

Publication Date: 8-April-2002

Commentary

Analysten:

Martin Amann, Frankfurt, 49-69-33999-122

Andre Rashid, Frankfurt, 49-69-33999-128

Maria Bissinger, Frankfurt, 49-69-33999-120

Cash ist Fakt – Gewinn ist Ansichtssache

Diese Meinung ist bei Kreditanalysten häufig anzutreffen. In der Auseinandersetzung mit den Jahresabschlüssen deutscher Unternehmen, die gemäß den Bilanzierungsvorschriften des HGB erstellt wurden, wird diese Einschätzung weiter untermauert, denn Zweifel an der Transparenz von HGB-Jahresabschlüssen sind durchaus verbreitet. Ausschlaggebend für diese Vorbehalte ist die Tatsache, dass die Bilanzierungsvorschriften, die ursprünglich vor allem dem Gläubigerschutz dienen, auch durch folgende Sachverhalte beeinflusst werden:

- Möglichkeiten, das Vorsichtsprinzip zu dehnen,
- Auswirkungen der Steuergesetze auf die Bilanzierungsvorschriften,
- Nutzung verschiedener Wahlrechte bei der Erfassung von Geschäftsvorfällen, erheblicher Ermessensspielraum und ggf. fehlende Bestimmungen im HGB,
- zu geringe Beachtung des Grundsatzes der Bilanzkontinuität.

Im Anschluss an den Artikel "Exploring the Link Between Accounting Principles and Ratings Penetration in Germany", der in der internetgestützten Datenbank RatingsDirect mit Datum vom 14. Januar 2002 veröffentlicht wurde, will der folgende Beitrag den von Standard & Poor's verwendeten Ansatz zur Beurteilung des Finanz-Risiko-Profiles eines Unternehmens beschreiben, das einen Jahresabschluss gemäß HGB vorlegt.

Stellen wir hierbei die Quintessenz gleich an den Anfang des Artikels. Die von Standard & Poor's zur finanzwirtschaftlichen Beurteilung eines Unternehmens verwendeten zentralen Ratingfaktoren sind:

- die absoluten Cashflows und
- die absolute Verschuldung (vor allem zinspflichtige finanzielle Verbindlichkeiten und Berichtigungen für Leasing-Verpflichtungen) sowie
- die anhand von Cashflows und Verschuldungszahlen abgeleiteten Finanzkennzahlen (relative Zahlen).

Diese Kennzahlen bieten sich deshalb an, weil sie durch unterschiedliche Bilanzierungsvorschriften weniger beeinflusst werden können.

Gläubigerschutz

Den HGB-Vorschriften liegt der Grundsatz des Gläubigerschutzes zugrunde. Zudem zielen sie darauf ab, zu große Ertragsschwankungen auszugleichen. Große Bedeutung wird auch dem Grundsatz der nominalen Kapitalerhaltung beigemessen.

Der Gläubigerschutz bietet den Unternehmen eine gewisse Flexibilität und einigen Ermessensspielraum bei der Darstellung von Geschäftsvorfällen in den Jahresabschlüssen. Deshalb kann ein Unternehmen stille Reserven bilden und den Gewinn in guten und ertragsstarken Jahren niedriger ansetzen. Dies kann mit übertriebener Vorsicht beim Wertansatz einhergehen, um so die Steuerschuld zu mindern.

In schwierigeren Zeiten oder in Rezessionen hingegen kann das Unternehmen seine stillen Reserven auflösen, um einen Gewinnrückgang auszugleichen und Ertragsschwankungen zu glätten und um den Aktionären ein geschöntes Bild der Wirtschaftslage des Unternehmens zu vermitteln. Die Auflösung stiller Reserven kann zudem eine zahlungswirksame Steuerschuld nach sich ziehen, die die Liquiditätslage des Unternehmens in schwierigen Jahren zusätzlich belastet.

