, bereits bei den Vorbereitungen einer Emission eine Ratingagentur mit der Durchführung eines Ratingverfahrens zu beauftragen, für die Agenturen eine weitere, inzwischen im Vergleich zu den Erlösen aus den Publikationen wichtigere Einnahmequelle. Das Ratingverfahren wird in der ganz überwiegenden Zahl der Fälle vom jeweiligen Schuldner bezahlt. Nur wenn die Ratingagentur aus Investoren- oder Eigeninteresse heraus tätig wird, fällt für die beurteilte Adresse nicht zwingend ein Entgelt an.

In keinem Fall liegt ein Differenzierungsmerkmal zwischen den Ratingagenturen in der Erteilung von »Gefälligkeitsratings«, bei denen sich die Agenturen quasi für eine bessere Note bezahlen lassen würden. Zu groß wäre der Reputationsverlust der Ratingagentur, würde eine solche Verhaltensweise aufgedeckt. Die Agentur würde bei Anlegern schlagartig ihr Ansehen und damit ihre Existenzgrundlage verlieren. Erst die Akzeptanz bei Investoren verschafft Ratings einen Einfluss auf die Preisbildung an den Finanzmärkten. Dieser Einfluss von Ratings ist es wiederum, der (potenzielle) Schuldner veranlasst, sich ein Rating zu verschaffen und mit den Rating-

agenturen bei der Erstellung ihrer Urteile zusammenzuarbeiten. Der dadurch gewährte Zugang auch zu vertraulichen Informationen des Emittenten wiederum sichert der Agentur eine überlegene Qualität ihrer Bonitätsurteile, die Beachtung in Anlegerkreisen findet.

### 11.3.3 Sekundäre Zielgruppen

Wenn auch die primären Adressaten und damit auch Funktionen von Ratings in der Beziehung zwischen Kapitalgebern und Kapitalnehmern zu suchen sind, sollen weitere Adressaten von Ratings und Ratingagenturen nicht außer Acht bleiben, die eine zunehmend wichtige Rolle in der Ratingbranche spielen. Ratings von spezialisierten Agenturen finden zunehmend auch bei sonstigen Gläubigern eines Unternehmens Interesse. Das langfristige Rating für einen unbesicherten, nicht nachrangigen Zahlungsanspruch an ein Unternehmen wie auch das Kurzfrustrating für einen nicht besicherten Titel entsprechen der Einschätzung der Qualität eines IOU des Unternehmens: Es ist die Beurteilung der Bonität eines einfachen Zahlungsverprechens.

Dies können sich alle zunutze machen, die Forderungen gegen einen (gerateten) Schuldner in ihren Büchern haben. Wie schon die Diskussion um die in den Baseler Konsultationspapieren niedergelegten Vorschläge zur Eigenmittelunterlegung im Kreditgeschäft der Banken verdeutlichte, spielen Bonitätsklassifizierungen insbesondere in Kreditinstituten eine eminent zunehmende Rolle. Da Banken jedoch durch § 18 KWG zu einer eigenen Kreditwürdigkeitsprüfung gezwungen sind, können externe Ratings hier nur eine Kontrollfunktion wahrnehmen, nicht aber eigene, bankinterne Ratings gänzlich ersetzen.

Mit der bloßen Klassifizierung eines Bonitätsrisikos in der Art eines Ratings würden Banken ihrer volkswirtschaftlichen Rolle nicht gerecht, die in der Transformation von Risiken, Fristen und Losgrößen besteht. Im Prozess der Risikosteuerung einer Bank kann Rating nur eine, wenn auch wichtige Facette sein. Die Kernkompetenz einer Bank liegt im Kreditgeschäft, im Aufbau und in der Steuerung eines Kreditportfolios und nicht im Rating. Je mehr externe Ratings für Unternehmen verfügbar sein werden, desto stärker werden sich Banken auf ihre originären Aufgaben besinnen und – soweit verfügbar – externe Ratings in ihre Entscheidungsprozesse integrieren. Ratings enthalten keine Handlungsempfehlung, sondern bringen lediglich einen bestimmten Risikogehalt zum Ausdruck. An der Bank liegt es, diesen Risikogehalt im Kontext der gesamten Kundenbeziehung zu evaluieren, ent-

scheidungsorientiert zu modellieren und in die Gesamtbanksteuerung zu integrieren.

Ratings helfen insbesondere solchen Gläubigern, die über keine oder nur eingeschränkte Kapazitäten zur Bonitätsuntersuchung einer Adresse verfügen. Das Rating einer anerkannten Agentur kann bei ihnen helfen, Kosten für eigene Analysen und Recherchen deutlich zu reduzieren oder gar entbehrlich zu machen. Neben Banken kommen weitere Gläubigergruppen in Betracht, wie beispielsweise auch aus dem Umfeld von Partnern, Verwandten und Freunden eines Unternehmers. Ratings können dazu beitragen, Vertrauen zu schaffen und zu pflegen. Kunden und Lieferanten werden durch Anzahlungen oder Lieferungen oft zu Gläubigern des Unternehmens, und gehen zumindest kurzfristig in unterschiedlichem Grade Bonitätsrisiken ein.

Auch Private Equity-Investoren sind als sekundäre Zielgruppe von Ratings aufzufassen. Im Rahmen einer Ersteinschätzung einer möglichen Beteiligung gibt das Rating eine Vorstellung davon, ob die Risikotragfähigkeit eines Unternehmens – aus Sicht von Kreditinstituten oder Ratingagenturen – ausreichend erscheint. Ein schwaches Rating zeigt einen zusätzlichen Bedarf an Eigenkapital zur Abdeckung der operativen Unternehmensrisiken und verdeutlicht, dass neben der Bezahlung eines Kaufpreises in diesen Fällen bei einem Private Equity-Engagement auch Mittel für eine Kapitalerhöhung zu berücksichtigen sind. Umgekehrt ist es oft bei Unternehmen mit einem sehr guten Rating möglich, einen Teil des Kaufpreises für ein solches Unternehmen unmittelbar zurückzugewinnen, indem eine Sonderauschüttung (Sonderdividende) des gekauften Unternehmens an die neuen Eigentümer vorgenommen wird.

Über die genannten Gläubigergruppen hinaus sind praktisch alle Teilnehmer des »sozio-ökonomischen Systems« potenziell an Ratings interessiert, geben sie doch Auskunft über die existenziellen Risiken eines Unternehmens. So dürften regelmäßig beispielsweise Arbeitnehmer ein Interesse daran haben, über die Zukunftsfähigkeit ihres Arbeitgebers zu erfahren. In vielen Unternehmen, die bereits über ein Rating verfügen, werden erteilte Ratings wie auch Ratingveränderungen daher aktiv gegenüber der Belegschaft kommuniziert. In Mitarbeiterzeitschriften werden die beauftragten Ratingagenturen vorgestellt, zum Teil sogar Bilder der für das jeweilige Unternehmen zuständigen Analysten gezeigt und über die Vorgehensweise der Ratingagenturen aufgeklärt. Die (gute) Beurteilung wird genutzt, um gegenüber aktuellen wie potenziellen Arbeitnehmern auf die Leistungsfähigkeit des Unternehmens hinzuweisen.

