

**Zur Problematik des Ratings  
von Versicherungskonzernen**

**Munich Business School Working Paper**

2005-17

**Tristan Nguyen**  
Munich Business School  
Elsenheimerstraße 61  
D-80687 München  
E-Mail: [Tristan.Nguyen@munich-business-school.de](mailto:Tristan.Nguyen@munich-business-school.de)

## Was bedeutet Rating?

Der Begriff Rating stammt aus dem Englischen und kann etwa mit „*Einschätzung*“ bzw. „*Bewertung*“ übersetzt werden<sup>1</sup>. Im *weitesten* Sinne sind Ratings Beurteilungen der Qualität eines *beliebigen Objekts*, welche anhand von Noten einer Skala abgelesen werden können: Studenten einer Universität werden zum Beispiel im Rahmen von Prüfungen durch Professoren einem Rating hinsichtlich ihrer *fachlichen Kenntnisse* unterzogen. Auch Banken fordern von mittelständischen Unternehmen ein Rating ihrer *Zahlungsfähigkeit* an, bevor sie ihnen Kredit gewähren. Neuerdings werden Städte-Ratings durchgeführt, welche das *wirtschaftliche Umfeld* einer Stadt bewerten.

Aber die *eigentliche* Bedeutung eines Unternehmensratings besteht in der Beurteilung des **Ausfallrisikos eines Unternehmens**. Es handelt sich also um eine Einschätzung darüber, wie es um das Fortbestehen eines Unternehmens in einem konkurrierenden Umfeld aussieht. Ratings sind somit Bewertungen, welche die Fähigkeit eines Unternehmens beschreiben, den momentanen und zukünftigen Zahlungsverpflichtungen nachzukommen. Dabei erfolgt der Rating-Prozess in ähnlicher Weise wie die Vergabe von Schulnoten. Zunächst werden einzelne Teilaspekte des zu bewertenden Unternehmens (Eigenkapitalausstattung, Qualität der Führungskräfte, Existenz und Effizienz eines internen Risikomanagements, Wettbewerbssituation usw.) analysiert und mit einer bestimmten Note versehen. Anschließend wird aus den Einzelnoten eine Gesamtnote gebildet. Die Klassifizierung umfasst in der Regel die Notenskala von AAA (höchste Bonität) bis D (schlechteste Bonität bzw. Zahlungsunfähigkeit). Jede Note in der Bewertungsskala verkörpert eine bestimmte statistische Ausfallwahrscheinlichkeit.

Dass besonders *Versicherungen* beliebte Rating-Objekte sind, spiegelt sich in der starken medialen Präsenz von Versicherungsratings wider. Dies ist im Wesentlichen auf die Deregulierung des Versicherungsmarktes in Deutschland Mitte der neunziger Jahre zurückzuführen, die für die Versicherungsunternehmen auf der einen Seite neue Gestaltungsmöglichkeiten bezüglich Produktentwicklung und Preisgestaltung bedeutete. Auf der anderen Seite wurden die Versicherungsunternehmen aufgrund des verstärkten Wettbewerbsdrucks quasi gezwungen, auf der Kapitalanlagenseite eine riskantere Anlagestrategie zu verfolgen (z. B. höhere Aktienbestände), um die versicherungstechnischen Verluste auf der Passivseite auszugleichen.

Mit dem Einbruch der Kapitalmärkte geriet jedoch auch die Versicherungsbranche in Turbulenzen. Im Jahre 2003 wurde z. B. die Mannheimer Lebensversicherung zum ersten Fall für die Auffanggesellschaft „Protektor“, welche das zahlungsunfähig gewordene Unternehmen stützen musste. Solche spektakulären Zusammenbrüche von Versicherungsunternehmen erhöhen das allgemeine Interesse an Beurteilungen von Experten über die Finanzstärke von Versicherungsunternehmen.

## Adressaten des Versicherungsratings

Als Marktakteure stehen Versicherungsunternehmen zwischen einer Vielzahl von weiteren Marktteilnehmern. Ratings sollen und wollen den Informationsbedarf dieser verschiedenen Marktteilnehmer decken.

- *Versicherungsnehmer* suchen angemessenen Versicherungsschutz. Ratings können bei der Wahl einer Versicherung bzw. eines Versicherungsprodukts als Orientierungshilfe dienen.
- *Makler* empfehlen bevorzugt Versicherungen mit guten Ratings.<sup>2</sup> Zum einen verkaufen sich Produkte einer hoch bewerteten Versicherung besser, und zum anderen kann sich der Makler vor eventuellen Kundenklagen nach Ausfall eines Unternehmens durch Vorlage eines zum Zeitpunkt des Vertragsabschlusses guten Ratings schützen.
- *Investoren* bevorzugen Unternehmen mit geringer Ausfallwahrscheinlichkeit, um ihr Risiko zu minimieren. Die Beurteilung der Ausfallwahrscheinlichkeit ist gerade die ursprüngliche Bedeutung des Ratings.
- *Rückversicherer* betrachten die Ratings der Erstversicherer, bevor sie ihnen Rückversicherungsschutz gewähren. So können sie das Zeichnungsrisiko besser einschätzen.
- *Erstversicherer* beobachten die Ratings der Rückversicherer, da sie im Leistungsfall auf deren finanzielle Unterstützung angewiesen sind.
- *Aufsichtsbehörden* können Ratings von Versicherungsunternehmen als Warnsignal interpretieren, bevor sie eventuell einschreiten.
- *Captive-Manager* achten bei der Zession von Risiken auf das Rating der Erst- bzw. Rückversicherungsunternehmen.

