



ASSET BASED LENDING

Der Vorher-Nachher-Effekt

Wie Asset-based Lending das Bilanzrating verbessert

Erstaunliche Ergebnisse zeigten sich bei einer Studie zum Einsatz von Asset-based Lending: Bis zu fünf Notches konnten die untersuchten Unternehmen bei einem einfachen Bilanzrating ihre Einstufung verbessern.

Foto: iStock

Von Werner Weiß

Getrieben von den Veränderungen an den Finanzmärkten wird der Mittelstand zunehmend mit Finanzierungsinstrumenten konfrontiert, die bis dato zumindest in Deutschland wenig bis gar nicht bekannt waren. Mezzanine, Genussscheine, Hybridkapital, ABS, Factoring – allesamt Produkte, die den Bankkredit ergänzen können und sollen.

In diesem Zusammenhang rückt die Klassifizierung von Unternehmen nach Bonitätsklassen zunehmend in den Vordergrund. Ratingagenturen bewerten nach ihren eigenen Systematiken das Ausfallrisiko eines Unternehmens und fassen die Bonität in Skalen zusammen.

Nahezu jedes Unternehmen ist schon einmal geratet worden, oft ohne das Wissen der Betroffenen. Ein einfaches Beispiel ist die simple Anfrage an eine EDV-Firma für das Leasing eines PCs. Der EDV-Lieferant kooperiert in der Regel mit einer Leasinggesellschaft, die wiederum zur Bewertung des „Leasingrisikos“ eine Bonitätsauskunft bei einer Wirtschaftsauskunft einholt. Anhand der Bonität wird das Risiko kalkuliert und anschließend in der Leasingrate „gepreist“. Es ist nahezu unmöglich, sich einem solchen Rating zu entzie-

hen. Darum ist es müßig, sich einem Rating zu verweigern, viel interessanter und auch intelligenter ist der aktive und offensive Umgang damit.

Grundsätzlich können folgende Ansatzpunkte gewählt werden, um ein Rating zu verbessern:

- ➔ Verbesserung der Transparenz, etwa der Planzahlen, des Controllings und des Risikomanagements
- ➔ Systematische Reduzierung der Unternehmensrisiken
- ➔ Stärkung der Erfolgspotentiale des Unternehmens
- ➔ Verbesserung der Bilanzstruktur, Kapitalbindung, Finanzierung. Dazu gehören etwa die Reduzierung der Vorräte und die Inanspruchnahme von Beteiligungskapital oder Factoring.

Erfahrungsgemäß ist der Verkauf von Forderungen ein ausgesprochen effektiver Ansatz zur Optimierung des Working Capitals und damit zur Verbesserung des Ratings. Grundsätzlich kann dieser Verkauf durch Factoring, Asset-backed Securities (ABS) oder eine Mischform, das sogenannte Asset-based Lending (ABL), erfolgen. Um den direkten Einfluss dieser forderungs-basierten Finanzierungen zu untersuchen, ist der Tec7-Factoring-Check entwickelt worden. In dieser Simulation wird die Bilanz einem Rating unterzogen, eine ABL-Finanzierung eingesetzt und anschließend wird wiederum ein Rating erstellt. Durch diesen Vorher-Nachher-Vergleich kann der Einfluss einer solchen Finanzierung quantifiziert werden. In Zusammenarbeit mit

Bilanzveränderung der Bavaria Industriekapital AG

Bilanzkennzahl	vor ABL	nach ABL
Eigenkapitalquote	18,1%	23,0%
Gesamtkapitalrendite	8,5%	13,3%
Liquiditätsgrad 1	63,5%	145,9%
Liquiditätsgrad 2	143,0%	182,5%
Liquiditätsgrad 3	209,8%	324,1%
Dynamischer Verschuldungsgrad	2,77	0,99
Rating gesamt	BB	BBB+

Quelle: Fachhochschule Augsburg, Tec7

Professor Dr. Michael Feucht, Dekan der Fachhochschule Augsburg, wurde darüber hinaus eine empirische Studie durchgeführt, um diese Aussagen auf eine breitere Basis zu stellen.

Auswahl der Peergroup

Ausgangspunkt der Studie war die Frage, welchen Einfluss ABL-Finanzierungen auf die Bilanzen von 45 börsennotierten Gesellschaften haben würden, die einen Umsatz von maximal 800 Millionen Euro generieren. Darüber hinaus mussten diese überhaupt die Voraussetzungen für ABL erfüllen. Ihre Jahresabschlüsse für 2005 mussten vorliegen und nach dem Umsatzkostenverfahren erstellt sein. Typische Ausschlusskriterien für ABL sind Privatkundenumsätze, Teilzahlungen, Rückgaberechte und Werksverträge.

