



2. April 2020

Ratings in Zeiten von COVID-19

Doppeltes Pech für größere Unternehmen

Der März 2020 wird nicht so schnell vergessen werden, noch die kommenden Monate der Katastrophe, die COVID-19 für die Gesundheit der Menschen, die Wirtschaft, Regierungen, Zentralbanken und nicht zuletzt Unternehmen aller Grössen verursacht. Während Regierungen und Zentralbanken schnell Hilfskreditprogramme für KMUs entwickelt und umgesetzt haben, müssen grössere Unternehmen, die eine definierte Umsatzschwelle überschreiten, die krisenbedingten Herausforderungen in vielen Fällen vorerst allein bewältigen, da es keine spezifischen Programme für Kredite oder Anleihenkäufe grosser Unternehmen gibt.

“Haben oder nicht haben”

Im Laufe der Zeit scheint ein Punkt immer deutlicher zu werden: Grössere Unternehmen aller Branchen, die auf der Welle der "Disintermediation" geritten sind und Kapitalmarktfinanzierungen gegenüber Bankkrediten forciert haben, verlassen sich zunehmend auf das Kreditrating von DBRS, Fitch, Moody's und S&P. Wir erkennen ein allgemeines Verständnis über Vorteile wie Marktzugang, Anlegerbreite und -tiefe, engere Spreads und Gegenpartearisiken gegenüber Ratingkosten von durchschnittlich 1,5 bis 2 Basispunkten über die Laufzeit amortisiert. All dies klingt vertraut und gut, aber die gegenwärtige Situation wirft ein völlig neues Licht auf den Wert von Ratings. Die massgeschneiderten Finanzierungsprogramme, die von Zentralbanken wie der BoE, EZB und FED aufgelegt wurden, verlangen ausdrücklich ein Rating von mindestens einer der grossen Agenturen, wenn auch auf unterschiedlichen Niveaus, die durchaus noch nach unten korrigiert werden könnten, um die Zahl der Hilfsempfänger zu erhöhen. Der gängigere Weg führt zu einer Kapitalmarkt-Finanzierung, wo trotz anhaltender Volatilität und ungünstiger Bedingungen offene Zeitfenster bestehen. Beide Finanzierungsquellen haben eines gemeinsam: Ob Zentralbanken oder Kapitalmarktinvestoren, beide Interessengruppen benötigen eine gewisse Sichtbarkeit in Bezug auf die Bonität des Emittenten, wie sie durch ein Rating definiert wird.

Ratings unter massivem Druck

Der wirtschaftliche Einbruch veranlasste die Agenturen, von ihren definierten Prozessen abzuweichen und ihre Ratings weltweit, branchenübergreifend und in verschiedenen Kategorien grundlegend zu überarbeiten. Seit dem Ausbruch von COVID-19 wurden mehrere hundert Ratings geändert und die Aussichten nach unten angepasst. Dazu gehören auch staatliche Ratings. Geographisch hat Nordamerika die höchste Belastung erfahren, gefolgt von EMEA. Während sich Investment Grade- Emittenten mit etwa 20% der negativen Rating-Aktionen bisher relativ gut gehalten haben, haben Unternehmen im spekulativen Bereich die restlichen 80% und somit verheerende Folgen zu tragen. Die sechs Sektoren Medien und Unterhaltung, Hotels und Glücksspiele, Einzelhandel, Transport, Finanzinstitute und nicht zuletzt Automobil teilen sich diese etwa 50% aller bisherigen mit COVID-19 zusammenhängenden globalen Rating-Aktionen. Fehlende Anzeichen für eine kurzfristige wirtschaftliche Erholung führen dazu, dass die Ratings unter Druck bleiben.

“Mitigierende Massnahmen” – Blick der Ratingagenturen

Die Aufgabe der Agenturen besteht darin, Investoren Sichtbarkeit und Vergleichbarkeit der Kreditqualität der Unternehmen zu bieten und Unternehmen den Zugang zu Finanzmitteln zu erleichtern. Die aktuelle Situation ist nicht mit der Finanzkrise 2008 vergleichbar, weil sie die Realwirtschaft getroffen hat und sich auf die zunehmend anfälligen Finanzmärkte ausgewirkt (massiv gestiegene Verschuldung bei Emittenten mit "BBB" und "B" Ratings, die durch die Liquiditätsschwemme und niedrige Zinssätze ausgelöst wurde und eine breit angelegte Jagd nach Rendite auslöste), mit abermaligen Rückschlägen für die Realwirtschaft.

