

Veröffentlicht in
KRP Kredit & Rating Praxis
02/2010

„Anleihenrating
Besondere Herausforderung und Lösungsstrategien“
S. 22-23

Mit freundlicher Genehmigung
der KRP-Redaktion,
Akademischer Verlag St. Gallen

(www.KRP.ch)

Anleihenrating

Ralf Garrn
Dr. Werner Gleißner

Besondere Herausforderung und Lösungsstrategien

Das Rating einer Anleihe basiert naheliegender Weise auf dem Rating des emittierenden Unternehmens, ist aber nicht identisch. Zu berücksichtigen sind anleihe-spezifische Besonderheiten, wie beispielsweise die Stellung des Gläubigers im Falle einer Insolvenz, was von den Vertragsbedingungen und möglicherweise vereinbarten Nachrangigkeitsbedingungen im Speziellen abhängt. Für das Rating einer Anleihe ist zudem damit nicht nur die Wahrscheinlichkeit der Insolvenz des Emittenten maßgeblich, sondern auch deren Konsequenzen, also der (unsichere) Rückfluss im Falle der Insolvenz. Damit unterscheidet sich schon formal das relevante Risikomaß, das dem Emittenten- und Emissionsrating (Anleihenrating) zugrunde liegt.

Im Unternehmensrating (Emittentenrating) drückt sich die Wahrscheinlichkeit für Überschuldung und/oder Illiquidität, also die Insolvenz-wahrscheinlichkeit, aus, die formal betrachtet ein Risikomaß aus der Kategorie der Lower Partial Moments (LPM-Risikomaße) darstellt. Die Ausfallwahrscheinlichkeit (Shortfall-Wahrscheinlichkeit) ist konkret ein sogenanntes LPM_0 -Risikomaß, das nur die Häufigkeit der Insolvenz betrachtet – aber nicht die Konsequenzen.¹ Für das Anleihenrating und die Bestimmung angemessener Zinskonditionen sowie die Bewertung bereits existierender Anleihen benötigt man die Berechnung eines anderen Risikomaßes, nämlich eines sogenannten «Shortfall-Erwartungswerts», d.h. eines LPM_1 -Risikomaßes. Dieses drückt den im Durchschnitt aller denkbaren Zukunftsszenarien zu erwartenden Verlust durch eine Zahlungsstörung aus und ist damit abhängig von (a) der Insolvenz-wahrscheinlichkeit und (b) den Verlusten, die die Anleiheneigentümer im Insolvenzfall erleiden werden. Bei Banken wird hier von einem «Expected Loss» gesprochen, der neben der Insolvenz-wahrscheinlichkeit (Probability of Default) auch abhängig ist von der Verlustquote, Loss Given Default (beziehungsweise der Gegenposition, der Recovery Rate). Für eine fundierte Beurteilung und Bewertung von Anleihen, und insbesondere für ein Anleihenrating, ergeben sich aufgrund der erwähnten Besonderheiten und der Erkenntnisse der jüngsten Wirtschafts- und Finanzkrise eine ganze Reihe wesentlicher Herausforderungen:

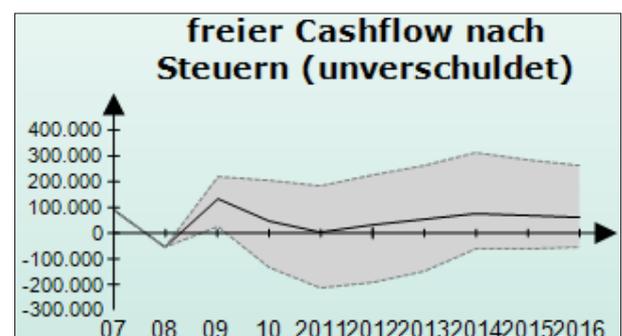
ZUKUNFTSORIENTIERUNG UND RISIKOADÄQUANZ.