Als Information über die Bestandsgefährdung des Unternehmens werden Ratings zunehmend auch für Aktionäre, Gesellschafter oder sonstige Beteiligte relevant. Je höher das Bonitätsrisiko eines Unternehmens ist, desto stärker ist der Eigenkapitalgeber des Unternehmens mit dem Eigentümer einer Option vergleichbar. So wird einigen Unternehmen, die sich zur Finanzierung ihrer ehrgeizigen Wachstums- und Akquisitionsziele des Börsengangs am Neuen Markt bedienen, nachgesagt, dass sie erhebliche existenzielle Risiken eingehen und ihr Bestand über einen längeren Zeitraum als vier oder fünf Jahre als gefährdet erscheine. Ob diese Befürchtungen berechtigt sind, würden Ratings zeigen. Aktionäre solcher Gesellschaften sind praktisch Stillhalter einer Option im Geld, die im Falle einer ungünstigen Entwicklung rasch aus dem Geld gehen kann. Längst finden optionspreistheoretische Modelle auf Fremdkapitalpositionen Anwendung und belegen damit auch auf modelltheoretischer Basis diesen Zusammenhang. Bewertungs- und Rating-Verfahren nähern sich an (vgl. Kapitel 7), was gerade für die Private Equity-Branche eine wichtige Entwicklung darstellt.

#### 11.4 Betriebswirtschaftlicher Nutzen von Ratings

Unter den betriebswirtschaftlichen Nutzenaspekten des Ratings sollen die Informationsfunktionen und die instrumentalen Anwendungsbereiche von Ratings näher erläutert werden. Primär nehmen Ratings die Funktion der Informationsübermittlung über absolute und relative Risiken wahr. Da die Endpunkte der Ratingskala quasi objektiven Charakter haben, kann von einer absoluten Informationsfunktion gesprochen werden. Ein AAA steht für ein fast nicht existentes Risiko, die Gefahr eines Ausfalls geht gegen Null. Bei einem Rating von D dagegen ist der Schuldner bereits in Schwierigkeiten, die Wahrscheinlichkeit einer Erholung ist fast Null. Alle anderen Ratingklassen finden sich zwischen diesen beiden Extremen; wie auch die Statistiken der Ratingagenturen in der ex-post-Betrachtung belegen.

Durch die absolute Informationsfunktion kommt es beim Rating nicht darauf an, dass für alle in Frage kommenden Objekte ein Rating erteilt ist, bevor Ratings sinnvoll interpretierbar wären. Schon ein einzelnes Rating ist für den angesprochenen Adressatenkreis eine sinnvolle Information, gibt es doch über das absolute Bonitätsrisiko Auskunft. Dies erklärt auch, weshalb sich in vielen Ländern kleine Ratingagenturen wirtschaftlich halten können, obwohl sie nur eine sehr geringe Anzahl von Adressen mit Ratings versehen haben. Es kommt nicht darauf an, dass auch noch andere Emittenten beur-

teilt wurden, um sich die Kenntnis etwa des AAA für eine Anleihe der Kreditanstalt für Wiederaufbau zunutze machen zu können.

Neben der absoluten Informationsfunktion ist die relative Informationsfunktion zu nennen, die die relative Stellung eines Schuldners im Vergleich zu anderen Adressen verdeutlicht. Im relativen Informationsgehalt ist das Rating dem Ranking ähnlich, das eine Rangordnung von Objekten darlegt bzw. einen bestimmten Rang angibt. Die relative Informationsfunktion ist wichtig, um verschiedene Alternativen vergleichen und unter dem Bonitätsaspekt bewerten zu können.

#### 11.4.1 Finanzwirtschaftlicher Nutzen

Für manche deutsche Emittenten war der entscheidende Impuls, sich ein Rating zu verschaffen, die Feststellung, dass ohne ein Rating der Zugang zu bestimmten Märkten verschlossen bleiben würde. Dies gilt insbesondere für die US-amerikanischen Geld- und Kapitalmärkte, an denen Ratings praktisch zur Eintrittsvoraussetzung geworden sind. Auch wenn nicht in jedem Fall ein gesetzlich zwingender Tatbestand vorlag, so war doch der Aspekt, sich durch ein Rating eine »Visitenkarte« für die Finanzmärkte zu verschaffen, ein entscheidender Aspekt.

In zahlreichen Anlagestatuten wird auf Ratings Bezug genommen. In vielen Fällen sind etwa Pensionsfonds daran gehindert, Wertpapiere zu erwerben, die ein bestimmtes (Mindest-) Rating unterschreiten. Oftmals ist der Erwerb von Wertpapieren untersagt oder nur eingeschränkt möglich, die ein »speculative grade« Rating aufweisen. Andererseits gibt es Fonds, die sich gerade auf den Erwerb von hochverzinslichen Instrumenten spezialisiert haben. Titel, die gar kein Rating aufweisen, werden oft wie schlechter geratete Titel behandelt; dies ist übrigens eine Logik, die sich auch in den Baseler Konsultationspapieren mit Blick auf die Eigenmittelunterlegung im Kreditgeschäft der Banken wiederfindet. Ratings wie auch die Abwesenheit von Ratings können so auch die Möglichkeiten des Erwerbs solcher Titel für bestimmte Anleger limitieren. Daraus resultiert als ein Ratingnutzen, dass mit Hilfe eines Ratings größere Emissionen platziert werden können.

Mit Ratings können ergiebige Finanzmärkte erschlossen und hohe Emissionsvolumina untergebracht werden. Unter dem letzteren Aspekt sind sogar Jumbo-Pfandbriefe, die eine hervorragende Bonität aufweisen, grundsätzlich mit einem Rating ausgestattet. Das (gute) Rating sichert den Emittenten den Marktzugang und die Liquidität des Marktes. Günstige Marktgelegenheiten können flexibler genutzt werden, wenn ein Rating die für die

Marktakzeptanz einer Anleihe elementare Finanzkommunikation sicherstellt. Ferner wird das Pricing einer Emission erleichtert, da durch das Rating leicht »Benchmarkanleihen« gefunden werden können, aus deren Renditen auf den »fair value« der neuen Emission geschlossen werden kann.

Falsche Vorstellungen der Unternehmensleitung von der von Externen wahrgenommenen Bonität des Unternehmens können durch das Durchlaufen eines Ratingverfahrens vermieden werden. Für die Emissionspreisfindung ist die von den Marktteilnehmern wahrgenommene Bonität des Emittenten von zentraler Bedeutung. Das Rating erleichtert ein marktkonformes Pricing und hilft damit, Kapitalkosten beim Emittenten zu reduzieren. Fällt das Rating günstig aus, kann der Emittent tendenziell mit einer relativ raschen und fiktionslosen Platzierung rechnen. Je höher ceteris paribus der Emissionskurs gewählt werden kann, desto niedriger sind die Kapitalkosten des Emittenten et vice versa.

