

Nr. 05/07

**Mezzanine Finanzierungsformen
und Bilanzrating**



Impressum:

DVFA
Einsteinstraße 5
63303 Dreieich
Tel.: +49 (0)6103 - 58 33-0
Fax: +49 (0)6103 - 58 33-34
Mail: info@dvfa.de
Web: www.dvfa.de

Das Werk einschließlich all seiner Teile ist urheberrechtlich geschützt. Jegliche Verwertung außerhalb der engen Grenzen des Urheberrechtsgesetz ist ohne Zustimmung der DVFA unzulässig und strafbar. Das gilt insbesondere für Vervielfältigungen, Übersetzungen, Mikroverfilmungen und die Einspeicherung und Verarbeitung in elektronischen Systemen.

Committee „Rating Standards“

Leitung:

Professor Dr. Jens Leker

Westfälische Wilhelms-Universität Münster

Mitglieder:

Christian Albrecht, CCrA
Prof. Dr. Dr. h. c. Jörg Baetge
Dr. Oliver Everling
Martin Faßbender
Prof. Dr. Josef Fischer
Christian Hesse
Dr. Andreas Jerschensky
Christian Junk, CCrA
Prof. Dr. Harald Krehl
Dr. Michael Munsch
Dieter Pape
Jürgen Paskert
Inge Pawlik
Dr. Karl Eugen Reis, CCrA
Bodo Richardt
Dr. Eva-Maria Rid-Niebler
Prof. Dr. Heinrich Rommelfanger
Prof. Dr. Sören Salomo
Dr. Peter Schenk
Dr. Hans-Ulrich Templin, CEFA

DZ-BANK AG
Westfälische Wilhelms-Universität Münster
Everling Advisory Services
Deutsche Bundesbank
Georg-Simon-Ohm-Fachhochschule Nürnberg
Creditreform Rating AG
Deutsche Post AG
NRW BANK
DATEV eG
Verband der Vereine Creditreform e.V.
Pape & Co
KPMG Deutsche Treuhand GmbH
Commerzbank AG
Kreissparkasse Limburg
KPMG Deutsche Treuhand GmbH
Bayerische Beteiligungsgesellschaft mbH
Johann Wolfgang Goethe-Universität
Karl-Franzens-Universität Graz
MEAG MUNICH ERGO AssetManagement GmbH
Helaba Invest Kapitalanlagegesellschaft mbH

Leiter der Expertgroups (EG):

Prof. Dr. Dr. h.c. Jörg Baetge
Prof. Dr. Harald Krehl

EG 1: Ratingrelevante Aspekte d. Mezzanine-Finanzierung
EG 2: Ratingrelevante Aspekte d. IFRS-Umstellung

Ressortverantwortliche DVFA-Vorstandsmitglieder:

Klaus Holschuh
Dr. Peter Merk

DZ-BANK AG
Landesbank Baden-Württemberg

Inhaltsverzeichnis

Verzeichnis der Abbildungen im Text.....	3
Verzeichnis der Abbildungen im Anhang	3
1. Einleitung.....	4
1.1. Leitbild der Expertgroup 1	4
1.2. Aufbau der Untersuchung	6
2. Formen mezzaninen Kapitals und ihre Bedeutung	7
3. Eigenschaften mezzaninen Kapitals und deren Ausgestaltung	13
3.1. Kriterienkatalog und Kriterienmatrix zur Beurteilung der Eigenkapitalähnlichkeit hybrider Finanzierungsinstrumente.....	13
3.2. Handels- und steuerrechtliche Behandlung mezzaninen Kapitals	19
4. Einordnung mezzaninen Kapitals in der Praxis.....	21
5. Bilanzratingsysteme und mezzanines Kapital	23
5.1 Reaktionen verschiedener Bilanzratings auf variierende Eigenkapital-Anteile.....	23
5.2 Reaktionen eines Bilanzratingsystems auf einen neutralisierten realen Fall mit sechs Szenarien	28
Anhang mit Daten des realen Unternehmens (Grundfall) sowie von sechs Szenarien.....	35
Literatur- und Quellenverzeichnis.....	51

Verzeichnis der Abbildungen im Text

Abbildung 1: Formen mezzaninen Kapitals.....	7
Abbildung 2: Einordnung mezzaninen Kapitals.....	8
Abbildung 3: Rendite-Risiko-Struktur (Stand: 08-2006)	9
Abbildung 4: (Teil 1/2): Übersicht Mezzanineprogramme (Stand: 08-2006).....	11
Abbildung 5: (Teil 2/2): Übersicht Mezzanineprogramme (Stand: 08-2006).....	12
Abbildung 6: Kriterienmatrix	18
Abbildung 7: Ausgangssituation des fiktiven Unternehmens.....	25
Abbildung 8: Simulationsergebnisse des fiktiven Unternehmens.....	26
Abbildung 9: Ergebnisse zur variierten fiktiven Ausgangssituation	27
Abbildung 10: Simulationsergebnisse der variierten fiktiven Ausgangssituation	27
Abbildung 11: Ausgangsdaten Grundfall.....	29
Abbildung 12: Ausgangsdaten des neutralisierten realen Falles.....	30
Abbildung 13: Ergebnisse der Szenarien 1 - 4	32
Abbildung 14: Ergebnisse der Szenarien 5 und 6	33

Verzeichnis der Abbildungen im Anhang

Anhang Abbildung 1: Ratingnoten Grundfall des realen Unternehmens.....	36
Anhang Abbildung 2: Grundfall: Struktur der Passiva	37
Anhang Abbildung 3: Ratingnoten Szenario 1	38
Anhang Abbildung 4: Szenario 1 Struktur der Passiva.....	39
Anhang Abbildung 5: Ratingnoten Szenario 2	40
Anhang Abbildung 6: Szenario 2 Struktur der Passiva.....	41
Anhang Abbildung 7: Ratingnoten Szenario 3	42
Anhang Abbildung 8: Szenario 3 Struktur der Passiva.....	43
Anhang Abbildung 9: Ratingnoten Szenario 4	44
Anhang Abbildung 10: Szenario 4 Struktur der Passiva.....	45
Anhang Abbildung 11: Ratingnoten Szenario 5	46
Anhang Abbildung 12: Plan Szenario 5.....	47
Anhang Abbildung 13: Planbilanz Szenario 5	48
Anhang Abbildung 14: Ratingnoten Szenario 6	49
Anhang Abbildung 15: Plan Szenario 6.....	50

1. Einleitung

1.1. *Leitbild der Expertgroup 1*

Investition und Finanzierung sind zwei Kernelemente der unternehmerischen Aktivität. Unternehmen nutzen die ihnen zur Verfügung stehenden und die eingeworbenen finanziellen Mittel, um in Projekte zu investieren, die den Unternehmenswert steigern sollen. Dabei hat sich in den vergangenen Jahren die Variabilität der möglichen Finanzierungsinstrumente, über das reine Eigenkapital und das reine Fremdkapital hinaus, erheblich erweitert. So gibt es eine Vielzahl von hybriden Finanzinstrumenten. Auch ihr Umfang nimmt immer mehr zu. Der bilanzielle Ausweis der hybriden Finanzinstrumente erfolgt i.d.R. sowohl nach HGB als auch nach IFRS im Fremdkapital. Die Kriterien zur materiellen Abgrenzung von Eigenkapital und Fremdkapital sind für die Bilanz derart gefasst, dass eindeutig entweder nur bilanzielles Eigenkapital oder nur bilanzielles Fremdkapital gegeben ist. Die Dichotomie von Eigenkapital und Fremdkapital (ohne Zwischenposten) ist auch künftig in der Bilanz, z.B. für die Erstellung von Konzernabschlüssen, erforderlich. Denn die Erstellung von Konzernabschlüssen ist nach bisherigen Konsolidierungsregeln nur möglich, wenn ausschließlich Eigenkapital und Fremdkapital in den zu konsolidierenden Einzelabschlüssen existieren. Doch ist für die Beurteilung der Bereitschaft der Kapitalgeber, die eventuell entstehenden Verluste des Unternehmens zu tragen - wie es Eigenkapitalgeber tun -, eine differenzierende Beurteilung der verschiedenen hybriden Finanzinstrumente erforderlich. Vor allem wird beim Einsatz moderner hybrider Finanzierungsinstrumente deutlich, dass die bilanzielle dichotome Trennung von Eigenkapital einerseits und Fremdkapital andererseits wegen der verschiedenen Grade der Verlustpartizipation bei hybriden Finanzinstrumenten, zumindest bei der Analyse der Bilanz, nicht aufrechterhalten werden sollte. Der formal gerechtfertigte bilanzielle dichotome Ansatz ist für eine Beurteilung der Finanzierungssituation in der Regel nicht sachgerecht, sofern mezzanine (hybride) Finanzierungen im Fremdkapital ausgewiesen werden (müssen). Die formal erforderliche, reine Zweiteilung des Kapitals verwehrt dem Bilanzierenden und damit zwangsläufig auch den Abschlussadressaten wie auch den Ratingagenturen, die unterschiedlichen hybriden Finanzierungsinstrumente hinsichtlich ihrer jeweiligen Verlustpartizipation beurteilen zu können.

Das bilanzielle Eigenkapital umfasst jene finanziellen Mittel, die dem Unternehmen von den (Anteils-) Eignern zur Verlustabpufferung mit allen damit verbundenen Kriterien zur Verfügung gestellt werden. Das Fremdkapital umfasst als Komplement zum Eigenkapital

diejenigen finanziellen Mittel, die dem Unternehmen durch Dritte, die keine Verluste abpuffern wollen, zur Verfügung gestellt werden. Dabei führt die strikte formale (bilanzielle) Trennung von Eigenkapital und Fremdkapital bei der Bilanz-, Finanz- und Ratinganalyse zu Abgrenzungsschwierigkeiten. Vielfach werden von den Analysten deshalb hybride Finanzinstrumente nach eigenen subjektiven Abgrenzungsregeln in eigenkapitalähnliche und fremdkapitalähnliche Bestandteile zerlegt und entsprechend quotale dem Eigenkapital und Fremdkapital (aber nur für die Analyse) zugerechnet. Eine solche subjektive Zuordnung der Eigenkapital- bzw. Fremdkapitalähnlichkeit von hybriden Finanzinstrumenten ist für eine **einheitliche Beurteilung** der Finanzierung in Unternehmen nicht geeignet.

Die Expertgroup 1 des DVFA Committee Rating hat sich das Ziel gesetzt, die in den letzten Jahren entwickelten hybriden Finanzierungsinstrumente im Hinblick auf deren materielle Eigenkapital- bzw. Fremdkapitalähnlichkeit zu analysieren.

Die Expertgroup 1 ist der Auffassung, dass hybride Finanzierungsinstrumente als solche neben dem Eigenkapital und dem Fremdkapital in der Bilanz und zwar im Fremdkapital separat ausgewiesen und im Anhang in Form eines Mezzanine-Spiegels erläutert werden sollten. Zu den im Fremdkapital bilanzierten hybriden Finanzinstrumenten sollten folgende standardisierte Anhangangaben gemacht werden: Nachrang, Vergütung, Verlustbeteiligung, Kapitalgeber, Dauer der Kapitalüberlassung, Kündigungsabreden, Abänderungs-/Wandelungsrechte und Einsetzung von Externen als externe Berater im Falle einer Unternehmenskrise sowie die Angabe der prozentualen Eigenkapitalähnlichkeit der hybriden Finanzinstrumente. Ein solcher Kriterienkatalog in Verbindung mit einem Mezzanine-Spiegel liefert den Bilanz-, den Finanz- und den Ratinganalysten die objektiven Informationen und den daraus resultierenden Grad der Eigenkapitalähnlichkeit von mezzaninen Finanzinstrumenten in Prozent für ihre Analysen. So würde die Vergleichbarkeit von Bilanzratings sichergestellt und die Arbeit der Bilanz-, der Finanz- und der Ratinganalysten erleichtert.

Da sowohl den Bilanzierenden als auch den Bilanz-, den Finanz- und den Ratinganalysten an einer sachgerechten Rechnungslegung und einer vollständigen und transparenten Finanzberichterstattung gelegen ist, würde ein derartiger Mezzanine-Spiegel im Anhang eine transparente Beurteilung der eingesetzten Finanzinstrumente - nicht zuletzt durch die Banken (Basel II) und die Ratingagenturen - ermöglichen.

In Abschnitt 3. dieses Papiers erläutert die Expertgroup die Vorgehensweise zur Ermittlung der Eigenkapitalähnlichkeit von hybriden Finanzinstrumenten.

