

Integriertes Risikomanagement

Kreditrisikomanagement im Kontext einer wert- und risikoorientierten Unternehmensführung

Basierend auf dem Paradigma einer risiko- und wertorientierten Unternehmensführung ist es das Ziel jedes Unternehmens, das Vermögen der Eigentümer nachhaltig zu erhöhen. Die Vorteile eines wertorientierten Managements liegen auf der Hand: Die konsequente Zukunftsorientierung, die Nachvollziehbarkeit (von Erfolg oder Misserfolg) und insbesondere die durchgängige Berücksichtigung von Risiken machen den Unternehmenswert zu einem aussagefähigen Erfolgsmaßstab. In dem Zusammenhang schafft insbesondere das Risikomanagement Transparenz über den Gesamtrisikoumfang eines Unternehmens sowie über die maßgeblichen Einzelrisiken. Es schafft so die Voraussetzungen, um geeignete Risikobewältigungsmaßnahmen zu initiieren, die zu einer Stabilisierung der Erträge (Cash Flows) des Unternehmens beitragen und die Wahrscheinlichkeit von Unternehmenskrisen reduzieren. Es trägt damit entscheidend zur Absicherung des Bestands eines Unternehmens bei. Damit wird das in vielen Unternehmen noch vernachlässigte Risikomanagement zu dem zentralen Baustein einer wertorientierten Unternehmensführung. Im folgenden Beitrag stellen die Autoren die Vorteile eines Kreditrisikomanagements in Nicht-Finanzdienstleistungsunternehmen als ein Baustein einer risiko- und wertorientierten Unternehmensführung dar.

Unternehmerische Entscheidungen sind stets zukunftsbezogen und mit Unsicherheiten verbunden, da niemand die Zukunft punktgenau vorhersagen kann. Es lassen sich lediglich Bandbreiten der zu erwartenden Entwicklung angeben, welche bei Entscheidungen zu berücksichtigen sind.

Ein Mehr an Unsicherheit – d. h. höhere Risiken – erfordert in Konsequenz auch höhere erwartete Erträge. Dies ist eine andere Formulierung für eine der Grundideen eines wertorientierten Managementverständnisses. Für Controlling, Planung und Budgetierung bedeutet ein

risikoorientierter Unternehmensführungsansatz, dass grundsätzlich über sämtliche unsicheren Planannahmen Transparenz geschaffen werden muss und jede Planung explizit aufzeigen sollte, in welchem Umfang Planabweichungen eintreten können. So wird für die Planungssicherheit

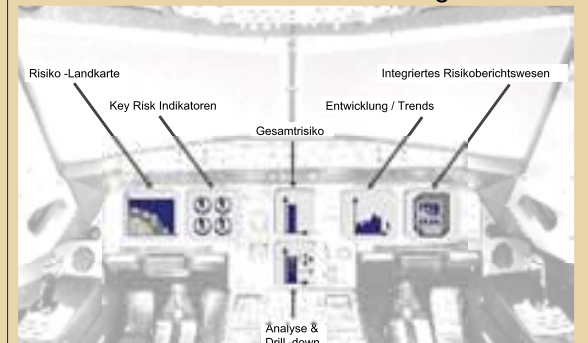
Risiko- und wertorientierte Unternehmenssteuerung

► Abb. 01

Risiko - und Chancenmanagement



Unternehmenssteuerung



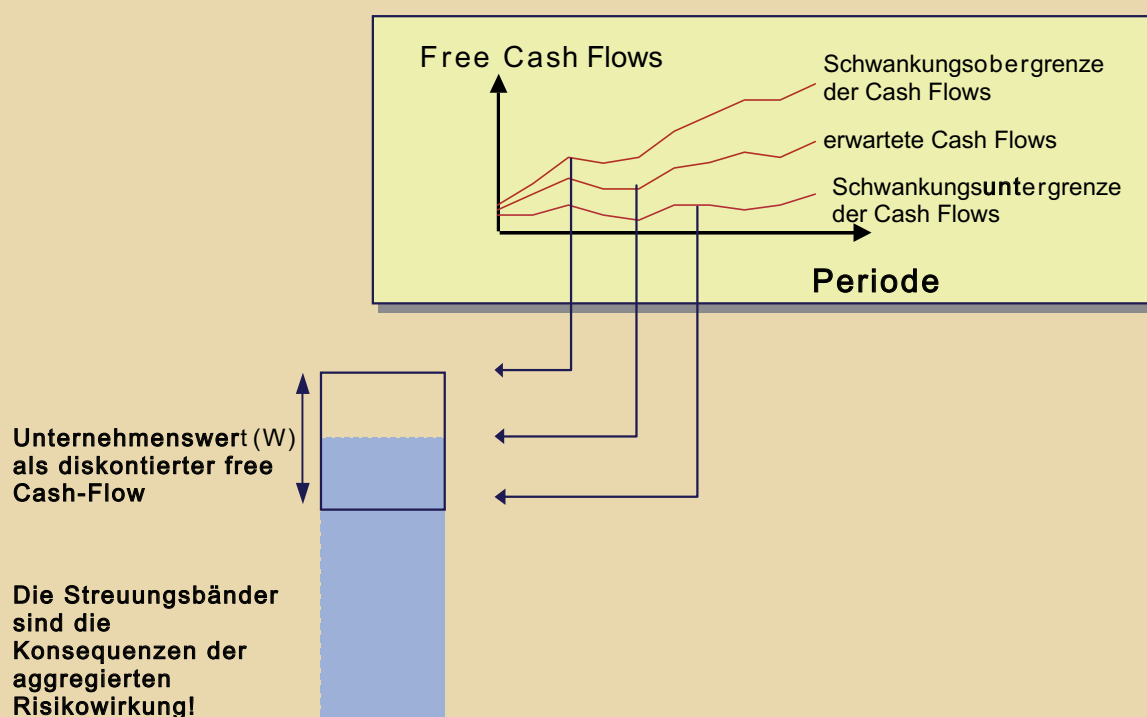
Corporate Governance / KonTraG etc.

Rating

Wert- und risikoorientierte Steuerung

Unternehmenswert als diskontierter free Cash Flow

► Abb. 02



sensibilisiert und der mögliche Umfang risikobedingter Verluste aufgezeigt. Dies ermöglicht wiederum die Ableitung des Bedarfs an „teurem“ Eigenkapital, die die Konsequenzen der Zukunftsplanung für das Rating eines Unternehmens einschätzbar macht und grundsätzlich bei Entscheidungen gewährleistet, dass die erwarteten Erträge und die Risiken gegeneinander abgewogen werden.