Ein gutes Rating gibt dem Versicherer einen *Wettbewerbsvorteil*. Versicherungsunternehmen nutzen immer häufiger gute Ratings als *Marketinginstrument*, um das Image bei Kunden, Lieferanten, Mitarbeitern oder in der allgemeinen Öffentlichkeit zu verbessern<sup>3</sup>. Darüber hinaus wird durch die hohe Akzeptanz der Ratings geradezu erwartet, dass sich ein Versicherer einem Rating unterzieht.<sup>4</sup> Ein Unternehmen, das sich einer solchen Bewertung entzieht, muss sich den

---

<sup>1</sup> Vgl. Romeike, F. (2004), Rating von Versicherungsunternehmen, in Hirschmann, S./Romeike, F. (Hrsg.), Rating von Versicherungsunternehmen, S. 13.

<sup>2</sup> Vgl. Schulz, J. / Glissmann, M. (2005), Versicherer und Makler stellen an Ratings unterschiedliche Ansprüche, in: Versicherungswirtschaft, S. 330.

<sup>3</sup> Vgl. Romeike, F. (2004), S. 17.

<sup>4</sup> Vgl. Schmidt-Kasperek, U. (2005) Kein Entkommen aus der Rating-Welt, in: Versicherungswirtschaft, S. 347.

Vorwurf von Kapitalmarktteilnehmern gefallen lassen, es habe unter Umständen Schwächen zu verbergen.

Durch ein positives Rating wird die Aufnahme von Fremdkapital erleichtert und die Fremdkapitalverzinsung fällt günstiger aus.<sup>5</sup> Die Kosten für Rückversicherungsschutz sinken, wenn die Rückversicherungsgesellschaft der Auffassung ist, dass sie durch die Deckung eines Versicherers mit gutem Rating kein hohes Geschäftsrisiko eingeht. Insgesamt betrachtet gewinnt das Rating von Versicherungsunternehmen aufgrund der Vielzahl der Interessengruppen und die daraus resultierenden Nutzungsmöglichkeiten immer mehr an Bedeutung.

### **Probleme beim Rating von Versicherungsunternehmen**

Häufig haben wir in der Versicherungsbranche den Fall, dass ein Versicherungsunternehmen Mitglied eines Konzerns – einer Unternehmensgruppe - ist, z.B.

- Die VICTORIA VersicherungsAG gehört zu der *ERGO-Gruppe*,
- Die AXA Krankenversicherung AG ist Tochterunternehmen in der *AXA Gruppe*,
- Die Allianz Lebensversicherungs-AG gehört zu der *Allianz Gruppe*.

Ein Konzern ist im Wesentlichen eine Gruppe von selbständigen Unternehmen. Diese Gruppe bildet zusammen eine wirtschaftliche Einheit, die unter einer gemeinsamen Leitung steht. Diese gemeinsame Leitung kann eine Holdinggesellschaft übernehmen, welche die Anteile an den Unternehmen der Gruppe hält.

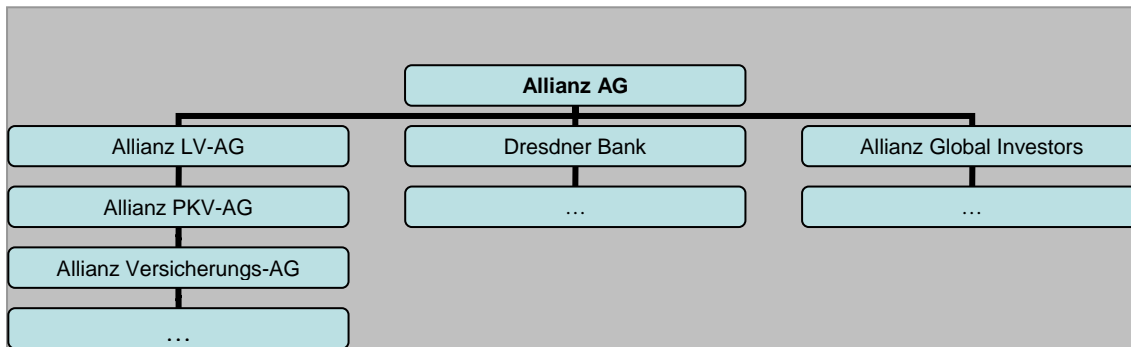
Ein Exempel für ein solches Konstrukt ist die *Allianz Gruppe*<sup>6</sup>. Die Holdinggesellschaft ist in diesem Fall die Allianz AG. Sie bildet das Dach einer Gruppe zahlreicher Unternehmen aus den Bereichen:

- *Versicherungen*: darunter
  - Allianz Lebensversicherungs-AG
  - Allianz Private Krankenversicherungs-AG
  - Allianz Versicherungs-AG (Schaden- und Unfallversicherung)
- *Bankgeschäft*: wie etwa die Dresdner Bank
- *Asset Management*: beispielsweise Allianz Global Investors

---

<sup>5</sup> Vgl. Swiss Re (2003), sigma Nr. 4/2003, Insurance company ratings, S. 4.

<sup>6</sup> Vgl. Allianz Gruppe (2005), Geschäftsbericht Allianz Gruppe 2004.



Als Anteilseigner ist die Holdinggesellschaft mit allen Tochtergesellschaften ihres Konzerns verbunden. Ist ein Tochterunternehmen in einer wirtschaftlichen Schieflage, so kann die Holding dieses Unternehmen finanziell unterstützen. Dies ist grundsätzlich möglich, indem die Tochter Schulden auf Ebene der Muttergesellschaft aufnimmt und als ihr Eigenkapital ausweist. Es lassen sich noch weitere Möglichkeiten der Koppelung zwischen einer Holding und seinen Konzerngesellschaften zeigen. So kann eine Holdinggesellschaft prinzipiell die Rolle eines *Konzernrückversicherers* wahrnehmen. Dies ist bei der Allianz Gruppe der Fall.<sup>7</sup>

Auch zwischen den Einzelunternehmen verschiedener Untergruppen eines Konzerns können Verflechtungen bestehen. Ein Blick auf das Internetportal der Dresdner Bank<sup>8</sup> – in unserem Beispiel ein Unternehmen der *Bankengruppe* – zeigt, dass den Privatkunden eine breite Palette an Versicherungsprodukten angeboten wird, die aus den anderen Tochtergesellschaften der *Versicherungsgruppe* stammt. Als weiteres mögliches Bindeglied zwischen zwei Tochterunternehmen sind *Risikotransfers* von einer Bankgesellschaft zu einer Versicherungsgesellschaft im Zusammenhang mit den Eigenkapitalrichtlinien aus „Basel II“ denkbar. Es existieren also vielseitige wirtschaftliche Verflechtungen zwischen den Mitgliedern einer Unternehmensgruppe.

Will nun eine Rating-Agentur einen Versicherer aus einer Unternehmensgruppe bewerten, so stehen folgende alternativen Ansätze zur Wahl<sup>9</sup>:

- *Individualrating*: Man betrachtet den Versicherer als ein selbständiges Unternehmen. Auf dieses Einzelunternehmen wird der Rating-Prozess durchgeführt, ohne die Verbundenheiten mit anderen Gruppenmitgliedern zu berücksichtigen.
- *Gruppenrating*: Man fasst eine Unternehmensgruppe als eine *wirtschaftliche Einheit* auf. Das Rating wird auf die Gruppe angewandt und die Ratingnote auf die einzelnen Gesellschaften übertragen.

<sup>7</sup> Vgl. Allianz Gruppe (2005), S. 45.

<sup>8</sup> Vgl. <https://www.dresdner-privat.de/>.

<sup>9</sup> Vgl. Kühner, C. (2005), Kriterien für das Rating von Versicherungsgruppen, in: Achleitner, A.-K./Everling, O. (Hrsg.), *Versicherungsrating*, S. 213 f.

- *Teileigenschaftsrating*: Man führt sowohl die jeweiligen Einzelratings als auch ein Rating der Gesamtgruppe durch. Je nach beobachteten Abhängigkeiten zur Gesamtgruppe werden die Noten der Einzelratings angepasst, um die Auswirkungen der Konzerneinbindung zu berücksichtigen.

Die Entscheidung darüber, welcher Rating-Ansatz (Individualrating, Gruppenrating bzw. Teileigenschaftsrating) zur Anwendung kommt, kann nur getroffen werden, wenn eine angemessene Due Diligence für den Konzern als Ganzes sowie für einzelne Konzernunternehmen durchgeführt wurde. Im Allgemeinen kann man sagen: Je strategisch wichtiger ein Tochterunternehmen für den Konzern ist, desto wahrscheinlicher kommt das Gruppenrating bzw. das Teileigenschaftsrating zum Einsatz. Im Folgenden werden die Ansätze dargestellt, nach denen die führenden Rating-Agenturen Standard & Poor's, Fitch und Moody's Versicherungsgruppen bewerten.

