

Credit Rating Einblicke

Wie kann Ihr Unternehmen seine Beziehungen zu Ratingagenturen und Bankanalysten verbessern? Wie können Sie eine Quelle von oft erheblichen aber unrealisierten Werten erschliessen?

Die Art, wie Unternehmen Ihre Mittelaufnahme managen, ändert sich gerade grundlegend, vor allem für jene, die sich bislang auf Bankkredite gestützt haben. Durch grosse Trends wie Bankregulierungen, wachsende Refinanzierungsbedürfnisse und eine Zunahme von Unternehmensanleihen werden Fremdkapitalmärkte und Credit Ratings für Schuldner unterschiedlicher Grösse und Qualität zunehmend wichtiger.

Das Ziel dieses Whitepapers ist es, sowohl gerateten als auch Unternehmen, die ein Rating in Erwägung ziehen, einige Kernpunkte zu vermitteln, wie sich Ergebnisse von Interaktionen mit Ratingagenturen optimieren lassen. Dieses Dokument legt dar, worauf Ratingagenturen und Kreditanalysten achten, wie ein Ratingprozess optimal gestaltet wird und was zu beachten ist, wenn eine Ratingberatung beigezogen wird.

Trotz langjähriger Marktpräsenz haben die führenden Ratingagenturen Standard & Poor's, Moody's und Fitch erst gegen Ende der Neunziger Jahre ein deutliches und nachhaltiges Wachstum in den Ratinganfragen Europäischer inklusive Schweizer Unternehmen erfahren.

Geschichte und Trend

Man kann davon ausgehen, dass sich dieser Trend fortsetzt, indem eine zunehmende Anzahl Schuldner, getrieben durch eine fortschreitende Desintermediation und zu erwartende kontinuierlich steigende Verschuldungsquoten, weitere Finanzierungsquellen erschliessen möchte. Diese Trends können sich auf das Zusammenspiel einiger Kernfaktoren zurückführen lassen, wie etwa:

- Zunehmend strengere Bankenregulierungen, die zu höheren Kreditkosten und vermindertem Kreditangebot führen, weil das passende Portfolio zusammengesetzt und mit dem erforderlichen Eigenkapital unterlegt werden muss
- Nach einer Periode langsamen Wachstums und Restrukturierungen erwägen Unternehmen vermehrt, mittels Investitionen wie M&A ihre Strategie umzusetzen
- Viele Unternehmen waren angesichts der rauen Marktbedingungen seit der Wirtschaftskrise gezwungen, zu einem gewissen Grad ihren Aktionärs-Fokus zu reduzieren. Seitdem hat eine Umkehr mit deutlich gestiegenen Verschuldungsgraden stattgefunden, ausgelöst vor allem durch höheren Capex, M&A und Aktienrückkäufe
- Strategische Überlegungen und Initiativen, die auf einen tieferen WACC ausgerichtet sind, um den implizierten Unternehmenswert zu steigern
- Ein gestiegenes Augenmerk einer steigender Anzahl Unternehmen auf die Diversifizierung der Finanzierungsquellen

- Ein neu entstehendes Segment von Emittenten mit tieferer Bonität wie etwa Mittelstandsunternehmen, das eigentlich stark von Bankkrediten abhängt und nun in Zeiten von Refinanzierungs- und Expansionsbedarf ein sinkendes Angebot an Bankkrediten erfährt
- Im momentanen Tiefzinsumfeld sind viele Investoren auf der Suche nach Rendite bereit, die Rating - "Treppe" hinabzusteigen, um ihre Zielrendite zu erreichen

Durch diese Entwicklungen haben sowohl Bewusstsein als auch Bedeutung von Credit Ratings deutlich zugenommen. Zahlreiche Unternehmen haben Ratings vermehrt in den Vordergrund ihrer strategischen und finanziellen Positionierungen gestellt. Dies unterstreicht die Bedeutung der Beziehung zwischen dem gerateten (oder ein Rating anstrebenden) Unternehmens und der betreffenden Ratingagentur.

