

# Subnational Public-Sector Enterprise Rating Approach

## SPERA+

Ratingkonzept, Ratingarchitektur und Ratingmethodik

Dr. Alexander Gulde  
(2010)

### Status Quo

---

Die Organisation der öffentlichen Leistungserbringung in der Schweiz wurde in den letzten Jahrzehnten grundlegenden Veränderungen unterzogen (New Public Management). Ehemals der Kernverwaltung der öffentlichen Hand unterstellte Einheiten wurden ausgelagert und rechtlich verselbstständigt. Staatsnahe Unternehmen treten als börsennotierte Aktiengesellschaften zunehmend auch am Kapitalmarkt auf. Allerdings lassen sich auch andere Rechtsformen für staatsnahe Unternehmen beobachten. Dazu zählen beispielsweise die Rechtsform der selbständigen Anstalt oder der Genossenschaft.

Im Ratingkonzept SPERA+ werden die systematischen Bonitätsdeterminanten für staatsnahe Unternehmen identifiziert, analysiert und bewertet. Dabei bilden grundsätzliche Unterschiede zwischen der öffentlichen Hand und dem Privatsektor den Ausgangspunkt der Überlegungen. In rechtlicher Hinsicht ist der Privatsektor wesentlich durch die Wirtschaftsfreiheit geprägt, während es bei der öffentlichen Hand das Primat des Legalitätsprinzips zu berücksichtigen gilt. Entsprechend muss sich jegliches Verwaltungshandeln der öffentlichen Hand auf eine gesetzliche Grundlage stützen resp. sie muss ihre Tätigkeit auf die

vom Gesetz vorgesehenen Aufgaben beschränken. In ökonomischer Hinsicht nimmt die öffentliche Hand überwiegend Staatsaufgaben wahr, die durch Zwangsabgaben finanziert werden. Vor diesem Hintergrund kann eine Beteiligung der öffentlichen Hand an einem Unternehmen aus zwei Motiven erfolgen:

- **Finanzbeteiligung (Finanzvermögen)**  
Rein finanzielles Interesse im Zentrum einer Beteiligung.
- **Verwaltungsbeteiligung (Verwaltungsvermögen)**  
Strategische Beteiligung verbunden mit öffentlicher Leistungserbringung aufgrund expliziter Gesetzesbestimmungen durch die öffentliche Hand.

### Ratingkonzept

---

Als staatsnahe Unternehmen definieren wir Unternehmen, an denen die öffentliche Hand eine strategische Verwaltungsbeteiligung von mindestens 20% hält. In der Schweiz finden sich staatsnahe Unternehmen vor allem in den Sektoren:

- **Sektor Energie**  
Elektrizitätswerke & Kernkraftwerke
- **Sektor Verkehr**  
Bahngesellschaften & Flughäfen
- **Gesundheit**  
Kliniken & Spitäler
- **Entsorgung**  
Abfallentsorgung & Abwasseraufbereitung

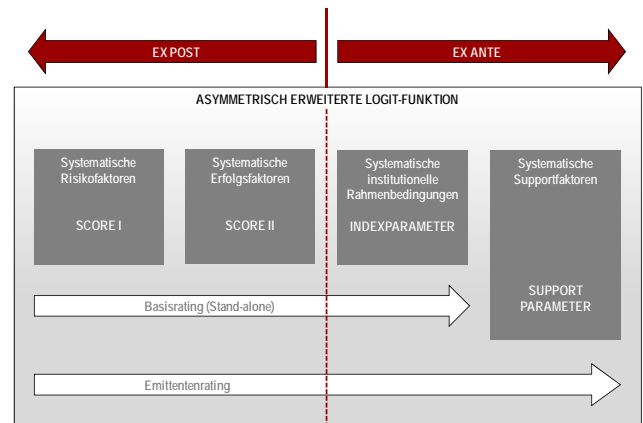
Aus einer ökonomischen Perspektive zählen staatsnahe Unternehmen zum Marktsegment der öffentlichen Hand. Staatsnahe Unternehmen erfüllen in der Regel eine gesetzlich verankerte Funktion in der öffentlichen Leistungserbringung. Eine fundierte Beurteilung der Bonität staatsnaher Unternehmen macht daher eine konzeptionell konsistente Berücksichtigung ihrer Funktion im Rahmen der öffentlichen Leistungserbringung unumgänglich. Dabei haben nicht nur explizite Defizit-, Finanzierungs- und Haftungsgarantien sondern auch so genannte implizite Garantien einen Einfluss auf die Bonität. Das Ratingmodell SPERA+ von fedafin erlaubt die Berücksichtigung der diesbezüglich systematisch relevanten Determinanten für eine fundierte Bonitätsbeurteilung staatsnaher Unternehmen.