1.2. Aufbau der Untersuchung

Um die im Leitbild aufgeworfene Problemstellung zu lösen, werden in dieser Untersuchung folgende Teilfragen im Einzelnen erörtert:

- a) Welche Formen mezzaninen Kapitals werden am Markt angeboten? Mit welcher Entwicklung für mezzanine Instrumente ist in Zukunft zu rechnen? (nachfolgend Ziffer 2.)
- b) Welches sind die zentralen Kriterien und ihre möglichen Ausprägungen, um mezzanines Kapital bilanzanalytisch als Eigenkapital ausweisen zu können? (nachfolgend Ziffer 3.) Hierzu legt die Expertgroup 1 einen Kriterienkatalog in Verbindung mit einem Beurteilungsformular vor, die es ermöglichen, die Eigenkapital- und die Fremdkapitalähnlichkeit von hybriden Instrumenten zu ermitteln.
- c) Wie klassifizieren Kreditinstitute und Ratingagenturen hybrides Kapital? (nachfolgend Ziffer 4.)
- d) Wie wirken sich bei gleicher Ausgangslage unterschiedliche quotale Anrechnungen von mezzaninem Kapital auf das wirtschaftliche Eigenkapital in verschiedenen Szenarien auf das Mapping aus? (nachfolgend Ziffer 5.)

2. Formen mezzaninen Kapitals und ihre Bedeutung

Charakterisierung und Formen

Bei mezzaninem Kapital handelt es sich um einen Sammelbegriff für verschiedene hybride Finanzierungsformen, die zwischen dem Eigen- und dem Fremdkapital einzuordnen sind. Das Spektrum der verschiedenen Finanzierungsinstrumente gibt die nachfolgende Abbildung 1 wieder¹.

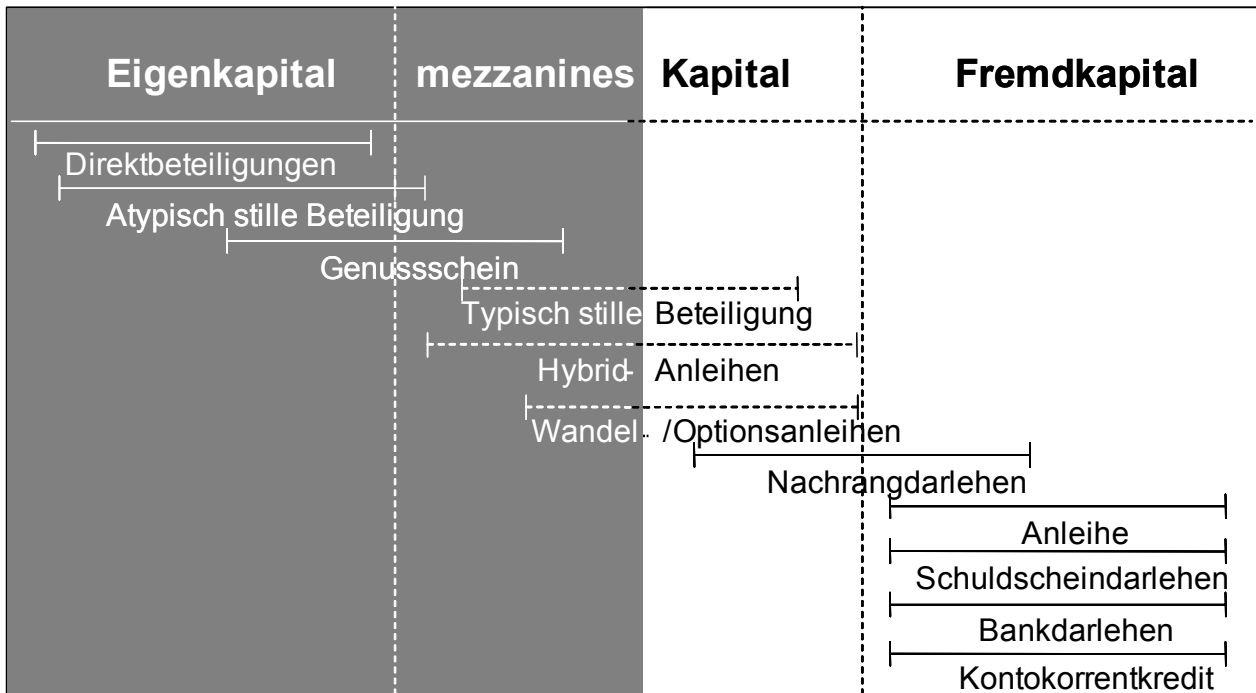


Abbildung 1: Formen mezzaninen Kapitals

Auf der einen Seite stehen unbesicherte Nachrangdarlehen („Junior debt“), die sich im Wesentlichen durch den Rangrücktritt vom Fremdkapital unterscheiden. Ihre Tilgung erfolgt erst nach Rückzahlung der vorrangigen Darlehen („Senior debt“). Am anderen Ende des Spektrums finden sich stille Beteiligungen, die sich vom reinen Eigenkapital nur durch die Beschränkung der Einflussnahme auf die Geschäftsführung unterscheiden. Zwischen diesen beiden Polen gibt es eine breite Palette an Mischformen wie Genussrechtskapital und Wandel-/Optionsanleihen. Immer mehr Banken bieten in Kooperation mit anderen Kapitalanbietern zudem eine Bündelung von mezzaninen Finanzierungen an und reichen diese in verbriefter Form an institutionelle Investoren am Kapitalmarkt weiter.

¹ Auf eine detaillierte Darstellung der einzelnen Finanzierungsinstrumente wird an dieser Stelle verzichtet. Einen umfassenden Überblick über alle wesentlichen mezzaninen Finanzierungsinstrumente geben Häger, M., Elkemann-Reusch, M., Mezzanine Finanzierungsinstrumente, Berlin, 2004; Werner, H., Mezzanine-Kapital, 2. Aufl., Köln 2007; Bösl, K., Sommer, M., Mezzanine Finanzierung, München 2006, Brezski, E., u.a. Mezzanine-Kapital für den Mittelstand, Stuttgart 2006.

In jüngster Zeit gewinnen auch nachrangige Schuldverschreibungen ohne Endfälligkeit (sog. Hybrid-Anleihen) zunehmend an Bedeutung für die Finanzierung des gehobenen Mittelstandes².

Je nach vertraglicher Ausgestaltung kann es sich bei den einzelnen Finanzierungsinstrumenten um eigenkapitalnahes („Quasi-Eigenkapital“ / „Equity Mezzanine“) oder fremdkapitalnahes („Quasi-Fremdkapital“ / „Debt Mezzanine“) Kapital handeln (Abb.2), das entweder privat platziert werden kann oder aber kapitalmarktfähig ist.

AKTIVA	PASSIVA
Anlagevermögen	Eigenkapital
	Equity Mezzanine Debt Mezzanine
Umlaufvermögen	Fremdkapital

Abbildung 2: Einordnung mezzaninen Kapitals

Die durchschnittliche Rendite einer mezzaninen Finanzierung ergibt sich aus der Rendite - Risiko - Struktur. Die Kapitalgeber fordern je nach einzugehender Risikoposition eine Rendite von 7% bis zu 20% (siehe Abb.3)³.

² Während im Mezzanine Markt derzeit Transaktionsgrößen von 2 bis 20 Mio € die Regel sind, liegt das Spektrum im Bereich der Hybrid-Anleihen zwischen 50 und 1.300 Mio € vgl. Nölling, P., Jendruschewitz, B., Hybrid-Anleihen: Dauerhafte Alternative in der Unternehmensfinanzierung?, in: Finanz Betrieb, 7-8/2006, S. 435-439 sowie Vater, H., „Ewige Anleihen“: Funktionsweise, Einsatzzweck und Ausgestaltung, in: Finanz Betrieb, 1/2006, S. 44-53.

³ Nach Angaben der Venture Capital Management GmbH haben Simulationsrechnungen des Forschungsinstitutes CEPRES (Center of Private Equity Research) an der Universität Frankfurt/M. auf Basis von ca. 1200 mezzaninen Finanzierungen ergeben, dass über alle US-amerikanischen und europäischen Mezzanine-Programme in den kommenden Jahren eine durchschnittliche (Netto-)Rendite von 9,8% p.a. zu erwarten ist, vgl. VCM Golding Mezzanine – Dachpool für Mezzanine Beteiligungsprogramme, August 2005, www.vcm.de.

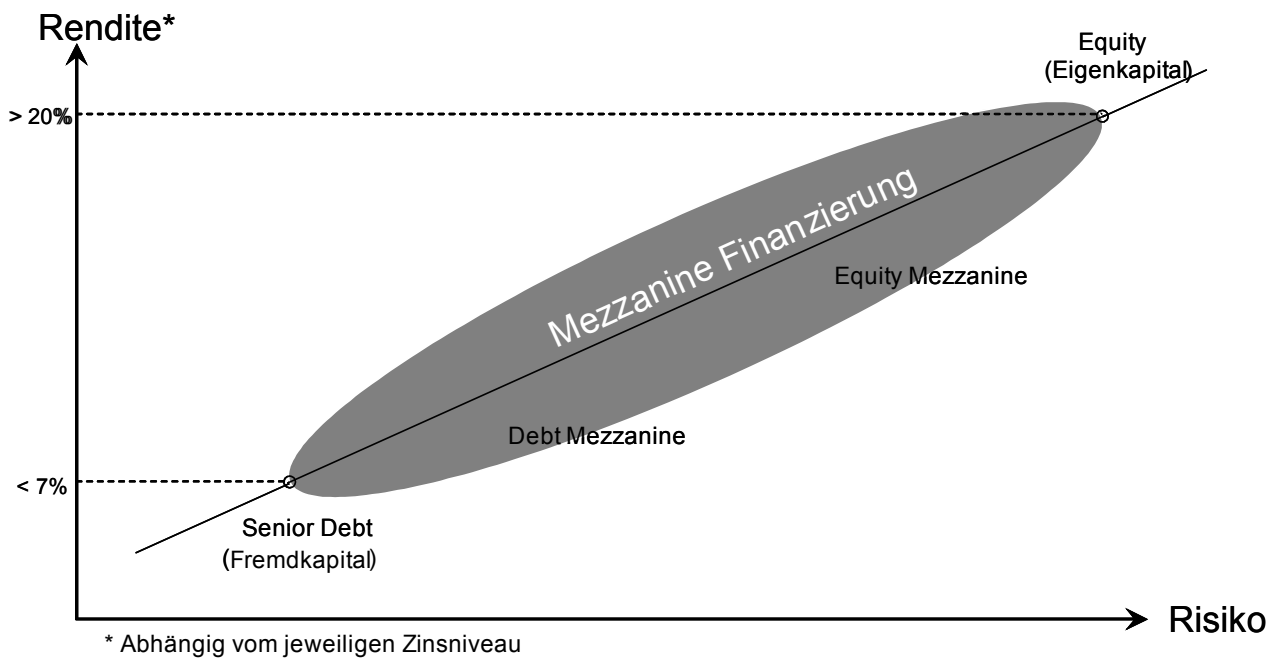


Abbildung 3: Rendite-Risiko-Struktur (Stand: 08-2006)

Gegenwärtige und künftige Bedeutung

Aufgrund der vielfältigen Erscheinungs- und Ausgestaltungsformen mezzaniner Finanzierungsinstrumente in Deutschland und den restlichen europäischen Ländern existiert gegenwärtig noch keine umfassende und verlässliche Datenbasis, um das Marktvolumen genau zu erfassen. Erste Schätzungen gehen davon aus, dass das Transaktionsvolumen in Europa im Jahr 2003 einen Wert von 5 bis 6 Mrd. EUR aufwies. Für 2006 werden Neuzusagen für Mezzanine-Finanzierungen von etwa 7 Mrd. EUR prognostiziert⁴.

Auch für Deutschland rechnet die KfW mit einer zunehmenden Bedeutung dieser Finanzierungsform⁵. Bemerkenswert ist dabei, dass sich die Angebotsausweitung immer stärker auf den kleinteiligen Bereich erstreckt. Stand das Angebot bisher in erster Linie Unternehmen mit einem Umsatz ab 20 Mio. EUR und einem Mindestkapitalbedarf von zwei Mio. EUR zur Verfügung, so stehen den KMU zwischenzeitlich auch Einzeltranchen von deutlich unter zwei Millionen EUR zur Verfügung. Dies zeigt auch der nachfolgende aktuelle Überblick⁶, über die am Markt angebotenen Produkte, die sich auf Genussrechte und Nachrangdarlehen beziehen und in der Regel im Rahmen der Verbriefung am Kapitalmarkt platziert werden⁷.