Im Bereich des strategischen Managements führt diese Managementkonzeption dazu, dass insbesondere bei der Entwicklung und Umsetzung einer Unternehmensstrategie auch alle Chancen und Gefahren der Zukunft betrachtet werden – insbesondere die sogenannten strategischen Risiken, wie speziell die Bedrohung der zentralen Erfolgspotenziale (etwa Kernkompetenzen und Wettbewerbsvorteile) des Unternehmens (vgl. ► Abb. 01). So ermöglicht beispielsweise die SWOT-Analyse – als Werkzeug des strategischen Managements – eine Analyse von Stärken (Strength), Schwächen (Weakness), Chancen (Opportunities) sowie Risiken (Threats). Die Strategie eines Unternehmens wird so ausgerichtet, dass sie auch bei einer Vielzahl im Detail nicht vorhersehbarer Zukunftsentwicklungen des Unternehmens adäquat erfolgreich bleibt, was beispielsweise den Aufbau von Kernkom-

petenzen erfordert, die auf sehr vielen unterschiedlichen Märkten eingesetzt werden können.

Diese Entwicklung wird auch durch den so genannten Basel II-Akkord, der die Kreditvergabe der Banken vom Rating des Kreditnehmers abhängig macht, getrieben und unterstreicht die Bedeutung eines wertorientierten Managements in allen Branchen.

Eine gute Unternehmensstrategie ist somit jene, die den Unternehmenswert maximiert. Sinnvoll sind gemäß dieser Sichtweise des „Wertmanagements“ genau die unternehmerischen Maßnahmen – Investitionen, Forschungsprojekte oder Marktausweitungen – die zu einer Steigerung des Unternehmenswerts führen, also eine Rendite erwarten lassen, die über dem (risikoabhängigen) Kapitalkostensatz liegt. Um zwischen möglichen Strategievarianten auswählen zu können, benötigt man einen klar messbaren „Erfolgsmaßstab“ (Performancemaß). Sinnvoll ist dabei ein Maßstab, der die erwarteten Erträge und

die unvermeidlichen Risiken gegeneinander abwägt. Vor allem der Unternehmenswert weist diese Eigenschaft auf. Mit Hilfe geeigneter stochastischer Simulationen können die Konsequenzen einer Strategie (oder Investition) für die zukünftigen Umsätze, Kosten und Gewinne simuliert werden (etwa mit Hilfe der Dynamischen Finanzanalyse).

So wird die Unternehmensstrategie unmittelbar mit der operativen Unternehmensplanung verbunden und – quasi auf Knopfdruck – die Wirkungen bestimmter Strategien für den Erfolg (Unternehmenswert) und auch das Rating berechnet [Vgl. Gleißner 2004 sowie Romeike 2002].

Ihre Umsetzung erfolgt durch die klare Ableitung strategischer Ziele (Kennzahlen) mit Maßnahmen, Risiken und Verantwortlichkeiten beispielsweise mit Hilfe einer Balanced Scorecard.

Zusammenfassend kann man die wichtigsten Kernthesen des Paradigmas der Wertorientierung wie folgt formulieren

Modell für den Sektor „Banken“

► Gleichung 01

$$\text{Unternehmenswert}(W) = \sum_{t=0}^{\infty} \frac{fCF_t^e}{(1 + WACC_t)^t} - FK^M$$

[Vgl. Gleißner/Weissman 2001 und Gleißner 2004]:

1. Strategisches Oberziel und Erfolgsindikator des Unternehmens ist der nachhaltig geschaffene Unternehmenswert.
2. Gemessen wird der Erfolg an objektiven, finanziellen Kennzahlen, wie dem „Discounted free Cash Flow“ (DfCF), der von Wachstum, Rentabilität und Kapitalkosten (Risiko) abhängt.
3. Marktattraktivität, Marktführerschaft, Prozess-Effizienz und verteidigungsfähige Kernkompetenzen sind die entscheidenden Erfolgsfaktoren.
4. Die Unternehmensstrategie regelt und koordiniert alle Aktivitäten der langfristigen Erfolgssicherung, deren Umsetzung ein strategisches Kennzahlensystem steuert.
5. Wertorientierte strategische Steuerung basiert auf fundierten Annahmen über die Abhängigkeiten von Erfolgsfaktoren und Unternehmenswert („Geschäftslogik“).
6. Das Kapital wird konsequent in die Bereiche mit der relativ höchsten Wertgenerierung gelenkt.
7. Kunden- und Mitarbeiterzufriedenheit sind nie Selbstzweck.
8. Alle wesentlichen Maßnahmen im Unternehmen müssen konsequent bezüglich ihrer Wirkung auf den Unternehmenswert geprüft werden.
9. Selbstverantwortung und angemessene unternehmerische Freiheit kompetenter Mitarbeiter sind wichtige Stützen des unternehmerischen Erfolgs.
10. Die Vergütung der Mitarbeiter im Unternehmen wird am Beitrag zum Unternehmenswert ausgerichtet.

Methodische Grundlagen der Unternehmensbewertung

Die Berechnung des Unternehmenswerts

Grundlage jedes wertorientierten strategischen Managements ist die Definition eines präzisen Wertmaßstabs. Grundsätz-

