

Veröffentlicht in  
Der Aufsichtsrat

07–08 / 2013

„Risiko, Rating, Krisenprävention  
und wertorientiertes Management:  
Die Zusammenhänge“

S. 114 – 116

Mit freundlicher Genehmigung der  
Fachverlag der Verlagsgruppe Handelsblatt GmbH

[www.aufsichtsrat.de](http://www.aufsichtsrat.de)  
[www.fachverlag.de](http://www.fachverlag.de)  
[www.vhb.de](http://www.vhb.de)

# Risiko, Rating, Krisenprävention und wertorientiertes Management: Die Zusammenhänge

Dr. Werner Gleißner\*

Der Erfolg eines Unternehmens hängt wesentlich von der Qualität unternehmerischer Entscheidungen ab, die der Vorstand im Zusammenspiel mit dem Aufsichtsrat trifft. Daher sind die betriebswirtschaftlichen Instrumente der Entscheidungsvorbereitung und die Qualität der Entscheidungsvorlagen bei Vorstand und Aufsichtsrat kritische Erfolgsfaktoren.

## I. Einleitung

Die betriebswirtschaftlichen Steuerungssysteme und speziell die Verfahren der Entscheidungsvorbereitung müssen in der Lage sein, Erträge und Risiken gegeneinander abzuwägen und die Implikationen einer Entscheidung für das zukünftige Rating und den Unternehmenswert zu prognostizieren. Nachfolgend werden die Zusammenhänge zwischen Risiko, Rating, Krisenprävention und wertorientierter strategischer Unternehmensführung knapp erläutert. Dies erfolgt vor dem Hintergrund, dass die heute in den meisten Unternehmen implementierten betriebswirtschaftlichen Steuerungssysteme sinnvollen Mindestanforderungen noch nicht genügen. Den Aufsichtsräten (aber auch Vorständen) ist daher anzuraten, bereitgestellte Entscheidungsvorlagen – und die diesen zugrunde liegenden betriebswirtschaftlichen Steuerungsinstrumente des Unternehmens insgesamt – vor dem Hintergrund der nachfolgenden Erläuterungen kritisch zu reflektieren.

Aufsichtsräte und Vorstände sollten im Zusammenspiel darauf hinwirken, insbesondere die Implikationen der zukünftigen Risiken (Ertragsunsicherheit) für das Rating und den fundamentalen Unternehmenswert, der vom „Ertragsrisiko“ abhängt, im Entscheidungskalkül adäquat zu berücksichtigen und transparent aufzuzeigen.

## II. Mit Risikoanalyse zu „erwartungstreuen“ Planwerten

Grundsätzlich ist bei einer fundierten Vorbereitung unternehmerischer Entscheidungen – Investitionen, Akquisitionen oder Strategiewechsel – eine Planung nötig, die auch die Risiken quantifiziert. Risiken sind gerade die möglichen Ursachen für Planabweichungen, und entscheidungsrelevant ist im Allgemeinen der sogenannte „aggregierte Gesamtrisikoumfang“ – ausgedrückt z.B. im Eigenkapitalbedarf oder im Umfang möglicher Planabweichungen (z.B. des sog. Variationskoeffizienten des Gewinns, der die „üblichen“ prozentualen Schwankungsbreiten angibt). Grundlage für solche Entscheidungen ist eine nachvollziehbare Planung mit Erfolgsrechnung und Bilanz. Die Planwerte dürfen weder Zielwerte noch wahrscheinlichste Werte darstellen, wie