"Die beste Ratingberatung ist unabhängig von jeglicher anderen Dienstleistung und folgt somit einer einzigen Agenda - derjenigen des Kunden"

Die Sichtweise der Ratingagentur

Um die Sicht- und Denkweise der Ratingagenturen wirklich zu verstehen, lohnt es sich zu besinnen, was deren Rolle ist und was nicht. S&P, Moody's, Fitch und die anderen Agenturen sind keine Corporate Finance oder allgemeinen Berater oder Wirtschaftsprüfer. Vielmehr sind sie spezialisierte, unabhängige Anbieter von Ratings auf Basis qualitativer, objektiver und zu einem Höchstmass «zuverlässiger» Kreditanalyse. Letztendlich stellt ein Credit Rating die Meinung des Kreditanalysten und -komitees zur relativen und absoluten Bonitätsstärke des eingestuften Unternehmens dar. Unabhängigkeit und Integrität sind die wichtigsten Säulen, auf denen ihre Glaubwürdigkeit und Akzeptanz bei Investoren und dem Kapitalmarkt beruhen. Nicht einmal das Entstehen der US Immobilienkrise und die diesbezüglichen Fragen nach der Rolle der Ratingagenturen war in der Lage, deren Position zu schwächen. Trotz eines gewissen Widerstands und Forderungen nach alternativen Agenturen wie etwa der Initiative für eine Europäische Agentur, um die Abhängigkeit von den etablierten Namen zu vermindern, dominieren die drei grossen Namen weiterhin den Markt. Die grössten Eintrittsbarrieren für eine neue Agentur sind zweifellos die fehlende Erfolgsbilanz, Unternehmens- und Datensätze, sowie die notwendige Grösse und Reichweite, die nur mit der Zeit erreichbar ist. Somit werden sich Investoren voraussichtlich auch weiterhin auf die bekannten und verfügbaren Ratings der etablierten Agenturen stützen, um ihren Informationsbedarf zu decken. Obwohl sie die Perspektive der Anleiheinvestoren teilen und danach streben, deren Interessen durch qualitativ hochstehende Analysen abzudecken, sind Ratingagenturen um einen Ausgleich zwischen den Bedürfnissen beider Seiten, der Investoren und FK-Emittenten, bemüht.

Der Prozess des Erstratings

Auf diesen Überlegungen aufbauend ist ein Unternehmen, das in den Prozess des Erstratings eintreten möchte, gut beraten, die Ratingagentur als eigenständige Interessensgruppe mit ihren eigenen, spezifischen Bedürfnissen anzusehen. Ein detailliertes Verständnis des Ablaufs, nach dem eine Agentur ein Rating vergibt, sowie das Unternehmen so zu beraten und zu präsentieren, um die Erwartungen und Anforderungen der Agentur zu erfüllen, wird ihm dabei helfen, seine eigenen Ratingziele zu erreichen. Die folgende Liste streicht einige zentrale Elemente der Agenturen in der Einstufung von Unternehmen heraus sowie Punkte, in denen sich der Ansatz von jenem der Aktienanalysten unterscheidet:

Fokuspunkte der Ratinganalysten

- Fundamentale Risiken, Trends, Chancen, Struktur der Industrie des Unternehmens
- Position gegenüber Wettbewerbern
- Strategie und Risikoappetit
- Erfolgsbilanz des Managements
- Corporate Governance
- Treiber des Geschäftsprofils
- Downside Risiko im Vergleich zu Upside Potential
- Gewichtung der Anleiensgläubiger zu Aktionären
- Finanzanalyse der vergangenen und gegenwärtigen Ergebnisse (Zyklussicht) vgl. mit Blick rein auf zukünftige Ergebnisse (hinreichender Prognosehorizont)
- Qualität und Nachhaltigkeit der Ertragskraft verglichen mit EPS Wachstum
- Cash Flow - Kapazität vgl. mit buchhalterischen Erträgen
- Kapitalstruktur und finanzieller Spielraum
- Ausserbilanzverbindlichkeiten

Die obige Auswahl an Fokuspunkten ermöglicht einige Schlussfolgerungen darüber, wie Unternehmen erwägen könnten, sich gegenüber der Ratingagentur zu präsentieren:

- Ein Rating besteht sowohl aus qualitativen wie auch quantitativen Faktoren, wobei die qualitativen in der Gesamtanalyse eine bedeutende Rolle spielen
- Die Strategie, die Erfolgsbilanz des Managements, der Risikoappetit sowie die Gewichtung der Anleiensgläubiger gegenüber Aktionären sind Schlüsselemente, die gewissenhaftes Abwägen erfordern
- Der Hauptfokus sollte auf Qualität und Nachhaltigkeit der Fähigkeit des Unternehmens liegen, Cash Flows zu generieren

Damit ist offensichtlich, dass CEO, CFO, Bereichsleiter, Treasurer und Leiter Kreditorenbeziehungen ein Team bilden müssen, um die Präsentation möglichst wirkungsvoll zu erstellen und zu halten. Die Natur der Kreditanalyse hinsichtlich Detaillierungsgrad und Informationen zur zukünftigen Entwicklung und Strategie bedeuten, dass Ratingagenturen häufig grosse Mengen relevante nicht öffentliche Informationen erhalten. Unternehmen, die mit dem Ratingprozess noch nicht vertraut sind, müssen sich dieses Erfordernisses gut bewusst sein und mit der Herausgabe vertraulicher Daten an die Ratingagenturen beschäftigen.