### **Gruppenrating von Standard & Poor's**

Standard & Poor's ist prinzipiell der Auffassung, dass eine Muttergesellschaft eine in finanzielle Schieflage geratene Tochter finanziell unterstützt. Die Praxis hat aber jedoch gezeigt, dass Muttergesellschaften immer häufiger von einer notleidenden Tochtergesellschaft Abstand genommen haben, indem sie diese verkauft haben. Ob die in finanzielle Schwierigkeit geratene Tochtergesellschaft verkauft wird, hängt vielfach davon ab, welche Rolle sie für die strategische Ausrichtung des gesamten Konzerns spielt und ob die Unternehmensgruppe finanziell in der Lage ist, die notleidende Tochtergesellschaft mit zusätzlichem Kapital zu unterstützen. Deshalb gilt es bei der Bewertung, zwei Punkte zu hinterfragen:

- Wie sieht es um die finanzielle Stabilität der Unternehmensgruppe *insgesamt* aus?
- Welche strategische Bedeutung für den gesamten Konzern kommt den einzelnen Tochtergesellschaften zu?

Die Bewertung einer Versicherungsgruppe erfolgt bei Standard & Poor's in drei Schritten<sup>10</sup>.

#### **Schritt 1:**

Zunächst wird die finanzielle Stabilität der gesamten Versicherungsgruppe bewertet. Bei dieser Bewertung fließen ein:

- der konsolidierte Konzernabschluss und
- die Jahresabschlüsse der einzelnen Konzerngesellschaften.

---

<sup>10</sup> Vgl. Rief, W. (2004), Rating-Prozess und Bewertungskriterien bei Ratings von Lebens, Unfall- und Sachversicherern, in Hirschmann, S./Romeike, F. (Hrsg.), Rating von Versicherungsunternehmen, S. 63-70 sowie Standard & Poor's (1998), Life Insurance Ratings Criteria, S. 52-57.

Die Beurteilung der finanziellen Stabilität erfolgt sowohl für den gesamten Konzern als auch für die maßgeblichen Tochtergesellschaften und umfasst v. a. die folgenden Aspekte:

- die *Kapitalausstattung*,
- die jeweilige *Wettbewerbsposition* sowie
- die *Ertragskraft* der einzelnen Konzerngesellschaften.

Basierend auf der Bewertung der „wesentlichen operativen Einheiten“ vergibt Standard & Poor's eine Ratingnote für den gesamten *Versicherungskonzern*. Sie gilt zunächst als Referenz für die Ratingnoten der *einzelnen* Konzerngesellschaften.

### **Schritt 2:**

Die Konzerngesellschaften werden in drei Kategorien eingeteilt:

- Kerngesellschaften (Core Companies),
- strategisch wichtige Gesellschaften und
- nichtstrategische Gesellschaften.

Zu den *Kerngesellschaften* zählen Unternehmen, auf die unter anderem folgende Merkmale zutreffen, die nicht alle gleichzeitig erfüllt sein müssen:

- Die Gesellschaft ist fest in die Strategie des Konzerns eingebunden (d.h. ein Verkauf ist eher auszuschließen).
- Das Geschäft der Tochtergesellschaft birgt nur ein relativ geringes finanzielles Risiko für die finanzielle Stabilität des gesamten Konzerns.
- Der Name der Tochtergesellschaft stimmt mit dem Namen der Muttergesellschaft überein. Es sei denn, finanzielle Motive sprechen für einen anderen Namen.
- Es ist ein ausgeprägter finanzieller Einsatz seitens der Muttergesellschaft für die Tochtergesellschaft erkennbar.
- Geschäftstätigkeiten des Tochterunternehmens finden hauptsächlich innerhalb des Konzerns statt (Beispiel: Die Tochtergesellschaft schließt einen Großteil des Rückversicherungsgeschäfts intern bei der Muttergesellschaft ab).
- Das Kapital der Gesellschaft macht mindestens 5% bis 10% des Konzernkapitals aus (oder es ist anzunehmen, dass ein solcher Anteil in drei bis fünf Jahren erreicht wird)
- In der in Schritt 1 erfolgten Bewertung der Kapitalausstattung unterscheidet sich das Tochterunternehmen vom Konzern um höchstens eine Ratingkategorie.
- Die Muttergesellschaft ist zu mehr als 50% Anteilseigner der Tochtergesellschaft.