“In der ersten Woche einer Krise schauen Unternehmen auf ihre Bilanz, um die Gewissheit zu erhalten, dass alles unter Kontrolle ist. Wenn die Situation anhält und sich die Perspektive weiter verschlechtert, sehen sie ihre Cash-Burn-Rate inmitten schwindender Einnahmen und schalten bei Liquidität, Kreditprofil und Rating in den höchsten Gang.”

Der rasche Eintrübung der Finanzprognosen stellen nicht nur eine grosse Herausforderung für Unternehmen und Investoren dar, sondern auch für die Rating-Agenturen und ihre Bewertungen, die auf der Erfolgsbilanz eines Unternehmens und insbesondere auf den Prognosen des Managements basieren. Der verschlechterte oder sogar verlorene finanzielle Ausblick entzieht den Agenturen auch ihre Basis für ihre Ratings, weswegen diese auch so häufig überprüft werden, vor allem natürlich in den unteren Rating-Klassen statt, die schon vor COVID-19 einen sehr begrenzten bis keinen finanziellen Spielraum hatten. Unternehmen mit starken Kreditprofilen sind trotz der Wahrscheinlichkeit einer negativen Rating-Aktion in geringerem Masse Kandidaten für eine solch rigorose Überprüfung durch die Rating-Agenturen.

“Erst ist der Schockzustand, gefolgt von einer Prüfung der Finanzprognosen, einer Bewertung des Ausmasses der Abweichungen davon und schliesslich der Identifizierung und Umsetzung von Massnahmen zur Milderung der Folgen - mangelnde Kommunikation ist das Hauptrisiko.”

Wichtig scheint eine sehr besondere und gemeinsame Erfahrung der Agenturen im Umgang mit Unternehmen zu sein, insbesondere in diesen Krisenzeiten: Nur sehr wenige IR- und Management-Teams haben sich proaktiv an die Agenturen gewandt, um ihre identifizierten und umgesetzten Massnahmen zur Milderung des massiven negativen Drucks mitzuteilen. Die Agenturen wissen, dass die Unternehmen nicht in der Lage sind, die exogenen Auswirkungen von COVID-19 auf ihre Einnahmen zu beeinflussen, und dass es ihnen an der Sichtbarkeit der weiteren Entwicklung mangelt.

“Liquiditätsherausforderungen entwickeln sich für viele Unternehmen zu Solvenzkrisen.”

Es gibt jedoch als mitigierende Massnahmen endogene oder diskretionäre Hebel, wenn auch in unterschiedlichem Ausmass und zeitlicher Wirkung, die das Management in diesen Zeiten einsetzen sollte. Durch eine proaktive und rechtzeitige Kommunikation der angestrebten Massnahmen zur Risikominderung können die Ratings und ihre Aussichten positiv unterstützt und die Wahrscheinlichkeit negativer Rating-Aktionen reduziert oder zumindest für einen entscheidenden Zeitraum verschoben werden.

Was bedeutet dies für die gerateten Unternehmen?

Ratings spiegeln das Kreditprofil des Unternehmens wider, unterteilt in das Geschäfts- und das Finanzprofil. Eine Anpassung des Geschäftsprofils ist nicht innerhalb von Wochen oder einigen Monaten durchführbar. Das aktuelle Umfeld kann jedoch aufgrund der Marktverschiebungen und Trends nachhaltig zu einer Veränderung des Geschäftsprofils führen. Der aktuelle Schwerpunkt liegt jedoch viel mehr auf dem Finanzprofil, das sich auf Umsatz, Rentabilität, Investitionen, Kapitaleffizienz, Kapitalstruktur usw. erstreckt, zusätzlich zur Bewertung der verfügbaren Liquidität durch garantierte Kreditlinien, finanzielles Risikomanagement und Aktionärspolitik, um nur einige zu nennen.