Mit diesen Wahlmöglichkeiten müssen die Analysten von Standard & Poor's natürlich vertraut sein. So gilt es, die entsprechenden Positionen in der Bilanz und der Gewinn- und Verlustrechnung (GuV) zu analysieren, um Aufschluss über die tatsächliche Ertrags- und Finanzlage zu erhalten. Selbstverständlich gilt dies in guten wie in schlechten Wirtschaftsjahren. Nachstehende Posten aus der Bilanz und der GuV sind hierbei von besonderem Interesse:

- sonstige Vermögenswerte,
- sonstige Kredite und Verbindlichkeiten,
- sonstige Rückstellungen,
- sonstige betriebliche Erträge,
- sonstige betriebliche Aufwendungen.

Aber es ist nicht nur wichtig zu wissen, ob bei der Behandlung und beim Wertansatz von Geschäftsvorfällen konservativ oder eher liberal vorgegangen wurde. Wichtig ist auch, ob es im Zusammenhang mit diesen Geschäftsvorfällen zu zahlungswirksamen Zu- oder Abflüssen gekommen ist.

Neben einer sorgfältigen Analyse des Jahresabschlusses werden die Treffen von Standard & Poor's mit dem Management des gerateten Unternehmen auch dazu genutzt, mehr Details über die ausgewiesenen Zahlen zu erhalten.

Grundlage zur Ermittlung der Steuerschuld

Im Gegensatz zu internationalen Bilanzierungsvorschriften dient der deutsche Einzelabschluss auch zur Vorlage bei den Steuerbehörden und bildet damit die Bemessungsgrundlage für die Steuerschuld. Daher dürfte der Unternehmensleitung eher daran gelegen sein, die Steuerschuld zu minimieren als ein den tatsächlichen wirtschaftlichen Verhältnissen entsprechendes Bild des Unternehmens zu vermitteln. Selbst wenn Unternehmen ihren Konzernabschluss gemäß US GAAP oder IAS erstellen, müssen sie den Steuerbehörden Einzelabschlüsse gemäß HGB vorlegen.

Ausschlaggebend für die enge Übereinstimmung von Handels- und Steuerbilanz ist das Maßgeblichkeitsprinzip beziehungsweise die umgekehrte Maßgeblichkeit.

Bei der Behandlung und Bewertung von Geschäftsvorfällen kann das Unternehmen einen gewissen Ermessensspielraum nutzen, um Ertragsschwankungen im rechtlich zulässigen Rahmen zu glätten. Daher fordern Bilanzexperten und Finanzanalysten mit Blick auf eine höhere Transparenz schon seit langem eine Trennung zwischen Handels- und Steuerbilanz. Da dies jedoch eine grundlegende Änderung des gesamten deutschen Bilanz- und Steuerrechts voraussetzen würde, ist fraglich, ob es hierzu jemals kommen wird. Falls ja, dürfte es zu einer längeren Übergangsfrist kommen.

Daher kommt dem Cashflow auch bei Konzernabschlüssen gemäß HGB und dessen Analyse eine zentrale Bedeutung zu.

Kapitalflussrechnung

Seit Verabschiedung des Gesetzes zur Kontrolle und Transparenz im Unternehmensbereich (KonTraG) im Jahr 1998 sind börsennotierte Unternehmen verpflichtet, eine Kapitalflussrechnung gemäß dem Deutschen Rechnungslegungs Standard Nr. 2 (DRS 2) im Rahmen des Konzernjahresabschlusses mitzuliefern. Auch nichtbörsennotierte Unternehmen, die freiwillig eine Kapitalflussrechnung im Rahmen ihrer Konzernrechnungslegung ausweisen, müssen dies unter Beachtung des oben genannten Rechnungslegungsstandards tun.