Beansprucht ein Unternehmen wiederholt die Kapitalmärkte, können Ratings zur Verstetigung der zu gewährenden Risikoprämien beitragen. Die Risikoprämie stellt die in die Renditeforderung der Anleger einkalkulierte Entschädigung für das übernommene Bonitätsrisiko dar. Das von Anlegern wahrgenommene Bonitätsrisiko kann mit Veränderungen der informellen Basis, auf die sich die Bonitätsbeurteilung der Anleger stützt, variieren. Situative Faktoren können zu Überreaktionen des Marktes führen, wenn allein mehr oder weniger zufällig eintreffende Unternehmensinformationen für die Bonitätsbeurteilung bestimmend sind. Wesen des von Ratingagenturen angebotenen Ratingverfahrens ist es, kontinuierlich die Bonität eines Emittenten zu beobachten. Jedem gerateten Emittenten sind von den Agenturen Analysten zugewiesen, die diesen laufend beobachten. Da das Ratingverfahren in der Regel vom beurteilten Emittenten selbst bezahlt wird, können bei den Ratingagenturen die für eine sachgerechte und gründliche Beurteilung notwendigen Ressourcen bereitgestellt werden. Tendenziell ist daher davon auszugehen, dass Ratingagenturen besonnener auf aktuelle Entwicklungen reagieren und Unternehmensnachrichten vorsichtiger auswerten, als manche unter Performancedruck stehende Fondsmanager, die sich ad hoc eine Meinung bilden.

Ratings erlauben eine detaillierte Analyse von Spreads und Arbitragegelegenheiten bei gerateten Wertpapieren. Bei konjunkturell rückläufigen Entwicklungen können Ratings dazu beitragen, die in solchen Marktphasen oft zu beobachtende »Flucht in die Qualität« durch Kauf von niedriger gerateten Titeln auszunutzen, deren Wertentwicklung nach einer konjunkturellen Entspannung überdurchschnittlich ausfällt. Arbitrageoperationen bieten sich an, wenn sonst gleich ausgestattete (und liquiditätsmäßig usw. iden-

tisch zu beurteilende) Titel unterschiedliche Preise aufweisen, obwohl sie in die gleiche Ratingkategorie fallen.

#### 11.4.2 Leistungswirtschaftlicher Nutzen

Obwohl die finanzwirtschaftlichen Nutzenaspekte beim Rating im Vordergrund stehen dürften, soll auch auf die leistungswirtschaftlichen Nutzenaspekte hingewiesen werden. Ratings können im Marketing eines Unternehmens positive Signaleffekte geben, um die Verlässlichkeit des Unternehmens als Lieferant zu unterstreichen. Kundenanzahlungen sind bei unstrittig guter Bonität leichter einzufordern, wie auch Lieferantenkredite in Anspruch genommen werden können.

Viele Unternehmen nutzen im Gespräch mit den Analysten die überlegene Expertise der Ratingagenturen und ihren besseren Einblick in Branchen- und Marktverhältnisse. So wird das Ratingverfahren von den betroffenen Unternehmen oft als informativ und nützlich empfunden. In den Fällen, in denen vor erstmaliger Durchführung eines Ratingverfahrens noch kein ausgebauter Controlling vorhanden war, gibt die Notwendigkeit eines Ratings oft den entscheidenden Impuls, um die Controlling- und Risikosteuerungsinstrumente auf den neuesten Stand zu bringen. Dies findet dann seinen Reflex in leistungswirtschaftlichen Effizienzsteigerungen.

#### 11.4.3 Nutzen für Private Equity

Wie kein anderes Instrument sind Ratings eine konzise Form der Kommunikation. Die Symbole der Ratingskalen können als Symbole einer eigenen »Sprache« begriffen werden, die an den Finanzmärkten und inzwischen darüber hinaus verstanden wird. Private Equity-Firmen erhalten zum Teil täglich Beteiligungsangebote aus den unterschiedlichsten Branchen, Unternehmensformen und Größenklassen. Wenn von 100 Angeboten nur ein oder zwei zur Durchführung in Frage kommen, bedarf es Selektionsmechanismen, die schnell die Spreu vom Weizen zu trennen helfen. Hier setzen Ratingsysteme an: Indem Ratings in der Art einer Schulnote helfen, ausfallgefährdete Unternehmen von weniger ausfallgefährdeten Unternehmen zu unterscheiden, tragen sie dazu bei, den Kriterienkatalog für Private Equity abzurunden und mehr Übersicht über Beteiligungsmöglichkeiten zu erhalten. Unter sonst gleichen Bedingungen ist ein Unternehmen einem an-

deren Unternehmen vorzuziehen, das aus Gläubigersicht – gemessen am Rating – die günstigere Beurteilung erfährt.

Wenn also für Private Equity-Firmen das von Ratingagenturen wie auch von Banken, Kreditversicherern oder anderen Institutionen erteilte Rating ein hilfreiches Instrument sein kann, Beteiligungsmöglichkeiten strukturiert zu sichten, mag für Kapitalsuchende das Rating umgekehrt ein Ausweis guter Bonität sein, der die Attraktivität der Anlage aus Kapitalgebersicht zu erhöhen vermag. Zudem vermag das Unternehmen mit einem Ratingbericht eine umfassende, gut gegliederte Übersicht über alle wesentlichen Risiko- und Chancenaspekte des Unternehmens vorzulegen, deren Standardisierung dem schnelleren Vergleich dienlich ist. Insbesondere zeigt ein schwaches Rating, dass im Fall der Übernahme eines Unternehmens durch eine Private Equity-Gesellschaft eine Erhöhung der Eigenkapitalausstattung erforderlich ist. Zudem lassen sich aus dem Rating Abschätzungen hinsichtlich der möglichen Finanzierungskosten (Fremdkapitalkosten) eines Unternehmens ableiten.

Wichtiger noch als die Informationsfunktionen, die das Rating für die Private Equity-Firmen bei der Auswahl von Engagements wahrnehmen kann, sind die Funktionen des Ratings bei oder nach Eingehen einer Beteiligung. Durch Rating werden die Zielvorgaben für Unternehmen operationalisierbar: Dem Management des Beteiligungsunternehmens kann beispielsweise ein bestimmtes Mindestrating vorgegeben werden, etwa B- oder BB-.

Mit Rating kann die Steuerung eines Unternehmens ähnlich eindeutig strukturiert werden wie die eines Fahrzeugs. Geschwindigkeitsüberschreitungen werden zweifelsfrei messbar: Fällt das Rating auf ein nicht akzeptables Risikoniveau ab, müssen Gegenmaßnahmen getroffen werden, um die Risikosituation wieder zu verbessern. Kein Auto kann anhand des Tachometers gesteuert werden, ebenso kann die Unternehmenssteuerung nicht allein am Rating ausgerichtet werden. Wie der Tachometer im Auto ist aber das Rating im Unternehmen das wichtigste Instrument, um die aktuelle Risikosituation ganzheitlich einzuschätzen. Wer ohnehin schon mit hohem Tempo fährt, sollte nicht noch scharfe Kurven riskieren. Ebenso sollte von allzu ehrgeizigen Investitionsprogrammen oder Wachstumsstrategien aus Gründen der Existenzsicherung Abstand genommen werden, wenn das Rating bereits ein hohes Risiko signalisiert.

