

Auswirkung von innovativen Eigenkapitalfinanzierungsformen auf das Rating

Fallstudie von Thomas F.J. Voss, MBA

Wie wirkt sich der Einsatz von **eigenkapitalnahen Finanzierungsformen** konkret auf das Rating und damit auf die Bonität eines mittelständischen Unternehmens aus? Durch Fremdkapital finanzierte **Investitionen in Wachstum** verschlechtern sich in der initialen Phase des Investitionsprojektes i.d.R. die Bilanzrelationen. Markterschließungskosten, Aufwendungen für Forschung und Entwicklung einhergehend mit Anlaufverlusten zehren an der Haftsubstanz des Unternehmens. Investitionen in das Anlagevermögen, die einerseits Ersatz- oder Erweiterungscharakter haben können, bedeuten eine Erhöhung der Bilanzsumme und – sofern über Fremdkapital finanziert – eine Verschlechterung der Eigenkapitalquote.

Der Verfasser hat auf Basis einer Fallstudie **3 Szenarien** entwickelt, die einerseits die Entwicklung von wichtigen finanzwirtschaftlichen Kennzahlen über einen Zeitraum von 5 Jahren zeigen, aber auch konkret die Auswirkung auf das Rating des mittelständischen Unternehmens dokumentieren sollen. Die Daten der Fallstudie basieren auf fiktiven Unternehmensdaten, die jedoch mit realen Bilanzrelationen und Branchenvergleichszahlen von Kunden unterlegt wurden.

Ausgangsbasis bildet ein fiktives mittelständisches Familienunternehmen aus dem Bereich Automobilzulieferung. Der Umsatz des Unternehmens lag in 2004 bei € 45 Mio. und soll bis 2008 auf € 63 Mio. steigen. Das Management ist sich bewusst, dass das Unternehmen seine Marktstellung sowie seine Qualitäts- und Kostenführerschaft nur erhalten und ausbauen kann, wenn es in neue Produktionstechnologien und die Verlagerung von Standorten ins Ausland investiert. **Hierzu benötigt das Unternehmen Kapital in Höhe von € 5 Mio.**

Die Haftsubstanz des Unternehmens ist mit 15 % Eigenkapitalquote eher unterdurchschnittlich. In den Jahren 2001-2003 wurde das Eigenkapital durch Verluste teilweise aufgezehrt. Die eingeleiteten Restrukturierungsmaßnahmen führten dazu, dass in 2004 wieder ein Jahresüberschuss von € 500.000 ausge-

wiesen werden konnte. Die schwache Eigenkapitalbasis limitiert jedoch die zukünftige Verschuldungsfähigkeit über die Hausbanken, die eine Eigenkapitalstärkung fordern.

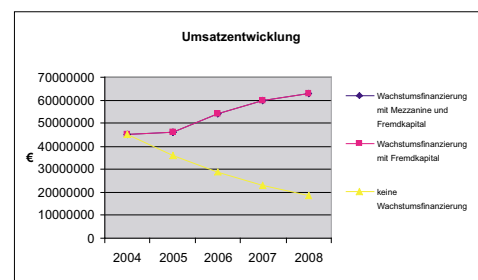
Folgende Szenarien werden nachstehend betrachtet:

- **Szenario 1**
Finanzierung durch ein Mix von Mezzanine Kapital (Eigenkapitalcharakter) in Höhe von € 1.500.000 (entspricht 1/3 des bisher haftenden Eigenkapitals) und € 3.500.000 Bankdarlehen.
- **Szenario 2**
Finanzierung ausschließlich durch € 5.000.000 Bankdarlehen (Voraussetzung ist jedoch ein positives Votum der Hausbank).
- **Szenario 3**
Das Unternehmen stellt die Investition bis auf weiteres zurück.

