

6 Finanzierungsinstrumente aus Ratingsicht

Jörg Baetge/Thorsten Melcher/Christian Thun

6.1 „Bilanzratings bei der Vergabe hybrider Finanzinstrumente“

6.1.1	Einleitung	303
6.1.2	Verfahren der Jahresabschlussanalyse zur Beurteilung der Bonität von Unternehmen	305
6.1.2.1	Klassische Instrumente der Jahresabschlussanalyse	305
6.1.2.2	Moderne Instrumente der Jahresabschlussanalyse.....	307
6.1.2.3	Verbesserung der Bonitätsbeurteilung von Unternehmen mit modernen Instrumenten der Bilanzanalyse durch Zusatzanalysen	311
6.1.3	Hybride Finanzinstrumente	312
6.1.3.1	Formen und Bedeutung hybrider Finanzinstrumente.....	312
6.1.3.2	Kriterien zur Beurteilung hybrider Finanzinstrumente	314
6.1.3.3	Die Wirkung hybrider Finanzinstrumente auf das Bilanzrating	316
6.1.4	Zusammenfassung und Ausblick	323
6.1.5	Übungsaufgaben	325
6.1.6	Lösungshinweise zu den Übungsaufgaben	325
6.1.7	Literaturhinweise	326

6.1.1 Einleitung

In den letzten Jahren ist die **Variabilität der Finanzierungsinstrumente** deutlich **gestiegen** und vor allem kleine und mittelständische Unternehmen (KMU) fragen vermehrt hybride Finanzinstrumente nach. Deshalb treten auch immer mehr Anbieter von hybriden Finanzinstrumenten mit neuen Produkten auf den Märkten auf.

Gleichzeitig sind die **Anforderungen an die Bonität** von **Unternehmen** sowohl **im Banken-** (Basel II und Kreditwesengesetz (KWG)) **als auch im Nicht-Banken-Bereich** (bspw.

gegenüber Kunden und Lieferanten) weiter **gestiegen** und auch die fortschreitende Internationalisierung und die zunehmende Kapitalmarktorientierung erfordern internationale Vergleichsmöglichkeiten. Deshalb wird es für die Unternehmen zunehmend wichtiger, die eigene Bonität den Geschäftspartnern (Banken und Unternehmen) glaubhaft kommunizieren zu können. Außerdem richtet sich die Höhe der Kapitalkosten (Zinssatz) für aufgenommenes Kapital häufig nach der Bonität des Unternehmens und erst ein gutes Mapping bringt den Unternehmer auch in eine gute Verhandlungsposition, um die Höhe der Zinssätze für das aufgenommene Fremdkapital mittel- bzw. langfristig vermindern zu können. Deshalb sind die Unternehmen also nicht nur an einer guten Bilanzbonitätsbeurteilung interessiert, sondern sie sind vielfach darauf angewiesen. Dies erklärt u.a. auch die gestiegene Nachfrage nach **hybriden Finanzinstrumenten**, denn neben dem Investitionspotential und dem Liquiditätszufluss aus dem aufgenommenen Kapital kann die Eigenkapitalähnlichkeit eines hybriden Finanzinstruments einen **positiven Einfluss auf das Bilanzrating** ausüben, **vorausgesetzt**, es handelt sich **bilanzrechtlich um ein eigenkapitalähnliches Finanzinstrument**, das **vom Fiskus** in der Steuerbilanz **als Fremdkapital akzeptiert** ist und das der Finanzanalyst entsprechend identifiziert und das hybride Finanzinstrument somit richtig beurteilt.

Für die **Kapitalgeber** steht neben einer **attraktiven Rendite** vor allem die **Sicherheit des überlassenen Kapitals** im Vordergrund. Das Schutzbedürfnis der Kapitalgeber verlangt, dass die kapitalaufnehmenden Unternehmen objektiv beurteilt werden, um sowohl Risiken vor der Investitionsentscheidung als auch nach der Hingabe des Kapitals frühzeitig zu erkennen. Um den Ansprüchen der Kapitalgeber gerecht zu werden, haben sich Ratingtools als probates Instrument herausgebildet, den Finanzanalysten bei seiner Arbeit zu unterstützen.

Fest steht, dass die Aufgabe des **Finanzanalysten**, ein Unternehmen absolut richtig zu beurteilen, d.h. die „blaue Blume“ der Finanzanalysten zu finden, mit den Instrumenten der klassischen und der modernen Bilanzanalyse nicht erreicht werden kann.¹ Tatsächlich kann die **Aufgabe der Finanzanalysten** nur lauten, **eine vereinfachte „blaue Blume“ zu finden, um so die Bonität von Unternehmen** mit hinreichender Sicherheit, mittels der Jahresabschlussdaten und den sonstigen zur Verfügung gestellten Unterlagen, **zu beurteilen**. Dazu stehen dem Finanzanalysten neben den klassischen Instrumenten der Jahresabschlussanalyse auch moderne Instrumente der Jahresabschlussanalyse zur Verfügung.² Das **verwendete Instrumentarium muss** deshalb so gewählt werden, dass damit das überlassene **Kapital bestmöglich geschützt** werden kann. Um die Kapital aufnehmenden Unternehmen objektiv zu beurteilen, muss sich der Finanzanalyst, neben der Frage nach dem „richtigen“ Instrument der Jahresabschlussanalyse vor allem die Fragen nach identifizierbaren bilanzpolitischen und sachverhaltensgestaltenden Maßnahmen im Jahresabschluss und nach der Behandlung von hybriden Finanzinstrumenten stellen.

¹ Vgl. Ziolkowski, U., Erfolgsspaltung: Aussagefähigkeit und Grenzen, S. 188:

² Im Schrifttum wird die Jahresabschlussanalyse meist als Bilanzanalyse bezeichnet. Obwohl dieser Terminus den Bereich der Analyse verengt, da der Jahresabschluss neben der Bilanz auch die GuV und den Anhang enthält (außerdem wird bei der Jahresabschlussanalyse auch der nicht zum Jahresabschluss gehörige Lagebericht analysiert), werden auch wir nachfolgend die Termini „Bilanzanalyse“ und „Jahresabschlussanalyse“ synonym verwenden.

Während bilanzpolitischen und sachverhaltsgestaltenden Maßnahmen durch Zusatzanalysen der Jahresabschlüsse – entsprechende Kenntnisse und Erfahrungen des Finanzanalysten und ein entsprechendes Bilanzratingsystem mit bilanzpolitik-konterkarierenden Kennzahlen vorausgesetzt – entgegen gewirkt werden kann, verlangt die Beurteilung von hybriden Finanzinstrumenten vom Finanzanalysten ausreichende Informationen über die jeweils eingesetzten Finanzinstrumente, sehr gute Kenntnisse und viel Erfahrung in der Rechnungslegung.

Da bisher indes keine gesetzlich kodifizierten Regelungen bestehen, wie hybride Finanzinstrumente bei der Bilanzbonitätsbeurteilung zu berücksichtigen sind, wollen wir nachfolgend u.a. auf die Forschungsergebnisse der Expertgroup 1 der DVFA-Ratingstandardkommission eingehen, die einen Vorschlag zur bilanziellen Behandlung der hybriden Finanzinstrumente beim Bundesjustizministerium für das anstehende Bilanzrichtlinien-Modernisierungsgesetz (BilMoG) eingebracht hat.

Wir werden deshalb in Abschnitt 6.1.2 Instrumente der Jahresabschlussanalyse vorstellen und dabei speziell auf das bewährte Bilanzratingsystem Moody's KMV RiskCalc[®] eingehen. In Abschnitt 6.1.2.3 wollen wir außerdem zeigen, wie die Bilanzbonitätsbeurteilung durch Zusatzanalysen verbessert werden kann. Weiterhin werden wir die wesentlichen hybriden Finanzinstrumente in Abschnitt 6.1.3.1 vorstellen und in Abschnitt 6.1.3.2 auf den Lösungsansatz der Expertgroup 1 der DVFA-Ratingstandardkommission zur Behandlung hybrider Finanzinstrumente im Jahresabschluss eingehen. Abschließend zeigen wir im Abschnitt 6.1.3.3 mit dem Bilanzratingsystem Moody's KMV RiskCalc[®], wie sich ein hybrides Finanzinstrument auf das Mapping eines mittelständischen Unternehmens auswirken kann.

Lernziele

Der Ratinganalyst

- soll den Bedarf und den Zweck von Bilanzratingsystemen erkennen,
- soll verstehen, wie moderne Bilanzratingsysteme arbeiten und gleichzeitig lernen, dass Bilanzratingsysteme zwar ein Hilfsmittel für die Arbeit des Finanzanalysten darstellen, aber dass nur mit qualitativen Zusatzanalysen das statistisch ermittelte Ratingergebnis abgesichert werden kann,
- weiterhin soll der Finanzanalyst lernen, welche hybriden Finanzinstrumente es gibt, wie sie bilanziert werden und wie sie sich ceteris paribus auf ein Ratingurteil auswirken können.

6.1.2 Verfahren der Jahresabschlussanalyse zur Beurteilung der Bonität von Unternehmen

6.1.2.1 Klassische Instrumente der Jahresabschlussanalyse

Ziel der Jahresabschlussanalyse ist es, **entscheidungsrelevante Informationen über die gegenwärtige wirtschaftliche Lage und die künftige wirtschaftliche Entwicklung eines Unternehmens zu gewinnen.**³ Dazu sind bei der Jahresabschlussanalyse nicht nur die

³ Vgl. Baetge/Stellbrink, Früherkennung von Unternehmenskrisen mit Hilfe der Bilanzanalyse, S. 213.

Bestandgrößen der Bilanz, sondern auch die Stromgrößen der Gewinn- und Verlustrechnung und die Angaben im Anhang und im Lagebericht zu beurteilen. Dazu werden bei der klassischen Jahresabschlussanalyse durch den Bilanzanalytiker Kennzahlen subjektiv aus den verschiedenen Informationsbereichen des Jahresabschlusses ausgewählt und beurteilt.

Die Fähigkeit eines Unternehmens, die gesetzten Unternehmensziele (**Geld verdienen und Verdienstquelle sichern**) zu erreichen, kann der Bilanzanalytiker am besten anhand der wirtschaftlichen Lage, d.h. anhand der Vermögens-, Finanz- und Ertragslage des Unternehmens beurteilen.⁴ Dazu muss der Bilanzanalytiker bei der klassischen Bilanzanalyse aus der Fülle denkbarer Kennzahlen diejenigen auswählen, mit denen die wirtschaftliche Lage des Unternehmens seines Erachtens am besten beurteilt werden kann.⁵ Für jede ausgewählte Kennzahl ist eine betriebswirtschaftlich plausible Arbeitshypothese aufzustellen, mit der angegeben wird, ob ein hoher Wert der Kennzahl eher ein gesundes (solventes) oder eher ein krankes (insolvenzgefährdetes) Unternehmen signalisiert. In einem weiteren Schritt können für jede gebildete Kennzahl ein Zeitvergleich, ein Betriebsvergleich und/oder ein Soll-Ist-Vergleich vorgenommen werden. Die mit Hilfe der Kennzahlenvergleiche gewonnenen Teilurteile über die einzelnen Lagen (Vermögens-, Finanz- und Ertragslage) eines Unternehmens müssen dann im letzten Schritt aufgrund der Kenntnisse und Erfahrungen des Bilanzanalytikers zu einem abschließenden Gesamturteil über die wirtschaftliche Lage des Unternehmens zusammengefasst werden.⁶

Die Probleme der klassischen Bilanzanalyse sind vor allem methodischer Natur und liegen in der subjektiven Auswahl, Gewichtung und Zusammenfassung der Kennzahlen.⁷ Da eine Vielzahl von Kennzahlen mit vielen Variationsmöglichkeiten existiert, muss der Bilanzanalytiker aufgrund seiner persönlichen Erfahrung aus diesen Kennzahlen die für die Beurteilung der wirtschaftlichen Lage des Unternehmens aussagefähigsten Kennzahlen auswählen, gewichten und zu einem Gesamturteil zusammenfassen. Dabei entstehen Schwierigkeiten dann, wenn die Kennzahlen zu widersprüchlichen Teilurteilen führen. Hier kann der Bilanzanalytiker nur aufgrund seiner persönlichen Erfahrung Kennzahlen auswählen und gewichten.