Der Wettbewerb zwischen Private Equity-Firmen wird sich künftig insbesondere darüber entscheiden, wer mit Ratings professioneller umzugehen und den Nutzen von Ratings zu erschließen versteht.

## 11.5 Gemeinnutzen von Ratings

### 11.5.1 Volkswirtschaftlicher Nutzen von Ratings

Die volkswirtschaftlichen Funktionen des Ratings können hier – ohne Anspruch auf Vollständigkeit – nur kurz angesprochen werden. Aus makroökonomischer Perspektive sind die allokativen Wirkungen von Ratings auf die Ressource »Kapital« hervorzuheben. Ratings tragen volkswirtschaftlich zur effizienteren Allokation dieser Ressource bei, da sie die bessere Beurteilung der mit Investitionen verbundenen Risiken unterstützen. Da Ratings meist veröffentlicht werden und daher von Jedermann eingesetzt werden können, wird das Wissen um die mit Kapitalanlagen in die beurteilten Unternehmen verbundenen Risiken praktisch sozialisiert. Da Ratings wie kein anderes analytisches Instrument ohne besondere Vorkenntnisse von Anlegern genutzt werden können, helfen sie einer maximalen Anzahl von Investoren, ihre finanziellen Mittel optimal einzusetzen.

In mikroökonomischer Perspektive sind Einflüsse von Ratings auf die Preisbildung an den Kapitalmärkten zu konstatieren. Während ohne vergleichbare Instrumente Haushalte oft durch Begrenzung der anzulegenden Kapitalbeträge ihre Risiken limitieren und damit die Verfügbarkeit von Kapital für volkswirtschaftlich wünschenswerte, aber risikobehaftete Investitionen beispielsweise in innovativen, technologieorientierten Unternehmen einschränken, erhöhen Ratings durch erhöhte Risikotransparenz die Elastizität des Kapitalangebots. Die geringe Elastizität des Kapitalangebots in wenig risikotransparenten Märkten führt für viele, insbesondere kleine und mittlere Unternehmen zu einer prohibitiven Verteuerung des Kapitals. Ratings können dazu beitragen, durch differenzierte Risikoklassenbildung einer eindimensionalen Risikobetrachtung entgegenzuwirken.

### 11.5.2 Aufsichtsrechtlicher Nutzen

In zahlreichen Rechtsordnungen insbesondere in denen Amerikas wird in Gesetzen auf Ratings Bezug genommen und Aufsichtsbehörden setzen Ratings ein, um ihre Aufgaben wahrzunehmen. Die in den verschiedenen Rechtsnormen getroffenen Festlegungen machen sich sowohl die absolute, als auch die relative Informationsfunktion von Ratings zunutze. So lassen sich die meisten Vorschriften entweder Fragestellungen

der Bewertung (»valuation«) oder der Auswählbarkeit zuordnen (»eligibility«).

Da Ratings unterschiedliche Bonitätsklassen differenzieren, eignen sie sich, um evtl. erforderliche Abschreibungen oder Wertberichtigungen auf Forderungen zu objektivieren, wenn eine Marktbewertung nicht vorhanden ist. Durch die Baseler Vorschriften wird die Eigenmittelunterlegung bei Banken an Ratings gekoppelt. Andere Normen binden die Auswählbarkeit von Finanztiteln an die Existenz eines (bestimmten) Ratings. Verfügt der Emittent über ein (Mindest-) Rating oder kann für einen bestimmten Finanztitel ein (Mindest-) Rating nachgewiesen werden, genügt er den gesetzlichen Anforderungen.

### 11.5.3 Rechtssicherheit durch Rating

Durch die Globalisierung und die Zunahme der Komplexität der Finanzmärkte werden Ratings für alle Marktteilnehmer immer bedeutender und unverzichtbarer. Mit Ratings ist es nun möglich, einzelne Unternehmen, in einer Branche oder sogar branchenübergreifend, verschiedene Finanztitel, in den jeweiligen (Rating-)Kategorien, miteinander zu vergleichen. Da das Rating als internationale Sprache verstanden werden kann, wird der internationale finanzwirtschaftliche Handel erleichtert, vereinfacht und handhabbar gemacht. Eintrittsbarrieren wie die Landessprache oder die Kultur werden zunächst durch das Rating überwunden, da die Ratingnote (des jeweiligen Underlyings) ihre eigene verständliche Sprache spricht. Der Nutzen eines Ratings ist in vielerlei Hinsicht offensichtlich und die Auswirkungen, die ein öffentlich bekannt gegebenes Rating für die Volkswirtschaft haben kann, ebenfalls.

Juristisch gesehen war das Rating bisher ein Peripheriethema, das nur zur Sprache kam, wenn es um die Aufklärungs- und Beratungspflichten der Banken bei Kapitalanlagegeschäften ging. Denn insbesondere bei Anlageberatern und Banken obliegt die Verantwortung, nach dem juristischen Sprachgebrauch, »anlage-« und »anlegergerecht« zu beraten. Dies beinhaltet zum einen sich über die zu beratende Anlage aus vorhandenen Quellen alle Informationen zu verschaffen, die ihm zur Verfügung stehen und von Nutzen sind, um eine kompetente Beratungsleistung erbringen zu können. Dazu gehören die Wirtschaftspresse wie FAZ, Handelsblatt oder Börsenzeitung, aber auch aktuelle Ratings der Ratingagenturen. Darüber hinaus sind sie, aus dem Beratervertrag heraus, dazu verpflichtet, keine Empfeh-

lung zum Kauf abzugeben, wenn ihnen entscheidende Informationen fehlen, um den Risikogehalt der Anlage richtig einzuschätzen. Wird gegen diese Pflichten verstoßen, können die Berater dafür haftbar gemacht werden und vor Gericht zu hohen Geldsummen oder Naturalrevision verurteilt werden. Hinzu kann ein enormer Reputationsverlust kommen, der nur schwer wieder gutzumachen ist.

Doch mit der Zeit und dem finanzwirtschaftlichen Strukturwandel werden auch die Ratingverfahren komplexer und für den Nutzer, sei es für den institutionellen Investor, den kleinen Privatanleger oder für den Anlageberater, immer schwerer nachzuvollziehen. Selbst der BGH hat Schwierigkeiten, bei Ratingstreitigkeiten seine Urteile zu fällen, und behilft sich mit einer Analogie zum Warentest. Ähnlich wie beim Rating sind die Anforderungen beim Warentest Neutralität, Sachkundigkeit und Objektivität. Doch anders als beim Warentest, wo Vorgehensweise, Kriterien und Gewichtung meist offengelegt werden, wird beim Rating eine Fülle von Kriterien berücksichtigt, deren Relevanz und Gewicht zum größten Teil unbekannt sind. Als »Black-Box« gilt vor allem auch die »Berechnungsformel«, die alle quantitativen sowie qualitativen Kriterien miteinander vereint und schlussendlich zum Ratingergebnis führt. Daher wird die Diskussion zu mehr Transparenz beim Ratingverfahren in Fachkreisen immer lauter.