*Strategisch wichtige Tochtergesellschaften* erfüllen unter anderem folgende Kriterien:

- Die Tochtergesellschaft erfüllt zwar die meisten Kriterien einer Kerngesellschaft. Ihr Eigenkapital beträgt jedoch weniger als 5 % des Konzernkapitals.
- Die Tochtergesellschaft ist für die langfristige Strategie des Konzerns wichtig, betreibt ihr operatives Geschäft jedoch größtenteils selbständig und tritt häufig unter anderen Markennamen am Markt auf.
- Die Gesellschaft erhielt bei Bewertung ihrer Kapitalausstattung die Note „BBB“ („gut“) oder besser.
- Es war in der Vergangenheit ein starker finanzieller Einsatz seitens des Konzernmanagements für die Tochtergesellschaft erkennbar, weshalb ein Verkauf der Gesellschaft mittelfristig nicht anzunehmen ist.
- Kundenstamm und Vertriebswege der Tochtergesellschaft sind zwar weitestgehend übereinstimmend mit denen anderer Konzerngesellschaften, jedoch ist ihr Underwriting-Risiko für den Konzern relativ hoch.

#### *Nichtstrategische Tochtergesellschaften*

Unter anderem sind diese Merkmale für die Gruppe der nichtstrategischen Tochtergesellschaften typisch:

- Die Tochtergesellschaft fällt weder in die Kategorie „Kerngesellschaft“, noch in die Gruppe „Strategische Tochtergesellschaft“.
- Die Gesellschaft erhielt bei Bewertung ihrer Kapitalausstattung die Note „BB“ („marginal“) oder schlechter.
- Die Gesellschaft befindet sich in der Aufbauphase.
- In absehbarer Zukunft ist ein Verkauf der Gesellschaft wahrscheinlich.
- Das Unternehmen wirtschaftet in hohem Maße unprofitabel und vertreibt aus Sicht des gesamten Konzerns eher Nebenprodukte.

#### **Schritt 3:**

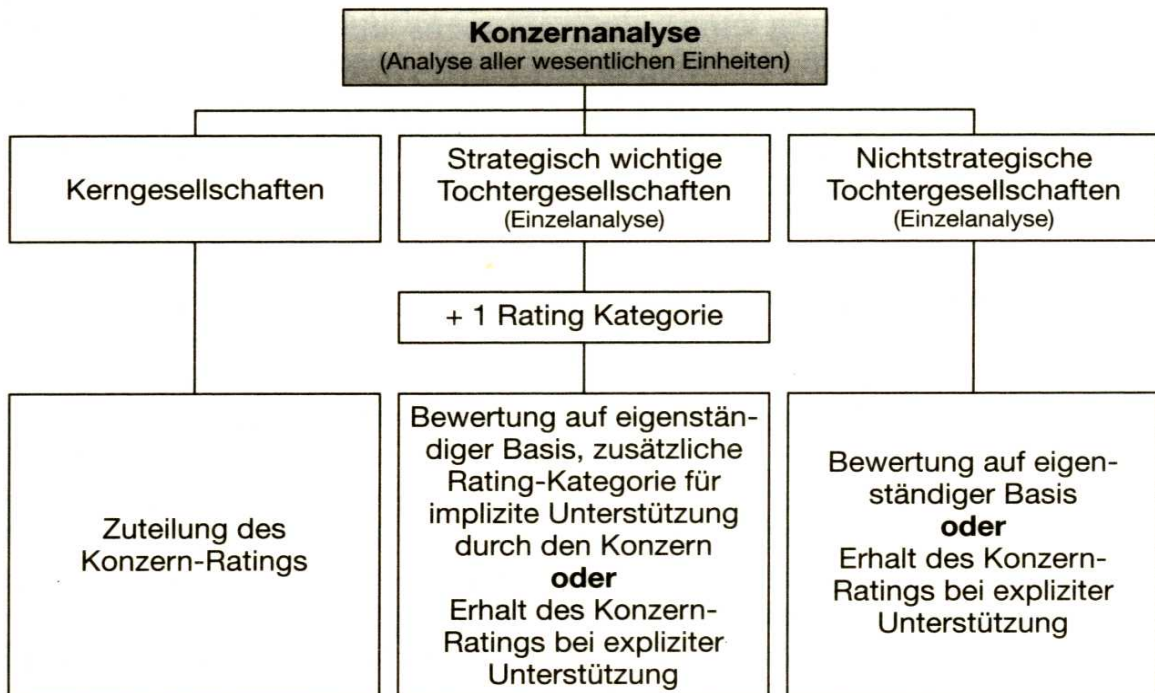
Im letzten Schritt erfolgt schließlich die Zuteilung der Ratingnoten an die einzelnen Tochtergesellschaften.

- Die Unternehmen aus der Gruppe der *Kerngesellschaften* erhalten im Allgemeinen die Ratingnote der *Gesamtgruppe*, die in Schritt 1 vergeben wurde.
- Die *strategisch wichtigen Tochtergesellschaften* erhalten in der Regel die Note ihrer *Einzelanalyse* aus Schritt 1. Die Ratingnote kann um 1 Kategorie (z.B. von „A“ („sehr gut“) auf „AA“ („ausgezeichnet“)) heraufgesetzt werden. Dies ist dann der Fall, wenn Standard & Poor's der Auffassung ist, dass eine Unterstützung durch die Gesamtgruppe gegeben ist.