Da zudem die meisten populären Kennzahlen, wie die Eigenkapitalquote, aus Gründen der Einfachheit meist ohne Bilanzpolitik konterkarierende Maßnahmen konstruiert werden, wird das bei der klassischen Bilanzanalyse gebildete Gesamturteil oft durch Bilanzpolitik verfälscht, was dazu führt, dass bei der klassischen Bilanzanalyse die zentralen Grundsätze der Bilanzanalyse, das Objektivierungsprinzip, das Ganzheitlichkeitsprinzip und das Neutralisierungsprinzip, nicht hinreichend beachtet werden.⁸

⁴ Vgl. Baetge/von Keitz/Wünsche, Bilanzbonitäts-Rating von Unternehmen, S. 479.

⁵ Vgl. Baetge, Die Früherkennung von Unternehmenskrisen anhand von Abschlusskennzahlen, S. 2281.

⁶ Vgl. Baetge/Baetge/Kruse, Grundlagen moderner Verfahren der Jahresabschlussanalyse, S. 1371.

Vgl. Baetge/Baetge/Kruse, Grundlagen moderner Verfahren der Jahresabschlussanalyse, S. 1376.

Vgl. Baetge/Kirsch/Thiele, Bilanzanalyse, S. 38 ff.

Das Gesamturteil über ein Unternehmen, das mit den Instrumenten der klassischen Jahresabschlussanalyse erstellt wird, ist also stets subjektiv, häufig in sich widersprüchlich, vergangenheitsorientiert und vom jeweiligen Analysten abhängig.⁹

Mit den modernen Instrumenten der Jahresabschlussanalyse wird versucht, die Nachteile der Instrumente der klassischen Jahresabschlussanalyse zu kompensieren, um den o.g. zentralen Grundsätzen der Bilanzanalyse besser gerecht zu werden.

6.1.2.2 Moderne Instrumente der Jahresabschlussanalyse

Bei der modernen Bilanzanalyse wurde ursprünglich vor allem die lineare multivariate Diskriminanzanalyse (MDA) angewendet. In neuerer Zeit werden indes die Künstliche Neuronale Netzanalyse (KNNNA) sowie die logistische Regression (LR) als noch geeignetere mathematisch-statistische Verfahren zur Analyse von Jahresabschlüssen benutzt.¹⁰

Diese mathematisch-statistischen Verfahren nehmen dem Finanzanalysten die subjektiven Teilentscheidungen zur Auswahl, Gewichtung und Zusammenfassung der Kennzahlen ab, indem sie auf der Basis einer großen Zahl von Jahresabschlüssen von gesund gebliebenen Unternehmen und von später insolvent gewordenen Unternehmen eine nachvollziehbare Auswahl, Gewichtung und Zusammenfassung der Kennzahlen sicherstellen.

Als ein modernes Verfahren der Bilanzbonitätsanalyse hat sich Moody's KMV RiskCalc[®] (RiskCalc) in der praktischen Anwendung durchgesetzt. Dieses moderne Verfahren der Bilanzanalyse ist eine Weiterentwicklung des BBR Baetge-Bilanz-Rating (BBR). Mit Hilfe der KNNNA wurde das BBR im Jahr 1995 am Institut für Revisionswesen der Westfälischen Wilhelms-Universität Münster in Zusammenarbeit mit der BPA Baetge & Partner GmbH & Co. Auswertungszentrale KG entwickelt. Für die Entwicklung des BBR standen 11.427 Jahresabschlüsse zur Verfügung, wovon 10.515 Jahresabschlüsse von solventen und 912 Jahresabschlüsse von später insolvent gewordenen Unternehmen stammten.¹¹ Der Entwicklung des BBR lag zuerst ein Kennzahlenkatalog mit 259 Kennzahlen zugrunde. Nachdem bei Voranalysen 50 Kennzahlen aufgrund von Hypothesenverstößen eliminiert worden waren, wurden durch zahlreiche Lern-, Test- und Validierungsphasen und durch den Einsatz diverser Pruning-Methoden optimale Kennzahlenkombinationen identifiziert und kombiniert.¹² Im Jahr 2001 wurde von Baetge & Partner in Zusammenarbeit mit dem Beratungsunternehmen Oliver, Wyman & Company für Moody's KMV das erste deutsche RiskCalc-Modell entwi-

⁹ Vgl. Baetge/Manolopoulos, Bilanzratings zur Beurteilung der Unternehmensbonität – Entwicklung und Einsatz des BBR Baetge-Bilanz-Rating im Rahmen des Benchmarking, S. 352.

¹⁰ Vgl. Baetge/Zülch/Melcher, Vermögenslage, in: Wirtschaftslexikon – Das Wissen der Betriebswirtschaftslehre, S. 6010 f.

¹¹ Vgl. Baetge/Thun, Bilanzbonitätsrating eines technologieorientierten Unternehmens, S. 163.

¹² Vgl. Baetge/Baetge/Kruse, Einsatzmöglichkeiten eines modernen Bilanzratings in der Wirtschaftsprüfer- und Steuerberaterpraxis, S. 1919; Baetge/Thun, Bilanzbonitätsrating eines technologieorientierten Unternehmens, S. 164.

ckelt. Der Entwicklungs- und Validierungsdatenbestand des deutschen RiskCalc-Modells umfasste mehr als 100.000 HGB-Jahresabschlüsse. Um das RiskCalc-Modell dabei optimal an den künftigen Anwendungsbereich anzupassen, wurden bei der Entwicklung von RiskCalc ausschließlich Jahresabschlüsse von Unternehmen berücksichtigt, die eine jährliche Gesamtleistung von mindestens 0,5 Mio. Euro erreichen, nicht staatsabhängig sind, nicht zur Finanzdienstleistungsbranche gehören, konzernunabhängig sind und keine Besitzgesellschaften oder Bauträger sind.¹³

Die länderspezifische Entwicklung des deutschen RiskCalc-Modells erfolgte dabei in drei Schritten.¹⁴ Ähnlich der Entwicklung des BBR wurden in einem ersten Schritt 200 Kennzahlen univariat auf ihre Eignung untersucht, solvente Unternehmen von insolvenzgefährdeten Unternehmen zu trennen und Hypothesenkonformität zu gewährleisten. Die Vergleichbarkeit der Werte der untersuchten Kennzahlen wurde durch geeignete mathematische Transformationen sichergestellt. Die im ersten Schritt zur Trennung von solventen und insolvenzgefährdeten Unternehmen als geeignet klassifizierten Kennzahlen wurden im zweiten Schritt anhand mathematisch-statistischer Verfahren hinsichtlich ihrer besonderen Trennfähigkeit von solventen und insolvenzgefährdeten Unternehmen bewertet. Danach verblieben neun Kennzahlen, die als Kombination in einem ganzheitlichen logistischen Modell besonders gut dazu geeignet sind, solvente von insolvenzgefährdeten Unternehmen zu trennen. Nachdem die optimale Gewichtung dieser neun Kennzahlen ermittelt worden war, ließen sich Gesamtwerte (Scorewerte) berechnen, die in einem dritten Schritt in Ausfallwahrscheinlichkeiten (Probabilities of Default = PD) transformiert wurden. Um die Handhabung der RiskCalc-Ergebnisse dabei noch einfacher zu gestalten, wurden die PD aufgrund beobachteter historischer Ausfallraten einzelnen Moody's Ratingklassen zugeordnet (z.B. eine 1-Jahr-PD von 0,7 entspricht einem Baa3.pd). Abschließend wurde das deutsche RiskCalc-Modell an den spezifischen Anwendungsbereich der nicht-börsennotierten deutschen Unternehmen angepasst, wobei Branchenbesonderheiten berücksichtigt wurden. RiskCalc berechnet die PD sowohl für einen 1-Jahres-Zeitraum als auch für einen 5-Jahres-Zeitraum.

Die folgende Übersicht stellt die in RiskCalc verwendeten Kennzahlen nebst ihrer jeweiligen Definition und der zugehörigen Arbeitshypothese dar.¹⁵

Die Mehrzahl dieser Kennzahlen berücksichtigt und neutralisiert zwar einen Großteil der bilanzpolitischen und sachverhaltsgestaltenden Maßnahmen eines Unternehmens, aber auch RiskCalc™ kann nicht sämtliche bilanzpolitischen Maßnahmen neutralisieren.

Die Zusammenhänge des deutschen RiskCalc-Modell veranschaulicht Abbildung 6.1-2.

¹³ Vgl. Baetge/von Keitz/Wünsche, Bilanzbonitäts-Rating von Unternehmen, S. 488.

¹⁴ Vgl. Escott/Glormann/Kocagil, Moody's RiskCalc™ für nicht-börsennotierte Unternehmen: Das deutsche Modell, S. 8 f

¹⁵ Vgl. Escott/Glormann/Kocagil, Moody's RiskCalc™ für nicht-börsennotierte Unternehmen: Das deutsche Modell, S. 8–11.

Informationsbereich	Kennzahl	Definition	Hypothese ¹⁶
Kapitalbindung	Kapitalbindungsdauer	$((\text{Akzpte} + \text{Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen}) \cdot 360) / \text{Umsatz}$	I>S
Verschuldung	Fremdkapitalstruktur	$(\text{Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen} + \text{Akzpte} + \text{Bankverbindlichkeiten}) / (\text{Fremdkapital} - \text{erhaltene Anzahlungen})$	I>S
	Nettoverschuldungsquote	$(\text{Kfr. Fremdkapital} - \text{flüssige Mittel}) / \text{Bilanzsumme}$	I>S
Kapitalstruktur	Eigenkapitalquote	$(\text{Eigenkapital} - \text{immaterielle Vermögensgegenstände}) / (\text{Bilanzsumme} - \text{immaterielle Vermögensgegenstände} - \text{flüssige Mittel} - \text{Grundstücke und Bauten})$	I<S
Finanzkraft	Finanzkraft	$\text{Ertragswirtschaftlicher Cashflow} / (\text{Fremdkapital} - \text{erhaltene Anzahlungen})$	I<S
Rentabilität	EBITD-ROI	$(\text{Jahresüberschuss} + \text{Zinsaufwendungen} + \text{Steuern vom Einkommen und Ertrag} + \text{Abschreibungen}) / \text{Bilanzsumme}$	I<S
	Umsatzrentabilität	Ordentliches Betriebsergebnis / Umsatz	I<S
Produktivität	Personalaufwandsquote	Personalaufwand / Gesamtleistung	I>S
Wachstum	Umsatzwachstum	Umsatz der aktuellen Periode / Umsatz der Vorperiode	

Abb. 6.1-1: Kennzahlen Moody's KMV RiskCalc® v1.0

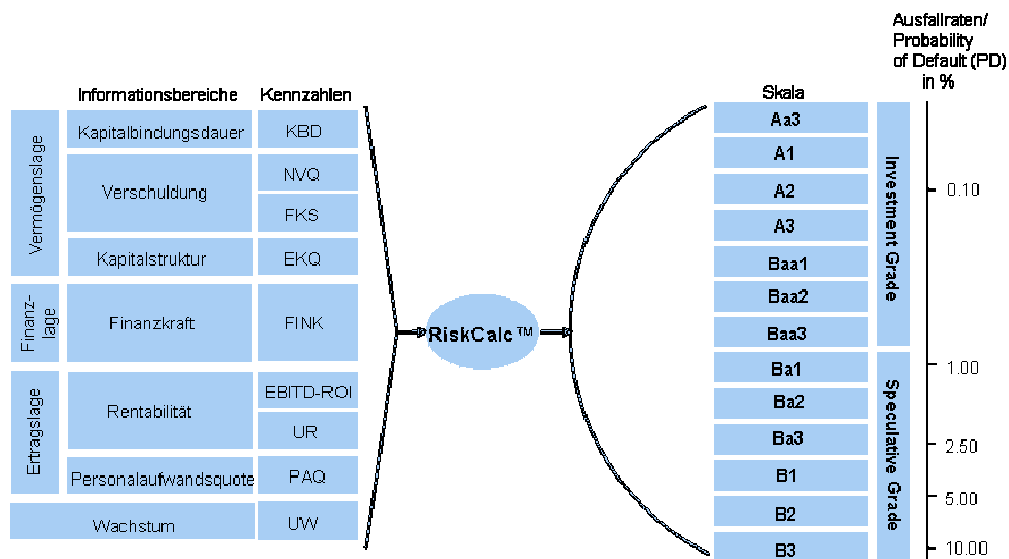


Abb. 6.1-2: Das deutsche RiskCalc-Modell v1.0

¹⁶ Die Arbeitshypothese I>S (I<S) bedeutet, dass insolvenzgefährdete Unternehmen (I) bei der betrachteten Kennzahl durchschnittlich einen höheren (niedrigeren) Wert erzielen als solvente Unternehmen (S).