Mit der Erweiterung des Angebotsspektrums droht indes eine Gefahr, die sich als Belastung für die weitere Entwicklung dieses Marktsegmentes erweisen kann: Die Vielzahl der mezzaninen Finanzierungsprodukte und ihre unterschiedlichen individuellen Ausgestaltungen haben zu einer mangelnden Markttransparenz geführt. Zum einen haben die kapitalaufnehmenden Unternehmen sehr hohe Such- und Informationskosten, um das für sie richtige Angebot zu finden. Vor allem ist dabei auf die sehr umfangreichen und komplizierten Genussrechtsvereinbarungen der Anbieter, von oft mehr als 30 Seiten hinzuweisen, die wegen der bedingten Vertragsklauseln eine verlässliche Beurteilung der Mezzaninen Finanzierung im Hinblick auf die Eigenkapitalähnlichkeit fast unmöglich machen. Zum anderen dürfte bei den verbrieften Varianten das unübersichtliche Angebot auch das Interesse potenzieller Investoren am Kapitalmarkt dämpfen.

Wenn das zunehmende Angebot auch auf entsprechende Resonanz stoßen soll, ist es dringend erforderlich, einheitliche Standards für mezzanines Kapital zu setzen.⁸ Im Vordergrund steht dabei die Frage der Klassifizierung der verschiedenen hybriden Finanzierungsinstrumente als Eigen- oder Fremdkapital. Dieser Aspekt wird im folgenden Abschnitt näher beleuchtet.

⁴ Vgl. KfW-Bankengruppe, Mezzanine-Finanzierungen für den Mittelstand: Der Markt ist in Bewegung, Wirtschaftsobserver, Juli 2005, S. 4 und die dort zitierten Untersuchungen; Credit Suisse, Mezzanine Finance - Mischform mit Zukunft, Economic Briefing Nr. 42, Zürich 2006, S. 13 ff., Brezski, E., u.a. (2006), S. 199 ff. Das Volumen aller in Europa bereits emittierten Hybrid-Anleihen lag Ende 2005 bei ca. 11 Mrd. €, vgl., Nöling, P., Jendruschewitz, B. (2006), S. 435.

⁵ Vgl., KfW-Bankengruppe (2005), S. 5.

⁶ Die Übersicht wurde auf Basis der in der Tabelle angegebenen Quellen sowie Recherchen bei den einzelnen Programmanbietern erstellt. Fehlende Eintragungen sind auf unzureichende Auskünfte zurückzuführen. Ein Vergleich der verschiedenen Programme auf Basis des Effektivzinses war nicht möglich. Wegen unvollständiger Informationen wurden die Programme „Anschutz Mezzinvest“ der Dresdner Bank und „PULS“ vom Merrill Lynch nicht berücksichtigt.

⁷ Einen weiteren Überblick, der sich im Wesentlichen auf stille Beteiligungen bezieht, gibt Lachenmaier, D., Der Markt des Mezzanine-Kapitals, in: DSWR, Heft 12/2005, S. 366 f.

⁸ Vgl. Standardisierung der Genussscheine bei Bertelsmann.

Produktname	PREPS I – V	Buchanan Genussfonds (ge/mit)	equiNotes A / B	Smart Mezzanine	Mittelstands Mezzanine	S - Mezzanine	STEM	CB MezzCap	DZ Mezzanine Invest	H.E.A.T Mezzanine III	MidCap Fund
Anbieter	HVB CEG	Buchanan	Deutsche Bank IKB	Haspa – LBBW HSH Nord.	Nord LB	Bayern LB West LB	Bayern LB West LB	Commerz-bank	DZ Bank	HSBC Trinkaus & B.	MidCapFund BY /BW
Volumen Mio. €	249/616/ 313/360/ 322	200	370 300	250-300	500	200	mindestens 200	300	250-300	220 280 314	
Produktart	Standard. GR z.T. Nachrangdarlehen	Standardisiertes Genussrecht	Standard. Genussrecht	Standard. Genussrecht	Genussrecht (debt)	Genussrechtskapital	Standard. Genussrecht	Standard. Genussrecht	Standard. Genussrecht, ggf. Hybridanleihe	Nachranggenussrechte, Nachrangdarlehen	Standard. Genussrecht
Tranchen Mio. €	3 – 18 2 – 20	3 – 35	3 – 15 2 – 15	2 - 15	1 – 7	1 - 5	5 - 10	2,0 – 15	3-30	3-15 2-12,5	0,25 - 5
Laufzeit in Jahren	7	7-10	7 / unbegr.	8	5-8	7	7	7	7-10	7	5
Mindestumsatz p.a. erwünscht	50 Mio. €	20 Mio. €	25 Mio. €	50 Mio. €	5 Mio. €	10 Mio. €	30 Mio. €	20 Mio. €	30 Mio. €	15 Mio. €	5 Mio. €
Einschränkung		Zinsdeckung > 2; Nettoverschuldung / EBIT < 3,5; EK-Quote > 20%		EBITDA/ Gesamtkapital > 5% max. 1 Verlustjahr; EKQ > 5%	Unt. ist mind. 5 Jahre am Markt; EKQ > 8%	Unt. ist mind. 5 Jahre am Markt;	Unt. ist mind. 5 Jahre am Markt;	Unternehmenssitz in D			
Mindestbonität	BBB-/ Baa3	BBB-	Baa3/Ba2	Baa3	Rating DSGV (=BB)	Ba2	Ba2	Baa3	BBB- (BB- im Einzelfall)	Baa3 HEAT III: Ba2	BB-
Rating durch	Moody's KMV RC + HVB intern	Euler Hermes, Creditreform	Moody's KMV +Due Diligence	Moody's KMV RC, Fitch	Intern durch Nord LB	Creditreform + Moody's KMV	Creditreform + Moody's KMV	Moody's KMV RC + intern CB	Euler Hermes	Moody's KMV RC	URA- Rating
Ratingkosten (einmalig/jährlich)	10 000 € / 5000 €	35.000 €	3000-5000 € / 2000-5000 €		kostenfrei	6000 € / bis 6000 €	6000 € / bis 6000 €	/ 5000 €			5000 €
Vertragsabschluss (einmalig / jährlich)	< 30 000 € / 4% Disagio	4% Disagio	20 000 € / 3,5% Disagio	3,5% Disagio	2,5% Disagio	bis zu 4% Disagio	bis zu 4% Disagio	bis zu 3,6 % Disagio			3% einmalig
Bandbreite Zinsen p.a. *	6,8 – 7,9%	nein	6,5 – 8,75%	5,5 – 7,0%	8,5 – 9,5%	7,0 – 7,5%	7,25 – 11,75%	6,4 – 9,0%	7,0 – 9,5 %	7,3 %	7,0 – 10%
Erfolgsabhängige Vergütung	max 2%	7,5 – 9,0%	Variante 2 bis 2%	ca. 1,5%	max 2%	max 2%	max 2%	Variante A max 2 %		4%	4 – 5%

Abbildung 4 (Teil 1/2): Übersicht Mezzanineprogramme (Stand: 08-2006)

Produktname	PREPS I – V	Buchanan Ge-nuss-fonds (gel/mif)	equiNotes A / B	Smart Mezzanine	Mittelstands Mezzanine	S - Mezzanine	STEM	CB MezzCap	DZ Mezzanine Invest	H.E.A.T Mezzanine III	MidCap Fund
Verlustteilnahme	Nein	ja, bis zum eingesetzten Kapital	Zinsaufschub + Verlustteilnahme, Wertaufholung bis zu 29 Jahren	Typ 1: keine Typ 2: bis volle Höhe	nein	nein	nein	Zinsaufschub + Verlustteilnahme, Wertaufholung bis zu 29 Jahren		nein	
Nachrang-erklärung	gegenüber anderen Gläubigern	gegenüber Senior Debt	geg. allen gegen-wärtigen und zukünftigen Gläubigern	Rangrücktritt geg. nicht nachrangigen Forderungen bei Insolvenz	Rangrücktritt bei Insolvenz-anmeldung	ja	im Insolvenz-fall, aber vor-rangig gegen. EK	Rangrücktritt bei Insolvenz-anmeldung		ja	
Eigenkapital-charakter	bil. FK nach HGB aber wirtsch. EK	bil. EK nach HGB (auch IFRS mögl.) und wirtsch. EK	bil. EK nach HGB und wirtsch. EK	Typ 1: wirtsch. EK (SoPo im FK) Typ 2: bil. EK	bil. FK nach HGB aber wirtsch. EK	bil. FK nach HGB aber wirtsch. EK	bil. FK nach HGB aber wirtsch. EK	Typ A. bil. EK Typ B: wirtsch. EK (SoPo im FK)	bil. EK nach HGB und wirtsch. EK		bil EK nach HGB
Informations-pflichten Vor Auszahlung	3 testierte WPB	Erstrating, test. JA, Drei-jahres-planung	externe DD, testierte WPB			3 testierte JA	3 testierte JA				3 testierte JA, Kennzahlen
Informations-pflichten Nach Auszahlung	bis Baa3: WPB ab Ba1: int. ffd. Bericht + weitere Rechte	testierte JA nach 90 Tagen + Quartals-abschluss n. 30 Tagen + Pla-nungsrech-nung	int. ffd. Be-richtswesen + weitere Rechte			JA + HJ-Bericht; bei Boni-tätsversch. weitere Re-cherche	JA + HJ-Bericht; bei Boni-tätsversch. weitere Re-cherche				JA + HJ-Bericht; bei Bonitäts-verschlecht. weiter Recherche

Abbildung 5 (Teil 2/2): Übersicht Mezzanineprogramme (Stand: 08-2006)

*) Die Bandbreite der Zinsen ist grundsätzlich abhängig vom Ratingergebnis – bei einigen Produkten auch vom Gewinn und vom Verlust (Erhöhung in Folgejahren)

Quellen: O.V., Mezzanineprogramme deutscher Banken, in Handelsblatt Nr. 33 vom 15.02.2006, S. 25; Tönis,C., Mezzanine Finanzierungsinstrumente im Überblick, in: Mittelstandsfinanzierung 2006, Sonderausgabe, Verlag Going Public Media, Wolfratshausen, S. 80 – 82, eigene Recherchen.

3. Eigenschaften mezzaninen Kapitals und deren Ausgestaltung

3.1. Kriterienkatalog und Kriterienmatrix zur Beurteilung der Eigenkapitalähnlichkeit hybrider Finanzierungsinstrumente

Ausgehend von dem eingangs formulierten Leitbild hat die Expertgroup 1 nachfolgendes Beurteilungsformular entwickelt, mit dessen Hilfe sich die Eigenkapital- und Fremdkapitalähnlichkeit hybrider Finanzierungsinstrumente - dargestellt am Beispiel von Genussrechtsvereinbarungen - ermitteln lässt.

Grundsätzlich ergibt sich die prozentuale Gesamteigenkapitalähnlichkeit eines Genussrechts aus der Summe der Produkte des prozentualen Erfüllungsgrades für das jeweilige Kriterium mit dem Gewicht des jeweiligen Kriteriums. Eine Ausnahme bildet das Vorliegen von so genannten Negativmerkmalen. Tritt eine als Negativmerkmal gekennzeichnete Kriterienausprägung ein, so ist das Genusskapital als Fremdkapital zu werten.

1. Nachrangabrede

Kein Nachrang:

Einfacher Nachrang (§ 39 InsO) oder Qualifizierter Nachrang (§ 199 InsO):

<u>Eigenkapital-ähnlichkeit</u>
0%
100%

Wenn die Genussrechtsvereinbarung nicht nachrangig ist, dann ist das Kapital insgesamt als Fremdkapital zu werten (Negativmerkmal).

2. Vergütung für die Kapitalüberlassung

Feste Vergütung:

Gewinnabhängige Vergütung:

<u>Eigenkapital-ähnlichkeit</u>
0%
100%

Wenn eine feste Vergütung vorgesehen ist, dann ist das Kapital insgesamt als Fremdkapital zu werten (Negativmerkmal), es sei denn, es sind Mechanismen oder Vertragsformulierungen vorhanden, die eine Belastung des Unternehmens in der Krise ausschließen.

Für den Genussrechtsemittenten sind sehr komplexe Vergütungsregelungen grundsätzlich nachteilig. Dies gilt vor allem dann, wenn bei gewinnabhängigen Vergütungskomponenten Nachzahlungen und/oder Aufschläge zum Ausgleich von Liquiditätsnachteilen wegen fehlender Zahlung erst in nachgelagerten Zeiträumen (sog. zahlungsrhythmusbedingte Auf-

schläge) vereinbart werden. Solche Gestaltungen haben in der Regel fremdkapitalähnliche Wirkung.