Obwohl es immer wieder Umstände gibt, unter denen solche Informationen nicht herausgegeben werden und die Agenturen nicht in der Position sind, diese zu fordern, sind Unternehmen gut beraten, Ratingagenturen nach eigenem Ermessen und in einer kontrollierten Weise als "special insiders" zu behandeln.

Die Wertschöpfung durch einen Ratingberater

Die meisten Unternehmen, die ein Erstrating anstreben, ersuchen einen Ratingberater um Unterstützung, um von folgendem Zusatznutzen zu profitieren:

- Erstellung einer fundierten Einschätzung des Kreditprofils
- Unterstützung in der Ausarbeitung einer Ratingstrategie
- Vorwegnahme der wichtigsten Anliegen und Fokuspunkte der Ratingagentur
- Empfehlung der geeignetsten Ratingagentur
- Unterstützung und Beratung bei der Erstellung der Präsentation und des Ratingberichtes
- Vorbereitungen und Coaching der Beteiligten
- Auftreten als Unternehmensvertreter, der ein gutes Verhältnis zur Ratingagentur unterstützt
- Angelpunkt und Unterstützer während des Prozesses
- Unterstützung und Beratung nach erfolgreicher Ratingvergabe

Kunden ziehen den grössten Nutzen von Ratingberatern, die nicht Teil eines Corporate Finance Geschäftes sind, das auch Kapitalmarktprodukte, M&A Beratung oder andere verbundene Leistungen anbietet. Solche Produkte und Leistungen sollten bevorzugt in einem weiteren Schritt nach erreichtem Ratingziel erwogen werden, um eine völlig unabhängige Beratung sicherzustellen.

Auch wenn die Entscheidung darüber, welcher Ratingberater engagiert werden sollte, nicht immer isoliert getroffen wird, sollten sich Unternehmen der grossen Unterschiede zwischen den Anbietern hinsichtlich Qualität, Leistungsausweis und vor allem Unabhängigkeit bewusst sein. Das macht häufig eine objektive Einschätzung solcher Kernelemente notwendig.

Checkliste: Wie finde ich den richtigen Ratingberater

- ✓ Unabhängigkeit – keine Verbindung zu weiteren Leistungen, die von der Agenda des Kunden abweichen lassen (nachfolgende Leistungen zu Projekten und Corporate Finance Transaktionen sind klar zu trennen)
- ✓ Hinreichender Leistungsausweis, um die Beratung auf fundierte Erfahrung abzustützen
- ✓ Idealerweise besitzt ein Ratingberater Erfahrung von beiden Seiten des Geschäftes, sowohl als Kreditanalyst als auch intern für das Rating Verantwortlicher
- ✓ Erfahrung in der internen Implementierung
- ✓ Fundiertes Verständnis und Wissen über Ratingagenturen und deren Methodologien
- ✓ Idealerweise gute Kontakte zu Vertretern und leitenden Analysten der Ratingagenturen
- ✓ Tiefer Einblick und Verständnis der Bedürfnisse von Fremdkapitalmärkten / Investoren / Kreditgebern

Ratings als lebenslanger Dialog

Im Vergleich zu vielen anderen Projekten ist der Prozess eines Erstratings keine einmalige Aufgabe, sondern der Anfang einer fortlaufenden Beziehung. Sobald die Ratings veröffentlicht wurden, haben die Agenturen dafür Sorge zu tragen, dass ihre vergebenen Ratings aktuell sind und die gegenwärtige Einschätzung wiedergeben, solange Fremdkapital ausstehend ist und sich Investoren auf die Ratingeinschätzung verlassen. Der Analyst muss über Unternehmens- und Branchenentwicklungen am Laufenden bleiben, um Rating und Ausblick gegenüber Investoren zu rechtfertigen und wenn notwendig anpassen zu können. Noch entscheidender ist, dass die Bedeutung der Einschätzung von Qualität und Glaubwürdigkeit des Managements in der Kreditanalyse die Möglichkeit schafft, ein wertvolles Verhältnis zu schaffen, das auf gegenseitigem Verständnis, Wertschätzung und vor allem Vertrauen aufgebaut ist.