Die neun Kennzahlen des RiskCalc™ decken sieben Informationsbereiche des Jahresabschlusses ab, die ihrerseits ein Bild der Vermögens-, Finanz- und Ertragslage zeichnen.

Angelehnt an die international etablierte Ratingskala von Moody's differenziert die RiskCalc-Ratingskala zwischen 13 mit Aa3.pd bis B3. bezeichneten Ratingklassen. Liegt die 1-Jahres-Ausfallwahrscheinlichkeit unter einem Wert von 0,73 %, ergibt sich als implizites Rating ein Aa3.pd bis Baa3. Diese Unternehmen zeichnen sich durch eine – für deutsche Unternehmen – überdurchschnittliche, gute Bonität aus. Unternehmen aus den Ratingklassen von Ba1.pd bis B3.pd weisen eine Ausfallwahrscheinlichkeit von etwa einem Prozent bis zehn Prozent auf. Bei ihnen ist die Bonität durchschnittlich oder unterdurchschnittlich. Eine Investition in ein Unternehmen mit einem Rating von Ba1.pd oder schlechter birgt folglich ein als „speculative“ bezeichnetes Risiko, das eingesetzte Kapital zu verlieren. Hier sollte eine Investition daher nur bei spekulativen Investitionsabsichten erfolgen und durch einen höheren Zinssatz (Risikoprämie) vergütet werden.

Am 2. März 2006 wurde in Frankfurt a.M. die neueste Version des deutschen RiskCalc, Moody's KMV RiskCalc® Deutschland 3.1, vorgestellt. Mit dieser Version erreicht Moody's KMV eine höhere Genauigkeit bei der Beurteilung von nicht börsennotierten Unternehmen, indem neben den Jahresabschlussinformationen zusätzliche Marktinformationen berücksichtigt werden. Als Grundlage für die Entwicklung diente der inzwischen auf über 200.000 Jahresabschlüsse angewachsene Datenbestand von mehr als 43.000 nicht-börsennotierten deutschen Unternehmen, den Moody's KMV in der so genannten Credit Research Database (CRD) zusammengetragen hat.¹⁷ Diese weltweit größte Datensammlung von Unternehmensinformationen umfasst mehr als 11 Millionen Jahresabschlüsse von über 2,2 Millionen Unternehmen und mehr als 170.000 Insolvenzfälle.

Als wesentliche Neuerungen wurde für Moody's KMV RiskCalc® Deutschland, Version 3.1, die Kalibrierung auf Ausfallwahrscheinlichkeiten überarbeitet und eine dynamische Überwachung der Bonität von Unternehmen auf monatlicher Basis eingeführt.¹⁸

Mit einem auf Marktinformationen beruhenden Credit Cycle Adjustment-Faktor ist es möglich, unterjährige Einflüsse auf die Bonität eines Unternehmens zeitnah zu berücksichtigen. Weiterhin wurde das Kennzahlensystem der ersten Modellgeneration RiskCalc v1.0 leicht modifiziert. Dazu wurde aus dem Informationsbereich „Verschuldung“ die Kennzahl „Nettoverschuldungsquote“ durch die neue Kennzahl „Liquidität“ (Liquide Mittel/Kurzfristige Verbindlichkeiten) ersetzt.

Mit der neuen RiskCalc-Version wird vor allem die schnelle Beurteilung mittelständischer Unternehmen erleichtert, die sowohl bei Finanzierungsentscheidungen als auch bei der laufenden Portfolioüberwachung erforderlich ist.¹⁹

¹⁷ Moody's (Hrsg.), Den Return-on-Risk optimieren mit Moody's KMV, S.2.

¹⁸ Vgl. Moody's (Hrsg.), Den Return-on-Risk optimieren mit Moody's KMV, S. 2.

¹⁹ Anm.: Da die RiskCalc-Version 3.1 zu dem Zeitpunkt der Beitragerstellung noch nicht abschließend für den deutschen Markt validiert war, verwenden wir im Folgenden RiskCalc v 1.0.

6.1.2.3 Verbesserung der Bonitätsbeurteilung von Unternehmen mit modernen Instrumenten der Bilanzanalyse durch Zusatzanalysen

Bilanzratings dienen dazu, den Finanzanalysten bei der Bonitätsbeurteilung von Unternehmen zu unterstützen.²⁰

Ein mathematisch-statistisch gestütztes Bilanzrating ermöglicht ein standardisiertes, objektives, aktuelles und skaliertes Urteil über die Bonität eines Unternehmens.

Damit kann der Finanzanalyst auf der Basis des Jahresabschlusses des Unternehmens Rückschlüsse auf die Fähigkeit des Unternehmens ziehen, seine finanziellen Verpflichtungen vollständig und fristgerecht zu erfüllen. Indes erfordert ein Bilanzrating mehr als die reine Übernahme der Bilanz- und GuV-Posten aus den vorgelegten Jahresabschlüssen in das Ratingssystem. Stattdessen fordert ein Bilanzrating von dem Finanzanalysten Erfahrung und Intuition, um möglichen Korrektur- und Simulationsbedarf aus den vorgelegten Unterlagen zu erkennen, oder, wie Leffson es formulierte „Fingerspitzengefühl für ökonomische Sachverhalte“.²¹

Die im Bonitätsklassifikator von RiskCalc enthaltenen „intelligenten“ **Kennzahlen berücksichtigen bereits eine große Zahl bilanzpolitischer Maßnahmen** und wirken deshalb bilanzpolitikneutralisierend. **So neutralisiert RiskCalc** bspw. folgende Sachverhaltsgestaltungen:

- Bei der Ermittlung der Eigenkapitalquote (EKQ) wird die mögliche **Umgehung des Aktivierungsverbots** von nicht-entgeltlich erworbenen immateriellen Vermögensgegenständen **nach § 248 Abs. 2 HGB** und werden die **Wahlrechte bei der Bilanzierung des Geschäfts- oder Firmenwerts** nach **§ 255 Abs. 4 HGB** konterkariert, indem bei dieser Kennzahl sowohl im Zähler als auch im Nenner die immateriellen Vermögensgegenstände subtrahiert werden.²²
- Um dem **bilanzpolitischen Potential von Abschreibungen** entgegenzuwirken, stellt RiskCalc verstärkt auf Cash-Flow-Größen ab.
- Zur **Konterkarierung von Sale-and-Lease-Back-Maßnahmen** im Immobilienbereich werden die Grundstücke und Bauten im Nenner der EKQ von der Bilanzsumme abgezogen.
- **Window-Dressing wird entgegengewirkt**, indem die liquiden Mittel aus dem Nenner der EKQ von der Bilanzsumme abgezogen werden.

Indes kann auch RiskCalc keinen hundertprozentigen Schutz vor allen bilanzpolitischen und sachverhaltsgestaltenden Maßnahmen (financial engineering) bieten. Deshalb ist stets der Bilanzanalyst gefordert, den geprüften Jahresabschluss kritisch auf weitere bilanzpolitische und sachverhaltsgestaltende Maßnahmen zu prüfen.²³ Indikatoren für das Vorliegen derartiger Maßnahmen sind etwa starke Schwankungen der Kennzahlenwerte im Zeitablauf oder eine sich verschlechternde Situation der Branche, in der das zu beurteilende Unternehmen tätig ist.

²⁰ Vgl. Baetge/Manolopoulos, Bilanzratings zur Beurteilung der Unternehmensbonität – Entwicklung und Einsatz des BBR Baetge-Bilanz-Rating im Rahmen des Benchmarking, S. 351.

²¹ Vgl. Leffson, Bilanzanalyse, S. 209 f.

²² Vgl. Baetge/Stellbrink, Früherkennung von Unternehmenskrisen mit Hilfe der Bilanzanalyse, S. 216.

²³ Vgl. Baetge/Brüggemann, Bonitätsanalyse als Teil des Kreditrisikomanagements, S. 580.

So erfassen Unternehmen häufig einmalige und deshalb nicht nachhaltige (hohe) Erträge aus dem Verkauf von Unternehmensteilen, Unternehmenssparten und sonstigem Anlagevermögen, oder aus der Auflösung von Rückstellungen als sonstige betriebliche Erträge. Da solche Erträge aber nicht nachhaltig sind, sollte in allen diesen Fällen mit RiskCalc simulativ berechnet werden, ob und wie weit die Ausfallwahrscheinlichkeit für das Unternehmen differiert, wenn die einmaligen und nicht nachhaltigen Erfolgsbestandteile in den außerordentlichen Ergebnisbereich „umgebucht“ werden, bzw. wenn die Rückstellungen in voller Höhe beibehalten werden.

Werden bilanzpolitische und sachverhaltsgestaltende Maßnahmen im Jahresabschluss aufgedeckt, bzw. werden hybride Finanzinstrumente im Jahresabschluss bilanziert, so lassen sich mit RiskCalc zusätzliche Simulationen durchführen, mit denen die von den „intelligenten“ RiskCalc-Kennzahlen noch nicht erfassten bilanzpolitischen und sachverhaltsgestaltenden Maßnahmen konterkariert werden.

Der Finanzanalyst muss in diesem Fall Buchungssätze formulieren und darauf achten, dass die Lage des Unternehmens nicht zu positiv oder zu negativ dargestellt wird. Aus dem Ursprungsrating und den Buchungssätzen ergeben sich anschließend eine Bilanz und eine GuV, die als Grundlage für eine Simulation und damit für ein neues Bilanzrating dienen.²⁴

Für hybride Finanzinstrumente gilt, dass sie im Fremdkapital bilanziert werden. Sie können aber bei hoher Eigenkapitalähnlichkeit einen positiven Effekt auf das Ratingergebnis haben. Daher sind die Finanzanalysten gefordert, diese Finanzinstrumente zu spezifizieren und im Rating angemessen zu berücksichtigen. Deshalb gehen wir im folgenden Abschnitt 3 auf hybride Finanzinstrumente ein und zeigen anhand eines RiskCalc-Ratings welche Auswirkungen sich aus der Aufnahme von hybriden Finanzinstrumenten ergeben (können).

Derartige **Simulationen zur Konterkarierung von Bilanzpolitik und zur Berücksichtigung der Spezifität der verschiedenen hybriden Finanzinstrumente** sollten indes **ausschließlich von Fachleuten** mit sehr guten bilanzanalytischen Kenntnissen durchgeführt werden, um die Bonität des Unternehmens tatsächlich lagegerecht abzubilden.