Das Augenmerk muss nun auf die wichtigsten Kennzahlen und Liquiditätsbedürfnisse verlagert werden, die letztlich das Rating kurzfristig bestimmen. Im Folgenden werden die wichtigsten Bausteine zur Identifizierung, Bewertung, Umsetzung und vor allem zur rechtzeitigen Kommunikation mit dem jeweiligen Analysten der Rating-Agentur skizziert.

Der VCP Mix: Stark exogen und zerfallend

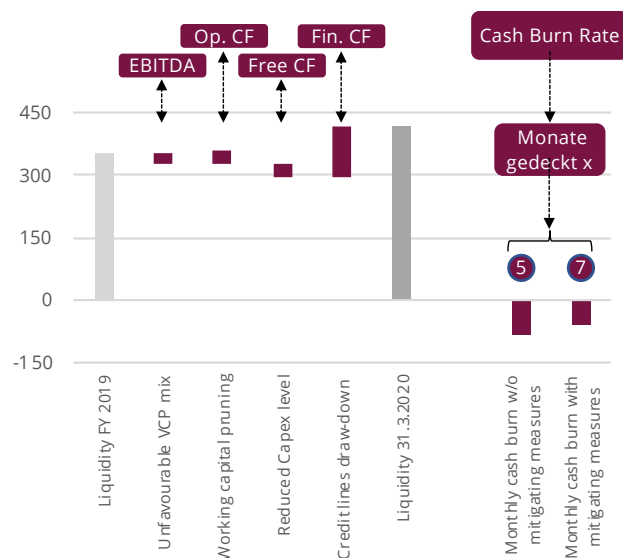
Die VCP-Mix-Analyse wurde vor vielen Jahren von den Gründungspartnern von PILFOR entwickelt, um Unternehmen hinsichtlich ihrer Sensitivität auf Verkaufsmenge (V), Preisgestaltung (P) und (fixe und variable) Kostenbasis (C) zu testen. Im gegenwärtigen Marktumfeld mit rückläufigen Umsätzen sind Verkaufsmenge und Preispolitik (obwohl ansonsten sehr effektiv) exogen und nicht mehr unter der Kontrolle des Managements. Als einzige Variable verbleibt die operative Kostenbasis. Die verfügbaren Massnahmen werden sich wohl auf die variablen Kosten beziehen, die - trotz schwindender Einnahmen - bis zu einem gewissen Grad und mit Zeitverzögerung immer noch vorhanden sind, sowie auf die Fixkosten, die bei der Kostensenkung die höchste Aufmerksamkeit des Managements erhalten. Das Ergebnis der sich verschlechternden Mengen und Preise belastet die Margen der Unternehmen ausserordentlich und kann nur bedingt und zeitverzögert durch eine Senkung der Betriebskostenbasis gemildert werden. Der Nettoeffekt ist ein sich stark verschlechternder EBITDA und damit der wichtigste Faktor für die Cashflow-Generierungskapazität eines Unternehmens.

“Eingehendes Absuchen nach mildernden Massnahmen, die in Summe und in einer beeindruckend kurzen Zeit oft umfangreicher als erwartet umgesetzt werden können.”

Umfassende Sezierung des Cashflow

Um zusätzlichen Druck auf die Cashflow-Generierung zu vermeiden, ist das Management gut beraten, sein Betriebskapital gründlich zu überprüfen, indem es Möglichkeiten (Forderungen, Bestände und, soweit möglich, Verbindlichkeiten) identifiziert, um dieses zeitgerecht zu reduzieren, was sich positiv auf den operativen Cashflow auswirkt. Zweitens sollte der Schwerpunkt auf die Optimierung des Cashflows aus Investitionen gelegt werden, wobei die Investitionen verschoben (Erhaltungsinvestitionen), reduziert (Erhaltungs- und Erweiterungsinvestitionen) oder gekürzt (Erweiterungsinvestitionen) werden sollten, während M&A (ausser die Liquidität ist so reichlich vorhanden, dass die sich verschlechternde Cashflow-Kapazität durch die Bilanzliquidität gedeckt ist) auf absehbare Zeit gestoppt werden sollte. Drittens sollten mit dem Schwerpunkt auf der Finanzierung des Cashflows die Dividenden auf ein Minimum reduziert oder ganz gestoppt werden, während nicht in Anspruch genommene Kreditlinien so bald und so lange wie möglich durch die Erschliessung des Kapitalmarkts zur Beschaffung zusätzlicher Mittel ergänzt werden sollten.