Es bleiben viele Fragen offen. Beispielsweise die Frage nach der Haftung, wenn die Ratingagentur ein falsches Rating veröffentlicht hat. Die Bundesregierung antwortete auf die Frage hin, ob sie die Notwendigkeit, einen Haftungstatbestand bei Ratingagenturen für ihre Ratingergebnisse zu schaffen, sehe, dass die Bundesregierung und private Sachverständige [...] den Haftungstatbestand des § 826 BGB als ausreichend erachtet. Die Relevanz der Rechtsfragen im Rating ist unbestreitbar, um den Nutzen, den ein Rating erbringen kann, auch weiterhin zu gewährleisten. Dennoch besteht Nachholbedarf bei der deutschen Rechtsprechung. Zu groß sind die Möglichkeiten der Interpretierbarkeit der Gesetzestexte.

## 11.6 Nutzen evidenzbasierter Ratings

Ein weiterer Nutzen resultiert aus der Betrachtung der Evidenz eines Ratings. Die Evidenz, aus dem Englischen »evidence« übernommen, versteht sich wörtlich übersetzt als Deutlichkeit oder Klarheit. Definitionsgemäß wird unter einer Ratingevidenz die »Beurteilung eines einzelnen vorliegenden Ratingurteils, jedoch keine grundsätzliche Beurteilung eines Ratingsystems oder einer Ratingagentur« verstanden. Ratingevidenz stellt dabei ein ex

ante Qualitätsmaß dar, d.h. die Beurteilung der Qualität des Ratings erfolgt ausschließlich anhand von Informationen, die zum Zeitpunkt des Ratings auch bereits zur Verfügung standen. Ratingevidenz unterscheidet sich damit klar von einem Backtesting der Ratings einer Ratingagentur oder eines Kreditinstituts. Im Rahmen der Evidenzbeurteilung, die die RATING EVIDENCE GmbH durchführt, ist Ratingevidenz die Beweisführung anhand von einer Vielzahl von Kriterien, durch die Klarheit und Transparenz für ein Rating geschaffen wird.<sup>1)</sup> Diese Kriterien sind in einem heuristischen Bewertungsmodell miteinander verbunden und beziehen sich auf

- Organisation und Arbeitsabläufe bei der Erstellung des Ratings,
- verwendete Ratingmethodik
- eingesetztes Ratingsystem und Verfahren,
- verfügbare und genutzte Daten,
- erreichte Zertifizierung von Ratinggesellschaften und Ratingsystemen,
- Reputation sowie
- eingesetzte Ressourcen (insbesondere Qualifikation und Erfahrung der eingesetzten Personen).

Die hier aufgeführten Kriterien zeigen die Notwendigkeit einer sehr differenzierten Beurteilung einzelner Ratings. So ist beispielsweise selbst bei einem hervorragend geeigneten Ratingverfahren eine gute Ratingevidenz nicht sichergestellt, wenn der beurteilenden Ratingagentur (oder dem Ratingadvisor) ausschließlich öffentlich zugängliche Informationen zur Hand waren, wenn diese systembedingt nicht ausreichen. Auch eine wissenschaftlich bestens anerkannte Ratingmethodik führt zu einer deutlich schwächeren Einschätzung der Evidenz eines Ratings, wenn die erforderlichen Arbeitsprozesse wegen mangelhafter Dokumentation nicht stringent eingehalten werden oder die durchführenden Mitarbeiter über keine adäquate Qualifikation oder Erfahrung verfügen. Umgekehrt ist es selbst für erfahrene Mitarbeiter einer Ratingagentur grundsätzlich unmöglich, Ratings mit einer hohen Evidenz zu erzeugen, wenn die von ihnen angewandte Verfahrensweise methodische Fehler aufweist oder bei statistischen Analysen die Grundgesamtheit der ausgewerteten Daten zu gering oder nicht repräsentativ ist.

Das Ergebnis ist der Evidenzwert, der auf einer Skala von 0% (keine Evidenz) bis 100% (vollständige Evidenz) zum Ausdruck gebracht wird. In Anbetracht der qualitativ doch sehr unterschiedlichen Ratingverfahren (gleich, ob diese quantitative oder auch qualitative Faktoren umfassen), dem unterschiedlichen Qualifikationsstand der involvierten Personen und der variiere-

1) Vgl. zum Konzept Everling/Gleißner, 2004.

renden Verfügbarkeit von Daten unterscheidet sich offensichtlich die Qualität von Ratingnoten ganz erheblich. Mit der »Ratingevidenz« wird erstmalig ein Qualitätsstandard für Ratings erstellt – also quasi das Rating eines Ratings, ein »Meta-Rating«.

Der Nutzen eines evidenzbasierten Ratings ist für alle Marktteilnehmer (Unternehmen, Private Equity-Investoren, Banken, Versicherungen und Versicherungsnehmer, Kunden, Lieferanten, Arbeitsuchende) von großer Bedeutung. Aber die Evidenz kann vor allem dann von größtem Nutzen sein, wenn beurteilte und beurteilende Partei nicht einer Meinung sind oder zu einem Finanztitel unterschiedliche Ratingergebnisse existieren. Dann gilt es in beiden Fällen, die Evidenz jedes einzelnen Ratings herauszufinden, es wird also die Qualität und Aussagekraft überprüft, um diese vergleichen zu können. Je höher (niedriger) die Evidenz (der Evidenzwert in %), desto höher (niedriger) ist die Qualität und demzufolge die Aussagekraft des Ratings.

## 11.7 Rating und Wert<sup>2)</sup>

### 11.7.1 Gemeinsamkeiten und Unterschiede

Welcher Zusammenhang besteht nun zwischen Rating und Wert? Um diese Frage zu beantworten, muss man betrachten, was ein Rating leistet oder leisten soll. Ein Rating soll die Fähigkeit eines Unternehmens beschreiben, seinen Kapitaldienstverpflichtungen auch zukünftig nachzukommen. Somit soll die Ausfallwahrscheinlichkeit eines Unternehmens (Probability of Default, PD) abgeschätzt werden, die wiederum im Wesentlichen der Insolvenzwahrscheinlichkeit entspricht. Für die Wahrscheinlichkeit einer Überschuldung oder Illiquidität sind dabei das zukünftig erwartete Ertragsniveau, der Risikoumfang (also die Schwankungsbreite um das Ertragsniveau) sowie die Risikotragfähigkeit (Eigenkapital- und Liquiditätsreserve) maßgeblich.<sup>3)</sup> Das Rating betrachtet dabei ein Unternehmen aus Sicht eines Gläubigers, weil diesen lediglich die Möglichkeit (aggregierter) negativer Planabweichungen (Gefahren) interessieren. An positiven Abweichungen (Chancen) partizipiert ein Gläubiger dagegen nicht, weshalb sich diese im Rating auch weniger widerspiegeln.

Schon hier zeigt sich, dass ein Rating keinesfalls dem Erfolgsmaßstab eines Eigenkapitalgebers entspricht, wenngleich hier durchaus Gemeinsamkeiten bestehen.<sup>4)</sup> Für jeden Eigenkapitalgeber ist interessant, welcher Wert

2) In enger Anlehnung an Gleißner (2006).