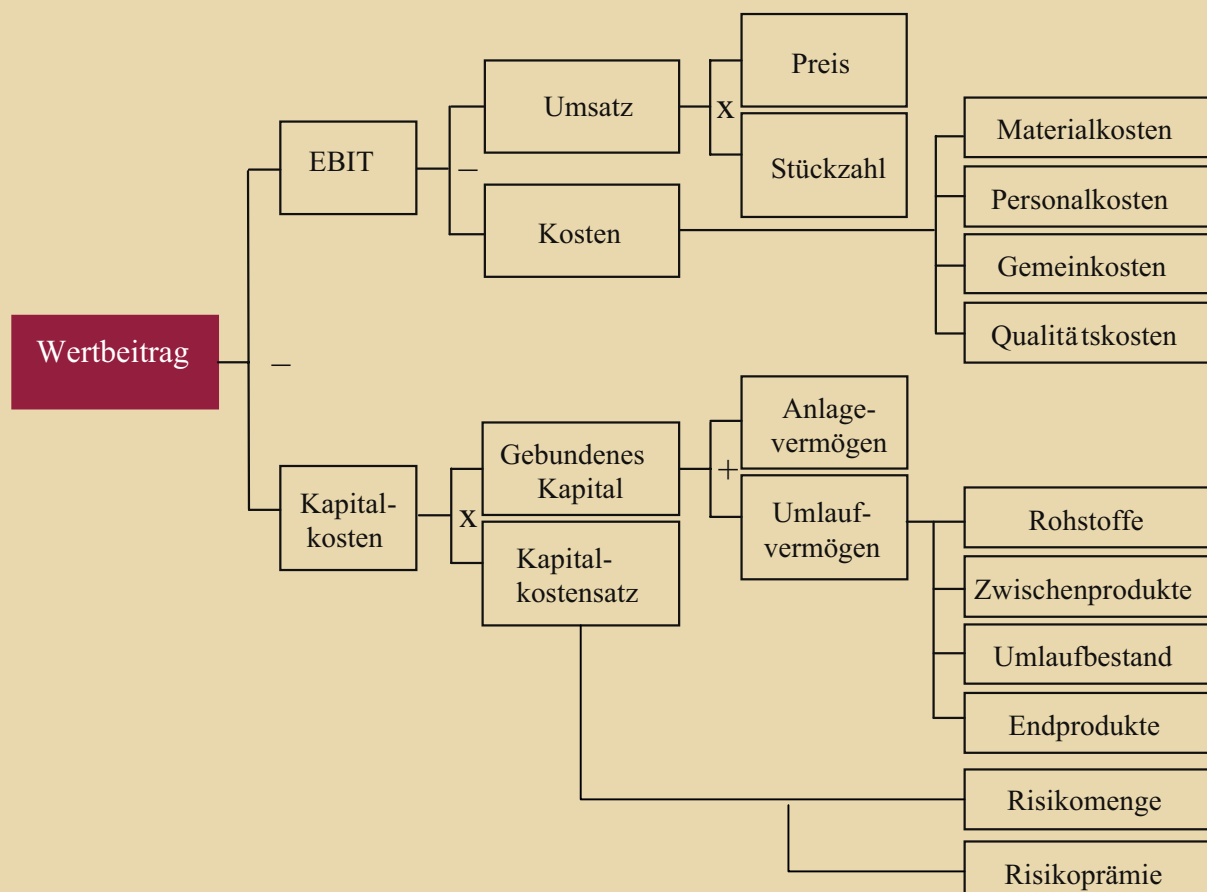
lich benötigt man für die Berechnung des Unternehmenswertes (W) eine Prognose aller zukünftigen freien Cash Flows und eine Quantifizierung der Risiken, um damit den Kapitalkostensatz (oder Risikoabschlag) bestimmen zu können (vgl. ► Abb. 02).

Mit diesem Kapitalkostensatz werden – wie schon erwähnt – die entsprechenden freien Cash Flows risikoadäquat abgezinst, um deren Gegenwartswert (Kapitalwert) zu berechnen. Damit ist die grundlegende Definition des Unternehmenswerts aus ► Gleichung 01 [Vgl. beispielsweise Spremann 2004] ersichtlich.

Der freie Cash Flow (fCF) ist dabei definiert als EBIT (Betriebsergebnis) nach unternehmensbezogenen Steuern zuzüglich nichtzahlungswirksamer Aufwendungen (insbesondere Abschreibungen und Veränderungen bei langfristigen Rückstellungen) minus sämtlichen Investitionen in (betriebsnotwendige) Sachanlagen und Working Capital. Beim freien Cash Flow wird also berücksichtigt, dass ein gewisser

Determinanten des Unternehmenswerts im Werttreiberbaum

► Abb. 03



Teil der Gewinne für Investitionen im Unternehmen verbleiben muss, um die Erträge langfristig zu sichern. Die dafür notwendigerweise aufzuwendenden Finanzmittel stehen den Kapitalgebern nicht zur Verfügung.

Mit vereinfachenden Zusatzannahmen, wie konstantem erwarteten Ertragsniveau, vereinfacht sich diese Formel erheblich (Vgl. ► Gleichung 02). Der statische Ertragswert errechnet sich damit als (normalisiertes) gegenwärtiges Ertragsniveau nach Steuern, dessen Erwartungswert als zukünftig konstant angesehen wird, geteilt durch die gewichteten Kapitalkosten (WACC) des Unternehmens, abzüglich des Marktwerts des (Netto-)Fremdkapitals (FK^M).

Aus der oben angeführten Definition des Unternehmenswerts lassen sich unmittelbare Konsequenzen für die wertorientierte Unternehmenssteuerung ableiten. Theoretisch kann man nämlich erst durch die Ableitung der erwarteten Wirkung bestimmter Maßnahmen auf den Ertrag (free Cash Flows) und das Risiko eine fundierte Beurteilung vornehmen. Grundsätzlich zeigen sich somit vier maßgebliche Hebel

(die Werttreiber) zur Steigerung des Unternehmenswerts, wobei die beiden ersten zusammen die Gewinne (bzw. die Gewinnentwicklung) determinieren:

- Umsatzwachstum (beispielsweise Marktdurchdringung, Marktentwicklung)
- Steigerung der Umsatzrentabilität (etwa durch Kostensenkung)
- Effizientere Kapitalnutzung (beispielsweise Abbau von Forderungen und Vorräten)
- Reduzierung des Risikos (und damit von Eigenkapitalbedarf und Kapitalkosten).

Betrachtet man ein Unternehmen als Ganzes, erkennt man, dass es unterschiedliche Ansatzpunkte für eine wertsteigernde Erhöhung der Cash Flows oder eine Senkung der risikoabhängigen Kapitalkosten gibt (vgl. ► Abb. 03).

► Gleichung 02

$$\text{statischer Ertragswert} = \frac{EBIT(1-s)}{WACC} - FK^M$$

Wertorientierte Unternehmensführung, Kapitalkostensätze und Risikomanagement

In der Praxis der Unternehmensbewertung bestehen die größten Schwierigkeiten und Ermessensspielräume bei der Einschätzung der Kapitalkostensätze (Diskontierungszinsen). Entsprechend weisen auch die heute implementierten wertorientierten Steuerungssysteme (beispielsweise die EVA®-Modelle) immer noch fast durchgängig eine gravierende Schwäche auf: Die erforderlichen Kapitalkostensätze (Diskontierungszinssätze als Mindestanforderungen und die erwartete Rendite) sind bisher nur wenig fundiert.