Mitigierende Massnahmen; Liquidität & Cash Burn (CHF m)



Die Bilanz stärken und die Liquidität fördern

Die im Management des VCP-Mixes dargelegten Massnahmen zur Milderung der Folgen stärken (bereinigt um Abschreibungen, Nettofinanzaufwendungen und Steuern) direkt das Sicherheitspolster des Unternehmens in Form von Eigenkapital. Da die Verluste mit der Zeit durch schwache Umsätze gepaart mit einer herausfordernden Kostenbasis steigen, werden Unternehmen mit stetig wachsenden Eigenkapitalniveaus aufgrund ihrer höheren Verlustkapazität weniger unmittelbaren Stress erfahren. Eine solide Eigenkapitalbasis spielt auch eine Schlüsselrolle bei der Beurteilung des Ratings, da sie der Nettoverschuldung gegenüber gestellt wird, um die Netto-Leverage des Unternehmens zu ermitteln.

Die mildernden Massnahmen in Bezug auf den Cashflow konzentrieren sich letztlich auf die Erhöhung der Bilanzliquidität und erhöhen somit die Zeitspanne, in der ein Unternehmen im Zuge einer möglichen Cash-Burn Rate auf seine liquiden Mittel zurückgreifen kann.

Scheinwerfer auf Ratings in Zeiten von COVID-19

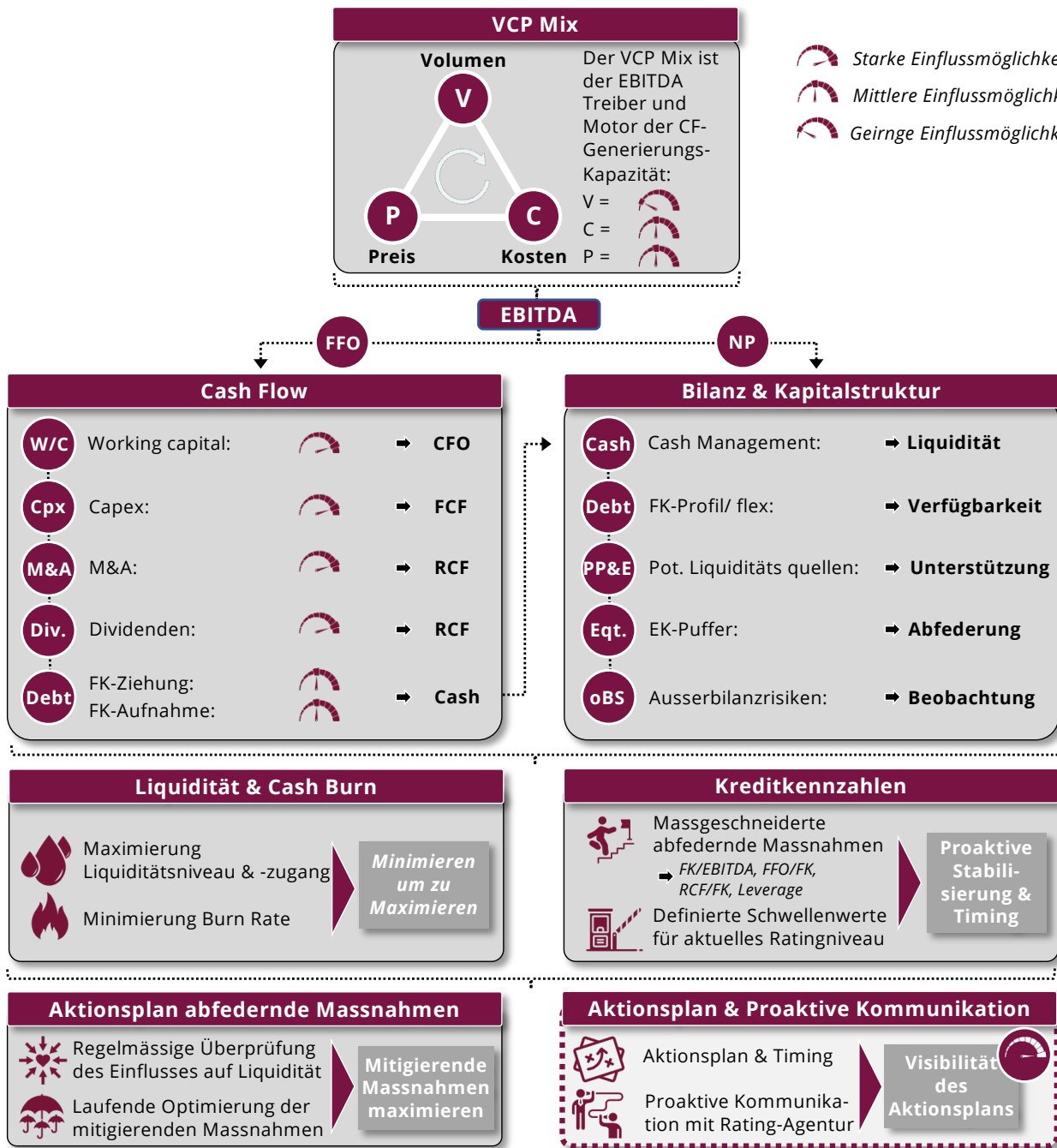
Der Mangel an Sichtbarkeit ist weit verbreitet und nicht einseitig. Daher sind die Agenturen gezwungen, auf die aktuellsten Finanzzahlen, die von ihnen kommunizierten Schwellenwerte für Kreditkennzahlen, die sie auf das aktuelle Rating angewandt haben, und den impliziten Spielraum, den ein Unternehmen zum letzten Zeitpunkt hatte, zurückzugreifen. Während die Kreditkennzahlen weiterhin eine entscheidende Rolle für die Kreditqualität spielen, hat sich der Schwerpunkt auf die Liquidität verlagert und ergänzt die Schlüsselkennzahlen für die Kreditwürdigkeit. Rating-Agenturen können schnell die einem Unternehmen zur Verfügung stehende Liquidität abschätzen, um zu beurteilen, wie lange es seinen Geldabfluss intern finanzieren kann. Diese Tatsache unterstreicht, warum die Massnahmen zur Minderung der Risiken für die Kommunikation und den Austausch mit der jeweiligen Agentur absolut entscheidend sind. Massnahmen, die zu einer sofortigen, kurz- oder mittelfristigen Reduzierung der Mittelabflüsse führen, ermöglichen es dem verantwortlichen Analysten, diese in seiner Analyse zu berücksichtigen und in Zeiten von COVID-19 zu einem positiveren Ergebnis oder zumindest einer Verschiebung einer Rating- oder der Ausblickanpassung.