man sie oft in Planungen findet. Die Planwerte der Erträge müssen „erwartungstreu“ sein, also im Mittel eintreten. Um solche erwartungstreuen Planwerte zu bestimmen, müssen mögliche positive Planabweichungen (Chancen) und mögliche negative Planabweichungen (Gefahren) quantifiziert werden und in die Berechnung der Planwerte einfließen. Diese Anforderung an eine aussagefähige Planung nennen auch die „Grundsätze ordnungsgemäßer Planung“ (GoP), die zudem eine nachvollziehbare Ableitung der operativen Planung ausgehend von der Strategie, Transparenz über den Umfang möglicher Planabweichungen und das Aufzeigen der Implikationen einer Planung für das zukünftige Rating einfordern. Im Planungs- und Budgetierungsprozess lässt sich eine erwartungstreue Planung in der Praxis leicht umsetzen: So werden z.B. für den geplanten Marktanteil (a) Mindestwert, (b) wahrscheinlichster Wert und (c) Maximalwert erfasst. Der Erwartungswert ist gerade der Durchschnitt von a, b und c („Dreiecksverteilung“).

## III. Planungssicherheit, aggregierte Risiken und Finanzierungsstruktur

Aufgrund der nicht sicher vorhersehbaren Zukunft ist es neben der Orientierung an den langfristigen Zielen (speziell der Eigentümer) das zentrale Charakteristikum einer wertorientierten Unternehmensführung, dass erwartete Erträge und Risiken gegeneinander abgewogen werden. Notwendig ist daher, die mit einer Strategie bzw. Planung einhergehenden Risiken zu identifizieren, zu quantifizieren und zu aggregieren, also den Gesamtrisikoumfang, z.B. ausgedrückt als Eigenkapitalbedarf, anzugeben. Bei Entscheidungen über Strategieänderungen, Investitionen oder Akquisitionen sollten daher zunächst die „strategischen Risiken“, welche die wesentlichen Erfolgsfaktoren bedrohen, identifiziert werden. Weitere wesentliche Risiken identifiziert man durch systematische Analyse der Planung, indem unsichere Planannahmen aufgedeckt und quantifiziert werden, z.B. durch Angabe von Mindestwert, wahrscheinlichstem Wert und Maximalwert. Entscheidungsrelevant ist der aggregierte Gesamtrisikoumfang, der sich ableiten lässt durch die simulationsbasierte Berechnung einer großen repräsentativen Anzahl risikobedingt möglicher Zukunftsszenarien (Risikoaggregation mit

Monte-Carlo-Simulation). Auf diese Weise wird die realistische Bandbreite des zukünftigen Cashflows nachvollziehbar und der Umfang von Verlusten abgeleitet, der z.B. mit 99-prozentiger Sicherheit nicht überschritten wird. Ebenso berechnen lässt sich die Wahrscheinlichkeit, Covenants zu verletzen oder den „Investment-Grade“ zu verlieren.

Der Umfang risikobedingt möglicher Verluste entspricht gerade dem Eigenkapitalbedarf und zeigt, welche Finanzierungsstruktur (Verhältnis von Eigen- zu Fremdkapital) für das Unternehmen, einen Geschäftsbereich oder eine zu finanzierende Investition (Projektfinanzierung) erforderlich ist. Die Finanzierungsstruktur lässt sich so stringent aus dem Risikoumfang ableiten. Die Finanzierungsstruktur muss nämlich gewährleisten, dass der aggregierte Risikoumfang gerade durch die Risikotragfähigkeit (Eigenkapital und Liquiditätsausstattung) des Unternehmens abgedeckt wird. Welcher Grad an Sicherheit gewünscht wird, im Beispiel 99%, ist abhängig vom Ziel-Rating: 99%, also 1% Insolvenzwahrscheinlichkeit, entsprechen z.B. einem „BB“-Rating. Ein „B“-Rating entspricht einer Insolvenzwahrscheinlichkeit von ca. 5% und ein „Investment-Grade“ („BBB“-Rating) einer von 0,5% oder weniger.

» Strategieänderungen, Investition und Akquisition müssen risikogerecht bewertet werden.«

über einen Kapitalkostensatz). Er lässt sich interpretieren als derjenige sichere Geldbetrag, der äquivalent ist zu dem zukünftigen unsicheren Cashflow eines Unternehmens, eines Geschäftsbereichs oder eines Projekts. Er ist die Zielgröße des wertorientierten Managements.