6.1.3 Hybride Finanzinstrumente

6.1.3.1 Formen und Bedeutung hybrider Finanzinstrumente

Bei **hybriden Finanzinstrumenten**, die auch als **Mezzanine-Kapital** bezeichnet werden, handelt es sich um einen **Sammelbegriff für** verschiedene **Finanzinstrumente**, die **zwischen dem reinen Eigenkapital und dem reinen Fremdkapital** einzuordnen sind. Deshalb können hybride Finanzinstrumente die Ausprägungen Eigenkapital bzw. eigenkapitalähnlich (sog. Equity Mezzanine) und Fremdkapital (sog. Debt Mezzanine) haben. Die Zuordnung des einzelnen hybriden Finanzinstrumentes hängt dabei sowohl von der Art des Finanzinstrumentes als auch von dessen vertraglicher Ausgestaltung ab.²⁵ Während das Nachrangdarlehen als

²⁴ Vgl. Baetge/Brüggemann, Bonitätsanalyse als Teil des Kreditrisikomanagements, S. 581.

²⁵ Vgl. DVFA (Hrsg.), Mezzanine Finanzierungsformen und Bilanzrating, S. 7.

fremdkapitalnahes Instrumente zu bezeichnen ist, enthalten Wandel- und Optionsanleihen auch Eigenkapital- und Fremdkapitalbestandteile. Als eigenkapitalähnliche Finanzinstrumente kommen vor allem atypische stille Beteiligungen, Genussrechte und verbrieft Genussscheine in Betracht. Das Spektrum der hybriden Finanzinstrumente und die Einordnung zwischen dem Eigenkapital und dem Fremdkapital veranschaulicht die folgende Übersicht.

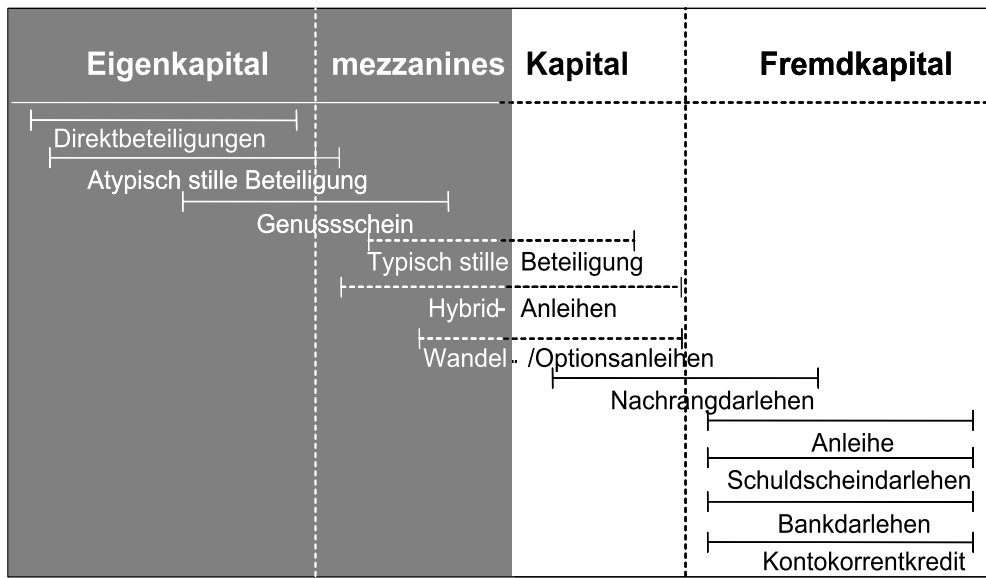


Abb. 6.1-3: Übersicht hybrider Finanzinstrumente²⁶

Der Markt für hybride Finanzinstrumente hat sich in den letzten Jahren sehr dynamisch entwickelt. Schätzungen zufolge lag das **Marktvolumen** von hybriden Finanzinstrumenten in Europa im Jahr **2003 noch bei 5 Mrd. €**, für das **Jahr 2006** wurde bereits von **Neuzusagen i.H.v. 7 Mrd. €** ausgegangen.²⁷ Die Ursache für dieses gestiegene Volumen liegt unter anderem darin, dass sich das Angebot von mezzaninen Finanzierungen nicht mehr ausschließlich an Unternehmen mit einem Umsatz von mehr als 20 Mio. € und einem Kapitalbedarf von mehr als 2 Mio. € richtet. Inzwischen werden nämlich vor allem für kleine und mittlere Unternehmen (KMU) hybride Finanzinstrumente angeboten, die bereits einen Kapitalbedarf von 250.000 € abdecken. So ist es auch kleinen und mittelständischen Unternehmern möglich, eigenkapitalähnliches Kapital aufzunehmen, ohne Stimmrechte an neue Anteilseigner abzugeben, die Einfluss auf die Geschäftsführung nehmen können.

Die **Bedeutung** hybrider Finanzinstrumente **wird weiter steigen**, weil weitere Wettbewerber mit jeweils neuen hybriden Finanzinstrumenten in den Markt drängen und die Nachfrage von Unternehmen, vor allem von eigenkapitalschwachen kleinen und mittelständischen Unternehmen (KMU), nach den vielfach als bilanzstrukturoptimierend und ratingverbessernd

²⁶ Vgl. DVFA (Hrsg.), Mezzanine Finanzierungsformen und Bilanzrating, S. 7.

²⁷ Vgl. KfW (Hrsg.), Wirtschaftsobserver, S. 4.

bezeichneten hybriden Finanzinstrumenten eher zunehmen als zurückgehen wird. Die hybriden Finanzinstrumente werden als **Ergänzung zum klassischen Bankdarlehen** in Deutschland weiter an Bedeutung gewinnen und schon mittelfristig einen **festen Platz im Finanzierungsmix der KMU** einnehmen.²⁸

Allerdings werden die Produkte, wie die einzelnen Vertragswerke zeigen, zunehmend komplexer und scheinbar günstige Produkte besitzen die erhofften oder behaupteten Eigenschaften bzgl. der Eigenkapitalähnlichkeit häufig nicht.²⁹ Wie die hybriden Finanzinstrumente tatsächlich das Unternehmensrating verändern können, zeigen wir in Abschnitt 3.3.

6.1.3.2 Kriterien zur Beurteilung hybrider Finanzinstrumente

Da hybride Finanzinstrumente in den letzten Jahren vermehrt nachgefragt werden, sind sie auch in immer mehr Jahresabschlüssen zu finden. Dazu schreibt der Hauptfachausschuss (HFA) des Instituts der Wirtschaftsprüfer (IDW) für die Rechnungslegung nach HGB – gemäß HFA 1/1994 (bzw. 2005) – vor, dass hybride Finanzinstrumente nur als Eigenkapital ausgewiesen werden dürfen, wenn folgende **vier Bedingungen** kumulativ erfüllt sind³⁰:

- (a) Ein **Rückzahlungsanspruch** des Genussrechtsinhabers im Insolvenz- oder Liquidationsfall kann **erst nach Befriedigung der übrigen Gläubiger** geltend gemacht werden.
- (b) Die **Vergütung** muss **erfolgsabhängig** sein, d.h. sie muss aus Eigenkapitalanteilen geleistet werden können, die gesetzlich nicht besonders gegen Ausschüttungen geschützt sind.
- (c) Das **Genussrechtskapital muss** bis zur vollen Höhe **am Verlust teilnehmen**.
- (d) Das Genussrechtskapital wird für einen längeren **Zeitraum** von **mindestens 5 Jahren** überlassen.

Der HFA des IDW hat die Kriterien zur materiellen Abgrenzung von Eigenkapital (EK) und Fremdkapital (FK) für die Bilanz so gefasst, dass eindeutig nur entweder bilanzielles Eigenkapital oder bilanzielles Fremdkapital gegeben sein kann. Obwohl nach Auffassung des HFA des IDW ein hybrides Finanzinstrument entweder nur hundertprozentig als bilanzielles Eigenkapital oder als bilanzielles Fremdkapital ausgewiesen werden darf, werden hybride Finanzinstrumente in Jahresabschlüssen teils als Eigenkapital, teils als Zwischenposten zwischen dem Eigenkapital und Fremdkapital, teils als Fremdkapital in den Bilanzen ausgewiesen. Sowohl die Auffassung des IDW als auch das Vorgehen in der Bilanzierungspraxis führt beim Finanzanalysten zu Beurteilungsschwierigkeiten, denn diese Auffassungen schließen aus, dass ein hybrides Finanzinstrument aus teils eigenkapitalähnlichen Bestandteilen und teils aus Fremdkapital besteht. Deshalb zerlegen Finanzanalysten hybride Finanzinstrumente vielfach anhand eigener subjektiver Abgrenzungskriterien in Eigenkapital und Fremdkapital und rechnen die einzelnen Bestandteile in ihrer Bonitätsanalyse entsprechend dem Eigenkapital bzw. dem Fremdkapital zu. Durch dieses subjektiv geprägte Vorgehen von Finanzanalysten wird aber eine einheitliche Beurteilung und Vergleichbarkeit von Unternehmen verhindert.

²⁸ Vgl. KfW (Hrsg.), Wirtschaftsobserver, S. 6 f.

²⁹ Vgl. DVFA (Hrsg.), Mezzanine Finanzierungsformen und Bilanzrating, S. 10.

³⁰ Vgl. HFA des IDW, Stellungnahme 1/1994, Zur Behandlung von Genussrechten im Jahresabschluss von Kapitalgesellschaften, S. 419–423; IDW Fachnachrichten 2005, S. 334.

Deshalb müssen die Finanzanalysten für das Ratingurteil die hybriden Finanzinstrumente sachgerecht und ggf. abweichend vom Bilanzansatz dem Eigenkapital bzw. dem Fremdkapital zuordnen. Bisher liegt zwar kein gesetzlich kodifizierter Kriterienkatalog vor, in dem Kriterien genannt werden, die wesentlichen Einfluss auf die Eigenkapitalähnlichkeit von hybriden Finanzinstrumenten haben, es lassen sich aber Kriterien identifizieren, die es dem Ratinganalysten ermöglichen, die Eigenkapitalähnlichkeit von hybriden Finanzinstrumenten zu bestimmen. Folgende Kriterien sollten zur objektiven Ermittlung der wirtschaftlichen Lage eines Unternehmens durch den Ratinganalysten beachtet werden.

Die Expertgroup 1 „Ratingrelevante Aspekte der Mezzanine-Finanzierung“ der DVFA-Ratingstandardkommission hat die folgenden Kriterien (a)–h)), zur Bestimmung der Eigenkapital- bzw. Fremdkapitalähnlichkeit ermittelt³¹:

- (a) Nachrangabrede* (einfacher bzw. qualifizierter Nachrang oder **kein Nachrang**),
- (b) Vergütung für die Kapitalüberlassung* (**feste** oder variable **Vergütung**),
- (c) Beteiligung am Jahresverlust (Beteiligung oder **keine Beteiligung des Kapitalgebers am Jahresverlust**),
- (d) Art des Kapitalgebers (Hausbank oder eine fremde Bank bzw. der Kapitalmarkt),
- (e) Dauer der (anfänglichen) Kapitalüberlassung* (**Kapitalüberlassung größer oder kleiner als 5 Jahre**),
- (f) Kündigungsabreden (**Ordentliche Kündigung mit Kündigungsfrist größer oder kleiner 24 Monate**),
- (g) **Abänderungsrecht** zur Umwandlung in ein Darlehen* und
- (h) Möglichkeit des Kapitalgebers, einen Externen als Recovery-Manager einzusetzen.