Nachholungsregelungen für Vergütungsbestandteile, die in Verlustjahren ausgefallen sind, in späteren Gewinnjahren sind als fremdkapitalähnlich zu werten. Dies gilt vor allem dann, wenn die Nachzahlungsverpflichtung über die ursprüngliche Laufzeit des Genussrechts hinausreicht. Die Verlängerungsoption des Genusskapitalgebers bzgl. des Genussrechts über die reguläre Laufzeit hinaus gilt als nachteilig für eine Eigenkapitalqualifikation, siehe hierzu im Einzelnen die folgende Ziffer 3.

Als nachteilig für Genussscheinemittenten ist auch ein so genannter „Garantiegewinn“ (feste Vergütung) zu bezeichnen. Die Bezeichnung „Garantiegewinn“ ist im Rahmen eines Genussrechts irreführend, wenn die Vergütung tatsächlich in jedem Fall und unabhängig vom Entstehen eines Gewinns zu zahlen ist. Solche Gestaltungen sind als fremdkapitalähnlich zu werten. Eine rein gewinnabhängige Vergütung ist dagegen eigenkapitalähnlich. In diesem Fall muss eine Rating-Institution die Vergütung aus dem handelsrechtlichen Zinsaufwand des zu beurteilenden Unternehmens herausnehmen und zum Erfolg hinzurechnen.

3. Laufende Jahresverlustbeteiligung

Keine Teilnahme an laufenden Verlusten:

(Partielle) Beteiligung an laufenden Verlusten, Rückzahlung des Kapitals nur aus dem freien Vermögen, finale Verlustbeteiligung am Ende der regulären Laufzeit:

<u>Eigenkapital-ähnlichkeit</u>
0%
100%

Für die Verlustbeteiligung bei HGB-Eigenkapitalgenussrechten sind folgende Ausprägungen denkbar:

- Sofern Genussrechtsvereinbarungen vorsehen, dass das Genusskapital über die reguläre Zeitdauer des Genussrechts - von z.B. 5 Jahren - an laufenden Verlusten teilnimmt und das Genussrechtskapital jährlich bzw. zum Ende der regulären Laufzeit herabgesetzt werden kann, ist dies grundsätzlich eigenkapitalähnlich.
- Wenn diese Verlustbeteiligung allerdings damit verbunden ist, dass sich das Genussrecht nach Ende der regulären Laufzeit auf insgesamt bis zu 29 Jahre Laufzeit (als maximale Laufzeit für steuerliche Fremdkapitalinstrumente) verlängert, sofern der Nominalbetrag der Einlage zum Ende der regulären Laufzeit durch Unternehmensverluste ganz oder teilweise aufgezehrt ist, ist diese Vereinbarung als fremdkapitalähnlich zu werten. Denn: Ziel einer solchen Verlängerung ist es, dem Genussrechtsgläubiger Nachzahlungsansprüche einzuräumen, die im Verlängerungszeitraum aus entstehenden Jahresüberschüssen bzw. Gewinnen des Unternehmens solange zu erfüllen sind, bis der

Genussrechtsgläubiger den Nominalbetrag der Einlage vollständig zurückerhalten hat - sog. Wertaufholung. Im Ergebnis bedeutet dies, dass die für die reguläre Zeitdauer von z.B. 5 Jahren vereinbarte Verlustbeteiligung vom Genussrechtsemittenten im Verlängerungszeitraum wieder vollständig aufgeholt werden muss. Dies kann den Genussrechtsemittenten entweder über einen sehr langen Zeitraum von insgesamt bis zu z.B. 24 Jahren (29 Jahre - reguläre Zeitdauer des Genussrechts (bei Verlustteilnahme)) belasten und im Verlängerungszeitraum die Innenfinanzierung des Unternehmens aus erwirtschafteten Gewinnen sowie Ausschüttungen an die Gesellschafter vollständig verhindern. Oder aber die für den Genussrechtsemittenten ungünstige Regelung dient als Verhandlungsgrundlage für eine Einigung zwischen den Genussrechtsgläubigern und dem Genussrechtsemittenten über eine vorzeitig zu leistende Wertaufholung zur Abfindung des Genussrechts, was der ursprünglich vereinbarten Verlustbeteiligung zuwider läuft.

- In diesem Zusammenhang können darüber hinaus Regelungen für den Verlängerungszeitraum gefordert werden, z.B. die Verpflichtung, persönliche Sicherheiten zu stellen oder die Verpflichtung, eine Ausschüttungspolitik zu Gunsten der Genussrechtsgläubiger zu betreiben. Solche vertraglichen Verpflichtungen haben nachteilige Folgen für das Unternehmen und die Genusskapitalemittenten.

4. Kapitalgeber

Kapitalgeber ist die Hausbank (senior lender):

Kapitalgeber ist eine fremde Bank, der Kapitalmarkt, eine Beteiligungsgesellschaft oder sonstige Kapitalgeber, die keine Sicherheiten halten:

<u>Eigenkapital-ähnlichkeit</u>
0%
100%

5. Dauer der anfänglichen Kapitalüberlassung

Befristete Überlassung von weniger als fünf Jahren:

Unbefristete oder befristete Kapitalüberlassung von mindestens fünf Jahren und Restlaufzeit von mindestens zwei Jahren:

<u>Eigenkapital-ähnlichkeit</u>
0%
100%

Wenn die Mindestlaufzeit von fünf Jahren unterschritten wird, dann ist das Kapital insgesamt als Fremdkapital zu werten (Negativmerkmal).

Für den Genussrechtsemittenten ist es nachteilig, wenn die reguläre Zeitdauer bis auf 29 Jahre Laufzeit verlängert werden kann und die in der Verlängerungszeit bestehenden Verpflichtungen des Unternehmens seine Innenfinanzierungskraft mindern (siehe dazu auch oben Ziffer 2. und 3.).

6. Vorzeitiger Abzug des Kapitals - Kündigungsabrede

	<u>Eigenkapital- ähnlichkeit</u>
Ordentliche Kündigung für unbefristete Verträge mit Kündigungsfrist ≤ 24 Monate und keine Nachhaftung:	0%
Ordentliche Kündigung für unbefristete Verträge mit Kündigungsfrist > 24 Monate und/oder Nachhaftung mindestens 24 Monate; Außerordentliche Kündigung wegen wesentlicher Pflichtverletzung des Genussrechtsemittenten; Außerordentliche Kündigung wegen grundlegender Änderung des Geschäftszwecks; Außerordentliche Kündigung wegen Wechsels in der Kontrolle über das Unternehmen:	100%

7. Einseitiges Abänderungsrecht (Umwandlung in Darlehen)

	<u>Eigenkapital- ähnlichkeit</u>
Abänderung möglich:	0%
Abänderung nicht möglich:	100%

Wenn eine Regelung vorgesehen ist, dass das Genussrechtskapital in ein Darlehen umgewandelt werden kann, dann ist das Gesamtprodukt Fremdkapital (Negativmerkmal).

8. Einsetzen eines Externen bei Auftreten einer Krise des Genussrechtsemittenten

	<u>Eigenkapital- ähnlichkeit</u>
Einsetzen eines externen Beraters zur Sicherung der Rechte des Kapitalgebers:	0%
Einsetzen eines externen Beraters zur Mithilfe bei der Fortführung des Unternehmens:	100%

Eine vertragliche Vereinbarung über den Einsatz eines Externen als Unternehmensberater bei der Überwindung der Krise ist grundsätzlich als eigenkapitalähnlich zu werten, wenn der Krisenberater vorrangig im Interesse des Unternehmens handelt. Hat der Einsatz indes primär das Ziel, die Position des Genussrechtsgläubigers zu sichern und in diesem Zusammenhang auch das Genussrecht an einen Dritten zu veräußern, so ist diese Gestaltung als fremdkapitalähnlich zu werten.

Umsetzung der hierarchisch gegliederten Kriterien in eine Kriterienmatrix

(1) Rang	(2) Kriterium	(3) Art und Erfüllungsgrad des Kriteriums (Angabe in Prozent)	(4) Gewicht des Kriteriums für Gesamturteil (in Prozent)	(5) Multiplikation aus (3) und (4)
1.	Nachrangabrede	<input type="checkbox"/> Kein Nachrang: <input type="checkbox"/> Negativmerkmal 0% <input type="checkbox"/> Einfacher Nachrang oder Qualifizierter Nachrang: 100%	20%	Bei „0 %“ Streichung aller positiven Werte in Spalte (5)
2.	Kapitalüberlassung/ Vergütung	<input type="checkbox"/> Feste Vergütung: <input type="checkbox"/> Negativmerkmal 0% <input type="checkbox"/> Gewinnabhängige Vergütung: 100%	20%	Bei „0 %“ Streichung aller positiven Werte in Spalte (5)
3.	Laufende Jahresverlustbeteiligung	<input type="checkbox"/> Keine Teilnahme an laufenden Verlusten: 0% <input type="checkbox"/> (Partielle) Beteiligung an laufenden Verlusten, Rückzahlung des Kapitals nur aus dem freien Vermögen, finale Verlustbeteiligung am Ende der regulären Laufzeit: 100%	20%	
4.	Kapitalgeber	<input type="checkbox"/> Kapitalgeber ist die Hausbank (senior lender): 0% <input type="checkbox"/> Kapitalgeber ist eine fremde Bank, der Kapitalmarkt, eine Beteiligungsgesellschaft oder sonstige Kapitalgeber, die keine Sicherheiten halten: 100%	2,5%	
5.	Dauer der Kapitalüberlassung bzw. Restlaufzeit Bei befristeter Kapitalüberlassung ist die Restlaufzeit entscheidend	<input type="checkbox"/> Befristete Überlassung von weniger als fünf Jahren: <input type="checkbox"/> Negativmerkmal 0% <input type="checkbox"/> Unbefristete oder befristete Überlassung von mindestens fünf Jahren und Restlaufzeit von mindestens zwei Jahren: 100%	15%	Bei „0 %“ Streichung aller positiven Werte in Spalte (5)

6.	Kündigungsabreden	<input type="checkbox"/> Ordentliche Kündigung für unbefristete Verträge mit Kündigungsfrist ≤ 24 Monate und keine Nachhaftung: 0% <input type="checkbox"/> Ordentliche Kündigung für unbefristete Verträge mit Kündigungsfrist > 24 Monate und/oder Nachhaftung mindestens 24 Monate; Möglichkeiten der außerordentlichen Kündigung wegen wesentlicher Pflichtverletzung des Emittenten, wegen grundlegender Änderung des Geschäftszwecks, wegen Wechsels in der Kontrolle über das Unternehmen: 100%	10%	
7.	Abänderungsrechte in Richtung Darlehen	<input type="checkbox"/> Abänderung möglich: <input type="checkbox"/> Negativmerkmal 0% <input type="checkbox"/> Abänderung nicht möglich: 100%	10%	Bei „0 %“ Streichung aller positiven Werte in Spalte (5)
8.	Einsetzung eines Externen	<input type="checkbox"/> Zur Sicherung der Rechte des Kapitalgebers: 0% <input type="checkbox"/> Zur Mithilfe bei der Fortführung des Unternehmens: 100%	2,5%	
	Eigenkapital-ähnlichkeit in %	Die prozentuale Gesamteigenkapitalähnlichkeit eines hybriden Finanzinstruments ergibt sich aus der Summe der Produkte des prozentualen Erfüllungsgrades für das jeweilige Kriterium mit dem Gewicht des jeweiligen Kriteriums. Bei Vorliegen auch nur eines Negativmerkmals ist das hybride Kapital als Fremdkapital zu werten!		

Abbildung 6: Kriterienmatrix

Das Formular sollte so genutzt werden, dass die Felder in Spalte (3) in den eckigen Klammern ([]) angekreuzt werden. In der jeweils markierten Zeile ist dann in Spalte (5) das Produkt aus Spalte (3) und Spalte (4) einzutragen. Die Eigenkapitalähnlichkeit ergibt sich aus der Addition der in Spalte (5) eingetragenen Prozentsätze. Wird im Formular auch nur eine, als Negativmerkmal gekennzeichnete Merkmalsausprägung angekreuzt, führt dies zu einer Klassifikation des Genusskapitals als Fremdkapital. Auch wenn eines oder mehrere Negativmerkmale vorliegen, sollte die Kriterienmatrix vollständig ausgefüllt werden, damit der Leser der Kriterienmatrix alle Vertragsbedingungen erfährt.

3.2. Handels- und steuerrechtliche Behandlung mezzaninen Kapitals

Die Zuordnung mezzaninen Kapitals zum Eigenkapital in der Handelsbilanz wird von den Unternehmen grundsätzlich angestrebt in der Hoffnung, dass dies sowohl die Bilanzoptik als auch das Bilanzrating verbessert.