Risiken werden in vielen implementierten „wertorientierten Managementsystemen“ (Performancemanagementsysteme) über den Kapitalkostensatz („Weighted Average Cost of Capital“, WACC) als Mindestanforderung an die erwartete Rendite eines Geschäftsfelds oder einer Investition erfasst (z.B. im Kontext der von dem WACC abhängigen Größe „Economic Value Added“, EVA). Vorstände und Aufsichtsräte sollten sich jedoch der Tatsache bewusst sein, dass bei den meisten Unternehmen die „wertorientierten Steuerungsansätze“ bisher nur „kapitalmarktorientiert“ sind. Dies resultiert daher, dass der „Werttreiber Kapitalkosten“ nur aus historischen Aktienkurschwankungen abgeleitet wird (über den Beta-Faktor des „Capital Asset Pricing Model“, CAPM). Dies stellt jedoch eine problematische Schwäche dar, weil nicht sichergestellt ist, dass bei unternehmerischen Entscheidungen Erträge und Risiken gegeneinander abgewogen werden.

**IV. Schwächen wertorientierter Steuerung: Ertragsrisiko statt Aktienkurschwankungen relevant**

Der modellbasiert berechnete Unternehmenswert, der in einem unvollkommenen Kapitalmarkt klar vom aktuellen Börsenkurs zu unterscheiden ist, ist eine Kennzahl (Erfolgsmaßstab), welche die zukünftige Ertragsentwicklung und die mit ihr einhergehenden Risiken verbindet (im Allgemeinen

Für ein tatsächlich wertorientiertes Steuerungssystem ist es erforderlich, dass bei der Vorbereitung wesentlicher Entscheidungen der Kapitalkostensatz (spezifisch für jedes Investment) ausgehend von den „Ertragsrisiken“, also z.B. der Unsicherheit der zukünftigen Gewinne oder Cashflows, abgeleitet wird. Entscheidungsrelevant und maßgeblich für den (fundamentalen) Unternehmenswert sind die zu tragenden Risiken der zukünftigen Erträge und nicht (historische) Aktienkurschwankungen. In einem realen, un-

Abb. 1: Ratingprognose für Stressszenario

Bei der Ratingprognose wird auf das zukünftig zu erwartende Rating geschlossen, indem aus der Unternehmensplanung die Finanzkennzahlen abgeleitet werden, die das Rating maßgeblich bestimmen.

Finanzrating 31.12.2011						
Kennzahlen	CCC	B	BB	BBB	A	Wert
wirtschaftliche Eigenkapitalquote, bereinigt	<10%	>10%	>20%	>35%	>60%	49,8%
dynamischer Verschuldungsgrad (a)	>8	<8	<4	<1	<0,01	5,2
Zinsdeckungsquote	<1	>1	>2,5	>4	>8	32,1
operative Marge (EBIT-Marge)	<0%	>0%	>5%	>10%	>15%	5,5%
Kapitalrückflussquote	<5%	>5%	>10%	>15%	>25%	13,7%
Gesamtkapitalrendite (ROCE, mit vorjahres CE)	<0%	>0%	>5%	>10%	>20%	9,1%
Quick-Ratio	<80%	>80%	>90%	>140%	>200%	136,4%
Verbindlichkeitenrückflussquote	<-10%	>-10%	>0%	>10%	>20%	4,1%