Dazu hat die Expertgroup 1 der DVFA Ratingstandard-Kommission vorgeschlagen,³² die einzelnen Kriterien in eine Matrix aufzunehmen und die Erfüllungsgrade jedes Kriteriums mit 0 % bzw. 100 % anzugeben und sie hat die acht Kriterien bzgl. ihres Einflusses auf das Gesamturteil gewichtet. Auf diese Weise kann anhand der acht Kriterien eine prozentuale Eigenkapitalähnlichkeit ermittelt werden, welche dann als Maßstab für eine quotale Aufteilung des hybriden Finanzinstruments in Eigenkapital und Fremdkapital dienen kann. Die o.g., mit einem Stern gekennzeichneten Kriterien sind nach Ansicht der Expertgroup 1 **Negativmerkmale**, d.h., wenn die Vertragsvereinbarung des hybriden Finanzinstruments eines oder mehrere der Negativmerkmale vorsehen, so ist das hybride Finanzinstrument nach dem Vorschlag der Expertgroup 1 zu **100 % als Fremdkapital** zu klassifizieren.³³

Für die handelsrechtliche Bilanzierung ist es erforderlich, z.B. wegen der Konsolidierungstechniken für Konzernabschlüsse, die hybriden Finanzinstrumente grundsätzlich im Fremdkapital der Jahresabschlüsse auszuweisen. Würden die o.g. Kriterien nebst der ermittelten Eigenkapitalähnlichkeit in einem Mezzanine-Spiegel im

³¹ Die im Folgenden mit einem * gekennzeichneten Kriterien machen ein Finanzinstrument nach Meinung der Expertgroup 1 der DVFA Rating Standard Kommission zu 100 % Fremdkapital, wenn die fettgedruckte Ausprägung vorliegt.

³² Vgl. DVFA (Hrsg.), Mezzanine Finanzierungsformen und Bilanzrating, S. 13 f.

³³ Vgl. DVFA (Hrsg.), Mezzanine Finanzierungsformen und Bilanzrating, S. 19.

Anhang angegeben und durch den Abschlussprüfer geprüft, dann ließen sich mit diesen Angaben, die hybriden Finanzinstrumente für Ratingzwecke sachgerecht dem Eigenkapital bzw. dem Fremdkapital quotial zurechnen.³⁴

Sofern kein Mezzanine-Spiegel vorliegt, sollte der Finanzanalyst versuchen, die Vertragsvereinbarungen bei der Erstellung der Bilanzratings zu berücksichtigen. Dabei sollten zumindest die o.g., mit einem Stern gekennzeichneten Kriterien (Negativmerkmale) untersucht werden, um das hybride Finanzinstrument wenigstens verlässlich auf eine eventuelle hundertprozentige Fremdkapitalähnlichkeit zu prüfen. Zwar ist dann immer noch eine Einzelfallprüfung anhand der Vertragswerke nötig, aber jeder Ratinganalyst kann anhand der Negativmerkmale feststellen, ob eine 100 %-ige Fremdkapitalähnlichkeit, durch eines oder mehrere Negativmerkmale, gegeben ist. Der Prüfungsaufwand ließe sich für den Ratinganalysten nur vermeiden, wenn ein entsprechender Mezzanine-Spiegel vom Abschlussersteller im Anhang veröffentlicht würde.

Die praktische Relevanz des Mezzanine-Spiegels und des angegebenen quotalen Eigenkapitals wird deutlich, wenn verschiedene hybride Finanzinstrumente entsprechend ihrer Eigen- bzw. Fremdkapitalähnlichkeit in RiskCalc berücksichtigt werden. So werden wir mit Moody's KMV RiskCalc in Abschnitt 3.3 anhand eines fiktiven Musterunternehmens zeigen, wie sich das Rating verändert, wenn ein hybrides Finanzinstrument eine 60 %-ige Eigenkapitalähnlichkeit besitzt.

6.1.3.3 Die Wirkung hybrider Finanzinstrumente auf das Bilanzrating

Da ein hybrides Finanzinstrument, abhängig von seiner Eigenkapitalähnlichkeit, zu einer Verbesserung eines Ratings führen kann, wollen wir mit Hilfe von Moody's KMV RiskCalc zeigen, wie sich die Eigenkapitalähnlichkeit eines Finanzinstruments auf die Bilanzbonität auswirken kann.³⁵

Wir haben dazu im Folgenden für die Jahre 2003, 2004 und 2005 ein **Rating für ein fiktives mittelständisches Unternehmen** erstellt. In den Jahren 2003, 2004 und 2005 war in diesem als Grundfall bezeichneten Beispiel kein hybrides Kapital aufgenommen worden. In einem alternativen Szenario wurde der im Grundfall vorhandene Bankkredit i.H.v 10.658 T€ bereits zu Beginn des Jahres 2005 zur Hälfte (5.329 T€) durch mezzanines Kapital substituiert. Damit reduzierten sich die Verbindlichkeiten gegen Kreditinstitute um die Hälfte. Wir stellen nachfolgend zunächst die ermittelte Bilanzbonität (das Bilanzrating) des Unternehmens in den Jahren 2003, 2004 und 2005 im Grundfall dar (Szenario a)). Zusätzlich ermitteln wir die geänderte Bilanzbonität im Jahr 2005 für den Fall, dass der Bankkredit zu 50 % durch mezzanines Kapital (Szenario b)) substituiert wurde. Das mezzanine Kapital sei mit der oben erwähnten Kriterienmatrix als 60 % eigenkapitalähnlich ermittelt worden.

Für das Jahr 2005 liegen also die beiden unterschiedlichen Szenarien a) und b) vor:

³⁴ Vgl. DVFA (Hrsg.), Mezzanine Finanzierungsformen und Bilanzrating, S. 5.

³⁵ Zwar wird die Intensität der Bilanzbonitätsveränderung auch durch die Bilanzstruktur des Unternehmens und durch das Ratingsystem beeinflusst, diese Einflüsse müssen wir aber nachfolgend vernachlässigen.

Szenario a): Die **Verbindlichkeiten gegen Kreditinstitute** stellen zu **100 % Fremdkapital** dar und sind mit 7,39 % p.a. zu verzinsen. Die Fremdkapitalzinsen sind, wie bereits in 2003 und 2004, sowohl nach Handels- als auch nach Steuerrecht gewinnmindernd in der GuV zu berücksichtigen.

Szenario b): Das **mezzanine Kapital** beläuft sich auf **5.329 T€** und dient dem Unternehmen dazu, die Verbindlichkeiten gegen Kreditinstitute ab Anfang des Jahres 2005 zur Hälfte abzulösen und ist mit einer **Vergütung** i.H.v. 10 % nur im Gewinnfall **aus dem Gewinn** zu bezahlen. Zwar ist die Vergütung für das mezzanine Kapital gegenüber dem Fremdkapitalzinssatz (Szenario a)) um 2,61 % teurer, aber dafür ist die Vergütung nur im Gewinnfall zu zahlen. Daher ist die **Vergütung handelsrechtlich** nicht als Zinsaufwand, sondern **als Gewinnverwendung** zu erfassen. Dafür sind die steuerrechtlichen Bedingungen für einen Abzug der Verbindlichkeiten als Zinsaufwand erfüllt. Es liegt nämlich ein schuldrechtlicher Vertrag vor, die Laufzeit ist kürzer als 30 Jahre und der Kapitalgeber ist nicht am Liquidationserlös beteiligt. Damit verringert sich die steuerliche Bemessungsgrundlage und verringert so die Einkommen- und Ertragsteuerbelastung.³⁶ Anhand der Kriterienliste der Expertgroup 1 der DVFA-Ratingstandard-Kommission wurde für das mezzanine Kapital eine Eigenkapitalähnlichkeit von 60 % ermittelt.

Um das **Bilanzbonitätsrating mit Moody's KMV RiskCalc erstellen zu können**, sind zuerst die relevanten Bilanz- und GuV-Posten im **Kurzgliederungsschema** wie folgt zu erfassen:

Bei der Eingabe der Bilanz- und der GuV-Posten und bei der Durchsicht der Prüfungsberichte sei für die Jahre **2003, 2004 und 2005 (Szenario a)) kein Korrekturbedarf** wegen Bilanzpolitik oder aufgrund von hybriden Finanzinstrumenten festgestellt worden.

Bei der Eingabe der Bilanz- und der GuV-Posten für das Szenario b) sei zwar ebenfalls keine Bilanzpolitik zu berücksichtigen gewesen, aber das **mezzanine Kapital** war gemäß dem o.a. **Szenario b)**, abweichend von dem Szenario a), im Kurzgliederungsschema zu berücksichtigen. Dabei waren die **Verbindlichkeiten gegen Kreditinstitute** zur Hälfte (5.329 T€) durch das mezzanine Kapital **abzulösen** und auch die **Summe der Verbindlichkeiten** war um 5.329 T€ **zu kürzen**. Da mit der Kriterienmatrix der Expertgroup 1 der DVFA Ratingstandard-Kommission eine Eigenkapitalähnlichkeit von 60 % für das mezzanine Kapital ermittelt wurde, waren dem **Eigenkapital** 3.197 T€ ($5.329 \text{ T€} \times 60\%$) **zuzurechnen**. Außerdem waren im Kurzgliederungsschema von RiskCalc die verbleibenden 2.132 T€ ($5.329 \text{ T€} \times 40\%$) der Summe der Verbindlichkeiten hinzuzurechnen.

In der GuV war der **handelsrechtliche Zinsaufwand** für die verbliebenen Verbindlichkeiten gegen Kreditinstitute auf 394 T€ zu reduzieren und der **Jahresüberschuss** war entsprechend zu **erhöhen**. Da sich aus der **steuerlichen Anrechenbarkeit** der Vergütung der **Zinsaufwand** um 140 T€ **erhöhte** und sich der Jahresüberschuss als steuerliche Bemessungsgrundlage verminderte, waren sowohl die **Steuern vom Einkommen und Ertrag** um 49 T€ auf 267 T€ zu **vermindern** als auch der **Jahresüberschuss** auf 1.463 T€ weiter **zu erhöhen**.

Damit ergeben sich die Bilanzen und GuV des fiktiven Unternehmens wie folgt:

³⁶ Wir haben nachfolgend einen Unternehmenssteuersatz i.H.v. 35 % unterstellt, um die Steuerersparnis zu ermitteln.