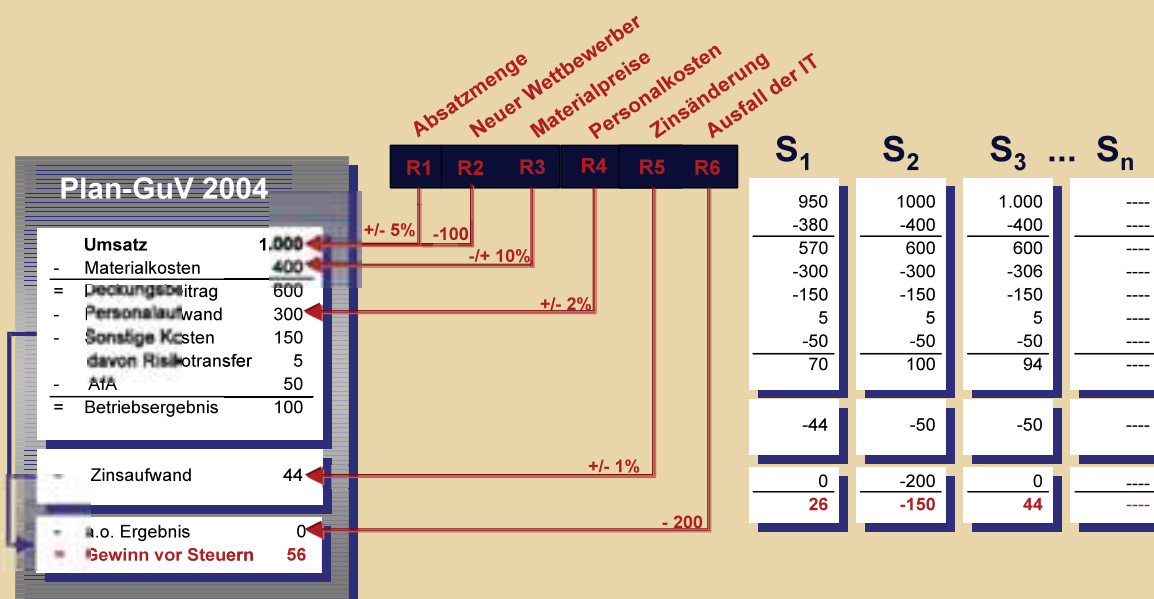
Offensichtlich müssten die risikoabhängigen Kapitalkostensätze (WACC) vom tatsächlichen Risikoumfang eines Unternehmens (und damit von der Planungs-

► Gleichung 03

$$WACC = k_{EK_{PD}} \cdot \frac{\text{Eigenkapitalbedarf}_{PD}}{\text{Gesamtkapital}} + k_{FK_{PD}} \cdot \frac{\text{Gesamtkapital} - \text{Eigenkapitalbedarf}_{PD}}{\text{Gesamtkapital}} \cdot (1-s)$$

Risikoaggregation im Kontext der Unternehmensplanung

► Abb. 04



(Quelle: Gleißner 2001 und Gleißner/Romeike 2005, S. 33)

sicherheit der bei der Unternehmensbewertung unterstellten zukünftigen Erträge bzw. Cash-Flows) abhängig sein. Genau diese Informationen sollte durch eine Risikoanalyse (bzw. das Risikomanagement) bereitgestellt werden. Die Ableitung der Kapitalkostensätze aus Kapitalmarktdaten (wie den Beta-Faktor im Capital-Asset-Pricing-Modell, CAPM) ist nicht überzeugend. Unter den vielfältigen Kritikpunkten solcher Kapitalmarktmodelle zur Herleitung von Kapitalkostensätzen fällt besonders ein Problem auf: Das CAPM unterstellt effiziente Kapitalmärkte, in denen alle Kapitalmarktakteure die Risikosituation des Unternehmens genau so gut kennen, wie die Unternehmensführung selbst. Diese Annahme ist sicherlich unzutreffend. Offensichtlich ist es sinnvoll, von der Annahme auszugehen, dass das Unternehmen selbst seine Risikosituation besser einschätzen kann als der Kapitalmarkt (und erst recht die möglichen Veränderungen der Risikosituation durch geplante Aktivitäten). Daher sollten Unternehmen die Kapitalkostensätze für ihre wertorientierten Steuerungssysteme auf Grundlage der Erkenntnisse des Risikomanagements ableiten [Vgl. Gleißner 2005 und 2008 sowie Gleißner/Romeike 2005].

Wertbeitragsveränderung gegenüber dem Vorjahr

► Abb. 05

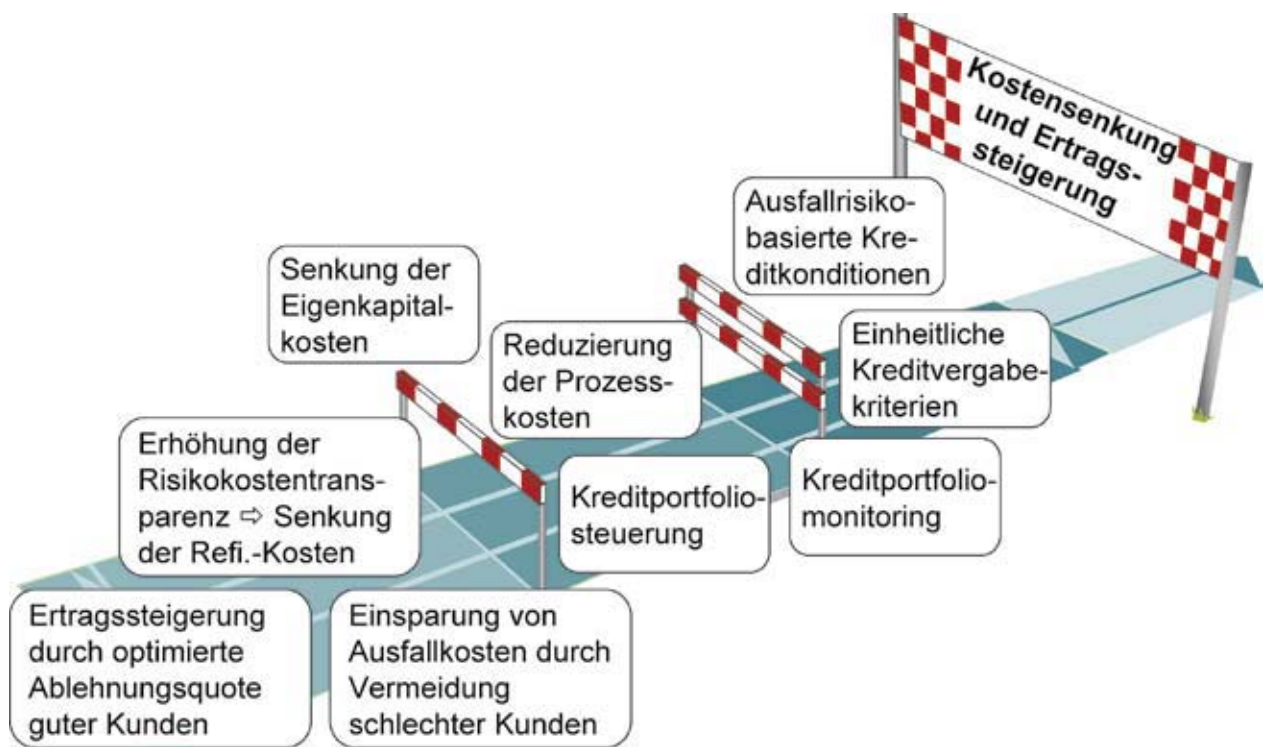
Rendite	größer als Kapitalkostensatz	Wertabschmelzer	Wertsteigerer
	kleiner als Kapitalkostensatz	Wertvernichter	Wertnachholer
		negativ	positiv
Wertbeitragsveränderung (im Vergleich zum Vorjahr)			