Eine Kapitalflussrechnung muss Folgendes beinhalten, um den Anforderungen von DRS 2 zu genügen:

- Zahlungsströme aus der laufenden Geschäftstätigkeit,
- Cashflow aus Investitionstätigkeiten,
- Cashflow aus Finanzierungstätigkeiten,
- Veränderung der Zahlungsmittel und Zahlungsmitteläquivalente.

Standard & Poor's greift bei seiner Analyse auf Kapitalflussrechnungen zurück, da dort die vorgenannten Schwachstellen der HGB-Jahresabschlüsse bedeutend geringere Auswirkungen auf das Analyseergebnis haben. Präziser ausgedrückt ist die Kapitalflussrechnung die von Standard & Poor's verwendete Grundlage zur finanzwirtschaftlichen Beurteilung eines Unternehmens. Hierbei liegt der Schwerpunkt auf Barmitteln, Liquidität und Verschuldung sowie auf der Erwirtschaftung und Verwendung des Cashflow.

Nahezu alle von Standard & Poor's gerateten deutschen Unternehmen stellen, auch ohne dass sie hierzu gesetzlich verpflichtet wären, eine Kapitalflussrechnung im Rahmen ihrer Konzernrechnungslegung nach HGB bereit. Hierzu gehören **Robert Bosch GmbH** (AA-/Stabil/A-1+), **Coca-Cola Erfrischungsgetränke AG** (A-/Stabil/A-2), **Deutsche Bahn AG** (AA/Stabil/A-1+); **Callahan Nordrhein-Westfalen GmbH** (B+/Stabil/--), **DFS Deutsche Flugsicherung GmbH** (AAA/Stabil/A-1+) sowie **Sirona Dental Systems SARL** (B+/Stabil/--). Alle diese Unternehmen legen ähnlich gegliederte und den Bestimmungen entsprechende Kapitalflussrechnungen vor, die die für eine Analyse von Standard & Poor's relevanten Zahlen enthalten.

Der Jahresabschluss der gerateten **Franz Haniel & Cie. GmbH** (A-/Stabil/A-1) für das Jahr 2000 enthielt keine Kapitalflussrechnung. Da Standard & Poor's aber ohnehin einen anderen Analyseansatz verwendete (den so genannten Portfolioansatz), war dies für das Unternehmen nicht von Nachteil.

Sollten Unternehmen keine Kapitalflussrechnungen erstellen, dann benötigt Standard & Poor's dennoch diese Informationen.

Die gemäß DRS 2 aufgestellte Kapitalflussrechnung weist starke Parallelen zu den internationalen Rechnungslegungsgrundsätzen auf. So orientiert sich der DRS 2 eng an den Vorgaben des SFAS Nr. 95 'Kapitalflussrechnung' des Financial Standard Accounting Board sowie an IAS 7 'Kapitalflussrechnung' des International Accounting Standards Board.

DRS 2 bietet darüber hinaus sogar die Möglichkeit, den Anforderungen beider international anerkannter Rechnungslegungsstandards zu genügen.

Aus einer Kapitalflussrechnung geht ein den tatsächlichen Verhältnissen entsprechendes Bild der Liquidität eines Unternehmens hervor, da die Kapitalflussrechnung deutlich weniger von unterschiedlichen Bilanzansätzen und Bewertungen verzerrt wird. Dies erhöht zudem die Vergleichbarkeit mit anderen nationalen und internationalen Wettbewerbern hinsichtlich der Fähigkeit eines Unternehmens zur Erzeugung und Verwendung des Cashflows.

Kapitalflussrechnungen wie DRS 2 erfassen nur jene Geschäftsvorfälle, die einen Liquiditätszu- oder -abstrom darstellen und daher zu einer Veränderung des Finanzmittelfonds führen. Anhand der Kapitalflussrechnung können Analysten die Fähigkeit von Unternehmen zur Erzeugung von liquiden Mitteln sowie ihren Kapitalbedarf ermitteln.