Fedafin stellt auf Grundlage des Ratingmodells SPERA+ fundierte Emittentenratings für staatsnahe Unternehmen bereit. Bei deren Interpretation darf jedoch nicht vergessen werden, dass die Vergabe eines Emittentenratings keine exakte Messung, sondern letztlich immer eine Schätzung des Bonitätsrisikos darstellt.

## Ratingarchitektur

Die Ratingarchitektur von fedafin ist konzeptionell aus vier verschiedenen Modulen aufgebaut. Die ersten beiden Module dienen der fundierten Bonitätsbeurteilung im Hinblick auf den Status Quo der finanziellen Ist-Situation aus einer vergangenheitsbezogenen ex-post Perspektive

(retrospektive Informationsfunktion). Die zusätzlichen beiden Module ergänzen die Bonitätsbeurteilung um eine systematische ex-ante Einschätzung der zukünftigen Bonitätsentwicklung (prospektive Prognosefunktion).



1 Module des Corporate Rating Modells von fedafin

Die Ratingarchitektur von fedafin umfasst kurz zusammengefasst folgende Module:

- Modul 1 – Risikofaktoren erlauben die auf diversen Modellvalidierungsmethoden basierende statistische Prognose eines Defaults mit Fokus auf den eher finanzschwachen Emittenten im unteren Ratingbereich.
- Modul 2 – Erfolgsfaktoren erlauben eine systematisch risikoadäquate Differenzierung mit Fokus auf den eher finanzstarken Emittenten im oberen Ratingbereich.
- Modul 3 – Institutionelle Rahmenbedingungen erlauben eine fundierte Einschätzung systematischer Determinanten für die zukünftige Bonitätsentwicklung.
- Modul 4 – Supportfaktoren erlauben die systematische Einschätzung der Wahrscheinlichkeit einer externen Unterstützung im Fall finanzieller Schwierigkeiten.

Für Emittenten in verschiedenen Marktsegmenten fließen die einzelnen Module mit unterschiedlich starker Bedeutung in das Emittentenrating ein.

Im Falle von staatsnahen Unternehmen geniessen die prospektiven bonitätsrelevanten Determinanten eine im Vergleich zu Emittenten in anderen Marktsegmenten übergeordnete Bedeutung. So sind staatsnahe Unternehmen beispielsweise in Marktstrukturen tätig, die sich typischerweise durch eine geringe bis gänzlich fehlende Wettbewerbsintensität auszeichnen. Solche institutionellen Rahmenbedingungen mit direkter Bonitätsrelevanz werden durch emittentenspezifisch definierte Bewertungsfunktionen systematisch berücksichtigt. Ein weiterer typischer Sachverhalt ist die in der Regel positive Bailoutwahrscheinlichkeit der öffentlichen Hand als Eigentümerin und impliziter Garantin eines staatsnahen Unternehmens im Sanierungsfall.

## Ratingmethodik

---

Der Ratingarchitektur von SPERA+ entsprechend erfolgen die stand-alone Beurteilung eines Emittenten und die Einschätzung eines allfälligen externen Supports getrennt voneinander. Die Logit-Funktion als methodische Grundlage der Bonitätsbeurteilung wird dabei um mehrere zusätzliche Parameter erweitert, um die spezifischen Bonitätsdeterminanten der Module 3 und 4 systematisch und konsistent zu berücksichtigen.

### 1. Schritt: Beurteilung Stand-alone (Basisrating)

Die Beurteilung der Risikofaktoren erfolgt mit Hilfe eines Corporate Rating Modells, basierend auf den Resultaten der Modellvalidierung für ein Sample von ca. 3'000 börsenkotierten Unternehmen aus ganz Europa über einen Zeitraum von 15 Jahren. Das im Corporate Rating Modell verwendete Kennzahlensystem genügt strengen statistischen Anforderungen für ein Ratingmodell hinsichtlich direkter Bonitätsrelevanz, eindeutiger Rangierbarkeit, objektiver Vergleichbarkeit und strikter Manipulationsresistenz.