Der wichtigste Schritt für die bessere Fundierung von Unternehmenswerten und die Weiterentwicklung von wertorientierten Steuerungssystemen einerseits und eine risikoadäquate Unternehmensbewertung andererseits, ist somit die Ableitung fundierter Kapitalkostensätze.

Methodisch ist dies ein durchaus mit überschaubarem Arbeitsaufwand lösbares Problem. Mit Hilfe sogenannter Risikoaggregationsverfahren wird der Gesamtrisikoumfang eines Unternehmens bestimmt. Dabei werden die identifizierten und bewerteten Risiken in den Kontext

Vorteile eines Kreditrisikomanagements

► Abb. 06



(Quelle: Markus Rieder, Vortrag RiskAcademy, www.riskacademy.de)

der Unternehmensplanung gestellt und als Ursache für mögliche Planabweichungen interpretiert (vgl. ► **Abb. 04**). Mit Hilfe von Simulationsverfahren wird eine große, repräsentative Stichprobe möglicher risikobedingter Zukunftsszenarien des Unternehmens berechnet und analysiert. Diese Zukunftsszenarien erlauben es, den Bedarf an (teurem) Eigenkapital zur Verlustabdeckung zu ermitteln, in dem aus der Bandbreite der Verteilungsfunktion der Gewinne auf den realistischen risikobedingten „realistischen“ Maximalverlust geschlossen wird. Dabei wird der Umfang von Verlusten berechnet, der mit einer von den Gläubigern (von Ratings) abhängigen Wahrscheinlichkeit (PD) nicht überschritten wird (und ein ebenso Rating-abhängiger Eigenkapitalkostensatz).

Im nächsten Analyseschritt müssen nur noch die gewichteten Kapitalkostensätze in Abhängigkeit des risikobedingten Eigenkapitalbedarfs (nicht des bilanziellen Eigenkapitals oder des Marktwerts des Eigenkapitals) berechnet werden [Gleißner 2005 und 2008 sowie Gleißner/Romeike 2005]. Dieser Schritt ist in ► **Gleichung 03** dargestellt.

Die Wirkungskette wird somit unmittelbar deutlich: Eine Reduzierung des Risikoumfangs (beispielsweise durch den Ab-

schluss einer Versicherung) wirkt unmittelbar auf die Höhe des zur Verlustdeckung nötigen Eigenkapitals, was wiederum – Eigenkapital ist teuer – einen sinkenden Kapitalkostensatz bewirkt. Jede Maßnahme kann nun einerseits hinsichtlich der Auswirkungen auf die erwarteten Erträge und andererseits hinsichtlich der Auswirkungen auf den Risikoumfang beurteilt werden und damit (über die Höhe der Kapitalkostensätze) auch hinsichtlich der Auswirkungen auf den Unternehmenswert.

Basierend auf den Ergebnissen der stochastischen Risikoaggregation können die Wertsteigerungspotenziale bzw. die „Wertvernichter“ identifiziert werden (Vgl. ► **Abb. 05**). Weitere Investitionen sind nicht sinnvoll, wenn

► Gleichung 04

$$Ertrag_i = Umsatz_i \cdot (1 - PD_i) - Kosten_i$$

► Gleichung 05

$$Rendite_i = \frac{Umsatz_i(1 - PD_i)}{Kosten_i} - 1$$

► Gleichung 06

$$Rendite_{p.a.,i} = \sqrt[360]{\frac{Umsatz_i(1 - PD_i)}{Kosten_i}} - 1$$

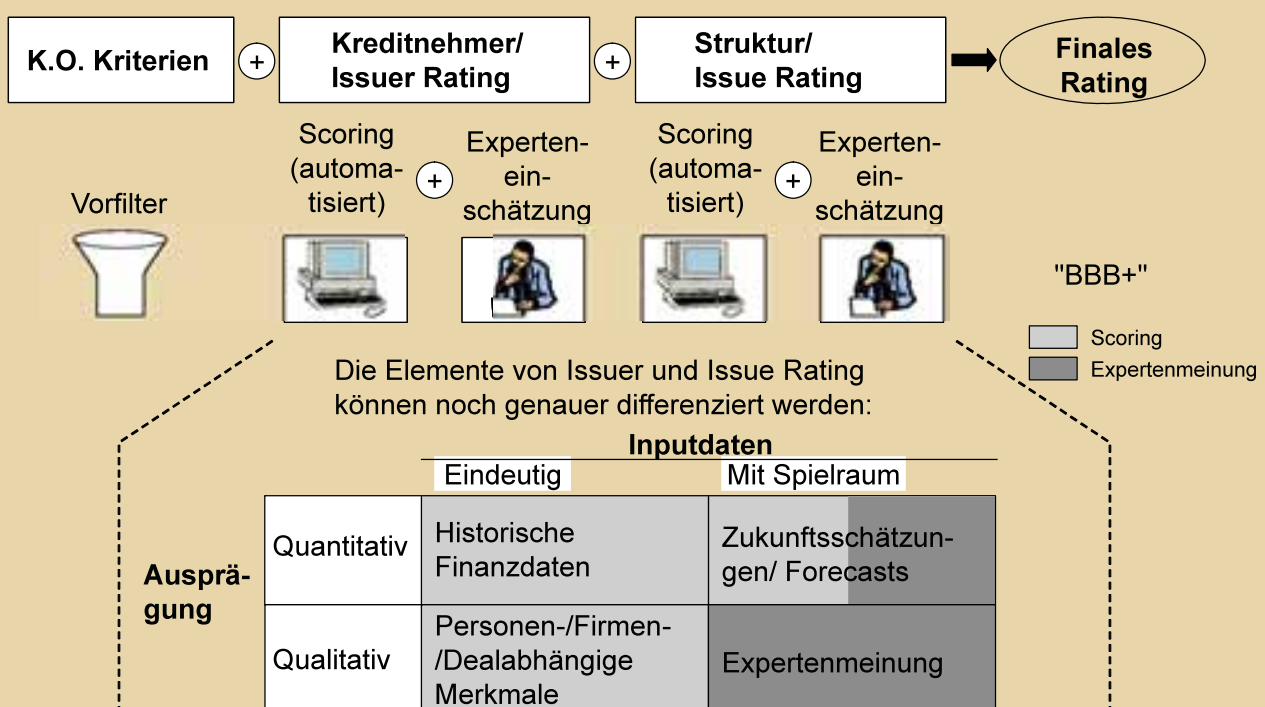
die erwartete Rendite nicht mindestens den Kapitalkosten entspricht.