Die Kapitalflussrechnung gibt Aufschluss darüber, wie ein Unternehmen seinen Cashflow im Rahmen der laufenden Geschäftstätigkeit erwirtschaftet und einsetzt und welche Investitions- und Finanzierungstätigkeiten im Berichtszeitraum erfolgt sind.

Geschäftsvorfälle, denen keine Zahlungsströme gegenüberstehen und die einzig dem Zweck dienen, stille Reserven zu bilden, tauchen in der Kapitalflussrechnung nicht auf. Daher vermittelt die Kapitalflussrechnung ein unverfälschtes Bild des im Rahmen der laufenden Geschäftstätigkeit erzeugten Cashflows, selbst wenn das Unternehmen behauptet, man habe die Finanzkraft wegen der Bildung stiller Reserven zu gering angesetzt.

Hierzu ein Beispiel: ungewöhnlich hohe betriebliche Aufwendungen mit dem Ziel eines extrem konservativen und damit überzogenen Ansatzes von Rückstellungen – eine beliebte und gemäß HGB zulässige Methode, stille Reserven zu bilden – haben keinerlei Auswirkungen auf die Liquidität und die Erwirtschaftung von Cashflow eines Unternehmens. Nur sofern sich niedrigere Steuerzahlungen als Folge dieses Geschäftsvorfalles ergeben, können sich positive Effekte auf die Liquidität ergeben. Bei Gesprächen mit der Unternehmensleitung muss daher der Umfang stiller Reservenbildung in jedem Fall thematisiert werden.

Die nachfolgenden Tabellen geben einen Überblick über die Kapitalflussrechnung und ihre gemäß DRS 2 geforderte Mindestgliederung. Selbstverständlich kann die Gliederung detaillierter sein und können zusätzliche Erläuterungen beigefügt werden, die in einigen Fällen unerlässlich sind, um den Leser gut zu informieren.

Tabelle 1:		
Cashflow aus der laufenden Geschäftstätigkeit		
1.		Periodenergebnis (einschließlich Ergebnisanteilen von Minderheitsgesellschaftern) vor außerordentlichen Posten)
2.	+/-	Abschreibungen/Zuschreibungen auf Gegenstände des Anlagevermögens
3.	+/-	Zu-/Abnahme der Rückstellungen
4.	+/-	Sonstige zahlungsunwirksame Aufwendungen/Erträge (bspw. Abschreibung auf ein aktiviertes Disagio)
5.	-/+	Gewinn/Verlust aus dem Abgang von Gegenständen des Anlagevermögens
6.	-/+	Zunahme/Abnahme der Vorräte, der Forderungen aus Lieferungen und Leistungen sowie anderer Aktiva, die nicht der Investitions- oder Finanzierungstätigkeit zuzuordnen sind
7.	+/-	Zunahme/Abnahme der Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen sowie anderer Passiva, die nicht der Investitions- oder Finanzierungstätigkeit zuzuordnen sind
8.	+/-	Ein- und Auszahlungen aus außerordentlichen Posten
9.	=	Cashflow aus der laufenden Geschäftstätigkeit
		Quelle: DRSC/GASC (Hrsg./Publisher) Deutscher Rechnungslegungs Standard (DRS), German Accounting Standard (GAS) Schäffer-Poeschel Verlag, 2001

Bei nahezu allen Posten von 2 - 8 handelt es sich um gewöhnliche Posten aus der GuV, die in der Rechnungslegung nach HGB zum Glätten von Erträgen bzw. zur Schaffung und Auflösung von stillen Reserven verwendet werden können. Da in oben stehender Gliederung aber nur die tatsächlichen Zahlungsströme erfasst werden, vermittelt diese Aufstellung ein den tatsächlichen Verhältnissen entsprechendes Bild der Fähigkeit eines Unternehmens zur Erwirtschaftung von Cashflow, bei dem die aus der Anwendung der HGB-Vorschriften resultierenden Verzerrungen außen vor bleiben.