Die Bewertung der Kennzahlen erfolgt anhand einer Logit-Funktion. Deren funktionale Form erweist sich für die Modellierung von Bonitätsrisiken in Übereinstimmung mit der empirischen Erfahrung deshalb als geeignet, da sie im Bereich eines kritischen Grenzwertes in der Bewertung

stärker differenziert (grosse Steigung) als solche in Randregionen des Wertebereichs (geringe Steigung).

### 2. Schritt: Beurteilung Support (Emittentenrating)

Treten bei einem staatsnahen Unternehmen finanzielle Probleme auf, steht die öffentliche Hand vor der Entscheidung, ob sie dem Unternehmen finanzielle Hilfe gewähren oder seinen Konkurs hinnehmen will. Mit anderen Worten sieht sich die öffentliche Hand als Eigentümerin des staatsnahen Unternehmens mit der Frage konfrontiert, ob im Eventualfall die Opportunitätskosten einer Nicht-Sanierung die Sanierungskosten übersteigen oder nicht. Sind beispielsweise keine Alternativen für die Eigentümer vorhanden, die entsprechenden öffentlichen Leistungen nahtlos anderweitig anzubieten, verursacht ein Konkurs in der Regel höhere Opportunitätskosten als die Sanierung des Unternehmens. Generell steigt die Wahrscheinlichkeit einer finanziellen Unterstützung resp. eines Bailouts durch die öffentliche Hand als Eigentümerin mit der positiven Differenz zwischen den Opportunitätskosten einer Nicht-Sanierung und den Sanierungskosten und erfolgt unter der realistischen Annahme von Risikoaversion der Entscheidungsträger in einer konkaven Bewertungsfunktion.

Mit der Bailoutwahrscheinlichkeit wird die bonitätsstützende Wirkung einer impliziten Garantie für den Eventualfall zugunsten eines staatsnahen Unternehmens determiniert. Anhand der Bonität der öffentlichen Hand lässt sich ferner abschätzen, inwieweit eine Verbesserung der stand-alone Bonität des staatsnahen Unternehmens im Falle einer erwarteten Unterstützung im Sanierungsfall überhaupt möglich ist. Sowohl mit einer expliziten Defizit-, Finanzierungs- oder Haftungsgarantie als auch mit einer impliziten Garantie müssen die für eine notwendige Sanierung eingesetzten Mittel von den betroffenen Gebietskörperschaften finanziert werden. Das Finanzierungsvolumen einer allfälligen Unterstützung kann die betroffenen Haushalte im Eventualfall unter Umständen derart stark belasten, dass die eigene Risikofähigkeit negativ beeinträchtigt wird. Insofern kann das Emittentenrating der öffentlichen Hand als Eigentümerin durch die erwartete Inanspruchnahme ihrer impliziten Garantienstellung im Sanierungsfall einer staatsnahen Unternehmens sinken.

Im Ratingmodell SPERA+ wird die wechselseitige Bailout-Beziehung zwischen der öffentlichen Hand als Eigentümerin und impliziter Garantin im Sanierungsfall sowie dem staatsnahen Unternehmen als Garantieempfänger weder statisch noch einseitig modelliert. So kann das Emittentenrating des staatsnahen Unternehmens vom steigenden Emittentenrating der Eigentümerin profitieren und/oder das Emittentenrating der Eigentümerin vom sinkenden Basisrating des staatsnahen Unternehmens Schaden nehmen. Schliesslich kann sich die wechselseitige Bailout-Beziehung von Eigentümerin und staatsnahe Unternehmen im Zeitablauf durchaus verändern. ■

## Definition langfristiges Emittentenrating (Long Term Issuer Rating)

---

**Aaa - Makellos**

Beste Fähigkeit zum Schulden- und Zinsendienst. Überragende Ertragskraft und Reserven im Verhältnis zu vorhandenen Verpflichtungen oder umfassende Garantien von Gebietskörperschaften resp. staatsnahen Unternehmen mit makelloser Bonität vorhanden.