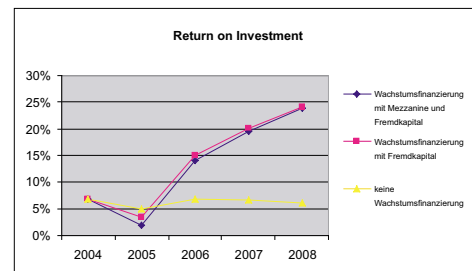
Die Planung für das Jahr 2005 berücksichtigt u.a. erhebliche Aufwendungen für die Erschließung neuer Märkte und für F&E. Das Unternehmen rechnet in Folge dieser Aktivitäten mit einem Verlust in Höhe von € 1.000.000. Auf Basis zusätzlicher Marktanteile sowie dem Investment in neue Technologien geht das Unternehmen jedoch bereits in 2006 von steigenden Umsätzen und deutlich verbessertem Ergebnisausweis aus.

Umsatz- und Rentabilitätsentwicklung

Szenario 1 und 2 führen dazu, dass das Unternehmen seine Investitions- und Umsatzziele realisieren kann. Szenario 3 bedeutet Stillstand, Verlust der Marktführerschaft und deutliche Umsatzeinbußen (siehe Grafik 1). Diese ge-



genläufige Entwicklung zeigt sich auf beim ROI – Gesamtkapitalrentabilität (siehe Grafik 2).

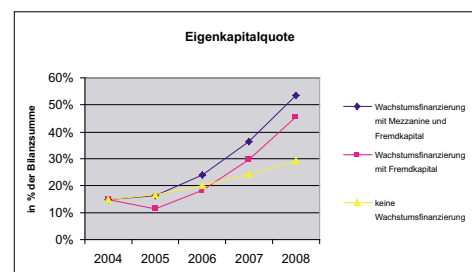


Entwicklung der Eigenkapitalquote

Die Eigenkapitalquote steigt in **Szenario 1** trotz der Anlaufverluste in 2005 durch den Einsatz von Mezzanine Kapital auf 16 % und erhöht sich in den Folgejahren durch Zuführung in die Kapitalrücklagen auf 53 %*.

Szenario 2 ist durch einen deutlichen Rückgang der EK-Quote auf 11 % (gg. bisher 15 %) in 2005 gekennzeichnet. In den Folgejahren steigt die EK-Quote durch Kapitalrücklagen auf 45 %* an. Ob die Hausbank diesen temporären Eigenkapitalrückgang im Investitionsjahr tolerieren wird, ist jedoch mehr als fraglich.

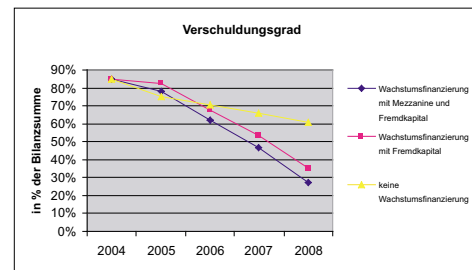
Szenario 3 zeigt zwar die stabilste Eigenkapitalquote* in 2005, die sich jedoch im Lauf der Jahre relativiert. Durch den deutlich rückläufigen Cashflow sinkt die Kapitaldienstfähigkeit des Unternehmens. Ab 2006 ist die Eigenkapitalquote nicht nur prozentual sondern auch absolut schwächer als in den Vergleichsszenarien.



Entwicklung der Verschuldung

Der kurzfristige Betriebsmittelbedarf des Unternehmens wurde in Relation zur Betriebsleistung gesetzt und ist somit bei Szenario 3 am geringsten. Die langfristigen Bankverbindlichkeiten werden über den Betrachtungszeitraum hinweg aus Teilen des Free Cashflow (FCF) teilweise getilgt. Bereits in 2006 ist der Verschuldungsgrad bei Szenario 1 am geringsten.

Der Zinsaufwand bei **Szenario 1** berücksichtigt 12 % Zinsen für das Mezzanine Kapital. Der durchschnittliche Zins für die Bankverbindlichkeiten wurde mit 6 % angesetzt. Bei **Szenario 2** führt die schwache Eigenkapitalquote (einhergehend mit einer Verschlechterung des internen Bankenratings) zu einer Erhöhung der Fremdkapitalzinsen. Auch in **Szenario 3** führt die negative Unternehmensentwicklung zu einer Anpassung der Fremdkapitalzinsen.