4) Vgl. Merton (1974).

3) Vgl. Gleißner (2002).

durch die Investition in einem Unternehmen entsteht. Für die ökonomische Sinnhaftigkeit eines Private Equity- oder Venture Capital-Investment ist es erforderlich, dass der damit geschaffene Unternehmenswert (Ertragswert, Discounted Cashflow) höher ist als das eingesetzte Kapital. Der Erfolgsmaßstab eines Eigenkapitalinvestments ist damit der Unternehmenswert oder es sind daraus abgeleitete (wertorientierte) Renditemaßstäbe – nicht aber das Rating. Im Unternehmenswert spiegeln sich alle Risiken wider, also sowohl die möglichen negativen Planabweichungen (Gefahren) als auch die möglichen positiven Planabweichungen (Chancen). Aus der Perspektive eines Eigenkapitalgebers weist ein Rating damit grundsätzlich eine zu enge Sichtweise auf.

### 11.7.2 Vergleich der Methodiken

Nun ist zu diskutieren, ob das Rating nicht zumindest einen relevanten Teilaspekt im Zielsystem eines Eigenkapitalinvestors beschreibt. Bei dieser Frage ist zu unterscheiden zwischen den theoretisch wünschenswerten Ratingansätzen<sup>5)</sup> und den Ratingmodellen, die von Ratingagenturen und Ratingadvisors heute typischerweise eingesetzt werden (und auch in den entsprechenden Softwaresystemen implementiert sind<sup>6)</sup>). Betrachten wir zunächst die heute in der Praxis typischerweise vorzufindenden »indirekten« Ratingverfahren. Die wesentlichen Bausteine solcher Ratings sind (historische) Jahresabschlusskennzahlen, die mathematisch verdichtet werden, und eine Liste sogenannter »Soffaktoren«, die durch Scoringmodell<sup>7)</sup> erfasst werden. Die relevanten Finanzkennzahlen werden dabei (hoffentlich) durch die statistische Analyse von »guten« und »insolventen« Unternehmen abgeleitet, indem untersucht wird, welche Kennzahlencharakteristika die beiden Gruppen voneinander statistisch signifikant trennt. Eingesetzt werden hier Verfahren wie die logistische Regression, die Diskriminanzanalyse oder Neuronale Netze. Derartige Ratingverfahren werden als »indirekte« Ratings bezeichnet, weil sie auf Grundlage einer großen Datenmenge, meist weitgehend ohne engen Bezug zur ökonomischen Theorie und Modellen, im Nachhinein lediglich eine statistische Analyse durchführen. Auch die erwähnten Soffaktoren können in einer solchen statistischen Analyse berücksichtigt werden, wobei sie gemäß vorliegender empirischer Untersuchungen eine vergleichsweise geringe Erklärungskraft aufweisen.<sup>7)</sup> Neben der meist

5) Vgl. Gleißner/Leibbrand (2004).

7) Vgl. z.B. Weber/Kahnen/Voßmann (1999).

6) Vgl. Gleißner/Everling (2007), Rating-Software, sowie Bemmam/Gleißner (2007).

geringen Validität der erhobenen Soft-Kriterien und der fehlenden Berücksichtigung von Wechselwirkungen zwischen diesen ist insbesondere die Annahme einer weitgehend additiven Struktur der Ratingkriterien hier zu kritisieren. Die so abgeleiteten Scores, die im Hinblick auf einen möglichen Kreditausfall erhoben werden (sollten), sagen zudem sehr wenig über die zukünftig erwartende Wertentwicklung eines Unternehmens. Für einen Private Equity-Investor (oder ein Unternehmen, das einen solchen Investor sucht) ist wichtig zu bedenken, dass die Scoringmodelle im Rating weder Chancen für Wertsteigerungspotenziale erfassen sollen, noch (auf Grund der Additivität der Kriterien) einen methodisch befriedigenden Ansatz darstellen.

Einen relevanten Mehrwert für die Beurteilung von Private Equity-Investments stellen lediglich die sogenannten »direkten Ratingverfahren« dar. Diese basieren nämlich nicht in erster Linie auf historischen Jahresabschlussanalysen und Scoringmodellen, sondern (auch) einer zukunftsorientierten Prognose der Unternehmensentwicklung. Beim direkten Ratingansatz wird (ggf. unter Einbeziehung von Benchmark-Werten) eine Unternehmensplanung erstellt, auf deren Grundlage eine Ratingprognose und die Prognose der Ausfallwahrscheinlichkeit einzelner Perioden möglich ist.<sup>8)</sup> Diese basiert auf ähnlichen Simulationsverfahren, wie sie bei Risikoaggregation und simulationsbasierter Bewertung genutzt werden.<sup>9)</sup>

Die Menge aller Simulationsläufe liefert eine »repräsentative Stichprobe« aller möglichen risikobedingten Zukunftsszenarien des Unternehmens, die dann analysiert wird. Aus den ermittelten Realisationen der Zielgröße (z.B. Gewinn) ergeben sich aggregierte Wahrscheinlichkeitsverteilungen (Dichtefunktionen)<sup>10)</sup>. Ausgehend von der durch die Risikoaggregation ermittelten Verteilungsfunktion der Gewinne kann man unmittelbar auf den Eigenkapitalbedarf (RAC) des Unternehmens schließen.<sup>11)</sup> Zur Vermeidung einer

8) Das hier beschriebene Verfahren eines simulationsgestützten Ratings, das ein traditionelles Jahresabschluss-basiertes Rating ergänzt, wurde beispielsweise im Rahmen eines Forschungsprojektes des IAAW, der WIMA, der TU Dresden (unterstützt durch die Beratungsgesellschaft FutureValue Group AG) für das Land Sachsen hinsichtlich der Anwendbarkeit für kleinere mittelständische Unternehmen angepasst und im Rahmen von knapp 150 Ratings verwendet (vgl. zu den Ergebnissen z.B. Blum/Gleißner/Leibbrand (2004) und Blum/Gleißner/Leibbrand (2005)).

9) Vgl. dazu den Beitrag von Gleißner/Karnaras/Wolfrum in diesem Buch.

10) Im Unterschied zur Kapitalmarkttheorie für vollkommene Märkte (z.B. CAP-Modell) sind hier systematische und unsystematische Risiken relevant, was z.B. durch Insolvenzkosten zu begründen ist; vgl. auch z.B. Amit/Wernerfelt (1990).

11) Der Eigenkapitalbedarf ist abhängig von einem vorgegebenen Konfidenzniveau, das sich aus der angestrebten Ratingstufe ergibt und konsistent zum verwendeten Eigenkapitalkostensatz zu wählen ist. Letzterer kann z.B. als fundamentaler (realwirtschaftlicher) Prognosewert als Summe der Erwartungswerte für Dividendenrendite, Inflation und reales Wirtschaftswachstum (Gewinne) abgeschätzt werden.

Überschuldung wird nämlich wie erwähnt zumindest so viel Eigenkapital benötigt, wie auch Verluste auftreten können, die dieses aufzehren. Zudem wird unmittelbar berechnet, wie wahrscheinlich eine Illiquidität oder Überschuldung ist.