Die Bedeutung des Kreditrisikomanagements für die wertorientierte Unternehmensführung

Das Kreditrisikomanagement spielt im Rahmen der hier vorgestellten wertorientierten Unternehmensführungsansätze eine wesentliche Rolle. Das Kreditrisikomanagement hat

Ratingprozess im Überblick

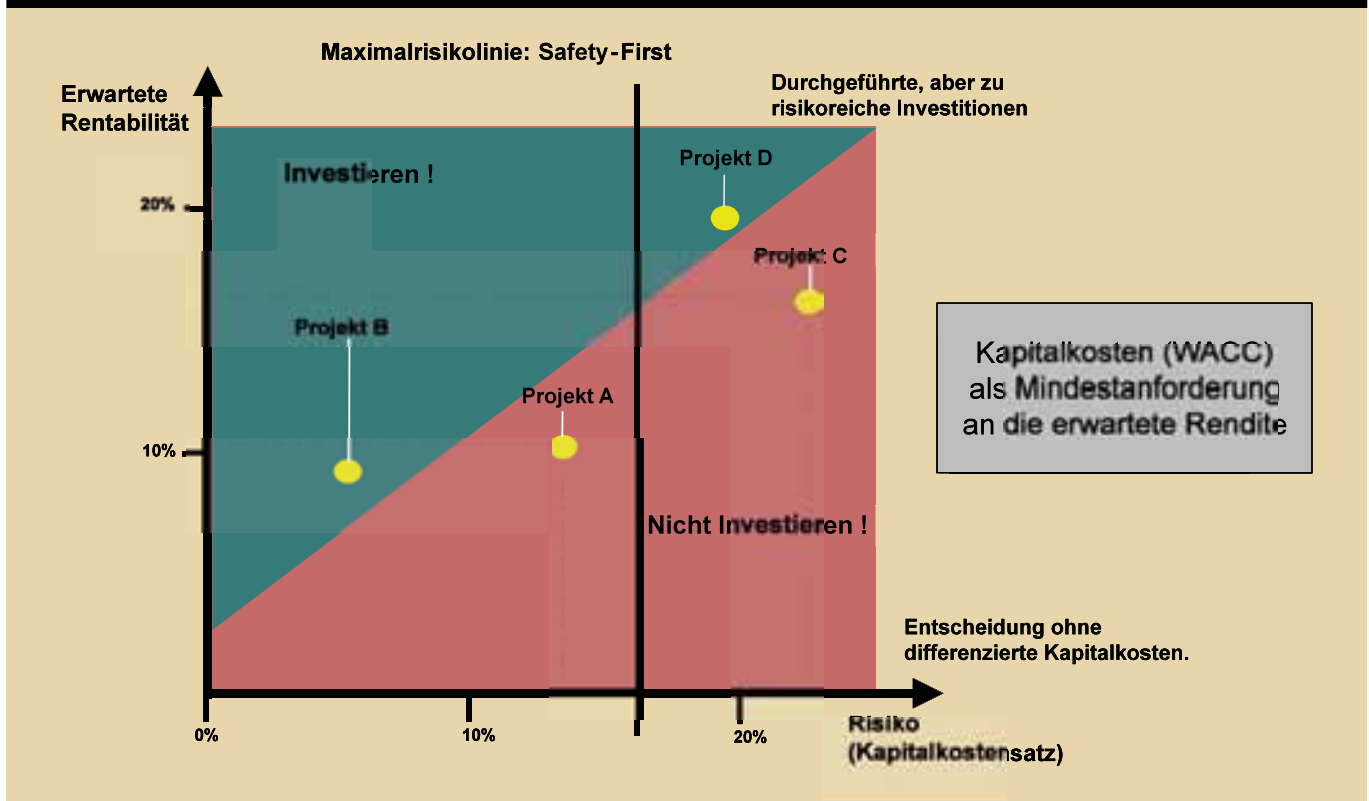
► Abb. 07



(Quelle: Markus Rieder, Vortrag RiskAcademy, www.riskacademy.de)

► Abb. 08

Risiko-Rendite Diagramm



nämlich Einfluss auf mehrere der bereits erwähnten Werttreiber. Offensichtlich ist die Wirkung von Kreditrisiken auf den gesamten Risikoumfang. Durch leistungsfähige Risikobeurteilung potenzieller Kunden, eine restriktive Kreditrisikopolitik und eine kontinuierliche Überwachung bestehender Debitorenpositionen kann der Gesamtrisikoumfang gesenkt und die Erträge gesteigert werden (Vgl. ► Abb. 06). Die Wahrscheinlichkeit und der Umfang (die Volatilität) von Ergebnisschwankungen infolge eines Debitorenausfalls wird reduziert. Der damit reduzierte Gesamtrisikoumfang (und der niedrigere Eigenkapitalbedarf) führen tendenziell zunächst zu besseren Fremdkapitalkonditionen, weil die Wahrscheinlichkeit von negativen Auswirkungen auf die Finanzkennzahlen im Rating, die die Kreditkonditionen maßgeblich bestimmen, reduziert wird. Der Gesamtrisikoumfang (bzw. der Eigenkapitalbedarf) bestimmt darüber hinaus – wie oben erläutert – in unvollkommenen Märkten auch den gesamten Kapitalkostensatz und damit den Unternehmenswert. Ein besseres Kreditrisikomanagement führt, über eine Reduzierung des Bedarfs an teurem Eigenkapital, zu einem steigenden Unternehmenswert, wenn man nicht – wie in der traditionellen Kapitalmarkttheorie

vollkommener Märkte – lediglich sogenannte „systematische“ (unternehmensübergreifende) Risiken (zu denen das Risiko der Forderungsausfälle ja nicht gehört), als für den Unternehmenswert maßgeblich ansieht.