Tabelle 2 zeigt die Investitionstätigkeit eines Unternehmens im Geschäftsjahr. Bei der Ratinganalyse liegt der Schwerpunkt insbesondere auf der Höhe der Investitionsausgaben für Grundstücke und Immobilien, Anlagen und Ausrüstungen sowie der Übernahme bzw. Verkauf von Geschäftsbereichen.

Tabelle 2:		
Cashflow aus der Investitionstätigkeit		
1.		Einzahlungen aus Abgängen von Gegenständen des Sachanlagevermögens
2.	-	Auszahlungen für Investitionen in das Sachanlagevermögen
3.	+	Einzahlungen aus Abgängen von Gegenständen des immateriellen Anlagevermögens
4.	-	Auszahlungen für Investitionen in das immaterielle Anlagevermögen
5.	+	Einzahlungen aus Abgängen von Gegenständen des Finanzanlagevermögens
6.	-	Auszahlungen für Investitionen in das Finanzanlagevermögen
7.	+	Einzahlungen aus dem Verkauf von konsolidierten Unternehmen und sonstigen Geschäftseinheiten
8.	-	Auszahlungen aus dem Erwerb von konsolidierten Unternehmen und sonstigen Geschäftseinheiten
9.	+	Einzahlungen auf Grund von Finanzmittelanlagen im Rahmen der kurzfristigen Finanzdisposition
10.	-	Auszahlungen auf Grund von Finanzmittelanlagen im Rahmen der kurzfristigen Finanzdisposition
11.	=	Cashflow aus der Investitionstätigkeit
		Quelle: DRSC/GASC (Hrsg./Publisher) Deutscher Rechnungslegungs Standard (DRS), German Accounting Standard (GAS) Schäffer-Poeschel Verlag, 2001

Tabelle 3 zeigt die Finanzierungstätigkeit im Geschäftsjahr, auf die das Analyseteam besonderes Augenmerk legt, da über die Entwicklung der Verschuldung eines Unternehmens informiert wird.

Tabelle 3:		
Cashflow aus der Finanzierungstätigkeit		
1.		Einzahlungen aus Eigenkapitalzuführungen (Kapitalerhöhungen, Verkauf eigener Anteile, etc.)
2.	-	Auszahlungen an Unternehmenseigner und Minderheitsgesellschafter (Dividenden, Erwerb eigener Anteile, Eigenkapitalrückzahlungen, andere Ausschüttungen)
3.	+	Einzahlungen aus der Begebung von Anleihen und der Aufnahme von (Finanz-) Krediten
4.	-	Auszahlungen aus der Tilgung von Anleihen und (Finanz-) Krediten
5.	=	Cashflow aus der Finanzierungstätigkeit
		Quelle: DRSC/GASC (Hrsg./Publisher) Deutscher Rechnungslegungs Standard (DRS), German Accounting Standard (GAS) Schäffer-Poeschel Verlag, 2001

Tabelle 4 zeigt die Barmittelposition zum Ende des Geschäftsjahres.

Tabelle 4:		
Finanzmittelfonds		
1.		Zahlungswirksame Veränderungen des Finanzmittelfonds (<i>Cashflow aus der laufenden Geschäfts-, Investitions- und Finanzierungstätigkeit</i>)
2.	+/-	Wechselkurs-, konsolidierungskreis- und bewertungsbedingte Änderungen des Finanzmittelfonds
3.	+	Finanzmittelfonds am Anfang der Periode
4.	=	Finanzmittelfonds am Ende der Periode
5.		Quelle: DRSC/GASC (Hrsg./Publisher) Deutscher Rechnungslegungs Standard (DRS), German Accounting Standard (GAS) Schäffer-Poeschel Verlag, 2001

Der Deutsche Rechnungslegungs Standard Nr. 2 gilt für Industrie-, Einzelhandels- sowie Großhandelsunternehmen.