Basisszenario: 6,7% Wachstum  
Stressszenario: 20% Umsatzeinbruch

**Ratingprognose 2011 Basis (oben) und Ratingprognose 2011 Stress (rechts)**

Auswertung der Software „Strategie-Navigator“ der FutureValue Group AG

Finanzrating 31.12.2011						
Kennzahlen	CCC	B	BB	BBB	A	Wert
wirtschaftliche Eigenkapitalquote, bereinigt	<10%	>10%	>20%	>35%	>60%	45,6%
dynamischer Verschuldungsgrad (a)	>8	<8	<4	<1	<0,01	++
Zinsdeckungsquote	<1	>1	>2,5	>4	>8	-12,2
operative Marge (EBIT-Marge)	<0%	>0%	>5%	>10%	>15%	-2,7%
Kapitalrückflussquote	<5%	>5%	>10%	>15%	>25%	0,6%
Gesamtkapitalrendite (ROCE, mit vorjahres CE)	<0%	>0%	>5%	>10%	>20%	-4,1%
Quick-Ratio	<80%	>80%	>90%	>140%	>200%	133,2%
Verbindlichkeitenrückflussquote	<-10%	>-10%	>0%	>10%	>20%	14,2%

Im Basisszenario verbessert sich das Rating um eine Ratingklasse auf ein BBB-Rating, während im Stressszenario ein Abfall auf ein B-Rating zu beobachten ist.

vollkommenen Kapitalmarkt ist es nicht möglich, aus historischen Aktienkursschwankungen auf die Ertragsrisiken der Zukunft zu schließen. Empirische Studien zeigen sogar, dass Unternehmen mit „niedrigem fundamentalen Risiko“ überdurchschnittliche Renditen an der Börse erreichen!

## V. Gläubigersicht: Ratingprognose und Krisenprävention

Die Berechnung des Unternehmenswerts (als Erfolgsmaßstab) bzw. das Abwägen erwarteter Erträge und Risiken dient der Beurteilung der Implikationen einer möglichen unternehmerischen Entscheidung aus der Perspektive der Eigentümer (Shareholder). Zusätzlich ist es erforderlich, die Konsequenzen einer Entscheidung auch aus der Perspektive der Gläubiger zu beurteilen. Dies ermöglicht eine Ratingprognose. Bei einer Ratingprognose wird untersucht, welche Konsequenzen für das zukünftige Rating zu erwarten sind, wenn eine bestimmte (strategische) Handlungsoption durchgeführt wird. Die Ratingprognose hat Krisenfrühwarnfunktion und dient damit insbesondere der Beurteilung einer potenziellen Bestandsbedrohung (§ 91 Abs. 2 AktG). Da bei einer „planmäßigen“ Entwicklung des Unternehmens im Allgemeinen weder Krisen noch Insolvenzen eintreten, ist es sinnvoll und notwendig, eine Ratingprognose auch für ein (risikoabhängiges) „Stressszenario“ zu berechnen (also z.B. für den Fall der Durchführung einer geplanten Großinvestition in Verbindung mit einem Umsatzeinbruch von 20%). Dabei werden die sich im Stressszenario ergebenden Finanzkennzahlen berechnet und die Implikationen für das Rating gezeigt (vgl. Abb.1).

## VI. Risiko, Rating und Wert: Die Zusammenhänge

Wie aufgezeigt, sind im Rahmen einer fundierten Entscheidungsvorbereitung Risiko, Wert, Rating und deren Wechselwirkungen zu betrachten. Grundlagen einer Entscheidungsvorlage bei Vorstand und Aufsichtsrat müssen eine nachvollziehbare Strategie mit einer daraus ebenso nachvollziehbar abgeleiteten operativen Planung sowie Transparenz über die zugrunde liegenden Annahmen sein. Da die Zukunft systembedingt nicht sicher vorhergesehen

werden kann, ist es erforderlich, Chancen und Gefahren (Risiken), die Planabweichungen auslösen können, anzugeben und zu quantifizieren. Die Beurteilung der Planung hat aus der Perspektive der Gläubiger (Ratingprognose) und der Eigentümer (modellbasiert berechneter Unternehmenswert) zu erfolgen. Ratingprognosen für ein Plan- und Stressszenario sind der wesentliche Krisenfrühwarnindikator (vgl. Abb. 2) und helfen, eine potenzielle Bestandsgefährdung des Unternehmens (z.B. durch die Verletzung von Covenants oder Refinanzierungsrisiken bei der Rückzahlung einer Anleihe) rechtzeitig einzuschätzen.