Auch die Rentabilität und sogar das Wachstum, also die beiden weiteren wesentlichen Werttreiber, werden durch das Kreditrisikomanagement beeinflusst. Die Reduzierung des durchschnittlichen Umfangs der Forderungsausfälle führt (ceteris paribus) zu höheren erwarteten

Erträgen. Dabei ist jedoch zu beachten, dass das Kreditrisikomanagement nicht nur über die Höhe der Forderungsausfälle die Ertragssituation eines Unternehmens beeinflussen kann. Durch die proaktive Beurteilung der Bonität potenzieller Kunden beeinflusst das Kreditrisikomanagement offensichtlich auch das gesamte Geschäftsvolumen, die Auswahl von Kunden und damit den Gesamtertrag aus den Kundenbeziehungen (Vgl. ► Abb. 07).

Ein wertorientiertes Kreditrisikomanagement muss daher grundsätzlich die

► Tab. 01

Insolvenzwahrscheinlichkeit PD

Rating	PD	Rating	PD
AAA	0,00 %	BB+	1,37 %
AA+	0,01 %	BB	2,30 %
AA	0,02 %	BB-	3,61 %
AA-	0,03 %	B+	4,95 %
A+	0,06 %	B	6,65 %
A	0,10 %	B-	11,35 %
A-	0,15 %	CCC+	Über 11,35 %
BBB+	0,28 %	CCC	
BBB	0,48 %	CCC-	
BBB-	0,78 %	D	

► Gleichung 07

Zusatzkosten für Risikokapital (RAC) = $\text{Kosten} \cdot (r_f + \tau_{1,i} \cdot \tau_{2,i} \cdot PD_i)$

mit:

$\tau_{1,i}$ = Risikozuschlag (erfasst auch Unsicherheit bzgl. PD_i ; Risikoaversion)

$PD_i = f(ROCE_i, EKQ_i)$, d.h. abhängig von Kapitalrendite ($ROCE_i$) und Eigenkapitalquote (EKQ_i) des Kunden i

$\tau_{2,i}$ = Diversifikationsgrad des Kundenportfolios

aus seiner Kundenbeziehung erwarteten Erträge gegen die dort zu sehenden (Bonitäts-)Risiken (Adressausfallrisiko) abwägen.

Ein zu restriktives Kreditrisikomanagement behindert Ertragsmöglichkeiten (Chancen) und hat dann negative Auswirkungen auf den Werttreiber „Rentabilität“. Speziell die Vorgabe einer „Mindestbonität“ von Kunden, die unabhängig von den mit diesen Kunden zu erwartenden Erträge ist, kann aus der Perspektive eines wertorientierten Unternehmensführungsansatzes nicht sinnvoll sein. Auch hohe Risiken durch den möglichen Ausfall von Forderungen sind bei einer Kundenbeziehung akzeptabel, wenn dem noch größere erwartete Erträge gegenüberstehen und das Unternehmen die erforderliche Risikotragfähigkeit (Eigenkapital) aufweist (vgl. ► Abb. 08).

Risikogerechte Bewertung von Kunden

Ein einfacher Bewertungsansatz, der einen Vergleich der erwarteten Rendite und der Risiken mit einem Kunden verdeutlicht, wird im Folgenden vorgestellt.

Ausgangspunkt ist der geschätzte Ertrag mit einem Kunden (durch ein Geschäft mit dem Unternehmen), der aus ► Gleichung 04 resultiert.

Der fakturierte Umsatz, der zugleich dem Forderungsbestand entspricht, wird dabei multipliziert mit dem Faktor $(1 - PD_i)$ durch den die Insolvenzwahrscheinlichkeit (PD_i) des Kunden berücksichtigt wird. Zur Berechnung des Ertrags werden die dem Kunden zurechenbaren Kosten abgezogen, wobei hier nicht näher auf die möglichen Techniken der Kostenzuordnung (etwa die Diskussion variabler vs. fixer Kosten) eingegangen werden soll.

Interpretiert man (vereinfachend) die mit der Generierung dieses Umsatzes verbundenen Kosten zugleich als vorzufinanzierenden Kapitaleinsatz, ergibt sich die erwartete Rendite aus ► Gleichung 05.

Um eine jahresbezogene (annualisierte) Rendite abzuleiten, ist die relevante Kapitalbindungsdauer T (in Tagen) zu berücksichtigen, die (insbesondere) die Debitorenfrist mit umfasst (Vgl. ► Gleichung 06).

Im nächsten Schritt wird jedem Kunden (jeder Forderung) das Risikokapital (Risk Adjusted Capital) als Risikomaß zugeordnet. Um zu zeigen, welcher Anteil der vorzufinanzierenden Kosten „im Risiko“ steht und welche risikobedingten „Zusatzkosten“ dies impliziert, ergibt sich diese Größe in direkter Abhängigkeit der Kosten und anderer Einflussfaktoren, wie speziell der Insolvenzwahrscheinlichkeit (PD_i) des Kunden. (► Gleichung 07 zeigt eine einfache lineare Abschätzung).

Die Größe r_f , der risikolose Zinssatz, erfasst hierbei die grundsätzlichen (risikounabhängigen) Finanzierungskosten. Der Parameter $\tau_{1,i}$ zeigt, wie mit zunehmender Insolvenzwahrscheinlichkeit (abnehmendem Rating) eines Kunden, und damit zunehmenden kundenbezogenen Risiken, ein „Risikozuschlag“ zu berücksichtigen ist. In diesem Parameter drückt sich damit sowohl die Risikoaversion als auch die Höhe unerwarteter Verluste (auch infolge einer möglichen Unsicherheit bezüglich der PD_i selbst) aus. Der Parameter $\tau_{2,i}$ für einen Kunden ist dagegen ein Maß für den Grad der Diversifikation im Kunden-

portfolio und dann besonders hoch, wenn der betrachtete Kunde bzw. das betrachtete Geschäft (Forderung) einen hohen Anteil an den Gesamtkosten des Unternehmens ausmacht, und damit ceteris paribus das Forderungsausfallrisiko weniger gut mit anderen Risiken diversifizierbar ist (Vgl. ► Gleichung 08).

► Gleichung 08.

Für eine präzisere Betrachtung lassen sich aufwändigere Kreditrisikomodelle in Anlehnung an die Vorgaben von Basel II konstruieren, die auch Schätzungen bezüglich des Verlustumfangs im Falle der Insolvenz eines Kunden (Loss Given Default) und bezüglich der Korrelationsstruktur der Ausfallwahrscheinlichkeiten im Portfolio berücksichtigen [siehe hierzu beispielsweise Hölscher/Karrenbauer 2008].

Wichtigster Einflussfaktor auf das Risikokapital ist offenkundig die geschätzte Insolvenzwahrscheinlichkeit (PD_i). Diese kann im einfachsten Fall direkt aus einem (zugekauften) Rating oder Bonitätsscore abgeleitet werden (Vgl. ► Tab. 01).