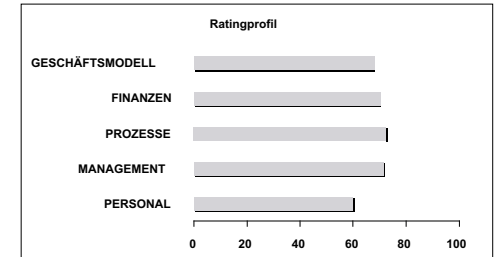


Rating

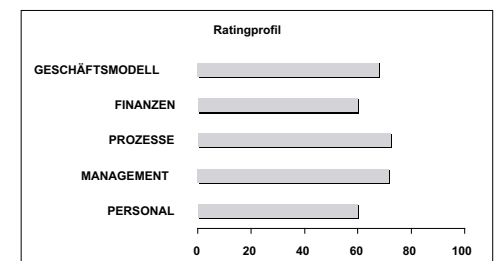
Das Unternehmen wurde jeweils auf Basis der Einzelszenarien einem auf die finanzierungsrelevanten Aspekte reduzierten Ratingprozess unterzogen. Zu berücksichtigen ist, dass ein realer Ratingprozess eine wesentlich umfassendere Beurteilung des Unternehmens beinhaltet. Die nachstehenden Ratingprofile haben daher nur modellhaften Charakter.

Das Ratingprofil fällt für **Szenario 1** am besten aus. Positiv wirken hier die Investitionen in die Zukunftsfähigkeit des Unternehmens, die sich in einem hohen Wert im Bereich Geschäftsmodell niedergeschlagen haben. Das Finanzrating wird positiv durch die stabile Eigenkapitalsituation und durch die ausgewogene Finanzierungsstruktur beeinflusst. Die Gesamtbewertung des Unternehmens läge bei

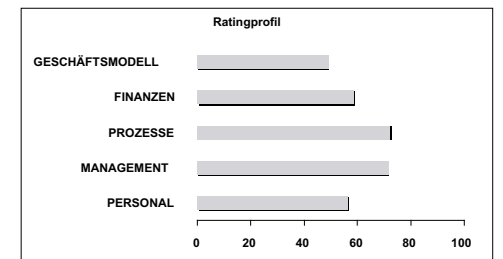
BBB-, was **Investmentgrade** bedeuten und möglicherweise dem Unternehmen in Zukunft den direkten Zugang zu den Kapitalmärkten ermöglichen würde.



Das Ratingprofil für **Szenario 2** ist ebenfalls sehr positiv. Im Unterschied zu Szenario 1 fällt jedoch das Finanzrating schlechter aus. Hier wirkt sich der zentrale Punkt Eigenkapitalquote und der hohe Verschuldungsgrad negativ aus. Die Gesamtbewertung des Unternehmens läge in diesem Fall bei einem immer noch sehr guten **BB+**.



Das Ratingprofil für **Szenario 3** ist erwartungsgemäß kritisch zu betrachten. Die unterlassenen Investitionen führen dazu, dass das Unternehmen sich sukzessive aus dem Markt „verabschiedet“, seine Marktstellung damit gefährdet und empfindliche Umsatz- und Ertragsverluste erleiden wird. Die Gesamtbewertung des Unternehmens läge in diesem Fall bei **B+**, jedoch mit negativem Ausblick.



Fazit:

Der Einsatz von Eigenkapital/bzw. eigenkapitalähnlichen Finanzierungen macht insbesondere dann Sinn, wenn das Unternehmen Kapital für Wachstum benötigt. Sofern diese Investitionen durch ein zukunftsfähiges Unternehmenskonzept unterlegt werden, die zur nachhaltigen Festigung oder Steigerung der Marktstellung des Unternehmens beitragen und sich positiv auf die qualitativen Faktoren des Ratingprozesses niederschlagen, können diese Schritte auch zu einer deutlichen Verbesserung des Rating führen (siehe Szenario 1).

Bei Verzicht auf Wachstumschancen, wie in Szenario 3 dargestellt, kann die Unternehmenssituation vordergründig zwar durchaus stabil erscheinen. Eine dynamische Marktentwicklung dürfte aber zunehmend die Zukunftsfähigkeit des Unternehmens schwächen und dessen Marktstellung nachhaltig gefährden.