Wie, wenn, was

Das proaktive Rating Management in Zeiten von Stress wird in der folgenden Abbildung skizziert, ausgehend von den Auswirkungen des sich verschlechternden VCP-Mixes auf den EBITDA als Motor der Cashflow-Generierungskapazität, und den spezifischen Hebeln, die für den Cashflow gefunden wurden, vom FFO (Betriebsmittel) über den CFO (operativer Cashflow), FCF (freier Cashflow), RCF (einbehaltener Cashflow) bis zum Finanzierungs-Cashflow (Schuldenabbau und Emission). In der Bilanz könnten PP&E (Sachanlagen) eine Quelle für die Verbesserung der Kreditaufnahme darstellen, während ein striktes Cash- und Schulden-

management die wichtigsten Schwerpunkte darstellen. Eine ausreichend solide Eigenkapitalbasis trägt dazu bei, die Kreditvergabekapazität weiter zu erhöhen, während die OBS-Risiken (ausserbilanzielle Risiken) eine ständige Überwachung erfordern. Die Massnahmen dienen zwei unterschiedlichen Zielen: 1) Maximierung der Cash-Burn-Rate Deckung und 2) Minimierung der Abweichungen der wichtigsten Kreditkennzahlen von den auf Rating-Ebene definierten Schwellenwerten. Eine proaktive Kommunikation mit der jeweiligen Rating-Agentur ist hierbei zentral, um negative Rating-Aktionen im Zuge von COVID-19 zu minimieren und zu verschieben.

Proaktives Rating Management in Krisenzeiten / COVID-19



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