“Unterschätze nie den menschlichen Faktor – Beziehungen, die auf Vertrauen basieren, lassen ihren Wert oft dann erkennen, wenn sie am notwendigsten sind“

Eine vertrauensbasierte Beziehung zeigt insbesondere ihren bedeutenden Wert für das Unternehmen, wenn seine Ratings unter Druck geraten, etwa infolge wirtschaftlicher Unsicherheiten, einer fremdkapitalfinanzierten Übernahme oder einer Umstrukturierung. Dem Management wird im Zweifelsfall viel eher geglaubt, wenn es ein Szenario eines sich kurzfristig deutlich verschlechternden Finanzprofils präsentiert, wenn es schlüssig die Unternehmensstrategie erläutern kann, Kontakt mit dem leitenden Analysten für einen kontinuierlichen Meinungs-austausch gehalten hat und vor allem einen Leistungsausweis hat, Ankündigungen einzuhalten. Diese Beziehungen sind von grösster Bedeutung und können unwillkommene Aktionen verhindern und einen zusätzlichen Handlungsspielraum zu Zeiten schaffen, in denen Unternehmen besonders angreifbar sind.

*“Die Interaktion mit Ratingagenturen und FK-Investoren erfordert ein eigenes Denkmuster“
(CFO eines SMI kotierten Unternehmens)*

Werden Ratingagenturen hingegen als «Aussenseiter» behandelt und ihnen nicht viel mehr als aufbereitete Fassungen des Jahresberichts für das jährliche Ratingmeeting vorgelegt, wird der leitende Analyst von unerwarteten Ereignissen wohl überrascht werden und folglich vor dem eigenen Ratingkomitee mit seinen bisherigen Analysen in Erklärungsnot geraten. Als Folge wird dieser künftig deutlich konservativere Einschätzungen vornehmen.

Ein offenes Verhältnis in einer Ratingbeziehung ist für beide Seiten von Vorteil. Das Unternehmen kann dadurch strategische, geschäftliche und finanzielle Ereignisse und deren Auswirkungen auf das Rating und dadurch Schuldenkapazität, finanziellen Spielraum, Kapitalkosten und Marktreaktion mit grösserer Gewissheit vorbesprochen werden. Zusätzlich kann die Fähigkeit, die Publikation einer Ratingmassnahme oder –bestätigung unmittelbar auf eine öffentliche Mitteilung folgen zu lassen, Investor und Public Relations allgemein unterstützen. Die folgend aufgeführten Grundregeln können einem produktiven und vertrauensvollen Verhältnis zu den Ratingagenturen förderlich sein.

Empfohlener Verhaltenskodex

- Pflege einer regelmässigen und im Falle von wichtigen Ereignissen proaktiven Interaktion und Kommunikation
- Durchführung der jährlichen Ratingmeetings mit dem Top-Management und auf die Bedürfnisse der Agenturen zugeschnitten
- Liefern konsistenter Information
- Behandlung der Ratingagenturen als «Insider», die ausgewählte, nicht öffentliche Informationen erhalten
- Schaffen eines «überraschungsfreien» Umfeldes, gekennzeichnet durch gegenseitiges Verständnis und Vertrauen
- Etablierung einer informellen Verpflichtung zu Puffern bei wichtigen Finanzkennzahlen
- Kontaktaufnahme anlässlich der Veröffentlichung von Unternehmensergebnissen und -nachrichten für allfällige Fragen

Ratingmanagement

Mit zunehmendem Aktionärsfokus und einer Kultur, die Mindestratings als Ziel definiert, wird den Tagen ein Ende gesetzt, an denen als Teil der Unternehmensstrategie das höchstmögliche Rating angestrebt wurde. Während dieser Ansatz die Fremdkapitalkosten minimiert haben mag, so ist er möglicherweise zu Lasten einer strategischen Flexibilität und höherer akzeptablerer Aktionärserträge gegangen. Heutzutage ist es gängiger, eine Ratingstrategie als Teil der allgemeinen Unternehmensstrategie zu entwickeln. Somit ist es angebracht zu sagen, dass das Rating der Strategie im Interesse einer ausgewogenen Entwicklung des Unternehmens folgt. Auch Magie kann die Beziehungen zu Ratingagenturen nicht soweit formen, um Unmögliches möglich zu machen, und damit in Zeiten einer schwierigen Unternehmensentwicklung Tatsachen auszublenden. Dennoch können mit dem beschriebenen Ansatz greifbare Vorteile in Form höherer Glaubwürdigkeit und Flexibilität erreicht werden.

PILFOR ist ein unabhängiges und spezialisiertes Debt & Capital Beratungsunternehmen für die Optimierung von Finanzierungszugang – finanzielle Flexibilität - Finanzierungskosten