Besteht eine *ausdrückliche Garantie*, dass die Muttergesellschaft gegebenenfalls die Verbindlichkeiten der Tochtergesellschaft erfüllt, kann die Note des *Konzernratings* auf die *strategisch wichtige Tochtergesellschaft* übertragen werden.<sup>11</sup>

- Die Ratingnote der *nicht-strategischen Gesellschaften* ergibt sich ausschließlich aufgrund der im ersten Schritt durchgeführten Einzelanalyse. Es kann eine Feinabstimmung der Ratingnote um einen „notch“<sup>12</sup> (z.B. von „A“ auf „A+“) erfolgen, wenn in Zeiten wirtschaftlicher Belastung Hilfe von der Muttergesellschaft als wahrscheinlich angesehen wird.



### Gruppenrating von Fitch

Zunächst definiert Fitch das Kerngeschäft bzw. die Kerngeschäfte der Versicherungsgruppe, um die strategische Ausrichtung des Konzerns zu ermitteln. Anschließend ordnet Fitch analog zu der Vorgehensweise von Standard & Poor's die einzelnen Konzerngesellschaften entsprechend ihrer strategischen Bedeutung für den Konzern den folgenden Klassen zu:

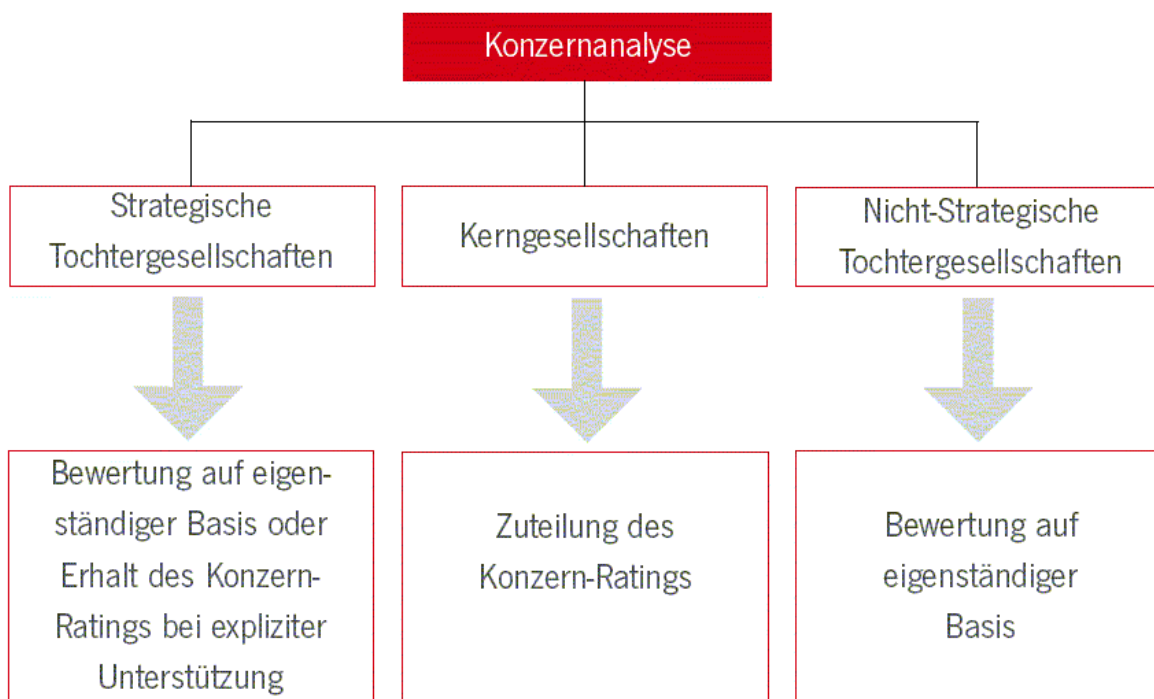
- Kerngesellschaften*: es sind Tochtergesellschaften, die einen hohen strategischen Wert für das Kerngeschäft der Gruppe darstellen und einen hohen Beitrag zur Erreichung der Zielsetzungen der Gruppe beitragen.
- Strategische Gesellschaften*: es sind Tochtergesellschaften, die zwar eine langfristige Erfolgsaussicht für den Konzern aufweisen, ihr Geschäft jedoch nicht unbedingt zum Kerngeschäft der Gruppe gehört.

<sup>11</sup> Vgl. Rief, W. (2004), S. 69 („Explizite Unterstützung“).

- Sonstige Versicherer: es sind Tochtergesellschaften, die nicht zu den obigen zwei Kategorien gehören.