Diese Verfahren eines modellgestützten direkten Ratings können unmittelbar für die Beurteilung von Private Equity-Investments genutzt werden. Natürlich sagt auch bei diesen Ratings die abgeleitete Ausfallwahrscheinlichkeit zunächst nur etwas über die Kreditwürdigkeit. Mit den für diese Aussage generierten Daten über die Zukunftsentwicklung des Unternehmens ist aber in einem separaten Rechenschritt eine Abschätzung des Unternehmenswertes möglich, der die interessante Zielgröße für den Private Equity-Investor darstellt. Der Unternehmenswert ergibt sich bekanntlich als Summe der risikoadäquat diskontierten zukünftig erwarteten Erträge (oder Cashflows). Genau diese Prognose der Cashflows wird aber im Rahmen eines direkten Ratingverfahrens erstellt. Der Unternehmenswert kann damit unmittelbar abgeleitet werden. Er berücksichtigt, im Gegensatz zum Rating, auch explizit die Zukunftspotenziale des Unternehmens.

Da natürlich diese Prognosen nicht sicher eintreten werden, ist der Erfassung derjenigen Risiken, die Planabweichungen auslösen können, ein besonderes Augenmerk zu schenken. Der Umfang der Risiken bestimmt den Diskontierungszinssatz der zukünftigen Erträge (den Kapitalkostensatz), der zugleich als Mindestrenditeanforderung bei einem gegebenen Risiko zu interpretieren ist. Damit wird ein weiterer Vorteil der zusätzlichen Nutzung direkter Ratingverfahren für die Unternehmensleitung erkennbar: Die direkten Ratings ermöglichen durch die Simulation der Risiken im Kontext der Unternehmensplanung unmittelbar die Ableitung des Umfangs risikobedingter Verluste und damit des Bedarfs an (teurem) Eigenkapital. Aus dieser Kenntnis über den Eigenkapitalbedarf kann man unmittelbar einen geeigneten Kapitalkostensatz (WACC) ableiten.<sup>12)</sup>

$$\text{WACC} = k_{EK} \times \frac{\text{Eigenkapitalbedarf}}{\text{Gesamtkapital}} + k_{FK} \times \frac{\text{Gesamtkapital} - \text{Eigenkapitalbedarf}}{\text{Gesamtkapital}} \times (1 - s)$$

Traditionelle Bewertungsmodelle wie das genannte CAPM basieren auf den Annahmen vollkommener Kapitalmärkte, was das Fehlen von Insolvenzkosten, vollkommene und auf alle gleich verteilte Informationen, voll-

12) Vgl. dazu den Beitrag von Gleißner/Kamaras/Wolfrum in diesem Buch.

kommene Rationalität des Handels und perfekt diversifizierte Portfolios impliziert. In der Realität sind alle diese Annahmen nicht erfüllt, was auf die fast durchgängige Falsifizierung dieses Modells bei empirischen Untersuchungen nicht überraschend erscheinen lässt.<sup>13)</sup> Das CAPM nutzt den Beta-Faktor als Risikomaß, der den Kapitalkostensatz beeinflusst und aus der Analyse historischer Kursbewegungen am Aktienmarkt abgeleitet wird. Damit wird unterstellt, dass der Kapitalmarkt über die Risikosituation eines Unternehmens genauso gut informiert ist wie die Unternehmensführung selbst – was offenkundig nicht sinnvoll ist. Außerdem spiegeln sich im Beta-Faktor lediglich die systematischen (unternehmensübergreifenden) Risiken wider, weil auf Grund der Annahme perfekt diversifizierter Portfolios unternehmensspezifische Risiken keine Rolle spielen würden. Tatsächlich ist davon auszugehen, dass die Unternehmensführung (und auch ein Private Equity-Investor) über mehr Informationen eines Unternehmens (speziell über diese Risiken) verfügt als der anonyme Kapitalmarkt, man denke an eine Due Diligence. Wenn man zudem die Möglichkeit einer Insolvenz berücksichtigt und reale (eben nicht perfekt diversifizierte) Portfolios unterstellt, haben natürlich auch die unternehmensspezifischen Risiken (z.B. Verlust eines Großkunden) eine Bewertungsrelevanz, die im CAP-Modell nicht erfasst wird. Mit dem oben beschriebenen Simulationsverfahren, das für die Ratingprognosen eingesetzt wird, wird der Informationsvorteil der Unternehmensführung genutzt und sämtliche (auch die unternehmensspezifischen) Risiken aggregiert, um den Bedarf an teurem Eigenkapital als Risikodeckungspotenzial zu berechnen.<sup>14)</sup> Die auf dieser Grundlage abgeleiteten Kapitalkostensätze sind ein adäquates und nachvollziehbares Fundament für die Unternehmensbewertung.

Die oben beschriebene Verfahrensweise eines direkten Ratings erlaubt somit neben der Ableitung eines angemessenen Ratings unmittelbar auch die Bestimmung risikoadäquater Kapitalkostensätze, eine risikoadäquate Unternehmensbewertung, die gerade bei risikobehafteten Investments offensichtlich zu empfehlen ist. Mit jeder Aktualisierung der Unternehmensplanung (oder der Bewertung der Risiken) kann auf die Konsequenzen sowohl für das Rating als auch den Unternehmenswert geschlossen werden, was für das laufende Beteiligungscontrolling von großem Interesse ist.

13) Vgl. Ulschmid (1994), Fama/French (1992).

14) Vgl. Gleißner (2005).

### 11.7.3 Rating, Beta-Faktor und Kapitalkosten

Gelegentlich liest oder hört man schließlich, dass Ratingagenturen und Ratingberater zwar eingestehen, dass das Rating auf Grund der Gläubiger-Perspektive kein adäquater Ersatz für den Unternehmenswert (der Eigentümerperspektive) sei, aber zumindest für die Unternehmensbewertung wichtige Informationen liefert. Insbesondere wird hier betont, dass aus dem Rating ein angemessener Diskontierungszinssatz (Kapitalkostensatz) für die Unternehmensbewertung abgeleitet werden kann. Auch diese Aussage ist jedoch sehr kritisch zu betrachten. Einerseits werden hier sehr häufig der vertragliche Fremdkapitalzinssatz, der natürlich vom Rating abhängig ist, und der Fremdkapitalkostensatz (der erwarteten Rendite der Fremdkapitalgeber für eine Alternativanlage gleichen Risikos) verwechselt. Die für die Unternehmensbewertung maßgeblichen Fremdkapitalkosten müssen den möglichen Ausfall eines Unternehmens erfassen, sodass sie niedriger als die Fremdkapitalzinsen anzusetzen sind, was in der Praxis jedoch häufig übersehen wird.<sup>15)</sup> Wenn ein Unternehmen vertraglich einen Fremdkapitalzinssatz von z.B. 8% zu zahlen hat und eine Insolvenzwahrscheinlichkeit von 2% aufweist, liegen die tatsächlichen Kosten des Fremdkapitals (die erwartete Rendite des Kreditinstituts) nur bei ca. 6%.