Im Rahmen der Studie wurde für jedes Unternehmen eine Asset-based-Lending-Struktur simuliert. ABL ist eine Mischform aus Factoring und ABS und vereint Vorteile aus beiden Welten. Der Vorteil liegt in der Kombination der sehr flexiblen Handhabung und der Verrechnung eines All-in-Zinssatzes. Während in ABS-Strukturen im Regelfall erhebliche Vorlaufkosten und lange Vertragsbindungen mit sehr komplexen Verträgen üblich sind, kann in einer ABL-Struktur ein vergleichbar niedriger Zinssatz erreicht werden, ohne die Flexibilität einzuschränken. Derzeit gibt es zwischen drei und fünf Anbieter auf dem deutschen Markt, die diese Innovation offerieren.

Im Beispiel wurde angenommen, dass 90 Prozent der Forderungen finanzierbar sind und diese wiederum mit einer Auszahlungsquote von 90 Prozent finanziert werden. Die Mittel wurden ausschließlich zur Tilgung der kurzfristigen Verbindlichkeiten verwendet. Als Kosten für ABL wurde der 3-Monats-Euribor + 310 Basispunkte (=6,14 Prozent p.a., Stand 10.5.2007) angesetzt. Die risikoadäquaten Kosten streuen in der gesamten Peergroup bonitätsabhängig zwischen 3M+150 und 3M+400.

Exemplarisch soll hier das Rating anhand der Bavaria Industriekapital AG durchgeführt werden. Die erste Einstu-

fung wurde mittels einer Standardsoftware zur Ratinganalyse der Prof. Dr. Schneck Rating GmbH durchgeführt. Sie ergab ein gutes Rating von BB. Das Bilanzrating liegt damit knapp unter ei-

nem Investmentgrade. Im skizzierten Beispiel verbesserte sich das Bilanzrating durch ABL um ganze vier Stufen hinein in den Investmentgrade. In der gesamten Peergroup von 45 börsenno-

Rating mit und ohne Asset-based Lending				
Lfd. Nr.	Name des Unternehmens	Bilanzrating alt	Bilanzrating neu	Anzahl Stufen
1	A.S. Creation Tapeten AG	BBB-	A-	+3
2	Agor AG	CCC+	CCC+	0
3	Ahlers AG	BB+	BBB	+2
4	Alno AG	CCC+	B	+2
5	Arques Industries AG	BB+	BBB	+2
6	Balda AG	BBB-	A+	+5
7	Bavaria Industriekapital AG	BB	BBB+	+4
8	BBS Kraftfahrzeugtechnik AG	CCC+	B-	+1
9	Berentzen Gruppe AG	B+	BBB-	+4
10	Bertrand AG	B	BBB-	+5
11	Brüder Mannesmann AG	B-	B+	+2
12	Cenit AG Systemhaus	A+	AA+	+3
13	Centrotec Sustainable AG	BB	BBB	+3
14	CeWe Color Holding AG	BB	BBB-	+2
15	Cinemia Film AG	CCC	B-	+2
16	Computerlinks AG	BB-	BBB+	+5
17	Creaton AG	BB	BB	0
18	Curtis 1000 Europe AG	CCC+	B	+2
19	D+S Europe AG	B+	BB+	+3
20	Edding AG	BB-	BB+	+2
21	Ehlebracht AG	B+	BB-	+1
22	EM TV AG	BB	BBB-	+2
23	Erlus AG	BB	BB+	+1
24	ErSol Solar Energy AG	BBB-	BBB-	0
25	Escada AG	BB-	BB+	+2
26	Gerry Weber International AG	BBB	A-	+2
27	H&R Wasag AG	BB-	BB+	+2
28	Hans Einhell AG	BBB	A-	+2
29	Herlitz AG	CCC+	B+	+3
30	Indus Holding AG	B+	BB	+2
31	Jagenberg AG	BB	BBB+	+4
32	Köhler & Krenzer Fashion AG	BB+	BBB-	+1
33	Leica Camera AG	CCC-	CCC+	+2
34	Masterflex AG	BB-	BB+	+2
35	MIFA Mitteldeutsche Fahrradwerke AG	B	BB-	+2
36	Neschen AG	C	CC	+1
37	Primion Technology AG	BB-	BBB	+4
38	Progress Werk Oberkirch AG	BB	BB+	+1
39	Silicon Sensor International AG	BB	BBB-	+2
40	STO AG	BB-	BB+	+2
41	Stöhr & Co. AG	CCC+	B+	+2
42	Sunways AG	B	B	0
43	Surteco AG	BB	BB+	+1
44	Takkt AG	BBB	BBB+	+1
45	Uzin Utz AG	BB	BB+	+1
Durchschnitt				2,11
Quelle: Fachhochschule Augsburg, Tec7				

tierten Gesellschaften verbesserte sich das Bilanzrating im Durchschnitt um 2,11 Notches.