Bilanz		Angaben in Tausend Euro			
		Grundfall			Szenario b)
Aktiva		31.12.2003	31.12.2004	31.12.2005	31.12.2005
A.	Anlagevermögen	10.345	11.864	12.692	12.692
I.	immaterielles Anlagevermögen und Bilanzierungshilfen	42	27	42	42
	Konzessionen & Rechte & Lizenzen	42	27	42	42
II.	Sachanlagevermögen	10.301	11.835	12.648	12.648
	Grundstücke und Gebäude	4.072	5.473	5.354	5.354
	Technische Anlagen und Maschinen	5.396	5.532	6.361	6.361
	Andere Anlagen, Betriebs- und Geschäftsausstattung	537	451	452	452
	Geleistete Anzahlungen, Anlagen im Bau	296	379	481	481
III.	Finanzanlagevermögen	2	2	2	2
	Wertpapiere des Anlagevermögens	2	2	2	2
B.	Umlaufvermögen	8.363	7.915	7.557	7.557
I.	Vorräte	2.552	3.322	3.304	3.304
	Roh-, Hilfs- und Betriebsstoffe	1.211	1.211	946	946
	Unfertige Erzeugnisse, Arbeiten	830	1.325	1.522	1.522
	Fertigerzeugnisse	511	786	836	836
II.	Forderungen und sonstige Vermögensgegenstände	3.400	3.189	3.448	3.448
	Forderungen aus Lieferung und Leistung	3.344	3.060	3.396	3.396
	Sonstige Vermögensgegenstände und Forderungen	56	129	52	52
	davon mit RLZ > 1 Jahr	0	8	15	15
III.	Wertpapiere und Anteile des Umlaufvermögens	0	0	0	0
IV.	Schecks, Kasse, Bank	2.411	1.404	805	805
	Kasse	2.411	1.404	805	805
C.	Rechnungsabgrenzungsposten	274	276	278	278
Summe Aktiva		18.982	20.055	20.527	20.527
Passiva					
A.	Haftendes Eigenkapital	2.365	2.678	2.839	6.036
I.	Eingefordertes Kapital	1.283	2.509	2.509	5.706
	Gezeichnetes Kapital, Nennkapital	1.283	2.509	2.509	2.509
	Zurechnung Mezz. Kap. zu 60% zum haftenden EK in Szenario b)				3197
II.	Gewinnrücklagen	1.082	169	330	330
B.	Rückstellungen	918	663	704	704
	Steuerrückstellungen	60	6	65	65
	sonstige Rückstellungen	858	657	639	639
C.	Verbindlichkeiten	15.699	16.714	16.984	13.787
	Verbindlichkeiten gegenüber Kreditinstituten	9.552	10.486	10.658	5.329
	davon mit RLZ < 1 Jahr	317	75	15	15
	Zurechnung Mezz. Kap. zu 40% zu den Verbindlichkeiten in Szenario b)				2.132
	Verbindlichkeiten aus Lieferung und Leistung	2.186	1.796	1.490	1.490
	davon mit RLZ < 1 Jahr	2.186	1.796	1.490	1.490
	Verbindlichkeiten gegenüber Gesellschaftern	1.966	2.424	2.724	2.724
	davon mit RLZ < 1 Jahr	0	0	0	0
	Sonstige Verbindlichkeiten	1.995	2.008	2.112	2.112
	davon mit RLZ < 1 Jahr	368	532	1.324	1.324
Summe Passiva		18.982	20.055	20.527	20.527
Erfolgsrechnung					
1.	Umsatzerlöse	38.869	41.585	43.475	43.475
2.	Bestandsveränderungen	45	496	196	196
3.	Andere aktivierte Eigenleistungen	42	95	83	83
4.	Sonstige betriebliche Erträge	0	3	30	30
5.	Materialaufwand	21.845	23.580	25.147	25.147
a)	Roh-, Hilfs- und Betriebsstoffe und bezogene Waren	17.878	19.087	20.663	20.663
b)	Bezogene Fremdleistungen/Dienstleistungen	3.967	4.493	4.484	4.484
6.	Personalaufwand	10.186	11.076	11.258	11.258
a)	Löhne und Gehälter	8.408	9.065	9.289	9.289
b)	Soziale Abgaben und Aufwendungen für Altersversorgung	1.778	2.011	1.969	1.969
8.	Abschreibungen	2.505	2.601	2.299	2.299
9.	Sonstige betriebliche Aufwendungen	2.714	3.080	3.104	3.104
a)	Leasing	10	7	9	9
b)	Andere betriebliche Aufwendungen	2.704	3.073	3.095	3.095
10.	Zinserträge und ähnliche Erträge	246	133	17	17
11.	Zinsen und ähnliche Aufwendungen	596	712	787	394
	davon an verbundene Unternehmen	125	143	158	158
12.	Außerordentliche Erträge	4	114	143	144
13.	Außerordentliche Aufwendungen	1	0	0	0
14.	Steuern vom Einkommen und Ertrag	260	326	316	267
15.	Andere Steuern	12	12	13	13
16.	Jahresüberschuss/Jahresfehlbetrag	1.087	1.039	1.020	1.463

Abb. 6.1-4: Übersicht der Bilanzen und GuV des fiktiven Unternehmens

Das folgende Kurzgliederungsschema zeigt die im deutschen RiskCalc-Modell erfassten Bilanz- und GuV-Posten des fiktiven Unternehmens:

Kurzgliederungsschema	Szenarien			
	31.12.2003	31.12.2004	31.12.2005	31.12.2005
Jahresabschlussinformationen				
Branche	2900	2900	2500	2500
Rechtsform	GmbH	GmbH	GmbH	GmbH
Mitarbeiter	100	100	100	100
Jahresabschlussart	Endgültige Bilanz	Endgültige Bilanz	Endgültige Bilanz	Bilanzvariation
Rechnungslegung	HGB	HGB	HGB	HGB
Jahresabschlussumfang	Konzernbilanz	Konzernbilanz	Konzernbilanz	Konzernbilanz
Jahresabschlußdauer (Monate)	12	12	12	12
GuV-Verfahren	GKV	GKV	GKV	GKV
Währung	EURO	EURO	EURO	EURO
Betragsangabe	Tsd	Tsd	Tsd	Tsd
Aktiva				
1101 Konzessionen & Rechte & Lizenzen	42	27	42	42
1102 Geschäfts- oder Firmenwert	0	0	0	0
1109 Immaterielle Vermögensgegenstände	0	0	0	0
1111 Grundstücke und Bauten	4 072	5 473	5 354	5 354
1229 Wertpapiere des Umlaufvermögens	0	0	0	0
1239 Schecks & Kassenbestand	2 411	1 404	805	805
3999 Bilanzsumme Aktiva	18 982	20 035	20 527	20 527
Passiva				
3099 Haftendes Eigenkapital	2 365	2 678	2 839	6 036
3199 Sonderposten mit Rücklageanteil	0	0	0	0
3299 Rückstellungen	918	663	704	704
3302 Bankverbindlichkeiten	9 552	10 486	10 658	5 329
3402 - davon Restlaufzeit bis 1 Jahr	317	75	15	15
3303 Erhaltene Anzahlungen	0	0	0	0
3304 Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen	2 186	1 796	1 490	1 490
3404 - davon Restlaufzeit bis 1 Jahr	2 186	1 796	1 490	1 490
3305 Akzepte (Wechselverbindlichkeiten)	0	0	0	0
3406 Verb. gegen verb. Unternehmen (RLZ bis 1 Jahr)	0	0	0	0
3407 Verb. gegen Beteiligungsunt. (RLZ bis 1 Jahr)	0	0	0	0
3409 Sonstige Verbindlichkeiten (RLZ bis 1 Jahr)	368	532	1 324	1 324
3499 Summe kurzfristige Verbindlichkeiten	0	0	0	0
3399 Summe Verbindlichkeiten	15 699	16 714	16 984	13 787
3999 Bilanzsumme Passiva	18 982	20 035	20 527	20 527
Gewinn- und Verlustrechnung				
7001 Umsatz	38 869	41 585	43 475	43 475
7001a Umsatz (Vorjahr)	38 869	38 869	41 585	41 585
7002 Bestandsveränderungen	45	496	196	196
7003 Andere aktivierte Eigenleistungen	42	95	83	83
7014 Herstellungskosten (UKV)	0	0	0	0
7015 Vertriebs- und Verwaltungskosten (UKV)	0	0	0	0
7008 Sonstige betriebliche Erträge	0	3	30	30
7011 Materialaufwand	21 845	23 580	25 147	25 147
7012 Personalaufwand	10 186	11 076	11 258	11 258
7013a planmäßige Abschreibungen	2 505	2 601	2 299	2 299
7018 Sonstige betriebliche Aufwendungen	2 714	3 080	3 104	3 104
7102 Erträge aus Wertpapieren und Ausleihungen	0	0	0	0
7103 Zinserträge und ähnliche Erträge	246	133	17	17
7112 Zinsaufwendungen und ähnliche Aufwendungen	596	712	787	394
7501 Steuern vom Einkommen und Ertrag	260	326	316	267
7502 Sonstige Steuern	12	12	13	13
7022 Personalaufwand (UKV)	0	0	0	0
7023 Abschreibungen (UKV)	0	0	0	0
7999 Jahresüberschuß/-fehlbetrag	1 087	1 039	1 020	1 463
Sonstige Kennzahlenbestandteile				
7299 Ordentliches Betriebsergebnis	1 356	1 263	1 206	1 599
7899 Ertragswirtschaftlicher Cash Flow	3 861	3 864	3 505	3 898

Abb. 6.1-5: Kurzgliederungsschema Moody's KMV RiskCalc v1.0

Aus dem Kurzgliederungsschema wurden mit dem Bilanzratingsystem Moody's KMV RiskCalc der PD-Verlauf, die Kennzahlen und die Ausfallwahrscheinlichkeiten des Unternehmens für die Jahre 2003–2005 ermittelt.

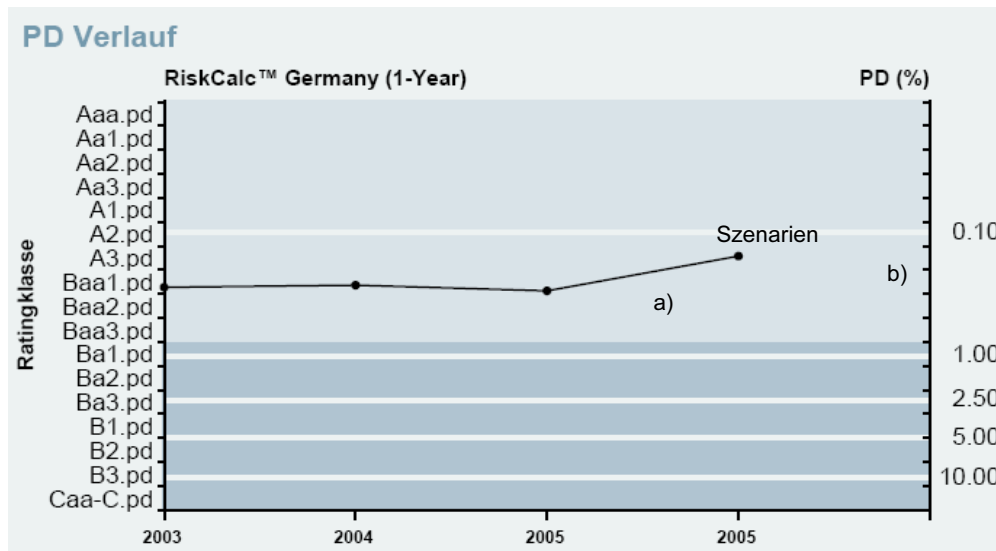


Abb. 6.1-6: PD-Verlauf 2003 - 2005

RiskCalc™ Germany (1-Year)		Szenarien		
PD (%)			a)	b)
0.24	0.23	0.26	0.13	
Perzentil (%)	73.06	74.06	71.47	86.17
Mapping	Baa1.pd	Baa1.pd	Baa1.pd	A3.pd

Abb. 6.1-7: Entwicklung der PD in den Jahren 2003–2005

Abbildung 6.1-6 zeigt, dass das Mapping im Jahr 2005 bei dem Szenario b) um eine Ratingklasse (A3.pd ggü. Baa1.pd) oberhalb des Mappings des Szenarios a) liegt. Noch deutlicher wird der positive Effekt aus der Aufnahme des mezzaninen Kapitals bzgl. der PD in Abbildung 7. So hat sich die PD im Szenario b) mit 0,13 % gegenüber dem Szenario a) (0,26 %) halbiert. Wie aus den Abbildungen 6 und 7 ersichtlich ist, hat das Unternehmen für die Jahre 2003, 2004 und 2005 (Szenario a)) jeweils Baa1.pd und damit für alle drei Jahre Investment-Grade erreicht. Bei der näheren Betrachtung der Jahresabschlusszahlen fällt auf, dass sich die Bilanzsummen und Jahresüberschüsse kaum verändert haben und die Umsatzerlöse kontinuierlich von 2003 (38.869 T€) bis 2005 (43.475 T€) gestiegen sind. Zusätzlich hat sich beim Szenario b) das zu 60 % eigenkapitalähnliche mezzanine Kapital mit einer ge-

winnabhängigen variablen Vergütung positiv auf das Mapping und die PD auswirkt. So erreicht das Unternehmen aufgrund der Aufnahme des mezzaninen Kapitals im Szenario b) das Mapping A3.pd.