► Gleichung 08

$$\tau_{2,i} = \frac{\text{Kosten}_i}{\sum_j \text{Kosten}_j}$$

► Gleichung 09

$$WACC_i^{RA} = r_f + \tau_{1,i} \cdot \tau_{2,i} \cdot PD_i$$

► Gleichung 10

$$(\text{relativer}) \text{ Wertbeitrag}_i = \frac{T}{360} \sqrt{\frac{\text{Umsatz}_i (1 - PD_i)}{\text{Kosten}_i}} - 1 - (r_f + \tau_{1,i} \cdot \tau_{2,i} \cdot PD_i) > 0$$

Eine andere Möglichkeit besteht darin, die PD_i selbst zu schätzen in Abhängigkeit von Finanzkennzahlen (wie z. B. $ROCE_i$ oder EKQ_i), wenn derartige Informationen über einen Kunden vorliegen.

Um den Kapitalkostensatz ($WACC_i^{RA}$) des Kunden i bestimmen zu können, wird nunmehr wieder das Risikokapital (RAC) auf die eingesetzten Kosten bezogen (analog der Renditedefinition gemäß ► **Gleichung 05**). Daraus resultiert ► **Gleichung 09**.

Der (relative) Wertbeitrag eines Kunden i , der so genannte Value-Spread, als Differenz der Rendite und des risikogerechten Kapitalkostensatzes ergibt sich damit unmittelbar als Differenz der ► **Gleichung 05** und ► **Gleichung 09** (Vgl. ► **Gleichung 10**).

Fazit

Insgesamt muss ein (wertorientiertes) Kreditrisikomanagement sich seiner erheblichen Bedeutung für den Unternehmenswert bewusst sein. Wertorientiertes Kreditrisikomanagement muss seine Aufgabe in Hinblick auf den Beitrag zum Unternehmenswert als Erfolgsmaßstab sehen – und nicht in der Minimierung von Forderungsausfällen. Der Unternehmenswert ist abhängig von den zukünftig erwarteten Erträgen und den damit verbundenen Risiken (dem Kapitalkostensatz). Entsprechend muss ein wertorientiertes Kreditrisikomanagement bei seinen Entscheidungen und Regelungen immer auf einen Vergleich der erwarteten Erträge und der Risiken aus jeder einzelnen Kundenbeziehung abzielen. In einem wertorientierten Unternehmensführungsansatz gibt es damit auch keine Interessenkollision zwischen Kreditrisikomanagement und Verkauf. Wenn sich beide engagieren für die Steigerung des Unternehmenswerts, werden sie jeweils das gleiche Kalkül bei der Beurteilung eines Kunden zugrunde legen. Möglicherweise hat der Vertrieb dabei bessere Informationen über die erwarteten Erträge eines Kunden, während das Kreditrisikomanagement die mit diesem Engagement verbundenen Risiken besser einschätzen kann. Durch das enge Zusammenspiel im Interesse des gemeinsamen Ziels, des Unternehmenserfolgs (gemessen durch den Unternehmenswert) kann das Kreditrisikomanagement seinen Platz in einem wertorientierten Unternehmensführungsansatz finden. Der Schlüssel für die Entwicklung eines wertorientierten Kreditrisikomanagements ist die Schaffung des Verständnisses, dass die

alleinige Minimierung der Forderungsausfälle keine sinnvolle Zielsetzung darstellt. Wertorientiertes Kreditrisikomanagement setzt an zwei Werttreibern an, am Risiko und eben auch den erwarteten Erträgen.

Quellenverzeichnis und weiterführende Literaturhinweise:

Gleißner, W. (2001): Identifikation, Messung und Aggregation von Risiken, in: Gleißner, W./Meier, G. (Hrsg.) Wertorientiertes Risikomanagement für Industrie und Handel, Wiesbaden 2001, S. 111-137, elektronisch veröffentlicht unter: <http://www.werner-gleissner.de>

Gleißner, W. (2004): FutureValue – 12 Module für eine strategische wertorientierte Unternehmensführung, Wiesbaden 2004.

Gleißner, W. (2005): Kapitalkosten: Der Schwachpunkt bei der Unternehmensbewertung und im wertorientierten Management in: Finanz Betrieb 4/2005.

Gleißner, W. (2008): Grundlagen des Risikomanagements, München 2008.

Gleißner, W./Bemmann, M. (2008): Rating-Evidenz und Risikosimulation in strukturellen Modellen, in: Risikomanager, Ausgabe 17/2008 vom 20.08.2008, S. 6-12.

Gleißner, W./Füser, K. (2003): Leitfaden Rating, 2. Auflage, München 2003.

Gleißner, W./Romeike, F. (2005): Risikomanagement, Freiburg im Breisgau 2005.

Gleißner, W./Weissman, A. (2001): Kursbuch Unternehmenserfolg, Offenbach 2001, elektronisch veröffentlicht unter: <http://www.werner-gleissner.de/>

Gleißner, W./Wolfrum, M. (2008): Eigenkapitalkosten und die Bewertung nicht börsennotierter Unternehmen: Relevanz von Diversifikationsgrad und Risikomaß, in: Finanz Betrieb 9/2008, S. 602-614.

Hölscher, R./Karrenbauer, U. (2008): Die Quantifizierung von Adressenausfallrisiken im Rahmen des IRB-Ansatz, in: Risiko Manager, 16/2008, S. 14-21.

Romeike, F. (2002): Risiko-Management als Grundlage einer wertorientierten Unternehmenssteuerung, in: RATING aktuell, Juli/August 2002, Heft 2, S. 12-17.

Romeike, F. (2004): Lexikon Risiko-Management, Köln 2004.

Romeike, F. (2006): Integriertes Risiko-Controlling und -Management im global operierenden Konzern, in: Schierenbeck, H. (Hrsg.): Risk Controlling in der Praxis, Zürich 2006.

Romeike, F./Finke, R. (2003): Erfolgsfaktor Risikomanagement: Chance für Industrie und Handel, Lessons learned, Methoden, Checklisten und Implementierung, Wiesbaden 2003.

Spremman, K. (2004): Valuation, Grundlagen moderner Unternehmensbewertung, München/Wien 2004.

Autoren:

Dr. Werner Gleißner

Vorstand FutureValue Group AG (www.FutureValue.de) und Leiter der Risikoforschung der Marsh GmbH.

Frank Romeike

Chefredakteur RISIKO MANAGER und geschäftsführender Gesellschafter RiskNET GmbH (www.risknet.de).