Um ein den tatsächlichen Verhältnissen entsprechendes Bild der Liquidität eines bestimmten Geschäftsjahres zu vermitteln, muss sichergestellt sein, dass die Kapitalflussrechnung nicht durch Periodisierungen und unterschiedliche Ansätze in der Bewertung von Vermögenswerten und Verbindlichkeiten verzerrt wird. Der Zeitpunkt ist von zentraler Bedeutung bei der Feststellung, ob ein Unternehmen

- seine Liquidität durch einen Zahlungsmittelabstrom verringert oder,
- durch einen Zahlungsmittelzustrom erhöht hat.

Daher werden in jenen Fällen, in denen Unternehmen nach der Equity-Methode bilanziert werden, in der Kapitalflussrechnung nur die tatsächlich zwischen ihnen und dem Konzern erfolgten Zahlungsströme erfasst. In gleicher Weise werden auch bei Erwerb und Veräußerung von Beteiligungen nur die in diesem Jahr geflossenen Zahlungsströme erfasst.

Standard & Poor's ist sich der Tatsache bewusst, dass viele Unternehmen, die rein rechtlich hierzu nicht verpflichtet sind, in der Vergangenheit nur selten Kapitalflussrechnungen aufgestellt haben. Vor der Verabschiedung des KonTraG haben die wenigsten Unternehmen überhaupt eine Kapitalflussrechnung ausgestellt. Zur Erhöhung der Transparenz ist das Deutsche Rechnungslegungs Standard Committee (DRSC) bestrebt, dass alle Unternehmen, die einen Konzernabschluss vorlegen müssen, diesen um eine Kapitalflussrechnung und einen Konzerneigenkapitalspiegel ergänzen müssen.

Analyse

Für Standard & Poor's ist die Kapitalflussrechnung ein äußerst wichtiges Instrument zur finanzwirtschaftlichen Beurteilung von Unternehmen und deren Bonität. Daher braucht Standard & Poor's für seine Analysen Kapitalflussrechnungen der letzten Jahre und – weit wichtiger – Prognosen für die kommenden Jahre. Bei Unternehmen mit verschiedenen Segmenten verlangt Standard & Poor's zudem die Vorlage von Kapitalflussrechnungen für jede operative Unternehmenseinheit.

Nicht zutreffend ist in diesem Zusammenhang die weit verbreitete Meinung, Standard & Poor's arbeite auf eine Angleichung der deutschen Rechnungslegungsstandards an die US-Grundsätze US GAAP oder an die IAS hin.

Statt dessen legt Standard & Poor's wie bereits eingangs erwähnt den Schwerpunkt auf unverfälschte Finanzkennzahlen wie:

- absoluter Cashflow,
- absolute Verschuldungshöhen (vor allem zinspflichtige finanzielle Verbindlichkeiten und Berichtigungen für Leasing-Verpflichtungen),
- anhand von Cashflow und Verschuldung abgeleitete Finanzkennzahlen.

Der Cashflow, die Verschuldung und die hieraus abgeleiteten Kennzahlen (siehe unten) bieten weit weniger bilanztechnischen Interpretationsspielraum. Standard & Poor's verwendet bei der Beurteilung von Unternehmen - auch solchen, die nach HGB bilanzieren - eine Reihe von zentralen Finanzkennzahlen.

Die Rentabilität – gemessen als reine Gewinngröße – wird hierbei mit Vorsicht betrachtet, da es verschiedene Möglichkeiten der Manipulation dieser Kennzahl gibt.