Das Abwägen erwarteter Erträge und der mit ihnen verbundenen Risiken kann erfolgen durch die Berechnung des (vom Börsenkurs zu unterscheidenden) fundamentalen Unternehmenswerts (Discounted Cashflow oder anderer wertorientierter Performancemaße [z.B. des Economic Value Added]). Entgegen der bisherigen Praxis in vielen Unternehmen ist dabei sicherzustellen, dass der den Unternehmenswert oder Economic Value Added beeinflussende „Werttreiber Kapitalkosten“, also die risikogerechten Mindestanforderungen an die Renditeerwartung, tatsächlich vom „Ertragsrisiko“ (Unsicherheit der Gewinne oder Cashflows) abhängt. Aus historischen Aktienkursschwankungen (via Beta-Faktor) kann man nicht auf die entscheidungs- und bewertungsrelevanten zukünftigen Risiken schließen – die Anwendung des CAPM im Kontext wertorientierter Steuerungssysteme ist der möglicherweise schwerwiegendste methodisch-betriebswirtschaftliche Fehler in den heute implementierten Steuerungssystemen, weil eben nicht die Erkenntnisse einer systematischen Risikoanalyse, sondern lediglich historische Kapitalmarktdaten im Entscheidungskalkül berücksichtigt werden.

Zu beachten ist schließlich, dass Veränderungen des Risikoumfangs auch zu Veränderungen des (zukünftigen) Ratings (Insolvenzwahrscheinlichkeit) führen und auch das Rating einen „Werttreiber“ darstellt. Die Insolvenzwahrscheinlichkeit wirkt nämlich wie eine „negative Wachstumsrate“ der Erträge und beeinflusst in erheblichem Umfang den Wert des Unternehmens. Noch immer wird bei Unternehmensbewertung und wertorientierter Steuerung fälschlicherweise ignoriert, dass Unternehmen nicht „ewig“ existieren.

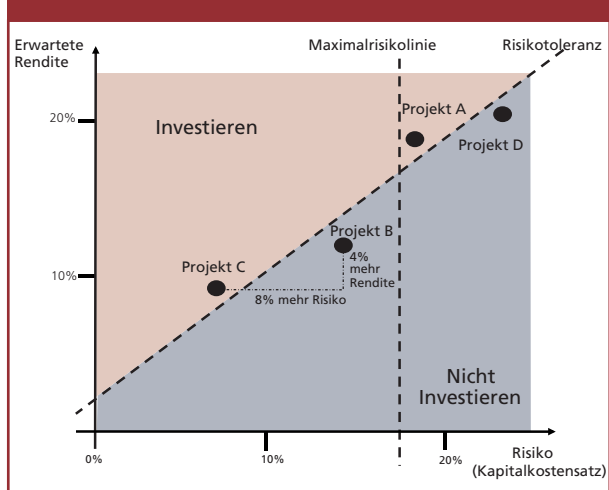
## VII. Fazit

Die wesentlichen Entscheidungen, die eine Mitwirkung des Aufsichtsrats erfordern, wären einfach, könnte man die Zukunft sicher vorhersehen. Chancen und Gefahren (Risiken) führen jedoch dazu, dass Planabweichungen auftreten können und Zukunftsentwicklungen nur in einer „Bandbreite“ prognostiziert werden können. Ihre Wirkungen auf Werte und Rating müssen bei der Vorbereitung einer Entscheidung in der Entscheidungsvorlage transparent aufgezeigt werden.

### Literaturhinweise:

- Gleißner, CFB 4/2011, S. 243-251.
- Gleißner, WiSt 20/2011, S. 345-352.
- Gleißner, Grundlagen des Risikomanagements im Unternehmen, 2. Aufl., Vahlen: München 2011.
- Gleißner/Ihla, CFB 6/2012, S. 312-318.

Abb. 2: Rendite-Risiko-Profil



\* Dr. Werner Gleißner, Vorstand der FutureValue Group AG, Leinfelden-Echterdingen.