Die jeweiligen Ratingnoten ergeben sich wie folgt<sup>13</sup>:

- *Kerngesellschaften*. Die Unternehmen dieser Klasse erhalten die Bewertung, die sich aus dem Rating der gesamten Versicherungsgruppe ergibt. Es liegt also der Ansatz des *Gruppenratings* zugrunde.
- *Strategische Unternehmen*. Die Gesellschaften dieser Kategorie können sowohl auf Basis von *Individual-, Teileigenschafts- oder Gruppenratings* bewertet werden. Die Wahl einer dieser drei Alternativen hängt davon ab, wie hoch Fitch die strategische Bedeutung der Gesellschaft einschätzt und/oder ob Stützungserklärungen seitens der Muttergesellschaft bestehen.<sup>14</sup>
- *Sonstige Unternehmen*. Grundsätzlich werden solche Unternehmen als selbständige Gesellschaften betrachtet und erhalten ein *Individualrating*.



<sup>12</sup> Vgl. Standard & Poor's (1998), S. 54.

<sup>13</sup> Vgl. Metzler, M. (2004), Kriterien für das Rating deutscher Lebensversicherer, in Hirschmann, S./Romeike, F. (Hrsg.), Rating von Versicherungsunternehmen, S. 104-115 sowie Kühner, C. (2005).

<sup>14</sup> Vgl. Fitch Ratings (2003), Finanzstärke ist messbar, S. 24.

## Gruppenrating von Moody's

Bei der Bewertung eines Konzerns vergibt Moody's anders als Standard & Poor's oder Fitch *keine kumulierte Gesamtnote*, die für jedes Unternehmen dieser Gruppe gelten soll.<sup>15</sup> Unabhängig davon, welche strategische Rolle die Tochterunternehmen für den gesamten Konzern spielen, werden sie einem Individualrating unterzogen.

Die von Moody's vergebenen Ratings gelten immer für *einzelne* Unternehmen innerhalb des Konzerns. Der Grund für diese Vorgehensweise liegt laut Moody's in der Erfahrung, dass während finanzieller Krisen einer Tochtergesellschaft die Unterstützung durch den Konzern eventuell weniger stark ausfällt, sei es weil die strategische Bedeutung der Tochter nicht genügend hoch ist, sei es weil der Konzern selber in finanziellen Schwierigkeiten steckt. Deshalb erhält *jedes* Mitglied einer Versicherungsgruppe ein *eigenes* Rating.

Das bedeutet jedoch nicht, dass verschiedene Tochtergesellschaften innerhalb eines Konzerns nicht die gleichen Ratingnoten erhalten können. Dieser Fall kann eintreten, wenn Moody's der Meinung ist, dass die Insolvenz einer Tochtergesellschaft der gesamten Gruppe dermaßen schaden könnte, dass sie in einem solchen Fall von anderen Konzerngesellschaften unterstützt werden müsse.<sup>16</sup>

Im Folgenden soll die Vorgehensweise der Rating-Agenturen bei der Bewertung von Versicherungsgruppen kritisch hinterfragt werden.

## Unterscheidungsqualität

Die Rating-Agenturen haben erkannt, dass ein Konzern ein Konstrukt ist, in dem Abhängigkeiten zwischen den Konzernmitgliedern existieren können. Diese Verbundenheiten können sowohl im Verhältnis der Muttergesellschaft zu ihren Tochtergesellschaften, als auch zwischen den einzelnen Tochterunternehmen bestehen. Es wäre jedoch falsch, einen Versicherungskonzern prinzipiell als *eine wirtschaftliche Einheit* zu betrachten und eine gesamte Note für den Konzern zu geben. Beispielsweise könnten mit der einheitlichen Betrachtungsweise wirtschaftlich schwache Tochtergesellschaften eines an sich gesunden Konzerns *überbewertet* werden.

Ein gewisses Maß an Differenzierung ist also notwendig und findet bei den drei betrachteten Ratinggesellschaften auch Anwendung. Standard & Poor's und Fitch werden diesem Anspruch gerecht, indem sie die Konzerngesellschaften in drei Klassen einteilen und diese auf Basis von *Einzelratings*, *Gruppenratings* oder einer *Kombination* dieser beiden Ansätze bewerten.

---

<sup>15</sup> Vgl. Harris, S. / Braun, B. / Naumann, A. (2004), Moody's' Rating-Methodik für europäische Lebensversicherungen, in Hirschmann, S./Romeike, F. (Hrsg.), Rating von Versicherungsunternehmen, S. 80.

<sup>16</sup> Vgl. Moody's (2001), European Life Insurance Rating Methodology, S. 10.