Besonders bedenklich ist, wenn willkürlich Ratingverfahren und Unternehmensbewertungsverfahren, die auf unterschiedlichen Annahmen basieren, miteinander verbunden werden. So sieht man häufig, dass aus dem Rating auf den Beta-Faktor als Risikomaß des Capital-Asset-Pricing-Modells (CAPM) geschlossen wird (vgl. zur Kritik an dem Modell weiter oben). Dieses Vorgehen ist inkonsistent und führt im allgemeinen zu nicht sinnvoll interpretierbaren Ergebnissen. Im Beta-Faktor des CAP-Modells spiegeln sich auf Grund der Modellannahmen lediglich die systematischen (unternehmensübergreifenden) Risiken wider, während sie im Rating natürlich auch unternehmensspezifische Risiken, die eine Insolvenz auslösen können, zeigen. Beide Modelle sind damit nicht kompatibel.

<sup>15)</sup> Vgl. Gleißner (2005), Volkart (1999).

### 11.7.4 Fazit: Potenzial für integrierte Bewertungs- und Ratingprognoseverfahren

Besonders bedenklich ist, wenn willkürlich Ratingverfahren und Unternehmensbewertungsverfahren, die auf unterschiedlichen Annahmen basieren, miteinander verbunden werden. So sieht man häufig, dass aus dem Rating auf den Beta-Faktor als Risikomaß des Capital-Asset-Pricing-Modells (CAPM) geschlossen wird (vgl. zur Kritik an dem Modell weiter oben). Dieses Vorgehen ist inkonsistent und führt zu nicht sinnvoll interpretierbaren Ergebnissen. Im Beta-Faktor des CAP-Modells spiegeln sich auf Grund der Modellannahmen lediglich die systematischen (unternehmensübergreifenden) Risiken wider, während sie im Rating natürlich auch unternehmensspezifische Risiken, die eine Insolvenz auslösen können, zeigen. Beide Modelle sind damit nicht kompatibel.

Zusammenfassend ist festzuhalten, dass eine unreflektierte Übertragung von Ratingansätzen auf die Bewertung von Unternehmen, speziell auf Private Equity-Investments, äußerst kritisch zu betrachten ist. Die heute in vielen Fällen angewendeten Ratingverfahren genügen oft weder den theoretischen Anforderungen an ein Rating, noch enthalten sie diejenigen Informationen, die für einen Eigenkapitalgeber maßgeblich sind. Auf Grund der Fremdkapitalgeberperspektive des Ratings spielen die für den Eigenkapitalgeber durchaus sehr wesentlichen Chancen hier nämlich nur eine untergeordnete Rolle. Gerade diese Chancen bestimmen jedoch maßgeblich den Unternehmenswert. Notwendig ist das Rating zur Bestimmung adäquater Fremdkapitalkosten.

Trotz dieser unterschiedlichen Perspektiven und Zielgruppen von Rating und Unternehmensbewertung lässt sich jedoch für beides eine gemeinsame methodische Plattform konstruieren. Auf Grundlage einer (zukunftsorientierten) Unternehmensplanung und unter Berücksichtigung derjenigen Risiken, die Planabweichungen auslösen können, kann mit Hilfe von Simulationsverfahren sowohl unmittelbar die Insolvenzwahrscheinlichkeit des Unternehmens abgeleitet werden als auch eine Unternehmensbewertung durchgeführt werden. Ein derartiger Ansatz bietet sich daher gerade im Bereich Private Equity- und Venture Capital-Investments an. Rating und Unternehmensbewertung sind auf Grund des unterschiedlichen Adressaten damit keine austauschbaren Konzepte, sie können jedoch auf Grundlage der gleichen methodischen Basis konsistent und mit identischer Informationsgrundlage abgeleitet werden.

## 11.8 Literaturverzeichnis

- Amit R./Wernerfelt, B. (1990): Why do Firms Reduce Risk?, in: *Academy of Management Journal*, S. 520–533.
- Bemmann, M./Gleißner, W. (2007): Ansatzpunkte für die betriebswirtschaftliche Prüfung und Verbesserung von Ratingsystemen, in: Becker, A./Kastner, A. (Hrsg.): Prüfung des Kreditgeschäfts durch die Interne Revision, S. 179–217.
- Blum, U./Gleißner, W./Leibbrand, F. (2004): Charakteristika gefährdeter Unternehmen – Erkenntnisse aus dem Sachsen-Rating Projekt, in *Kredit & Rating Praxis* Nr. 5, S. 18f.
- Blum, U./Gleißner, W./Leibbrand, F. (2005): Richtig gewichtet – Erkenntnisse aus dem Sachsen-Rating-Projekt, *RISKNEWS*, Nr. 1, S. 29–33.
- Everling, O. / Gleißner, W. (2004): Ratingevidenz, in: *Kredit & Rating Praxis*, Juli/August
- Fama, E.F./French, K.R. (1992): The Cross-Section of Expected Stock Returns, in: *The Journal of Finance*, Vol. 47 No.2 Juni, S. 427–465.
- Fama, E.F./French, K.R. (2002): The Equity Premium, in: *The Journal of Finance*, Vol. LVII, Nr. 2, April, S. 637 – 659.
- Füser, K. (2001): Intelligentes Scoring und Rating.
- Gleißner, W. (2002): Wertorientierte Analyse der Unternehmensplanung auf Basis des Risikomanagements, in: *FINANZ BETRIEB*, Nr. 7–8/, S. 417–427.
- Gleißner, W. (2004): FutureValue – 12 Module für eine strategische wertorientierte Unternehmensführung, Gabler.
- Gleißner, W. (2005): Kapitalkosten: Der Schwachpunkt bei der Unternehmensbewertung und im wertorientierten Management, in: *FINANZ BETRIEB*, Nr. 4, S. 217–229.
- Gleißner, W. (2006): Rating und Wert: Beurteilung von Private Equity-Investments, in: *Kredit und Rating Praxis*, Nr. 4, S. 17–21.
- Gleißner, W./Everling, O. (2007): Rating-Software, Vahlen.
- Gleißner, W./Füser, K. (2003): Leitfaden Rating, 2. Auflage, Vahlen.
- Gleißner W./Leibbrand F. (2004): Indikatives Rating und Unternehmensplanung als Grundlage für eine Ratingstrategie, in: *Handbuch Ratingpraxis*.
- Merton, R.C. (1974): On the pricing of corporate debt: The risk structure of interest rates, in *Journal of Finance*, Nr. 2, S. 449–470.
- Ulschmid, C. (1994): Empirische Validierung von Kapitalmarktmodellen, Frankfurt am Main.
- Volkart, R. (1999): Risikobehaftetes Fremdkapital und WACC-Handhabung aus theoretischer und praktischer Sicht, *Arbeitspapier Nr. 16 des Instituts für schweizerisches Bankwesen*.
- Weber, M./Kahnen, J./Voßmann, F. (1999): Risikomanagement im Kreditgeschäft: eine empirische Analyse bankinterner Ratingverfahren, in: *Zeitschrift für Betriebswirtschaftliche Forschung*, Sonderheft 41, S. 117–142.