Aus der Verbesserung des Mappings um eine Ratingklasse und der Halbierung der PD folgt aber nicht, dass sich alle Kennzahlen des RiskCalc-Schemas durch das mezzanine Kapital verbessern. Wie stark die Veränderung bei den einzelnen Kennzahlen ist, lässt sich der Abbildung 6.1-8 entnehmen.

Kennzahlen		a) Szenarien b)			
		31.12.2003	31.12.2004	31.12.2005	31.12.2005
Signum					
KBD	(Tage)	20.25	15.55	12.34	12.34
FKS	(%)	70.64	70.68	68.68	47.06
NVQ	(%)	2.42	4.98	9.86	9.86
EKQ	(%)	18.65	20.16	19.52	41.84
FINK	(%)	23.16	22.17	19.74	26.81
EBITDR	(%)	23.43	23.33	21.54	21.55
UR	(%)	3.46	3.01	2.74	3.65
PAQ	(%)	26.21	26.63	25.90	25.90
UW	(%)	100.00	106.99	104.54	104.54

Abb. 6.1-8: Kennzahlen des Musterunternehmens

Abbildung 6.1-8 aus dem Extended Report von Moody's KMV RiskCalc zeigt, wie sich die einzelnen Kennzahlen entwickelt haben. So verändern sich in Szenario b) durch die Aufnahme des mezzaninen Kapitals vor allem die Kennzahlen „Fremdkapitalstruktur“, „Eigenkapitalquote“, „Finanzkraft“ und „Umsatzrentabilität“. Dabei zeigen die Kennzahlen Fremdkapitalstruktur und Eigenkapitalquote einen positiven Kapitalstruktur-Effekt, während die Kennzahlen Finanzkraft und Umsatzrentabilität einen positiven Zins- und Steuereffekt zeigen.

Die Entwicklung der Kennzahlen Fremdkapitalstruktur, Eigenkapitalquote, Finanzkraft und Umsatzrentabilität stellt Moody's KMV RiskCalc im Extended Report grafisch wie folgt dar:

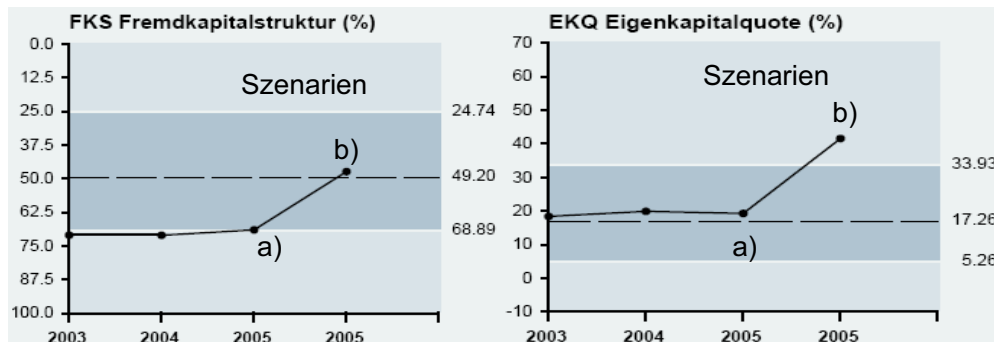


Abb. 6.1-9: Positiver Kapitalstruktur-Effekt

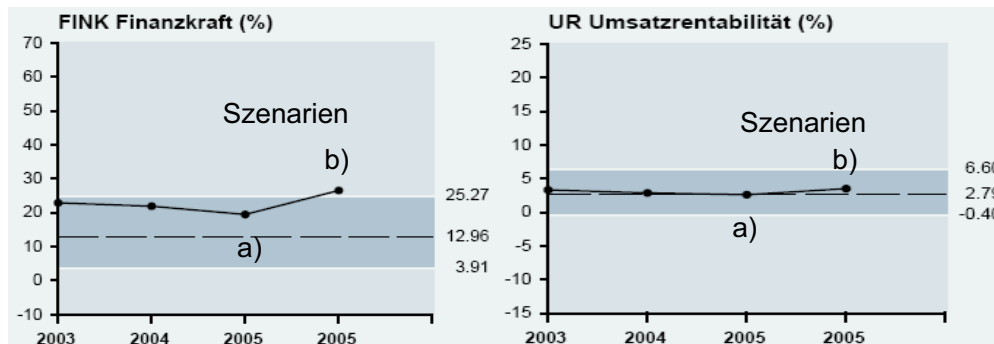


Abb. 6.1-10: Positiver Zins- und Steuereffekt

Der **Kapitalstruktureffekt** (Abb. 6.1-9) wird besonders an den **Kennzahlen Fremdkapitalstruktur und Eigenkapitalquote** deutlich. So führen die halbierten Verbindlichkeiten gegen Kreditinstitute und die 60 %ige Eigenkapitalähnlichkeit des mezzaninen Kapitals dazu, dass die Fremdkapitalstruktur sinkt und die Eigenkapitalquote steigt. Gleichzeitig ergibt sich aus den im handelsrechtlichen Jahresüberschuss verringerten Fremdkapitalzinsen, den gesunkenen Steuern auf Einkommen und Ertrag und aus dem gestiegenen handelsrechtlichen Jahresüberschuss ein **positiver Zins- und Steuereffekt**. Die 60 %ige Eigenkapitalähnlichkeit des mezzaninen Kapitals bewirkt einen starken Anstieg der vier obigen Kennzahlen, was einen positiven Beitrag zur Verbesserung des Ratings zur Folge hat.

Das vorgestellte Szenario mit einer 60 %igen Eigenkapitalähnlichkeit kann indes noch übertroffen werden. In einem weiteren **Szenario**, in dem der Bankkredit i.H.v. 10.658 T€ vollständig durch mezzanines Kapital substituiert wurde, welches zu **100 % eigenkapitalähnlich** ist, konnte eine **Mapping-Verbesserung** um drei Ratingklassen **auf A1.pd** erreicht werden. Gleichzeitig verminderte sich in diesem Szenario die **PD** auf **0,07 %**.

Mit der RiskCalc-Auswertung eines fiktiven mittelständischen Unternehmens lässt sich zeigen, dass mezzanines Kapital, wenn es quotaal oder sogar zu 100 % eigenkapitalähnlich ist und dabei vor allem eine rein vom Gewinn abhängige Vergütung vereinbart ist, positiv auf das Rating und damit auf die Ausfallwahrscheinlichkeit eines Unternehmens wirkt. Die Verbesserungsmöglichkeit für die Ausfallwahrscheinlichkeit hängt aber auch vom Geschäftsverlauf und von der Bilanzstruktur ab.

Die bisher dargestellten Szenarien haben stets eine reine Umfinanzierung enthalten, denn es wurden jeweils die Verbindlichkeiten gegen Kreditinstitute teilweise bzw. ganz abgelöst. Tatsächlich wird der mittelständische Unternehmer **mezzanines Kapital** aber vor allem dann **aufnehmen, wenn er Potential für eine Erweiterung seines Geschäftes sieht und besonders rentable Innovationen fördern möchte**. In solchen Fällen wird das aufgenommene mezzanine Kapital mittel- und langfristig zu einer Steigerung des Umsatzes und/oder des Gewinns und des Unternehmenswertes führen.³⁷ In einem solchen Szenario wird, anders als bei den bisher vorgestellten Szenarien, nicht primär der Kapitalstruktur-Effekt, sondern werden eher die positiven Einflüsse auf die Ertragskennzahlen einen starken Einfluss auf eine Verbesserung des Mappings haben.

6.1.4 Zusammenfassung und Ausblick

Bilanzbasierte Ratingmodelle sind sowohl für die Kapitalgeber als auch für die Kapitalnehmer von großer Bedeutung und bilden die **Grundlage für ein leistungsfähiges Kreditrisikomanagement**. Sie unterstützen den Kapitalgeber bei dem Auswahlprozess vor der Vergabe eines hybriden Finanzinstruments und ermöglichen eine optimale Überwachung der Bonität des Unternehmens während der Laufzeit des hybriden Finanzinstruments. Dabei sind bilanzbasierte Ratingmodelle geeignet, die **Anforderungen nach Basel II und nach dem Kreditwesengesetz (KWG)** zu erfüllen. Bspw. wird durch ein verbessertes RiskCalc-Ergebnis durch eine Aufnahme von eigenkapitalähnlichem mezzaninem Kapital mit gewinnabhängiger variabler Vergütung das Kreditrisiko des Kapitalgebers verringert, was sich zumindest mittelfristig in verringerten Kreditkosten für den Kapitalnehmer niederschlägt. Gleichzeitig wird sich das Unternehmen beim Vergleich mit anderen Unternehmen aus der jeweiligen Branche und des Gesamtportfolios mit einer verbesserten Bonität gegenüber Kunden und Lieferanten besser darstellen können.

Auf der Basis der Erstellung des **Bilanzratings** können die Finanzanalysten mit hinreichender Sicherheit ein **Urteil über die Bonität eines Unternehmens abgeben**. Aus Gründen der Verlässlichkeit sind **mathematisch-statistische Verfahren**, wie Moody's KVM RiskCalc, den rein erfahrungsgestützten und subjektiven Verfahren der **klassischen Bilanzanalyse vorzuziehen**. Mathematisch-statistische Verfahren unterstützen die Arbeit des Finanzanalysten vor allem dadurch, dass sie mit bilanzpolitikkonterkarierenden Kennzahlen arbeiten und so die Bilanzanalyse auch betriebswirtschaftlich deutlich verlässlicher machen.

Da **hybride Finanzinstrumente** neben der Verbesserung der Liquidität auch zu einer Verbesserung des Ratings beitragen können, **gewinnen** sie immer mehr **an Bedeutung**. Indes

³⁷ Vgl. DVFA (Hrsg.), Mezzanine Finanzierungsformen und Bilanzrating, S. 33 f.

fördern sie die Finanzanalysten fachlich sowohl bei der Bonitätsprüfung vor der Vergabe von hybriden Finanzinstrumenten als auch bei der Berücksichtigung der konkreten Vertragsbedingungen von hybriden Finanzinstrumenten in den Jahresabschlüssen. Zusätzlich sind bilanzpolitische Maßnahmen der Bilanzierenden zu beurteilen, die sich dem Finanzanalysten möglicherweise aus den Geschäftsberichten oder aus den Prüfungsberichten erschließen.

Der Einsatz eines Ratingsystems bedarf bzgl. der im Jahresabschluss ausgewiesenen Finanzinstrumente einer Vorbeurteilung der Finanzinstrumente, im Hinblick auf Eigenkapital- oder Fremdkapitalähnlichkeit, durch den Finanzanalysten. Außerdem lassen sich bilanzpolitische Maßnahmen nur kompensieren, wenn die Sachverhalte in den Kennzahlen explizit berücksichtigt wurden. Sowohl bilanzpolitische Maßnahmen als auch hybride Finanzinstrumente sind also stets durch den Finanzanalysten vorab zu identifizieren und zu spezifizieren sowie anschließend zu analysieren.

Deshalb sollte vor allem bzgl. der Eigenkapitalähnlichkeit und der Art der Vergütung der in Abschnitt 6.1.2.3 vorgestellte **Lösungsvorschlag der Expertgroup 1 der DVFA-Ratingstandard-Kommission** zur Ermittlung der Eigenkapitalähnlichkeit hybrider Finanzinstrumente **verwendet werden**.

Da der Ausweis eines durch den Jahresabschlussprüfer geprüften Mezzanine-Spiegels auf der Basis der vorgestellten Kriterienmatrix im Anhang des Jahresabschlusses bisher nicht gesetzlich vorgeschrieben ist, schlagen wir einen einheitlichen Mezzanine-Spiegel vor.