Die Beurteilung der Insolvenz-wahrscheinlichkeit des Unternehmens sollte anders als traditionelle, eher finanzkennzahlengestützte Ratings insbesondere auch die Risiken berücksichtigen, die in Zukunft schwerwiegende Planabweichungen und damit

Krisen oder Insolvenzen auslösen können. Aufbauend auf traditionellen Verfahren des Ratings sollten entsprechend Risiken quantifiziert und im Kontext der Unternehmensplanung mittels Simulation aggregiert werden, um eine realistische Bandbreite der Entwicklung zukünftiger Finanzkennzahlen eines Unternehmens angeben zu können. Mit derartigen «stochastischen» Ratingprognosen kann unmittelbar die Wahrscheinlichkeit von Überschuldung und Illiquidität eines Unternehmens, unter Berücksichtigung der zukünftigen Risiken, berechnet werden.² Während bei alleiniger Betrachtung der (historischen) Kennzahlen einer Finanzanalyse implizit nur diejenigen Risiken erfasst werden, die im letzten Jahresabschluss eingetreten sind, werden bei einem derartigen simulationsbasierten Ansatz ergänzend auch die in der Zukunft liegenden Risiken nachvollziehbar und quantitativ ausgewertet.

ABBILDUNG 1

Freier Cashflow (Quelle: FutureValue Group AG)



ILLIQUIDITÄTSANALYSE BASIEREND AUF VERHALTENS-PROGNOSE DER KREDITINSTITUTE.

Illiquidität ist die häufigste Insolvenzursache. Die Abschätzung der Illiquiditätswahrscheinlichkeit erfordert die Beurteilung, ob in einer spezifischen Unternehmenssituation (beispielsweise bei einem eingetretenen risikobedingten schwerwiegenden Verlust) der dann vermutlich verfügbare Kreditrahmen reicht, die Zahlungsfähigkeit noch zu gewährleisten. Für die Beurteilung der Illiquidität ist es damit nicht nur ausreichend zu wissen, in welcher Bandbreite sich die zukünftigen (freien) Cashflows des Unternehmens bewegen werden, sondern zusätzlich ist eine (situationsspezifische) Abschätzung des Kreditrahmens notwendig – und damit eine Berücksichtigung eines typischen Verhaltens von Kreditinstituten. Basierend auf empirisch ableitbaren «typischen» Verhaltensregeln kann so für eine große repräsentative Anzahl (simulierbarer) Zukunftsszenarien (siehe Abbildung 1) berechnet werden, welchen Kreditrahmen (zu welchen Konditionen) Kreditinstitute bereitstellen werden. Der bereitstellbare Kreditrahmen und die Insolvenzwahrscheinlichkeit sind dabei beispielsweise abhängig von den verfügbaren Sicherheiten des Unternehmens und der Ertragskraft, zum Beispiel ausgedrückt durch den (unsicheren) EBITDA.

ANALYSE DER INSOLVENZSZENARIEN UND DER KONSEQUENZEN FÜR DIE ANLEIHENGLÄUBIGER.

Für das Rating von Anleihen ist es erforderlich, die genauen Konsequenzen der denkbaren Insolvenzszzenarien für die Anleihegläubiger zu beurteilen. Ergänzend zur Monte-Carlo-Simulation der Ratingprognose ist damit eine Zusatzauswertung erforderlich, die anzeigt, in welchen der unterschiedlichen denkbaren Insolvenzszzenarien sich welche konkreten Konsequenzen für die Anleihegläubiger ergeben. In Abhängigkeit von Insolvenzursachen und deren Konsequenzen für das Unternehmen ist damit (regelbasiert) aufzuzeigen, ob beispielsweise eine Fortführung des Unternehmens sinnvoll erscheint beziehungsweise in welchem Umfang und in welcher Höhe bestehende Assets zur Bedienung der Forderungen der Gläubiger verkauft werden können. Für das konkrete Rating einer spezifischen Anleihe muss dann durch eine «Schichtenanalyse» wiederum basierend auf den vertraglichen Rahmenbedingungen und Sicherungskonzepten ermittelt werden, welcher Anteil der in der Insolvenz für die Gläubiger insgesamt zur Verfügung stehenden finanziellen Mittel den Gläubigern einer speziellen Anleihe (beziehungsweise analog eines bestimmten Kredits) zur Verfügung stehen wird.