Da der Ausweis in der Handelsbilanz ohne Einfluss auf die steuerliche Behandlung ist, erreicht das Unternehmen das Optimum, wenn das mezzanine Kapital

- Eigenkapital nach HGB ist,
ohne Belastung der Gewinn- und Verlustrechnung durch die Vergütung hierfür

und zugleich

- Verbindlichkeit nach dem Steuerrecht ist,
mit Belastung des steuerlichen Ergebnisses durch die Vergütung hierfür.

Nachstehend werden diese Kriterien an Genussrechten untersucht.

Genussrechte als Eigenkapital in der Handelsbilanz

Genussrechte, verbrieft oder unverbrieft, die Einlagen in ein Unternehmen darstellen und nur Anteile am Gewinn und Verlust und am Liquidationserlös gewähren, indes keine Stimmrechte, werden sozietäre Genussrechte genannt. Diese Genussrechte sind grundsätzlich Eigenkapital in der Handelsbilanz.

Genussrechte, die schuldrechtlich Obligationen darstellen, sind nach dem vom Hauptfachausschuss des Instituts der Wirtschaftsprüfer (HFA des IDW) gesetzten Bilanzierungsstandard für das HGB - HFA I/1994 (bzw. 2005) - dann als Eigenkapital in der Handelsbilanz auszuweisen, wenn folgende Bedingungen kumulativ vorliegen:

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

Genussrechte, die schuldrechtlich Obligationen darstellen, sind nach dem internationalen Bilanzierungsstandard IFRS (IAS 32) als Eigenkapital in der Handelsbilanz auszuweisen, wenn folgende Bedingungen kumulativ vorliegen:

1. Vergütung ist abhängig von der Höhe der Ausschüttung an Gesellschafter,
2. Unendliche Laufzeit.

Genussrechte als steuerliches Fremdkapital

Sozietaäre Genussrechte, die Anteil am Gewinn und Verlust und am Liquidationserlös eines Unternehmens haben, werden steuerrechtlich (§ 8 Abs. 3, S. 2 KStG) vergleichbar den Gesellschaftereinlagen behandelt. Ausschüttungen auf diese Genussrechte dürfen den steuerlichen Gewinn nicht mindern.

Obligationenähnliche Genussrechte sind steuerlich als Fremdkapital zu qualifizieren. Hierfür gelten folgende Kriterien:

1. Schuldrechtlicher Vertrag (obligationenähnliches Genussrecht),
2. Ausschluss der Beteiligung am Liquidationserlös,
3. Laufzeit nicht mehr als 30 Jahre,
4. Beachtung der allgemeinen Grundsätze für verdeckte Gewinnausschüttungen an Gesellschafter,
5. Beachtung der allgemeinen Regeln des § 8 a KStG bei Gesellschafter-Fremdfinanzierung.

Bei Beachtung der vorstehenden Kriterien kann davon ausgegangen werden, dass die Ausschüttungen des emittierenden Unternehmens an seine Genussrechtsinhaber grundsätzlich sowohl die körperschaft- als auch die gewerbsteuerliche Bemessungsgrundlage mindern. Zu beachten ist indes die Hinzurechnungsvorschrift § 8 Nr. 1 GewStG, nach der die Hälfte der Entgelte für Dauerschulden der Gewerbesteuer-Bemessungsgrundlage wieder hinzugerechnet werden müssen.

Die für zahlreiche Genussrechtsemittenten angestrebte Qualität, dass diese zum einen steuerlich als Fremdkapital zu qualifizieren sind und in der Handelsbilanz als Eigenkapital ausgewiesen werden dürfen, erfordert die gewissenhafte Einhaltung der dargestellten Kriterien.

4. Einordnung mezzaninen Kapitals in der Praxis

Für die Einordnung mezzaninen Kapitals in Eigen- oder Fremdkapital in der Praxis liegen Ergebnisse interner Papiere bzw. Informationen der IKB und der HVB vor⁹. Darüber hinaus sind Auskünfte des DSGV bzw. der für Dritte offiziell zugängliche Mezzanine-Kriterienkatalog der Sparkassen-Finanzgruppe herangezogen worden.

Die **Sparkassen-Finanzgruppe** würde für Bilanzrating-Zwecke (Basel II) mezzanines Kapital wie **wirtschaftliches Eigenkapital** einordnen, wenn die nachfolgenden verkürzt wiedergegeben Bedingungen insgesamt erfüllt sind. Umgekehrt würde die Nichteinhaltung eines der Kriterien zur Klassifizierung als Fremdkapital führen¹⁰:

- Nachrangigkeit im Insolvenzfall von Kapital und Zinsen hinter alle nicht-nachrangigen Gläubiger,
- Keine Besicherung durch das Unternehmen,
- Vertragslaufzeit mindestens fünf Jahre und Restlaufzeit zum Bilanzstichtag größer als ein Jahr,
- Grundsätzlicher Verzicht auf ordentliche Kündigungsrechte; sie sind zulässig, soweit nicht die Mindestlaufzeit von 5 Jahren unterschritten wird,
- Grundsätzlicher Verzicht auf außerordentliche Kündigungsrechte im Fall einer wirtschaftlichen Verschlechterung und bei einer Leistungsstörung.

Wenn zusätzlich folgende Kriterien insgesamt erfüllt sind, erfolgt eine Klassifizierung als **haftendes Eigenkapital**:

- Teilnahme am Verlust bis zur vollen Höhe des Kapitals
- Nachrangigkeit nach allen nicht-nachrangigen Gläubigern und nach Gesellschafterdarlehen (qualifizierter Nachrang)

Die **HVB** würde mezzanines Kapital unter folgenden Bedingungen als **wirtschaftliches Eigenkapital** behandeln¹¹:

- Langfristige, endfällige und unbesicherte Kapitalüberlassung,
- Qualifizierter Nachrang gegenüber den gegenwärtigen und künftigen Ansprüchen aller Gläubiger des Unternehmens,
- Verzicht auf Kündigungsrechte im Fall der wirtschaftlichen Verschlechterung des Unternehmens,
- Verzicht auf Financial Covenants.

⁹ Der Arbeitskreis „Ausbau Mittelstandsfinanzierung“ bei der Initiative Finanzstandort Deutschland (IFD) hat Ende 2006 einen zusammenfassenden Überblick über die wichtigsten Beurteilungskriterien von Mezzanine Kapital vorgelegt, der indes nicht auf die institutsspezifischen Details eingeht, vgl. Plankensteiner, D., Ehrhart, N., Wie Mezzanine-Kapital die Bonität verbessert, Handelsblatt Nr. 20, vom 14.11.2006, S. 26.

¹⁰ Detailliert vgl. Riebell, C., Praxis der Bilanzauswertung, 8. Aufl., Deutscher Sparkassenverlag, Berlin 2006, S. 7904 f.

¹¹ Vgl.: HypoVereinsbank (Hrsg.:.) Wertung von Mezzanine-Instrumenten aus Sicht eines Kreditgebers, Köln, 17. November 2005. S. 7.

Die **IKB** rechnet im Rahmen des Ratings stets die **Hälfte der mezzaninen Kapitalsumme** jeweils **dem Eigenkapital und dem Fremdkapital** zu¹². Detaillierte Regelungen für die bilanzielle Behandlung einzelner hybrider Finanzierungsinstrumente liegen nach unseren Informationen nicht vor.

Ergänzend sei auf die Vorgehensweise der Ratingagenturen am Beispiel von **Moody's** hingewiesen.¹³ Moody's teilt den Bewertungsprozess in vier Phasen ein:

- Herunterbrechen des Hybrids in seine einzelnen Basiseigenschaften (Nachrangigkeit, Laufzeit etc.),
- Abgleich der Basiseigenschaften des mezzaninen Finanzierungsinstruments mit den Charakteristika von reinem Eigenkapital,
- Relative Gewichtung der Basiseigenschaften gegenüber den Eigenkapitalcharakteristika und Zuordnung der gewichteten Instrumente in 5 verschiedene „Körbe“ eines Verschuldungs-Eigenkapital-Kontinuums von A (niedriger EK-Ansatz) bis E (hoher EK-Ansatz). Die Einordnung der Hybridprodukte erfolgt in 25%-Schritten von 0% bis 100% EK-Anrechnung,
- Untersuchung des Hybrids auf die individuellen wirtschaftlichen Auswirkungen für das betreffende Unternehmen.

Auch das aktuelle Konzept von Standard & Poor's nähert sich dem Bewertungskonzept von Moody's an¹⁴.

¹² Interne Auskunft der Industriekreditbank Düsseldorf.

¹³ Vgl. Moody's Investors Service, Refinements to Moody's Tool Kit: Evolutionary, not Revolutionary, February 2005, www.moodys.com.

¹⁴ Vgl. Standard & Poor's, Criteria: Equity-Credit For Corporate Hybrid Securities, May 2006; Standard & Poor's, Criteria: Equity Credit For Finance Companies' Hybrid Securities, July 2006, www2.standardandpoors.com. Auch die Euler Hermes Rating GmbH hat ebenso wie S&P das Problem einer einzelfallbezogenen Zuordnung erkannt, das für die betroffenen Unternehmen ein gewisses Unsicherheitspotenzial in sich birgt und plädiert grundsätzlich für eine anteilige Zuordnung, vgl. Euler Hermes Rating GmbH, Mezzanine-Kapital zur Verbesserung des Ratings, Hamburg 2005, www.eulerhermes-rating.com.

5. Bilanzratingsysteme und mezzanines Kapital

Das Bilanzrating macht in den internen Systemen der Kreditinstitute den zentralen, in den Ratingsystemen der Ratingagenturen einen wesentlichen Teil des Ratingergebnisses aus. Um die Ratingwirkungen von Mezzanine-Kapital genauer beurteilen zu können¹⁵, wurde zunächst untersucht, wie **verschiedene** Ratingsysteme grundsätzlich auf unterschiedliche Eigenkapitalausstattungen ohne Berücksichtigung der Kapitalvergütung reagieren. Anschließend wurden mit **einem** Bilanzratingratingsystem weitere Simulationen durchgeführt, um die Auswirkungen mezzaniner Finanzierungen auf das Ratingergebnis noch genauer zu analysieren.

5.1 Reaktionen verschiedener Bilanzratings auf variierende Eigenkapital-Anteile

Die Basis für die nachfolgenden Berechnungen bildeten die (einheitlichen) Daten eines Unternehmens in der Rechtsform einer GmbH für die Jahre 2003 und 2004 (fiktive Ausgangssituation). Die Jahresabschlussdaten wurden dabei in Form eines Bilanzberichts¹⁶ erläutert. Die manuelle Erfassung der Unternehmensdaten und ihre Auswertung erfolgte in vier verschiedenen Bilanzratingsystemen.¹⁷ Dadurch war es möglich, die Auswirkungen von unterschiedlichen Eigenkapitalausstattungen auf das Bilanzratingergebnis zu analysieren.

Bei den nachfolgenden Berechnungen wurde (vereinfachend) davon ausgegangen, dass von den ausgewiesenen 822 000 € Eigenkapital des fiktiven Unternehmens 400 000 € aus mezzaninem Kapital bestehen. Ordnet man diesen Betrag voll dem (langfristigen) Fremdkapital zu, so beträgt die Eigenkapitalquote im Jahre 2004 11 %. In der Simulation erfolgte dann eine schrittweise Zurechnung des mezzaninen Kapitals zum Eigenkapital um 25%, sodass im vierten Schritt (siehe Kasten) das Mezzanine-Kapital vollständig dem (wirtschaftlichen) Eigenkapital zugeordnet wurde und die Eigenkapitalquote auf 22% anstieg.

		FK	EK	EK-Quote/EK-Anteil
Ausgangssituation	400 T€ mezzanines Kapital	400 T€	0 T€	11%
1. Schritt		300 T€	100 T€	14%
2. Schritt		200 T€	200 T€	16%
3. Schritt		100 T€	300 T€	19%
4. Schritt		0 T€	400 T€	22%

¹⁵ In seiner jüngsten Publikation weist der Arbeitskreis „Ausbau der Mittelstandsfinanzierung“ der IFD deutlich darauf hin, dass die mögliche ratingstärkende Wirkung unabhängig von der bilanziellen Einordnung des mezzaninen Kapitals nach HGB oder IFRS ist. Vielmehr weichen die Kriterien zur Einordnung des Mezzanine-Kapitals im Rahmen der Bonitätsanalyse bei den einzelnen Kreditinstituten durchaus von den relevanten bilanzbezogenen Kriterien ab, vgl. KfW (2007), S. 4 f.