Zur Prüfung des Cashflows eines Unternehmens zieht Standard & Poor's verschiedene Kennzahlen heran. Zu diesen gehören:

- EBITDA = Betriebsergebnis vor Zinsaufwand, Steuern, Abschreibungen auf Anlagevermögen und Firmenwerte.
Das EBITDA ist eine international anerkannte Kennzahl, die einen Vergleich der im Rahmen der laufenden Geschäftstätigkeit erwirtschafteten Cashflows verschiedener Unternehmen ermöglicht. Abgeleitet aus der Kapitalflussrechnung ist das EBITDA im wesentlichen frei von Wahlrechten in der Bilanzierung von Geschäftsvorfällen und Bewertungsunterschieden, die sich aus der Anwendung unterschiedlicher Rechnungslegungsstandards ergeben.
- FFO = nachhaltiger Cashflow aus laufender Geschäftstätigkeit berechnet als nachhaltiger Nettoertrag aus laufender Geschäftstätigkeit einschließlich Abschreibung auf materielle und immaterielle Vermögenswerte, Erhöhung latenter passiver Steuern und sonstige zahlungsunwirksame Aufwendungen (beispielsweise Zunahme langfristiger Rückstellungen bzw. Minus, wenn Reduzierung von latenten Steuern oder langfristigen Rückstellungen).
- Operativer Cashflow = FFO zzgl./abzgl. Veränderungen des Working Capitals (+ Abnahme des Working Capitals, -Zunahme des Working Capitals).
- Freier operativer Cashflow (operativer Cashflow abzgl. Investitionen).
- Frei verfügbarer Cashflow (freier operativer Cashflow abzgl. Dividenden) und
- Cashflow vor Finanzierungstätigkeiten (frei verfügbarer Cashflow abzgl. Akquisitionen, zzgl. Veräußerungen und zzgl. oder abzgl. Nettozu- oder -abströmen aus anderen Quellen).

Um die Bonität deutscher Unternehmen mit der europäischer oder internationaler Wettbewerber vergleichen zu können, berechnet und bewertet Standard & Poor's eine Reihe von Cashflow-Kennzahlen. In diesen Kennzahlen spiegelt sich das Verhältnis von Cashflow zu Verschuldung und Schuldendienstleistung wider, aber auch der aktuelle Kapitalbedarf des Unternehmens.

Zu den wichtigsten Kennzahlen für Standard & Poor's gehören:

- Das Verhältnis von nachhaltigem Cashflow aus laufender Geschäftstätigkeit (FFO) zu Finanzverschuldung (bereinigt um bilanzunwirksame Verbindlichkeiten, insbesondere operative Leasingverhältnisse). Hierbei handelt es sich um eine wichtige Kennzahl zur Ermittlung des finanziellen Risikos.
- Da deutsche Unternehmen häufig über – in einigen Fällen umfangreiche – liquide Mittel verfügen, bietet sich in diesen Fällen folgende Kennzahl an:
Das Verhältnis von FFO zu Nettoverschuldung (Gesamtverschuldung abzgl. liquide Mittel).
- Auch das Verhältnis von Gesamt- oder Nettoverschuldung zu EBITDA gibt Aufschluss über die Schuldendienstfähigkeit eines Unternehmens. Hierbei handelt es sich um eine weit verbreitete Kennzahl zur Bewertung des finanziellen Risikos von Unternehmen mit Bonität im nicht-investment Bereich.
- Das Verhältnis von EBITDA zu Umsatz lässt Aussagen über die operative Rentabilität zu und ist der herkömmlichen operativen Marge wie beispielsweise dem EBIT an Aussagekraft überlegen (während EBIT bei degressiver Abschreibung beispielsweise niedriger wäre als bei linearer, ist EBITDA – abgesehen von eventuellen Steuerauswirkungen – nicht betroffen).
- Das Deckungsverhältnis von EBITDA zu Nettozinsen gibt Aufschluss über die Fähigkeit des Unternehmens, Zinszahlungen aus den betrieblichen Erträgen zu leisten.

- Auch die Kennzahl EBIT zu Nettozinsen ist eine weit verbreitete Bewertungs- und Vergleichsgröße.