**Aa - Ausgezeichnet**

Weit überdurchschnittliche Fähigkeit zum Schulden- und Zinsendienst. Sehr hohe Ertragskraft und Reserven im Verhältnis zu vorhandenen Verpflichtungen oder weitreichende Garantien von Gebietskörperschaften resp. staatsnahen Unternehmen mit ausgezeichnete Bonität vorhanden.

**A - Sehr gut**

Überdurchschnittliche Fähigkeit zum Schulden- und Zinsendienst. Hohe Ertragskraft und Reserven können durch ungünstige Entwicklungen allenfalls langfristig gefährdet werden oder umfangreiche Garantien von Gebietskörperschaft resp. staatsnahen Unternehmen mit sehr guter Bonität vorhanden.

**Baa - Gut**

Durchschnittliche Fähigkeit zum Schulden- und Zinsendienst. Ertragskraft und Reserven können durch ungünstige Entwicklungen bereits mittelfristig gefährdet werden oder umfangreiche Garantie von Gebietskörperschaften resp. staatsnahen Unternehmen mit guter Bonität resp. begrenzte Garantien von Garantiegebern mit ausgezeichnete Bonität vorhanden.

**Ba - Eingeschränkt**

Unterdurchschnittliche Fähigkeit zum Schulden- und Zinsendienst. Ertragskraft und Reserven können durch ungünstige Entwicklungen bereits kurzfristig gefährdet werden oder umfangreiche Garantie einer Gebietskörperschaft resp. eines staatsnahen Unternehmens mit durchschnittlicher Bonität resp. eine begrenzte Garantie eines Garantiegebers mit guter Bonität vorhanden.

**B - Fraglich**

Eingeschränkte Fähigkeit zum Schulden- und Zinsendienst. Ertragskraft und Reserven sind unzureichend und die Wahrscheinlichkeit einer externen Unterstützung wird als gering erachtet resp. die Garantiegeber verfügen nur über eine eingeschränkte Bonität.

**C - Spekulativ**

Stark eingeschränkte Fähigkeit zum Schulden- und Zinsendienst. Hohe Wahrscheinlichkeit einer Unfähigkeit zum termingerechten Schulden- und Zinsendienst und keine resp. geringe Wahrscheinlichkeit einer externen Unterstützung.

**D - Verzug**

Bereits eingetretener Verzug oder sehr hohe Wahrscheinlichkeit einer Unfähigkeit zum termingerechten Schulden- und Zinsendienst.

## Definition Feinbeurteilung (Notches)

---

- +**                    **plus**
- Das Rating wird allenfalls zusätzlich differenziert. Ein Plus (+) steht für eine überdurchschnittliche Fähigkeit zum Schulden- und Zinsendienst des Schuldners innerhalb der Ratingstufe.
- **minus**
- Das Rating wird allenfalls zusätzlich differenziert. Ein Minus (-) steht für eine unterdurchschnittliche Fähigkeit zum Schulden- und Zinsendienst des Schuldners innerhalb der Ratingstufe.

## Kontakt

---

Fedafin AG  
Werkstrasse 10  
CH-9444 Diepoldsau

Telefon: +41 71 722 43 23  
E-Mail: [info@fedafin.ch](mailto:info@fedafin.ch)  
Internet: [www.fedafin.ch](http://www.fedafin.ch)

## Disclaimer

---

© Copyright 2002-2010 fedafin AG. Alle Urheberrechte bleiben vorbehalten. Das Reproduzieren, Übermitteln, Modifizieren oder Benutzen von Elementen und Informationen in diesem Dokument für öffentliche oder kommerzielle Zwecke ist ohne vorherige schriftliche Genehmigung der fedafin AG ausdrücklich untersagt. Sämtliche Informationen stammen aus Quellen, die als zuverlässig und akkurat eingestuft werden. Dennoch kann fedafin AG die Genauigkeit, Richtigkeit oder Vollständigkeit der verwendeten Informationen aus Gründen von menschlichen, technischen oder anderen Fehlern nicht garantieren und lehnt daher jede Haftung für irgendwelche Schäden aus der Verwendung dieser Informationen ab. Überdies stellen die Informationen in diesem Dokument keinerlei Aufforderungen, Ratschläge oder Empfehlungen für irgendwelche wirtschaftlichen Tätigkeiten dar.