¹⁶ Der Bilanzbericht entspricht in Form, Umfang und Inhalt den typischen Jahresabschlussberichten für mittelständische Unternehmen. Alle Posten des Jahresabschlusses werden darin bis auf die Kontenebene detailliert erläutert. Die Bilanz- und GuV-Daten der Ausgangssituation finden sich auf den beiden folgenden Seiten.

¹⁷ Es handelt sich um zwei Systeme von Kreditinstituten (interne Systeme) und zwei Systeme von Ratingagenturen bzw. Beratungsunternehmen (externe Systeme).

Der fiktiven Ausgangssituation liegt die folgende Bilanz und GuV zugrunde:

	Jahr 2004	Jahr 2003
Aktiva		
A. Anlagevermögen		
I. Immaterielles Anlagevermögen	2.536	6.692
Sonstige Bilanzierungshilfen		
Konzessionen, gewerbliche Schutzrechte und ähnliche Rechte	2	1.600
Geschäfts- und Firmenwert	2.534	5.092
II. Sachanlagen	3.271.398	3.411.949
Grundstücke und Gebäude	2.457.413	2.496.997
Technische Anlagen und Maschinen	545.940	614.304
Andere Anlagen, Betriebs- und Geschäftsausstattung	268.044	300.646
B. Umlaufvermögen		
I. Vorräte	178.827	183.004
Roh-, Hilfs- und Betriebsstoffe	101.492	96.942
Unfertige Erzeugnisse, Arbeiten	8.915	13.930
Fertigerzeugnisse	68.420	72.132
II. Forderungen und sonstige Vermögensgegenstände	228.254	221.218
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	202.516	192.409
Sonstige Vermögensgegenstände	25.737	28.809
III. Kasse, Bank, Schecks	35.432	18.479
IV. Rechnungsabgrenzungsposten	35.432	18.479
IV. Rechnungsabgrenzungsposten	23.438	30.115
Bilanzsumme	3.775.532	3.912.217
	Jahr 2004	Jahr 2003
Passiva		
A. Eigenkapital	822.501	707.868
I. Eingefordertes Kapital	255.645	255.645
II. Gewinnrücklagen	50.000	0
III. Bilanzgewinn	516.855	452.222
B. Rückstellungen	136.540	106.454
1. Rückstellungen für Pensionen	66.341	64.241
2. Steuerrückstellungen	8.337	0
3. Sonstige Rückstellungen	61.861	42.213
C. Verbindlichkeiten	2.816.491	3.097.894
1. Verbindlichkeiten gegenüber Kreditinstituten	2.400.771	2.643.316
2. Erhaltene Anzahlungen auf Bestellungen	17.400	47.560
3. Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen	175.256	175.549
4. Verbindlichkeiten gegenüber Gesellschaftern	70.000	100.000
5. Sonstige Verbindlichkeiten	153.063	131.468
Bilanzsumme	3.775.532	3.912.217

	Jahr 2004	Jahr 2003
Erfolgsrechnung		
1. Umsatzerlöse	3.728.067	3.739.550
2. Veränderung des Bestands an fertigen und unfertigen Erzeugnissen	-8.727	-7.476
3. Sonstige betriebliche Erträge	9.227	36.180
4. Materialaufwand	1.522.842	1.526.715
a) Roh- Hilfs- und Betriebsstoffe sowie bezogene Waren	1.358.101	1.526.715
b) Bezogene Fremdleistungen	164.741	0
5. Personalaufwand	1.284.761	1.433.595
a) Löhne und Gehälter	1.098.564	1.206.457
b) Soziale Abgaben, Aufwand für Altersversorgung und Unterstützung	186.196	227.137
6. Abschreibungen auf immaterielle Vermögensgegenstände des Anlagevermögens und Sachanlagen	183.387	182.545
davon auf Geschäfts- und Firmenwert	2.558	2.558
davon auf immaterielles Anlagevermögen	4.156	4.158
7. Sonstige betriebliche Aufwendungen	296.379	290.319
8. Sonstige Zinsen und ähnliche Erträge	3.280	4.136
9. Zinsen und ähnliche Aufwendungen	151.209	151.253
10. Steuern vom Einkommen und Ertrag	86.647	73.750
11. Sonstige Steuern	21.988	21.988
Jahresüberschuss	184.632	92.221

Abbildung 7: Ausgangssituation des fiktiven Unternehmens

Die Ergebnisse verschiedener Bilanzratingsysteme bei unterschiedlicher Eigenkapitalähnlichkeit von mezzaninen Finanzinstrumenten in der fiktiven Ausgangssituation:

Ratingklasseneinteilung in Abhängigkeit unterschiedlicher Eigenkapitalquoten				
Institut	EK-Anteil	Wahrscheinlichkeit	Klasse BVR	Klasse DSGVO
Kreditinstitut 1	22%	0,75%	2b	6
	19%	0,75%	2b	6
	16%	0,75%	2b	6
	14%	1,10%	2c	7
	11%	1,10%	2c	7
Extern 3	22%	1,15%	2c	7
	19%	1,18%	2c	7
	16%	1,20%	2c	7
	14%	1,24%	2c	7
	11%	1,27%	2c	7
Kreditinstitut 2	22%	1,67%	2c	8
	19%	1,84%	2d	8
	16%	2,23%	2d	8
	14%	2,24%	2d	9
	11%	2,25%	2d	9
Extern 4	22%	0,72%	2a	6
	19%	0,72%	2a	6
	16%	0,72%	2a	6
	14%	0,73%	2a	6
	11%	0,77%	2b	6

Anmerkung: „Wahrscheinlichkeit“, Probability of Default B Ausfallwahrscheinlichkeit

Ratingklasseneinteilung in Abhängigkeit unterschiedlicher Eigenkapitalquoten Skala BVR II				
EK-Quote	Kreditinstitut 1	Extern 3	Kreditinstitut 2	Extern 4
22%	2b	2c	2c	2a
19%	2b	2c	2d	2a
16%	2b	2c	2d	2a
14%	2c	2c	2d	2a
11%	2c	2c	2d	2b

Ratingklasseneinteilung in Abhängigkeit unterschiedlicher Eigenkapitalquoten Skala DSGVO				
EK-Quote	Kreditinstitut 1	Extern 3	Kreditinstitut 2	Extern 4
22%	6	7	8	6
19%	6	7	8	6
16%	6	7	8	6
14%	7	7	9	6
11%	7	7	9	6

Abbildung 8: Simulationsergebnisse des fiktiven Unternehmens

Die Ergebnisse überraschen angesichts der „gängigen“ Einschätzungen über die Ratingwirkungen von Mezzanine-Kapital: In allen zugrunde gelegten Bilanzratingsystemen führt eine sukzessive Zuordnung mezzaninen Kapitals zum wirtschaftlichen Eigenkapital entweder zu keiner oder lediglich zu einer (geringfügigen) Verbesserung des Ratingergebnisses um eine Stufe. Dabei werden die Vergütungen für das gesamte mezzanine Kapital als Zinsaufwand in der GuV gebucht (siehe dazu 5.2).

In einem weiteren Schritt haben wir untersucht, wie sich die Eigenkapitalzuordnungen auswirken, wenn die Ausgangssituation variiert wird. Diese Untersuchung wird mit dem DATEV-Bilanzratingsystem durchgeführt.

Ausgehend vom Jahresabschluss 2004 wurde die Erfolgs- Bilanz- und Finanzlage geändert und dabei wurden folgende Annahmen getroffen:

Im Wesentlichen erfolgt die Absenkung des Erfolgs über eine Senkung der Umsatzerlöse um 10 %, bei angenommener Kostenremanenz. Dem Eigenkapital werden 400.000 € entnommen und den Verbindlichkeiten zugeführt. Investitionen werden in Höhe der Abschreibungen angesetzt. Kredittilgungen finden nicht statt. Der Zinsaufwand bleibt für die Laufzeitkredite auf Vorjahreshöhe und erhöht sich nur durch die höheren Kontokorrentverbindlichkeiten.

Die nachfolgende Ergebnisliste zeigt im Ausgangsfall 2004 eine Ausfallwahrscheinlichkeit (bei 100 % Zuordnung des mezzaninen Kapitals zum Eigenkapital) von 1,15 %. Die schlechtere Ertragslage führt sukzessive zu einer Ausfallwahrscheinlichkeit bis zu 3,78 %.

Zuordnungen zum Eigenkapital	2003	2004	100%	75%	50%	25%	0%
Anteil des ordentlichen Ergebnisses	8,27%	12,16%	2,18%	2,18%	2,18%	2,18%	2,18%
Ordentliches Ergebnis	319.539	456.849	80.591	80.591	80.591	80.591	80.591
Nettobilanzsumme für das Rating	3.864.658	3.758.132	3.703.551	3.703.551	3.703.551	3.703.551	3.703.551
Bank- und Lieferantenquote	72,94%	68,55%	71,14%	71,14%	71,14%	71,14%	71,14%
Bank- und Lieferantenverbindlichkeiten	2.818.867	2.576.028	2.634.762	2.634.762	2.634.762	2.634.762	2.634.762
Nettobilanzsumme für das Rating	3.864.658	3.758.132	3.703.551	3.703.551	3.703.551	3.703.551	3.703.551
Quote der Fremdkapitalkosten	4,96%	5,40%	6,05%	5,85%	5,66%	5,48%	5,31%
Zinsen und ähnliche Aufwendungen	151.254	151.210	172.945	172.945	172.945	172.945	172.945
Verbindlichkeiten	3.050.335	2.799.091	2.857.825	2.957.825	3.057.825	3.157.825	3.257.825
Quote kurzfristiger Verbindlichkeiten	28,87%	26,23%	19,27%	19,27%	19,27%	19,27%	19,27%
Kurzfristige Verbindlichkeiten	1.079.681	977.702	646.536	646.536	646.536	646.536	646.536
Umsatzerlöse	3.739.550	3.728.068	3.355.261	3.355.261	3.355.261	3.355.261	3.355.261
Eigenmittelquote	18,21%	21,83%	19,32%	16,62%	13,91%	11,21%	8,51%
Ratingorientiertes, wirtschaftliches Eigenkapital	702.776	819.967	714.989	614.989	514.989	414.989	314.989
Ratingorientierte Bilanzsumme	3.859.566	3.755.598	3.701.017	3.701.017	3.701.017	3.701.017	3.701.017
Zusammengesetzter Wert aus obigen Kennzahlen (Z-Wert)	2,501	2,950	1,823	1,806	1,785	1,762	1,737
Ausfallwahrscheinlichkeit	1,80%	1,15%	3,48%	3,53%	3,60%	3,68%	3,78%

Abbildung 9: Ergebnisse zur variierten fiktiven Ausgangssituation

Im Ergebnis führen die unterschiedlichen Zuordnungen des mezzaninen Kapitals zu keiner Änderung der Ratingklasse:

EK-Anteil	Wahrscheinlichkeit	Skaleneinteilung BVR	DSGV
19,32%	3,48%	2e	10
16,62%	3,53%	2e	10
13,91%	3,60%	2e	10
11,21%	3,68%	2e	10
8,51%	3,78%	2e	10

Abbildung 10: Simulationsergebnisse der variierten fiktiven Ausgangssituation

Dies bedeutet, dass eine schlichte Umwidmung von Fremdkapital in Eigenkapital (bei entsprechender mezzaniner Finanzierung) auch bei einer schlechteren Ertragslage nicht zu einer deutlichen Verbesserung der Ratingergebnisse führt. Nur wenn eine voll gewinnabhängige Vergütung des mezzaninen Kapitals zu einer Entlastung der GuV führt, verbessert sich das Mapping nicht unerheblich.

Die Ergebnisse dieser (fiktiven) Ausgangssituation (mit Variation), dienen zu einer ersten Einschätzung der Auswirkungen von mezzaniner Finanzierung auf das Mapping.

5.2 Reaktionen eines Bilanzratingsystems auf einen neutralisierten realen Fall mit sechs Szenarien

Mit Hilfe des DATEV-Bilanzratingsystems wird ein neutralisierter realer Fall mit sechs verschiedenen Szenarien durchgerechnet, um zu prüfen, unter welchen Bedingungen z.B. eine Umschuldung von Fremdkapital in mezzanines Kapital zu einem „Upgrade“ von Speculative-Grade auf Investment-Grade führen kann.¹⁸

Um diesen Fragestellungen nachzugehen bzw. um die generellen Auswirkungen mezzaninen Kapitals auf das Ergebnis des Bilanzratings abzuschätzen, wurden auf der Basis eines realen Ausgangsfalles in sechs aufeinander aufbauenden Schritten Simulationen durchgeführt (vgl. Szenarien 1 – 6), die im Anhang zu diesem Arbeitspapier ausführlich dokumentiert sind. Die wesentlichen Ergebnisse der Simulationsrechnungen werden nachfolgend zusammenfassend dargestellt.