Das Verhältnis von FFO zu Nettoverschuldung ist in der Regel besser geeignet, das finanzielle Risiko eines Unternehmens zu bewerten als die Kennzahl Verhältnis von Nettoverschuldung zu Eigenkapital. Denn insbesondere, wenn Unternehmen mit unterschiedlichen Rechnungslegungsmethoden miteinander verglichen werden sollen, kann es zu deutlich abweichenden Eigenkapitalpositionen kommen. So lag beispielsweise das Eigenkapital von **Volkswagen** (A+/Stabil/A-1) Ende 2000 bei rund 22,5 Mrd. € gemäß HGB, gemäß IAS war es fast doppelt so hoch (43,5 Mrd. €). Mittlerweile hat das Unternehmen seine Rechnungslegung auf IAS umgestellt.

Viele Manager und Finanzanalysten in Deutschland favorisieren eine seit langem gebräuchliche Kennzahl – das Verhältnis von Eigenkapital zur Bilanzsumme. Es gibt bei Standard & Poor's keine Mindestanforderung an das Eigenkapital oder etwa eine Höchstgrenze für die Verschuldung zur Erreichung einer Ratingkategorie. Die absolute Verschuldungshöhe hat jedoch Auswirkungen auf die Zinsbelastung, da höhere finanzielle Verbindlichkeiten in der Regel höhere Zinszahlungen nach sich ziehen. Daher werden hiervon auch die EBITDA zu Zins und EBIT zu Zins tangiert. Steigen die finanziellen Verbindlichkeiten, so sinkt die Kennzahl von FFO zu Verschuldung und das Verhältnis von Verschuldung zu EBITDA steigt entsprechend.

Schlussfolgerung:

Mit Hilfe von Kennzahlen, die aus der Kapitalflussrechnung eines Unternehmens abgeleitet werden, kann Standard & Poor's bei seiner Analyse der finanziellen Risiken eines nach HGB bilanzierenden Unternehmens Verzerrungen durch Bilanzwahlrechte vermeiden. Im nächsten, für das 4. Quartal 2002, geplanten Beitrag werden sich die Analysten mit den Wahlmöglichkeiten zur Schaffung und Auflösung stiller Reserven beschäftigen, da auch diesen bei der Beurteilung der Finanzpolitik eines Unternehmens eine wichtige Rolle zukommt.

Die Kapitalflussrechnung leistet einen bedeutenden Beitrag zu mehr Transparenz.

Seit Emittenten in Deutschland in ihren Jahresabschlüssen die Kapitalflussrechnung gemäß DRS 2 berücksichtigen, hat sich die Transparenz der wirtschaftlichen Lage des Unternehmens bedeutend verbessert. Standard & Poor's ist der Auffassung, dass sich den Unternehmen durch diese erhöhte Transparenz zusätzliche Möglichkeiten zur Mittelaufnahme eröffnen – unabhängig davon, ob diese Mittel von Aktien- oder Anleiheninvestoren oder von Banken stammen.

This report was reproduced from Standard & Poor's RatingsDirect, the premier source of real-time, Web-based credit ratings and research from an organization that has been a leader in objective credit analysis for more than 140 years. To preview this dynamic on-line product, visit our RatingsDirect Web site at www.standardandpoors.com/ratingsdirect.

Standard & Poor's.
Setting The Standard.



Published by Standard & Poor's, a Division of The McGraw-Hill Companies, Inc. Executive offices: 1221 Avenue of the Americas, New York, NY 10020. Editorial offices: 55 Water Street, New York, NY 10041. Subscriber services: (1) 212-438-7280. Copyright 2000 by The McGraw-Hill Companies, Inc. Reproduction in whole or in part prohibited except by permission. All rights reserved. Information has been obtained by Standard & Poor's from sources believed to be reliable. However, because of the possibility of human or mechanical error by our sources, Standard & Poor's or others, Standard & Poor's does not guarantee the accuracy, adequacy, or completeness of any information and is not responsible for any errors or omissions or the result obtained from the use of such information. Ratings are statements of opinion, not statements of fact or recommendations to buy, hold, or sell any securities.