Da die Bedeutung hybrider Finanzinstrumente weiter ansteigen wird, sollte entweder durch den Gesetzgeber oder durch den Berufsstand der Finanzanalysten eine einheitliche Regelung bzgl. eines Mezzanine-Spiegels zur Sicherung des objektiven Unternehmensvergleichs verlangt werden. Außerdem sollten auch die am Markt befindlichen Ratingtools eine gesonderte Abfrage für Sonderfälle, wie hybride Finanzinstrumente, berücksichtigen. Hybride Finanzinstrumente lassen sich beim Rating nämlich sachlich nur korrekt berücksichtigen, wenn deren Eigenkapitalähnlichkeit in einem Mezzanine-Spiegel im Anhang ausgewiesen ist oder aus den Verträgen verlässlich ermittelt werden kann.

Die Auswirkungen eines hybriden Finanzinstruments auf ein Bilanzrating haben wir in Abschnitt 6.1.3.3 beispielhaft anhand von mezzaninem Kapital, das zu 60% als eigenkapitalähnlich ermittelt wurde, gezeigt. Dabei wurde deutlich, dass sich aufgenommenes mezzanines Kapital unter den angegebenen Bedingungen positiv auf das Bilanzrating auswirkt.

So kann vor allem bei einer quotalen oder 100 %igen Eigenkapitalähnlichkeit, wie sie etwa ein hybrides Finanzinstrument erreicht, das nach Handelsrecht komplett aus dem Gewinn und steuerrechtlich indes aus dem Aufwand vergütet wird und dessen Kapitalgeber an eventuellen Verlusten des Unternehmens partizipieren, stets einer Verbesserung des Ratings erreicht werden. Denn neben der verbesserten Kapitalstruktur erhöht sich in einem solchen Fall auch der handelsrechtliche Jahresüberschuss, da die Fremdkapitalzinsen wegfallen, weil sie aus dem Gewinn zu zahlen sind, und weil im steuerrechtlichen Abschluss die Vergütung als Zinsaufwand

gilt. Dadurch vermindert sich die steuerliche Bemessungsgrundlage und die anrechenbare Vergütung des mezzaninen Kapitals bewirkt eine Steuerersparnis. In diesem Fall profitiert das kapitalaufnehmende Unternehmen darüber hinaus von einer Verbesserung des Mappings, denn ein verbessertes Mapping erleichtert dem Unternehmen auch die Verhandlungen über eine Absenkung der Fremdkapitalkosten.

Dabei ist indes **zu beachten**, dass das **Ausmaß der Verbesserung** des Ratingurteils neben der **Eigenkapitalähnlichkeit** des hybriden Finanzinstruments, der **Art der Vergütung** und der **steuerrechtlichen Anerkennung** als Fremdkapital erheblich von der **ursprünglichen Ratingklasse** vor Aufnahme des hybriden Finanzinstruments, von der **Kapitalstruktur** des Unternehmens und von der **Klassenbreite des Ratingtools** abhängt.

6.1.5 Übungsaufgaben

Übungsaufgabe 1

Nennen Sie die Vorteile der modernen Instrumente der Jahresabschlussanalyse gegenüber den klassischen Instrumenten der Jahresabschlussanalyse.

Übungsaufgabe 2

Warum machen hybride Finanzinstrumente Zusatzanalysen bei der Urteilsbildung erforderlich?

Übungsaufgabe 3

Charakterisieren Sie ein hybrides Finanzinstrument mit einer Eigenkapitalähnlichkeit von 100 %.

6.1.6 Lösungshinweise zu den Übungsaufgaben

Zu Übungsaufgabe 1

Die Gesamturteile über Unternehmen, die mit den Instrumenten der klassischen Jahresabschlussanalyse erstellt werden, sind stets subjektiv, häufig in sich widersprüchlich, vergangenheitsorientiert und vom jeweiligen Analysten abhängig. Mit den modernen Instrumenten der Jahresabschlussanalyse wird indes versucht, die Nachteile der Instrumente der klassischen Jahresabschlussanalyse zu kompensieren, um den zentralen Grundsätzen der Bilanzanalyse (Objektivierungs-, Ganzheitlichkeits- und Neutralisierungsprinzip) besser gerecht zu werden. Dazu liegen den modernen Instrumenten der Bilanzanalyse die lineare multivariate Diskriminanzanalyse (MDA), und in neuerer Zeit die Künstliche Neuronale Netzanalyse (KNNNA) sowie die logistische Regression (LR) zur Analyse von Jahresabschlüssen zugrunde. Von diesen Verfahren werden dem Finanzanalysten die subjektiven Teilentscheidungen zur Auswahl, Gewichtung und Zusammenfassung der Kennzahlen abgenommen, denn die modernen Verfahren der Bilanzanalyse basieren auf einer großen Zahl von Jahresabschlüssen von gesund gebliebenen Unternehmen und von später insolvent gewordenen Unternehmen. Die modernen Verfahren liefern also eine objektive Auswahl, Gewichtung und Zusammenfassung der Kennzahlen.

Zu Übungsaufgabe 2

Ein Bilanzrating erfordert mehr als die reine Übernahme der Bilanz- und GuV-Posten aus den vorgelegten Jahresabschlüssen in das Ratingsystem. Stattdessen fordert ein Bilanzrating von dem Finanzanalysten Erfahrung und Intuition, um einen eventuell erforderlichen Korrektur- und Simulationsbedarf aus den vorgelegten Unterlagen zu erkennen. Da hybride Finanzierungsinstrumente grundsätzlich im Fremdkapital zu bilanzieren sind, bei hoher Eigenkapitalähnlichkeit indes einen positiven Effekt auf das Ratingergebnis haben können, sind die Finanzanalysten gefordert, diese Finanzierungsinstrumente entsprechend der von der DVFA vorgeschlagenen Kriterienmatrix zu spezifizieren und im Rating angemessen zu berücksichtigen. Mittels des jeweils genutzten Ratingstools lassen sich zusätzliche Simulationen durchführen, in denen die Erkenntnisse aus den Zusatzanalysen zu berücksichtigen sind. Derartige Simulationen zur Berücksichtigung der Spezifität der verschiedenen hybriden Finanzierungsinstrumente sollten indes ausschließlich von Fachleuten mit sehr guten bilanzanalytischen Kenntnissen durchgeführt werden, um die Bonität des Unternehmens lagegerecht abzubilden.

Zu Übungsaufgabe 3

Ein hybrides Finanzierungsinstrument erreicht eine 100 %ige Eigenkapitalähnlichkeit nur dann, wenn es durch eine variable Vergütung, die aus dem Gewinn bezahlt wird und eine Beteiligung des Kapitalgebers an entstehenden Verlusten gekennzeichnet ist. Weiterhin darf keines der weiteren drei Negativmerkmale aus der Kriterienmatrix der Expertgroup 1 der DVFA Ratingstandard-Kommission erfüllt sein. Dann ist die Vergütung handelsrechtlich nicht als Zinsaufwand zu erfassen (woraus sich ein höherer Gewinn ergibt), sondern aus dem Gewinn zu bezahlen. Wenn die steuerrechtlichen Bedingungen erfüllt sind, nämlich ein schuldrechtlicher Vertrag, keine Laufzeit von über 29 Jahren und keine Beteiligung am Liquidationserlös gegeben ist, ist die Vergütung steuerrechtlich als Zinsaufwand zu erfassen und mindert so die steuerliche Bemessungsgrundlage.

6.1.7 Literaturhinweise

Baetge, Jörg, Die Früherkennung von Unternehmenskrisen anhand von Abschlusskennzahlen, in: *Der Betrieb* 44/2002, Düsseldorf, 2002.

Baetge, Jörg/Baetge, Kai/Kruse, Ariane, Grundlagen moderner Verfahren der Jahresabschlussanalyse, in: *DStR* 33/99, München, Berlin, Frankfurt a.M., 1999.

Baetge, Jörg/Baetge, Kai/Kruse, Ariane, Einsatzmöglichkeiten eines modernen Bilanzratings in der Wirtschaftsprüfer- und Steuerberaterpraxis, in: *DStR* 46/99, München, Berlin, Frankfurt a.M., 1999.

Baetge, Jörg/Brüggemann, Benedikt, Bonitätsanalyse als Teil des Kreditrisikomanagements, in: *Balderston, T. (Hrsg.), Herausforderung Bankmanagement – Entwicklungslinien und Steuerungsansätze*, Frankfurt a. M., 2006, S. 569–588.

Baetge, Jörg/Kirsch, Hans-Jürgen/Thiele, Stefan, *Bilanzanalyse*, 2. Auflage, Düsseldorf, 2004.

Baetge, Jörg/Manolopoulos, Peter Rüdiger, Bilanzratings zur Beurteilung der Unternehmensbonität – Entwicklung und Einsatz des BBR Baetge-Bilanz-Rating im Rahmen des Benchmarking, in: *Die Unternehmung*, 53. Jg., Heft 5, Zürich, 1999.

Baetge, Jörg/von Keitz, Isabel/Wünsche, Benedikt, Bilanzbonitäts-Rating von Unternehmen, in: *Büschgen, Hans E./Everling, O. (Hrsg.), Handbuch Rating*, Wiesbaden, 2007.

- Baetge, Jörg/Thun, Christian, Bilanzbonitätsrating eines technologieorientierten Unternehmens, in: Everling, O./Riedel, S.-M./Weimerskirch, P. (Hrsg.), *Technology-Rating*, Wiesbaden, 2000.
- Baetge, Jörg/Zülch, Henning/Melcher, Thorsten, Vermögenslage, in: *Wirtschaftslexikon – Das Wissen der Betriebswirtschaftslehre*, S. 6010 f., Stuttgart, 2006.
- Baetge, Jörg/Stellbrink, Jörn, Früherkennung von Unternehmenskrisen mit Hilfe der Bilanzanalyse, in: *Controlling*, Heft 4/5. April/Mai 2005, München, 2005.
- DVFA (Hrsg.), *Mezzanine Finanzierungsformen und Bilanzrating*, Dreieich, 2007. Abrufbar unter: http://www.dvfa.de/files/die_dvfa/kommissionen/rating/application/x-download/Schriftenreihe_05_2007.pdf, zuletzt abgerufen am 1. August 2007.
- Escott, Phil/Glormann, Frank/Kocagil, Ahmet E., *Moody's RiskCalc™ für nicht-börsennotierte Unternehmen: Das deutsche Modell*. Abrufbar unter: www.moodykmv.com/research/whitepaper/72044.pdf, zuletzt abgerufen am 18.7.2007.
- HFA des IDW, *Stellungnahme 1/1994, Zur Behandlung von Genussrechten im Jahresabschluss von Kapitalgesellschaften*, S. 419-423, Düsseldorf, 1994.
- IDW Fachnachrichten, *Bericht über die Sitzung des HFA*, 2005, Düsseldorf, 2005.
- KFW (Hrsg.), *Wirtschaftsobserver Juli 2005*. Abrufbar unter: http://www.kfw.de/DE/Home/Service/Online_Bibliothek/Research/PDF-Dokumente/WirtschaftsObserver_online/2005/WOb_Juli_2005.pdf, zuletzt abgerufen am 18.7.2007.
- Leffson, Ulrich, *Bilanzanalyse*, 3. Auflage, Stuttgart, 1984.
- Moody's (Hrsg.), *Den Return-on-Risk optimieren mit Moody's KMV*, San Francisco, 2006, Abrufbar unter: http://www.moodykmv.com/newsevents/pr/RC_Germany_Translation.pdf, zuletzt abgerufen am 19.6.2007.
- Ziolkowski, Ulrich, *Erfolgsspaltung: Aussagefähigkeit und Grenzen*, S. 188, in: Coenenberg, Adolf G., *Bilanzanalyse nach neuem Recht*, 2. unveränderte Auflage, S. 153–188, Landsberg/Lech, 1990.