Grundlage der Berechnungen bildeten die Jahresabschlussdaten eines Unternehmens des produzierenden Gewerbes, das in den Jahren 2003 bis 2005 eine S&P-Ratingnotation von BB+ aufwies aber immer kurz vor dem Status „Investment-Grade“ stand. Das Unternehmen weist in der Ausgangssituation einen sehr hohen Anteil an kurzfristigem Fremdkapital aus.

Den sechs Szenarien liegen die folgenden Ausgangsdaten (Grundfall) zugrunde:

¹⁸ Die umgekehrte Fragestellung – „kann mit einer Umbuchung von Eigenkapital (EK) in Fremdkapital (FK) das Mapping Investment-Grade in Speculative-Grade „kippen“?“ – war aufgrund der Daten des Basisfalles (zu geringer EK-Anteil) nicht möglich.

Aktiva	2005	2004	2003
Ausstehende Einlagen			
A. Anlagevermögen	12.691.140	11.862.936	10.345.052
B. Umlaufvermögen	7.558.213	7.916.353	8.361.823
C. Rechnungsabgrenzungsposten, Sonderposten	277.540	276.034	274.428
Passiva			
A. Eigenkapital	2.839.135	2.677.931	2.364.859
B. Sonderposten	0	0	0
C. Konsolidierungsausgleichsposten			
D. Rückstellungen / Fonds für Risiken und Lasten	703.736	663.185	917.838
E. Verbindlichkeiten	16.984.021	16.714.210	15.698.606
F. Rechnungsabgrenzungsposten	0	0	0

Erfolgsrechnung	2005	2004	2003
1. Umsatzerlöse	43.474.753	41.585.074	38.868.799
3. Veränderung des Bestands an fertigen und unfertigen Erzeugnissen	196.135	496.259	45.470
4. Andere aktivierte Eigenleistungen	82.509	95.056	41.556
5. Sonstige betriebliche Erträge	30.213	2.710	301
6. Materialaufwand	25.146.898	23.580.029	21.845.030
7. Personalaufwand	11.257.972	11.075.889	10.185.956
8. Abschreibungen	2.299.313	2.600.942	2.504.983
9. sonstige betriebliche Aufwendungen	3.103.526	3.079.837	2.713.766
10. Erträge aus Gewinngemeinschaften	0	0	0
11. Erträge aus Beteiligungen	0	0	0
12. Finanzerträge, soweit keine Beteiligungen und Gewinngemeinschaften	16.662	133.099	246.222
13. Erträge aus dem Abgang von und der Zuschreibung zu Finanzanlagen und Wertpapieren des Umlaufvermögens	0	0	0
14. Aufwendungen aus Finanzanlagen und aus Wertpapieren	0	0	0
15. Zinsen und ähnliche Aufwendungen	787.149	711.967	596.033
16. Ausserordentliche Erträge	143.538	114.529	4.216
17. Ausserordentliche Aufwendungen	0	0	1.405
18. Steuern vom Einkommen und Ertrag	315.984	326.122	260.175
19. andere Steuern	12.547	12.447	12.447
20. Erträge aus Verlustübernahme			
21. Aufwendungen aus Verlustübernahme			
22. Abgeführte Gewinne			
23. Jahresüberschuss/Jahresfehlbetrag	1.020.421	1.039.494	1.086.769
24. Ergebnisverwendung			
= Bilanzergebnis	0	0	0
= Nicht verteiltes Bilanzergebnis	0	0	0

Abbildung 11: Ausgangsdaten Grundfall

Die Ausgangssituation zeigt die nachfolgende Übersicht (Grundfall):

	2005	2004	2003
Anteil des ordentlichen Ergebnisses	17,01%	19,21%	20,28%
Ordentliches Ergebnis	3.492.180	3.852.029	3.849.116
Nettobilanzsumme für das Rating	20.526.892	20.055.326	18.981.303
Bank- und Lieferantenanteil	59,18%	61,24%	61,84%
Bank- und Lieferantenverbindlichkeiten	12.148.206	12.282.208	11.737.970
Nettobilanzsumme für das Rating	20.526.892	20.055.326	18.981.303
Fremdkapitalzinslast	4,63%	4,26%	3,80%
Zinsen und ähnliche Aufwendungen	787.149	711.967	596.033
Verbindlichkeiten	16.984.021	16.714.210	15.698.606
Anteil kurzfristiger Verbindlichkeiten	30,99%	30,81%	31,15%
Kurzfristige Verbindlichkeiten	13.472.567	12.814.402	12.106.250
Umsatzerlöse	43.474.753	41.585.074	38.868.799
Anteil Eigenmittel	13,83%	13,35%	12,46%
Ratingorientiertes, wirtschaftliches Eigenkapital	2.839.135	2.677.931	2.364.859
Ratingorientierte Bilanzsumme	20.526.892	20.055.326	18.981.303
Zusammengesetzter Wert aus obigen Kennzahlen (Z-Wert)	3,52	3,76	3,94
Ausfallwahrscheinlichkeit	0,65%	0,51%	0,43%



IFD-Skala	2minus	2	2
BVR Volksbanken	2b	2b	2a
Sparkassen und Giroverband	7	6	6
Commerzbank Masterskala	2.8	2.8	2.6
Creditreform Rating AG	BBB	BBB+	BBB+
Unternehmens- Ratingagentur (URA)	BB+	BB+	BB+
KSV-Skala	3,5	3,4	3,3
BA-CA Bank Austria...	4	4+	4+
Moody' s RiskCalc	Baa3	Baa3	Baa2
S&P-Skala	BB+	BB+	BB+
Company Check Italien	Ausreich end	Ausreichend (+)	Ausreichend (+)

Abbildung 12: Ausgangsdaten des neutralisierten realen Falles

Diese Ausgangssituation wurde nunmehr in sechs Szenarien modifiziert und man gelangt zu folgenden Resultaten:

Szenario 1: Umschuldung,

d.h. Umwandlung der kurzfristigen in mittel- und langfristige Fremdfinanzierung.

Ergebnis: Die Ausfallwahrscheinlichkeit nimmt von 0,65% auf 0,53% ab. Die Auswirkung auf die Ratingnotation hängt von der jeweiligen Ratingskala ab.

Szenario 2: Reine Mezzanine Finanzierung (Kapitalstruktureffekt),

d.h., die vorhandenen Kreditverbindlichkeiten werden vollständig durch mezzanines Kapital abgelöst. Die Zinsaufwandsbelastungen bleiben gleich, da sich der höhere Zins mit geringerer Steuerbelastung bei der Gewerbesteuer ausgleichen soll.

Ergebnis: Die Ausfallwahrscheinlichkeit sinkt auf 0,36%. Mit Ausnahme der IFD-Skala verbessern sich die Ratingnotationen bei allen Ratingsystemen. Auf der S&P-Skala würde es gelingen, das Unternehmen von BB+ auf BBB- anzuheben.

Szenario 3: Mezzanine Finanzierung (Kapitalstruktureffekt) mit Zinseffekt,

d.h., die vorhandenen Kreditverbindlichkeiten werden vollständig durch mezzanines Kapital abgelöst. Die Zinsbelastung steigt von vormals durchschnittlich 7,39% auf 10% an.

Ergebnis: Die 1-Jahres-Ausfallwahrscheinlichkeit steigt deutlich auf 1,12% an. Die Ratingnotationen gehen auf allen Skalen nach unten, z.B. bei S&P auf BB. D.h. gegenüber der Ausgangssituation ergäbe sich sogar eine leichte Verschlechterung.

Szenario 4: Mezzanine Finanzierung mit Zinseffekt und Ausschüttung,

d.h., das Mezzanine Kapital wird zwar steuerlich als Fremdkapital, handelsrechtlich indes als Eigenkapital klassifiziert, d.h. in der handelsrechtlichen GuV wird kein Zinsaufwand für das mezzanine Finanzinstrument angesetzt. Alle Kriterien des EK-Ausweises sind erfüllt, die Kapitalgeber haben indes keinen Anspruch auf Geschäftsführung und keinen Anteil an den stillen Reserven.

Ergebnis: Die Ausfallwahrscheinlichkeit sinkt auf 0,01%. Die Ratingnotationen verbessern sich auf allen Skalen deutlich¹⁹.

Die Ergebnisse der ersten vier Szenarien gibt die nachfolgende Abb. 12 wieder

		Szenario 1	Szenario 2	Szenario 3	Szenario 4
				100 % MK	100 % MK

¹⁹ Dazu müssten bei der konkreten Ausgestaltung eines mezzaninen Finanzierungsinstrumentes die folgenden beiden Bedingungen kumulativ erfüllt sein: a) Es muss eine ausschließlich gewinnabhängige Vergütung vereinbart sein und b) der Mezzanine-Kapital-Geber muss an eventuell entstehenden Verlusten des Kapitalnehmers beteiligt sein. (vgl. dazu Kriterium 2 und 3 in der Kriterienmatrix S. 14 f.) In diesen Fällen ist die Vergütung für das mezzanine Kapital im handelsrechtlichen Abschluss nicht in der GuV als Zinsaufwand zu erfassen und es ergibt sich ein entsprechend höherer Gewinn, aus dem der Mezzanine-Kapitalgeber seine Vergütung erhält. Genügt das betreffende mezzanine Kapital außerdem den steuerlichen Anforderungen für Fremdkapital (vgl. Abschnitt 3.2), dann ist in der steuerlichen Gewinn- und Verlustrechnung die Vergütung für das Mezzanine-Kapital als Fremdkapitalzins anzusetzen. Dadurch vermindern sich die steuerliche Bemessungsgrundlage und die Steuerzahlung.

	Grundfall	Umschuldung	100 % MK	mit Zinseffekt	hare.: Kein Zinsaufwand für MK
Ausfallwahrscheinlichkeit	0,65 %	0,53 %	0,36 %	1,12 %	0,01 %
S&P	BB+	BB+	BBB-	BB	AA+
Moody's	Baa3	Baa3	Baa2	Ba1	Aa1
Sparkassen	7	6	5	8	1
BVR Volksbanken	2b	2b	2a	2d	1a
IFD (Initiative Finanzstandort Deutschland)	2-	2	2	3	1
Anteil kfr. Fremdkapital	72,90 %	20,98 %	20,98 %	20,98 %	20,98 %
Ratingkennzahl Anteil kfr. Verbindlichkeiten	30,99 %	6,47 %	6,47 %	6,47 %	6,47 %
Ratingkennzahl Anteil Eigenmittel	13,83 %	13,83 %	65,75 %	65,75 %	65,75 %
Ratingkennzahl Anteil ordentl. Ergebnis	17,01 %	17,01 %	17,01 %	15,66 %	20,85 %
Ratingkennzahl FK-Zinslast	4,63 %	4,63 %	12,44 %	16,85 %	0 %

Abbildung 13: Ergebnisse der Szenarien 1 - 4

Die Szenarien 5 und 6 sehen die Finanzierung einer zusätzlichen Investition vor, d.h. das produzierende Unternehmen erweitert durch eine erhebliche Investition sein bisheriges profitables Geschäft und finanziert dies alternativ durch einen langfristigen Kredit oder durch Genusskapital. Diesen Szenarien wurde eine komplette Planung mit den im folgenden angegebenen Annahmen zu Grunde gelegt.

Szenario 5: Erweiterungsinvestition, die durch einen langfristigen Kredit finanziert wird,

Diesem Szenario liegen folgende Annahmen zu Grunde:

- Investitionsvolumen 5 Mio. €,
- Verbesserte Kostenstruktur durch Investition,
- Konstante Lagerreichweiten und Zahlungsziele,
- Bestehende Kredite (kurzfristig, revolving) werden mit durchschnittlich 7,39% verzinst,
- der neue Kredit wird mit 7,5% p.a. verzinst
- lineare Abschreibung der Investition über 10 Jahre.

Ergebnis: Die Ausfallwahrscheinlichkeit steigt gegenüber dem Grundfall von 0,65% auf 0,70% an. Die Ratingnotationen verschlechtern sich teilweise.

Szenario 6: Erweiterungsinvestition mit mezzaninem Kapital und Zinseffekt,

Gegenüber Szenario 5 wird das mezzanine Kapital mit 10% p.a. verzinst.

Ergebnis: Trotz der um 2,61% gestiegenen Zinsen sinkt die Ausfallwahrscheinlichkeit durch den Kapitaleffekt auf 0,52%. Die Ratingnotationen verändern sich nicht wesentlich.