Moody's führt sogar prinzipiell eine Einzelbewertung für jede der Konzerngesellschaften durch und vergibt nur in Ausnahmefällen (s.o.) ein Teilgruppenrating. Der Grundgedanke, einzelne Gesellschaften oder zumindest bestimmte Unternehmensgruppen innerhalb eines Konzerns getrennt zu betrachten, ist nachvollziehbar und erscheint sinnvoll. Allerdings mag der Ansatz von Moody's, ausnahmslos *jeder* Konzerngesellschaft ein *Einzelrating* zu erteilen, nicht immer angemessen sein. Es wird nur dann ein *Teilgruppenrating* vergeben, „wenn Moody's zu der Einschätzung gelangt, dass der Zahlungsausfall einer der Tochtergesellschaften dem gesamten Konzern in einem solchen Ausmaß schaden würde, dass die Tochtergesellschaft von den anderen aufgefangen werden müsste“<sup>17</sup>. Dies bedeutet, dass Moody's nur zwischen *zwei* Arten von Konzerngesellschaften unterscheidet:

- Tochtergesellschaften, die so stark in den Konzern integriert sind, dass sie zusammen mit anderen Tochtergesellschaften als Teilgruppe bewertet werden.
- Tochterunternehmen, die insgesamt weniger stark in den Konzern eingebunden sind und deshalb einem Individualrating unterzogen werden.

Die Qualität der Unterscheidung Moody's liegt somit unter derjenigen von Standard & Poor's und Fitch, die die Tochtergesellschaften eines Konzerns in *drei* Kategorien (*Kerngesellschaften*, *strategisch wichtige* und *strategisch nicht wichtige* Unternehmen) einteilen und darauf aufbauend bewerten. Somit tragen unter diesem Aspekt die Ansätze von Standard & Poor's und Fitch den verschiedenen Rollen der Konzernunternehmen besser Rechnung.

### **Subjektiver Charakter des Bewertungsansatzes**

Ein Kritikpunkt betrifft den teilweise subjektiven Entscheidungsprozeß bei der Bewertung einer Unternehmensgruppe. Bei den Ratingansätzen von Standard & Poor's und Fitch berührt dies vor allem die Überprüfung der Kriterien, nach denen eine Tochtergesellschaft einer der Kategorien *Kerngesellschaften*, *strategisch wichtige* und *nicht-strategische* Gesellschaften zugeordnet wird. Diese Kriterien sind zum Teil „weich“, d.h. eine klare Feststellung, ob sie erfüllt oder nicht erfüllt werden, gestalten sich in vielen Fällen schwierig. Dies könnte zu Inkonsistenzen bei der Bewertung führen.

Beispielsweise lässt sich folgendes Kriterium für Kerngesellschaften von Standard & Poor's nicht eindeutig abgrenzen: „Das Konzernmanagement zeigt ein starkes finanzielles Engagement für die Gesellschaft.“ Trotzdem ist dieses Kriterium immerhin mitentscheidend, ob ein Konzernunternehmen als *Kerngesellschaft* oder als *strategisch wichtige Gesellschaft* eingestuft wird. Von dieser Einschätzung hängt letztendlich ab, ob dieser Gesellschaft die Ratingnote des Konzerns zugeordnet wird, oder ob eventuell ein Rating auf eigenständiger Basis durchgeführt werden muss. Dies kann sich auf die Bewertung des betroffenen Einzelunternehmens nachteilig auswirken.

---

<sup>17</sup> Vgl. Harris, S. / Braun, B. / Naumann, A. (2004), S. 80.

## Glaubwürdigkeit des Managements

Manche Entscheidungskriterien können nur anhand von Aussagen des Managements überprüft werden. Ein Beispiel dazu bieten die *Stützungserklärungen*, die eine Muttergesellschaft gegenüber ihren Tochterunternehmen abgeben kann. Eine solche Stützungserklärung ist ein Zeichen für die Eingebundenheit einer Tochtergesellschaft in den Gesamtkonzern.

Fitch akzeptiert als Stützungsform *Patronatserklärungen* der Muttergesellschaft, wenn es um die Einordnung eines Unternehmens in die Kategorie der *strategisch wichtigen Gesellschaften* geht (statt sie der Kategorie *sonstige Gesellschaften* zuzuordnen). Patronatserklärungen sind Stützungserklärungen, die in schriftlicher Form festgehalten werden. Trotzdem stellen sie eine *rechtlich unverbindliche* Bekundung dar.<sup>18</sup> Deshalb sollten solche Ausführungen – auch, wenn sie in schriftlicher Form vorliegen – sehr kritisch betrachtet werden.

Es ist denkbar, dass eine wirtschaftlich schwache Tochtergesellschaft trotz einer solchen Patronatserklärung keine Hilfe von ihrer Muttergesellschaft erhält. Der Wahrheitsgehalt einer Stützungserklärung hängt vor allem von der Glaubwürdigkeit der Aussagen des Managements ab. Es ist jedoch nicht möglich, darüber eine *objektive* Entscheidung zu treffen. Möglicherweise kommt dadurch eine Tochtergesellschaft in den Genuss einer besseren Ratingnote, da ihr als *strategisch wichtige Gesellschaft* das Konzernrating übertragen wird.

---

<sup>18</sup> Vgl. Kühner, C. (2005), S. 216.