Weniger Kurzfristverbindlichkeiten

Der sehr starke Effekt erklärt sich aus der Struktur des Working Capitals. ABL reduziert nicht nur Umlaufvermögen, sondern reduziert durch die Mittelverwendung auch kurzfristigen Verbindlichkeiten. Beide Bilanzposition werden im Ratingverfahren wegen ihrer Kurzfristigkeit als stark risikobehaftet eingesetzt. Wie stark die Auswirkung bzw. die Hebelwirkung auf das Rating ist, hängt vom Anteil der (verkaufbaren) Forderungen an der Bilanzsumme ab. Während die Sunways AG mit einer Relation von 8,8 Prozent zu einer Veränderung von +/- 0 Stufen kommt, hat die Bavaria Industriekapital AG mit einer Relation von 25,8 Prozent ein Delta von vier Stu-

fen. Die Handhabung von Banken in einem Ratingverfahren ist unterschiedlich. Tatsache ist, dass durch einen Forderungsverkauf (True Sale) ein echter Risikotransfer stattfindet. Vergleichbar ist die Bilanzierung mit Leasing als Finanzierungsform. In den internationalen Rechnungslegungen wird (vereinfacht) Financial Leasing (ohne Risikotransfer) als Verbindlichkeit ausgewiesen, während Operative Leasing (mit Risikotransfer) in der Bilanz nicht erscheint. Ähnlich verhält sich die Bilanzierung von ABL. Soweit ein echter Risikotransfer stattfindet, ist nach gängiger Praxis die Finanzierung „off-balance“.

Neben der eigentlichen Ratingverbesserung kann darüber hinaus eine Hebelwirkung auf andere Finanzierungsinstrumente erfolgen. Sowohl Fremdkapital als auch Mezzanine wer-



Werner Weiß ist Geschäftsführer von Tec7, einer auf alternative Finanzierungen spezialisierten Beratungsgesellschaft in München.

ww@tec7.net

den risikoadäquat günstiger durch das bessere Rating. Besonders attraktiv erscheint der Einsatz von Mezzanine in Kombination mit ABL. Im Beispiel könnte (wenn opportun) durch ABL das Rating in den Investmentgrade gehoben werden und anschließend Mezzanine zu erheblich attraktiveren Konditionen gewonnen werden. ←

KOMMENTAR

Window-Dressing oder echte Bonitätsverbesserung?

Die im nebenstehenden Artikel beschriebene Studie zur Auswirkung von Asset-based Lending (ABL) auf das Rating von börsennotierten Unternehmen bringt ein erstaunliches Ergebnis: Bis zu fünf Notches kann sich die Ratingeinschätzung (durchgeführt mit einem in Deutschland gängigen Ratingtool) verändern. Das ist ein für Unternehmen hochinteressantes Ergebnis, aber auch nicht wirklich neu. Durch Spielarten der Forderungsfinanzierung haben Firmen schon in der Vergangenheit ihre Bilanz wesentlich effizienter gestaltet. Oder anders ausgedrückt: „aufgehübscht“. Statistiken zeigen, dass sich der Trend in Richtung Asset-based Lending fortsetzen wird.

Dennoch sollte man die Ergebnisse kritisch hinterfragen. Kann es sein, dass sich ein Unternehmen aus dem tiefen Noninvestmentgrade allein durch eine Forderungsfinanzierung in den Investmentgrade bewegt? Einige kritische An-

merkungen sind an dieser Stelle notwendig:

Zunächst wird die in der Studie getroffene Annahme („90 Prozent der Forderungen sind finanzierbar, davon werden 90 Prozent finanziert“) im Einzelfall nicht immer zutreffen. Außerdem sind reine Bilanzratings simpler gestrickt als Bankenratings und Unternehmensratings, weil diese auch qualitative Faktoren (z.B. die Fähigkeiten des Managements, Struktur des Marktes) mit einbeziehen.

Der für die meisten Unternehmen entscheidende Punkt ist dieser: Wie bewerten die Banken den Forderungsverkauf in ihren Ratingsystemen? Es gibt hierzu bislang leider keine validen Untersuchungen, doch Gespräche mit führenden Instituten zeigen, dass die neuen Ratingverfahren die Off-Balance-Finanzierungen ebenso wie die Ratingagenturen wieder zurückrechnen können.

Auch wenn das „Tuning“ den Investor überzeugt, bleibt maßvolles Vorgehen geboten. Problematisch kann es für Unternehmen werden, wenn sie sich mit einer „optimierten“ Bilanz Mezzaninekapital besorgen. Denn der Mezzanine-Investor lässt sich möglicherweise am Anfang von guten Bilanzrelationen überzeugen. Wenn sich aber in der Laufzeit herausstellt, dass das Unternehmen nicht die nötige wirtschaftliche Substanz eines Investmentgrade-Unternehmens hat, droht dem Eigentümer Ungemach.

Jedem Unternehmer sollten die Risiken einer hohen Verschuldung bewusst sein. Schon geringfügige Planabweichungen können zu Problemen führen. Unterm Strich ermutigt das Ergebnis dennoch zum Einsatz von Asset-based Lending – wenn man mit der nötigen kaufmännischen Sorgfalt vorgeht. ←

mad