

# Rating Private Sector Corporations

## Überblick über Ratingmethodik und Ratingprozess für die Bonitätsbeurteilung von Private Sector Corporations

Mai 2018

### Einleitung

---

Der CHF-Kapitalmarkt hat bei Unternehmen aus dem Privatsektor aufgrund des Tiefzinsumfelds, der relativ geringen Transaktionskosten sowie des anhaltenden Anlage-notstands der institutionellen Anleger in jüngster Vergangenheit deutlich an Bedeutung gewonnen. Zwar wird das Inlandsegment weiterhin durch die öffentliche Hand (Eidgenossenschaft, Kantone und Gemeinden), die beiden Pfandbriefinstitute sowie (staatsnahe) Finanzinstitute dominiert. Mit einem Volumen von über 30 Mia CHF bilden die Unternehmensanleihen (ohne Immobiliengesellschaften) jedoch ein nicht zu vernachlässigendes Segment. Nur rund jedes siebte am CHF-Kapitalmarkt kotierte Schweizer Unternehmen wird durch eine oder mehrere international anerkannte Ratingagenturen bewertet.

Das Segment der Unternehmensanleihen ist sehr heterogen. Faktoren wie Branchenzugehörigkeit, Umsatzhöhe, Absicht der Kapitalnutzung, Rechnungslegungsstandard usw. verlangen für jeden Schuldner eine individuelle Ratingvergabe. Die Vergabe eines Unternehmensratings aus dem Privatsektor beinhaltet somit eine fundierte Einschätzung der Bonität des jeweiligen Schuldners. Ratingkonzept und Ratingmethodik für Unternehmen wurden von fedafin selbst entwickelt und berücksichtigen sowohl Erkenntnisse der ökonomischen Literatur als auch die Best Market Practice der Modellvalidierung. Der Ratingprozess von fedafin

berücksichtigt die unterschiedlichen Marktbedürfnisse und regulatorischen Anforderungen im Hinblick auf Auftraggeber, Offenlegung und Datenquellen.

Fedafin vergibt Unternehmensratings im Auftrag von Unternehmen (Issuer Solicited) oder im Auftrag von Investoren (Investor Solicited). Die Ratingvergabe im Auftrag von Investoren erfolgt grundsätzlich für interne Zwecke des Auftraggebers (nicht-öffentliche Ratingdokumentationen). Im Gegensatz dazu kann bei der Ratingvergabe im Auftrag von Unternehmen das Rating auf Wunsch des Auftraggebers auch veröffentlicht werden, zum Beispiel im Hinblick auf eine Anleihsenemission am CHF-Kapitalmarkt.

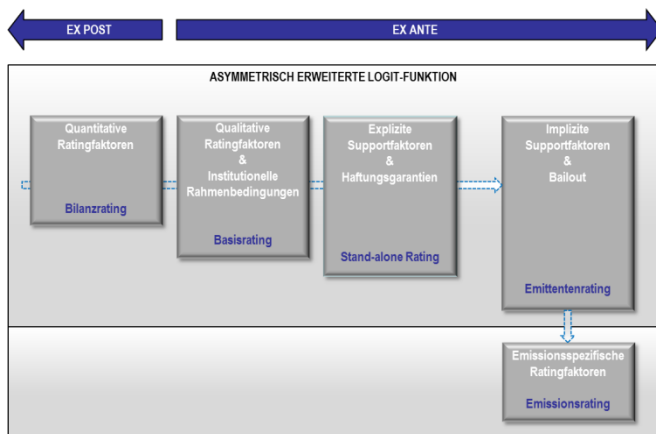
Die Ratingvergabe erfolgt üblicherweise basierend auf der Verwendung von öffentlichen sowie nicht-öffentlichen Informationen des Unternehmens. Ist der Einbezug nicht-öffentlicher Informationen des Unternehmens nicht möglich oder nicht erforderlich, wird die Kennzeichnung NPCI (Non Participating Corporate Issuer) verwendet. Bei Mitwirkung des Emittenten an der Ratingvergabe erfolgt die Kennzeichnung PCI (Participating Corporate Issuer). In jedem Fall erfolgt die Ratingvergabe nur, wenn die vorliegenden Informationen und Unterlagen nach Ansicht von fedafin für eine ausreichende Beurteilung der qualitativen und quantitativen Elemente genügen.

Das vorliegende Papier gibt einen kurzen Überblick über die Grundzüge von Ratingmethodik und Ratingprozess bei der Bonitätsbeurteilung von Unternehmen aus dem Privatsektor.<sup>1</sup>

## Ratingkonzept

Die Ratingarchitektur besteht grundsätzlich aus vier Modulen und erlaubt eine konsistente sowie flexible Berücksichtigung von systematisch bonitätsrelevanten Einflussfaktoren für Unternehmen verschiedener Marktsegmente und Sektoren (siehe Abbildung 1).

Als methodische Bewertungsgrundlage dient eine um mehrere unternehmensspezifische Parameter asymmetrisch erweiterte Logit-Funktion. Im Hinblick auf die traditionelle Definition des Ausfallrisikos unterscheidet fedafin explizit zwischen dem Stand-alone Rating (ohne impliziten Support) sowie dem Unternehmensrating (mit implizitem Support) und weist diese transparent auf der entsprechenden Ratingdokumentation aus. Üblicherweise sind bei privaten Unternehmen Stand-alone Rating und Unternehmensrating deckungsgleich, da kein Support bzw. keine Garantien existieren.