SIMULATIONSBASIERTES GESAMTMODELL. In Anbetracht der Unsicherheit der Zukunftsentwicklung und der wechselseitigen Abhängigkeiten zwischen Unternehmensplanung, Risiken, dem eingeräumten Finanzierungsspielraum durch die Kreditinstitute und die von der konkreten Insolvenzsituation abhängigen Rückflüsse an die Gläubiger, benötigt man für das Anleihenrating eine integrierte simulationsbasierte Ratingmethodik. Eine analytische Lösung ist bei den komplexen Interdependenzen nicht möglich und entsprechend ist eine Berechnung des oben erwähnten «Shortfall-Erwartungswerts» nicht machbar, zumal auch eine separate Bestimmung von (a) Insolvenzwahrscheinlichkeit und (b) mittlerer Schadensquote nicht zu einer korrekten Beurteilung des gesamten Ratings führt. Im Gesamtmodell werden die verschiedenen Sachverhalte, die von Ra-

tingexperten situationsspezifisch mit hoher Fachkompetenz zu erheben sind, abgebildet, um unter Berücksichtigung sämtlicher Interdependenzen die Konsequenzen gerade der Unsicherheiten hinsichtlich der Zukunftsentwicklung für die Anleihegläubiger zu bewerten. Aufbauend auf dem bewährten traditionellen Instrumentarium des Unternehmensratings hat die Euler Hermes Rating GmbH mit Unterstützung der FutureValue Group AG, als Spezialisten für betriebswirtschaftliche Methodenentwicklung, basierend auf den oben genannten vier Punkten das traditionelle Anleihenrating um einen innovativen Ansatz weiterentwickelt. Die Methodik dieses Anleihenratings geht deutlich über ein traditionelles Anleihenrating hinaus und ermöglicht eine noch fundiertere Beurteilung der Position der Anleihegläubiger. Auf diese Weise können nachvollziehbar und unter Berücksichtigung gerade der für das Rating wesentlichen Risiken Unternehmensratings (für Neuemissionen) erstellt, Anleihenratings kontinuierlich aktualisiert und flankierend eine Anleihenbewertung vorgenommen werden. Die Methodik ist für die Bewertung von Krediten im zukünftig bei Banken geplanten Amortised Cost-Ansatz (IFRS 9) übertragbar.

Fussnoten

- 1 Siehe zu diesen Risikomaßen Gleißner, Werner: Grundlagen des Risikomanagements im Unternehmen, München, 2008, S. 113f. sowie weiterführend Albrecht, Peter/Maurer, Raimond: Investment- und Risikomanagement, Stuttgart, 2005.
- 2 Siehe Gleißner, Werner/Bemmann, Martin: Die Rating-Qualität verbessern, in: die bank, 9/2008, S. 51-55 und Gleißner, Werner: Wertorientierte Analyse der Unternehmensplanung auf Basis des Risikomanagements, in: Finanz Betrieb, 7-8/2002, S. 417-427.

AUTOR

Ralf Garrn ist seit Mai 2001 Geschäftsführer der Euler Hermes Rating GmbH, eine Ratingagentur, die sich auf das Kapitalmarktrating von Unternehmen des gehobenen Mittelstands spezialisiert hat. Davor hatte Herr Garrn als Mitglied der Direktion bei der Hermes Kreditversicherungs-AG die Aufgabe, ein professionelles Kreditrisikomanagementsystem aufzubauen. Im Rahmen dieser Aufgabe übernahm er die Leitung des Risikocontrolling und konzipierte und implementierte neue Bonitätsbewertungssysteme, Informationsdatenbanken, Berichtssysteme, Risk Based Pricing Modelle usw.

Dr. Werner Gleißner ist Vorstand der FutureValue Group AG, Leinfelden-Echterdingen und Leiter der Risikoforschung der Marsh GmbH, Frankfurt am Main. Seine Forschungs- und Tätigkeitsschwerpunkte liegen im Bereich Risikomanagement, Rating und Strategieentwicklung sowie der Weiterentwicklung von Methoden der Risikoaggregation und der wertorientierten Unternehmenssteuerung und im Kapitalanlage- und Portfoliomanagement. Er nimmt Lehraufträge an verschiedenen Hochschulen wahr, z.B. an der EBS, der TU Dresden, den Universitäten Stuttgart und Hohenheim. Er ist Mitglied im Vorstand des BdRA.

Kontakt: w.gleissner@futurevalue.de

Internet: www.FutureValue.de, www.werner-gleissner.de

KREDIT & RATING

PRAXIS

Zeitschrift der Finanzspezialisten

Offizielles Organ

BdRA Bundesverband der
Ratinganalysten und
Ratingadvisor e.V.

www.krp.ch

Anleihenrating

Besondere Herausforderung und Lösungsstrategien



Artikel aus KRP 2/2010

Rating

Ralf Garrn und Dr. Werner Gleißner