Zu berücksichtigen ist auch, dass alternative Finanzierungsformen, wie z.B. Mezzanine Kapital bei einer reinen Umschuldung von Bankdarlehen zwar zu verbesserten Eigenkapitalrelationen und höherer Stabilität führen können, die Auswirkung auf die Gesamtbewertung des Unternehmens sind jedoch eher gering.

Die Entscheidung Eigenkapital vs. Fremdkapital sollte auf Basis der langfristigen Unternehmensperspektive erfolgen und nicht nur im Vergleich des absoluten Zinsaufwandes. Die Stärkung des Eigenkapitals und der Einsatz von eigenkapitalnahen Instrumenten fördert die Unabhängigkeit und ist somit von großer strategischer Bedeutung für die Zukunft des Unternehmens.

Thomas F.J. Voss, MBA

*Um den Effekt der Investition auf die Eigenkapitalquote zu dokumentieren, wurde bei allen Szenarien unterstellt, dass während des Folgezeitraums keine weiteren Ersatz- und/oder Erweiterungsinvestitionen erfolgen, was natürlich in der Realität selten vorkommen dürfte.

Rating für Zielunternehmen von Beteiligungsfonds

Zusammenwirken von Mittelstandsfonds, unabhängigen Rating-Agenturen und Finanzexperten zur Strukturierung

von Hans J. Loges

Neue intelligente Lösungen für Eigenkapital für mittelständische Unternehmen, die von Fondsgesellschaften angeboten werden, sind am Markt und sammeln mit den ersten Projekten ihre Erfahrungen. Fonds unterscheiden sich durch unterschiedliche Investmentkriterien und Rahmenbedingungen und führen zu völlig unterschiedlichen Finanzierungsstrukturen bei den Unternehmen. Deshalb muss die optimale Struktur individuell entwickelt werden. Beispiele für neue Fondskonzepte werden in dieser Ausgabe unter „Vorteile einer neuen Eigenkapitalklasse“ von Marc Henning Diekmann und ein Mezzanine-Fonds unter „Erster ganzheitlicher, privat finanzierter Mezzanine-Fonds in Deutschland“ von Yvo Junkers präsentiert.

In der Regel fordern Fonds ein Rating besser BB oder BBB. Die Rating Services AG hat mit den Anbietern entsprechende Absprachen getroffen. Einige Anbieter werden in dieser Ausgabe der Rating News vorgestellt. Nach den ersten erfolgreichen Transaktionen werden wir darüber berichten. So viel lässt sich bereits jetzt feststellen:

1. Das Finden geeigneter Unternehmen, die die jeweiligen Investitionskriterien erfüllen, ist nicht trivial und setzt einen direkten Zugang zu mittelständischen Unternehmen voraus.

2. Ein Rating prüft nicht nur die Kompatibilität mit den Muss-Kriterien der Fonds,

sondern auch die Zukunftsfähigkeit der Unternehmen und damit die Bonität und die Zukunftspotenziale.

3. Die Erst-Ratings und die jährlichen Re-Ratings bzw. das Monitoring der Investitionsprojekte sind notwendige Grundlage für die Portfoliosteuerung der Beteiligungsportfolios der Fonds.

4. Pre- und post-Money-Ratings bilden die Grundlage für die Finanzstrukturierung, die in praktisch allen Fällen erforderlich ist. Sie geben darüber hinaus Auskunft über die Auswirkungen, die ein Investment auf die finanzielle Situation und die Ratings bei den Unternehmen haben wird.

5. Die Neuausrichtung und Optimierung der Finanzierungsstruktur bietet sich in praktisch allen Praxisfällen an. Ein Beispiel wird in dieser Ausgabe von Thomas Voss unter: „Auswirkung von innovativen Eigenkapitalfinanzierungsformen auf das Rating“ erläutert.

Fazit: Die Leistungskette für neue Mittelstandsfondsfinanzierungsmodelle benötigt mehrere Mitwirkende: die Fonds als Kapital bereitstellende Institution, die neutrale und unabhängige Rating-Agentur und die Finanzservices für eine optimale Strukturierung. Nur das Zusammenwirken dieser drei Funktionen gewährleistet eine für die Kapital- und Unternehmensseite gleichermaßen Erfolg versprechende Lösung.