**1** Ratingkonzept für die Bonitätsbeurteilung von Unternehmen

<sup>1</sup> Sinngemäss gelten die Ausführungen für staatsnahe Unternehmen und privatwirtschaftliche Unternehmen mit unterschiedlichen Strukturen und Rechtsformen (Holdings, Stiftungen, etc.).

## Quantitative Ratingkriterien

Die Bonitätsbeurteilung basiert grundsätzlich auf ausgewählten Finanzkennzahlen der vergangenen Jahre (ex-post Situation). An die Auswahl und Konstruktion der jeweiligen Kennziffern werden strenge Anforderungskriterien gestellt. Dazu zählen u.a. eine direkte Bonitätsrelevanz, eine eindeutige Rangierbarkeit, eine objektive Vergleichbarkeit (u.a. Adjustierung um Verpflichtungen aus operativem Leasing), eine weitgehende Manipulationsresistenz (u.a. Änderung des Rechnungslegungsstandards) sowie eine statistische Robustheit.

Die Parametrisierung der Finanzkennziffern erfolgt anhand zahlreicher Testverfahren der Modellvalidierung. Im Rahmen des Ratingprozesses sind drei bonitätsrelevante Sachverhalte im finanziellen Autonomie- und Einflussbereich eines Unternehmens grundsätzlich relevant (ohne Vollständigkeit):

### Beurteilung der Kapitalstruktur und Verschuldung

- Eigenkapitalausstattung
- Nettoverschuldung
- Fremdfinanzierungsstruktur
- Goodwillquote

### Beurteilung der Ertragskraft und Rentabilität

- EBITDA-Marge und EBIT-Marge
- Umsatzrentabilität
- Gesamtkapitalrentabilität

### Beurteilung des Cashflow-Potenzials

- Cash Ratio und Quick Ratio
- FFO und operativer Cashflow
- Freier Cashflow
- Abschreibungsquote

## Qualitative Ratingkriterien

Nebst ausgewählten Finanzkennzahlen beinhaltet die Bonitätsbeurteilung eine Analyse der institutionellen Rahmenbedingungen, die einen Einfluss auf die Nachhaltigkeit und Stabilität der Leistungserbringung eines Unternehmens haben. Diese Risikofaktoren lassen Rückschlüsse

auf die zukünftige Bonitätsentwicklung eines Unternehmens zu (ex-ante Trend). Ergänzt wird die Beurteilung durch die Analyse weiterer Faktoren, die u.a. systematische Rückschlüsse auf die relative Wettbewerbsposition eines Unternehmens gegenüber ihren Mitbewerbern oder die zukünftige Kapitalstruktur erlauben.

Qualitative Risiko- und Erfolgsfaktoren werden durch das Ratingteam systematisch identifiziert und bewertet sowie einer kritischen Prüfung im Ratingausschuss unterzogen. Im Rahmen des Ratingprozesses sind bonitätsrelevante Sachverhalte in drei Unternehmensbereichen grundsätzlich relevant (ohne Vollständigkeit):

#### Institutionelle Rahmenbedingungen

- Marktstrukturen und Wettbewerbsschranken
- Politische und regulatorische Risiken
- Zyklizität und Wachstumsaussichten der Branche

#### Unternehmensstruktur und -strategie

- Diversifikation und Innovationen
- Investitionszyklus und Akquisitionspolitik
- Komplexität der Unternehmens- und Geschäftsstruktur

#### Kapitalstruktur

- Nachrangiges und/oder besichertes Fremdkapital
- Aktionärsdarlehen

#### Expliziter oder impliziter Support durch Dritte

Im Rahmen der Ratingvergabe werden allenfalls vorhandene Haftungsgarantien systematisch identifiziert und bewertet. Staatsgarantien können grundsätzlich in Form gesetzlich verbindlicher Rechtsnormen oder bei systemrelevanten Unternehmen auch als implizite Haftungsgarantie ohne Rechtsgrundlage vorliegen. Wie bereits ausgeführt, sind solche Garantien bei privatwirtschaftlichen Unternehmen nur selten vorhanden.

Risikofaktoren zur Einschätzung der Wahrscheinlichkeit eines finanziellen Beistandes (Support) durch die öffentliche Hand im Falle eines drohenden Ausfallereignisses sind beispielsweise:

- Opportunitätskosten aus der Neuorganisation eines konstitutionell bzw. gesetzlich verankerten Leistungsauftrags der öffentlichen Hand;
- Opportunitätskosten aus lokalen, regionalen oder systemischen Ansteckungsrisiken zulasten der Finanzhaushalte der öffentlichen Hand.

Die Annahme einer positiven Wahrscheinlichkeit für einen Support führt nicht nur zu einer allfälligen Höherstufung des Unternehmensratings, sondern kann auch eine allfällige Rückstufung des Garantiegebers verursachen.

## Kontakt

---

fedafin AG  
Galerieweg 8  
CH-9443 Widnau

Telefon: +41 71 552 32 00  
E-Mail: [info@fedafin.ch](mailto:info@fedafin.ch)  
Internet: [www.fedafin.ch](http://www.fedafin.ch)

## Disclaimer

---

© Copyright 2002-2018 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.