Die Veränderungen dieser beiden Szenarien gegenüber der Ausgangssituation gibt die nachfolgende Abb. 13 wieder.

	Grundfall	Szenario 5 Erweiterung durch Kreditfinanzierung (7,5%)	Szenario 6 Erweiterung durch Mezzani- nefinanzierung (10%)
Ausfallwahrscheinlichkeit	0,65 %	0,70 %	0,52 %
S&P	BB+	BB	BB+
Moody's	Baa3	Baa3	Baa3
Sparkassen	7	7	6
BVR Volksbanken	2b	2b	2b
IFD (Initiative Finanz- standort Deutschland)	2-	3+	2
Anteil kfr. Fremdkapital	72,90 %	70,0 %	70,0 %
Ratingkennzahl Anteil kfr. Verbindlichkeiten	30,99 %	30,45 %	23,31 %
Ratingkennzahl Anteil Eigenmittel	13,83 %	11,14 %	30,61 %
Ratingkennzahl Anteil ordentl. Ergebnis	17,01 %	20,41 %	19,83 %
Ratingkennzahl FK- Zinslast	4,63 %	5,41 %	7,68 %

Abbildung 14: Ergebnisse der Szenarien 5 und 6

Ergebnisse der Simulationen:

Die Ergebnisse der Simulationsrechnungen machen deutlich, dass die Auswirkungen unterschiedlicher Finanzierungsvarianten von verschiedenen Faktoren abhängen:

- der bilanziellen Behandlung des mezzaninen Kapitals, vor allem von der Wirkung auf die Bilanz- **und** Erfolgsgrößen,
- der zugrunde gelegten Ratingskala (und der Einteilung der Ratingklassen),
- der Ausgestaltung mezzaniner Finanzierungsinstrumente, vor allem im Hinblick auf Höhe und Art der Vergütung,
- der Ausgangssituation des Unternehmens in Bezug auf die Güte der Erfolgs- und Finanzlage,
- in Einzelfällen (Szenarien 5 und 6) hängen die Auswirkungen auf die Ratingnote von den Annahmen hinsichtlich der Umsatz-, Kosten- und Kapitalstruktur ab.

Gesamteinschätzung:

Die Wirkung des Einsatzes mezzaninen Kapitals auf die Ratingnote hängt von zahlreichen Faktoren ab. Es empfiehlt sich stets den Einzelfall zu beurteilen. Der Einsatz mezzaninen Kapitals kann vorteilhaft sein, er muss es aber nicht²⁰.

Als Leitsätze zur generellen Beurteilung können folgende Empfehlungen gelten:

- Generell sind mögliche positive Kapitalstruktureffekte gegen negative GuV-Effekte bei den Erfolgskennziffern abzuwägen. Positive Kapitalstruktureffekte sind umso größer, je höher das Unternehmen im Ausgangsfall verschuldet ist und je höher der Anteil der kurzfristigen Verschuldung ist. Negative GuV-Effekte sind direkt verbunden mit der Höhe der Vergütung für mezzanines Kapital und mit der Art der Vergütung, nämlich ob es sich um eine feste oder voll gewinnabhängige Vergütung handelt²¹.
- Grundsätzlich ist die Ausgangssituation bzw. ursprüngliche Positionierung des Unternehmens in der jeweiligen Ratingklasse zu berücksichtigen. Je schlechter die Ausgangssituation, desto größer ist das Beharrungsvermögen zum Verbleib in einer Ratingklasse²².
- Generell ist zu berücksichtigen, nach welchem Ratingsystem die Beurteilung erfolgt. Je größer die Klassenbreite (also je kleiner die Zahl der Ratingklassen) einer Ratingnote konzipiert ist, desto größer ist das Beharrungsvermögen zum Verbleib in einer Ratingklasse.
- Für die Frage der möglichen Zuordnung von mezzaninem Kapital zum wirtschaftlichen Eigenkapital im Rahmen von Ratingverfahren ist die oben empfohlene Kriterienmatrix **ausreichend. Die Fähigkeit des Unternehmens zur Generierung stabiler und nachhaltiger Cash Flows erscheint unter Ratinggesichtspunkten wichtiger, als eine lediglich verbesserte Kapitalausstattung.**

Aber selbst im Fall der alleinigen Umschuldung von FK in mezzanines Kapital ist die geringe Auswirkung auf die Ratingnote zu relativieren²³, denn die Ausstattung eines Unternehmens mit (wirtschaftlichem) Eigenkapital ist ein **wichtiges Signal für die Bereitschaft von Investoren**, zusätzliches - anteilige Verluste tragendes - Kapital (**Eigenkapital**) zur Verfügung zu stellen („Co-Finanzierungseffekt des Mezzanine Kapitals“).

²⁰ Die Einschätzung einer relativ geringen Auswirkung von mezzaninem Kapital auf die quantitative Ratingeinstufung deckt sich auch mit den jüngsten Untersuchungen der IKB und von Mercer Oliver Wyman, vgl. Guthoff, M., Macht Mezzanine überlegen? Eine empirische Analyse, in: BankPraktiker, H. 02/2006; Mercer Oliver Wyman, Mezzanine funding for middle-market companies, London, July 2006. Auch im Hinblick auf die individuellen Ratingsysteme der Kreditinstitute können sich unterschiedliche Auswirkungen von Mezzanine-Kapital auf das Ratingergebnis ergeben, siehe auch KfW (2007), S. 5 sowie Brezski, E. u.a. (2007), S. 169 ff

²¹ Bei dieser Sichtweise wird die mögliche Erschließung zusätzlicher Ertragsquellen nicht berücksichtigt.

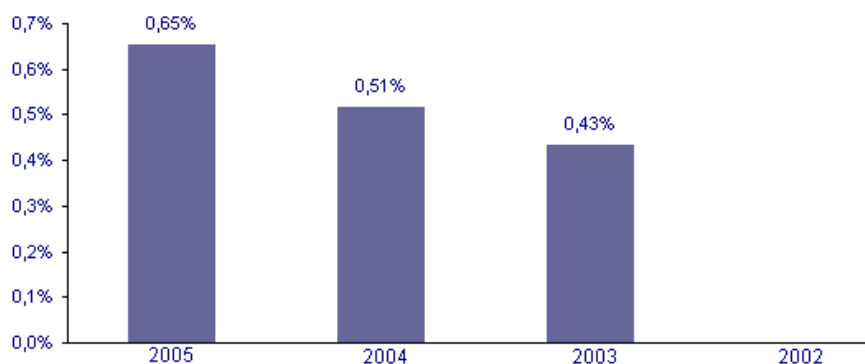
²² Auf der anderen Seite ist indes auch ein Wechsel zwischen Speculative- und Investment-Grade und umgekehrt möglich, wenn sich die Ausfallwahrscheinlichkeit eines Unternehmens am Rande bzw. an der Grenze der Klasseneinteilung auf der entsprechenden Ratingskala befindet.

²³ Zudem sind hierbei die möglichen positiven Auswirkungen auf die qualitative Ratingeinschätzung noch nicht berücksichtigt, vgl. Guthoff, M. (2006), S. 4.

**Anhang mit Daten des realen Unternehmens (Grundfall) sowie
von sechs Szenarien**

Daten des Grundfalls

	2005	2004	2003
Anteil des ordentlichen Ergebnisses	17,01%	19,21%	20,28%
Ordentliches Ergebnis	3.492.180	3.852.029	3.849.116
Nettobilanzsumme für das Rating	20.526.892	20.055.326	18.981.303
Bank- und Lieferantenanteil	59,18%	61,24%	61,84%
Bank- und Lieferantenverbindlichkeiten	12.148.206	12.282.208	11.737.970
Nettobilanzsumme für das Rating	20.526.892	20.055.326	18.981.303
Fremdkapitalzinslast	4,63%	4,26%	3,80%
Zinsen und ähnliche Aufwendungen	787.149	711.967	596.033
Verbindlichkeiten	16.984.021	16.714.210	15.698.606
Anteil kurzfristiger Verbindlichkeiten	30,99%	30,81%	31,15%
Kurzfristige Verbindlichkeiten	13.472.567	12.814.402	12.106.250
Umsatzerlöse	43.474.753	41.585.074	38.868.799
Anteil Eigenmittel	13,83%	13,35%	12,46%
Ratingorientiertes, wirtschaftliches Eigenkapital	2.839.135	2.677.931	2.364.859
Ratingorientierte Bilanzsumme	20.526.892	20.055.326	18.981.303
Zusammengesetzter Wert aus obigen Kennzahlen (Z-Wert)	3,52	3,76	3,94
Ausfallwahrscheinlichkeit	0,65%	0,51%	0,43%



IFD-Skala	2minus	2	2
BVR Volksbanken	2b	2b	2a
Sparkassen und Giroverband	7	6	6
Commerzbank Masterskala	2.8	2.8	2.6
Creditreform Rating AG	BBB	BBB+	BBB+
Unternehmens- Ratingagentur (URA)	BB+	BB+	BB+
KSV-Skala	3,5	3,4	3,3
BA-CA Bank Austria...	4	4+	4+
Moody' s RiskCalc	Baa3	Baa3	Baa2
S&P-Skala	BB+	BB+	BB+
Company Check Italien	Ausreich end	Ausreichend (+)	Ausreichend (+)

Anhang Abbildung 1: Ratingnoten Grundfall des realen Unternehmens

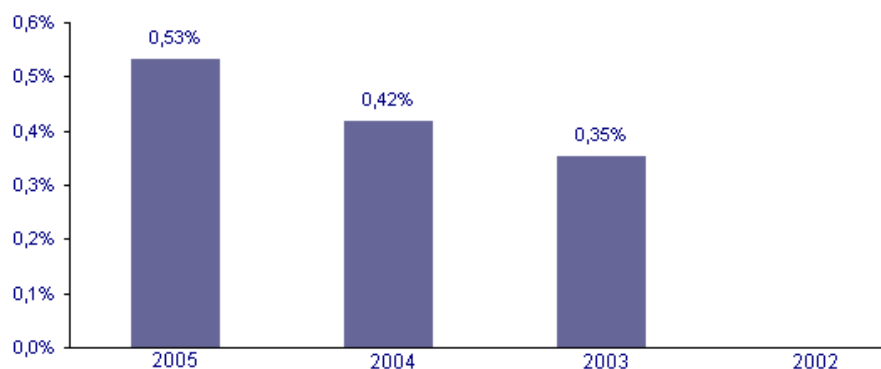
Bilanzstrukturanalyse

	2005	2004	2005/2004 Änderung	2005 Anteil	2004 Anteil
Produzierendes Gewerbe					
Passiva					
A. Langfristiges Kapital	2.839.135	2.677.931	6,02%	13,83%	13,35%
1. Eigenkapital	2.839.135	2.677.931	6,02%	13,83%	13,35%
2. Langfristiges Fremdkapital	0	0	0,00%	0,00%	0,00%
B. Verbund- und Gesellschafterkapital	2.724.004	2.423.980	12,38%	13,27%	12,09%
C. Mittelfristiges Fremdkapital	0	0	0,00%	0,00%	0,00%
1. Anleihen	0	0	0,00%	0,00%	0,00%
2. Schuldverschreibungen	0	0	0,00%	0,00%	0,00%
3. Wandelschuldverschreibungen	0	0	0,00%	0,00%	0,00%
4. Verbindlichkeiten gegenüber Kreditinstituten	0	0	0,00%	0,00%	0,00%
5. Verbindlichkeiten gegenüber anderen Kreditgebern	0	0	0,00%	0,00%	0,00%
6. Erhaltene Anzahlungen auf Bestellungen	0	0	0,00%	0,00%	0,00%
7. Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen	0	0	0,00%	0,00%	0,00%
8. Verbindlichkeiten aus Wertpapieren	0	0	0,00%	0,00%	0,00%
9. Verbindlichkeiten aus der Annahme von Wechseln	0	0	0,00%	0,00%	0,00%
10. sonstige Verbindlichkeiten	0	0	0,00%	0,00%	0,00%
D. Kurzfristiges Fremdkapital	14.963.753	14.953.415	0,07%	72,90%	74,56%
1. Steuerrückstellungen	65.044	6.324	928,53%	0,32%	0,03%
2. sonstige Rückstellungen	638.692	656.861	-2,77%	3,11%	3,28%
3. Anleihen	0	0	0,00%	0,00%	0,00%
4. Schuldverschreibungen	0	0	0,00%	0,00%	0,00%
5. Wandelschuldverschreibungen	0	0	0,00%	0,00%	0,00%
6. Verbindlichkeiten gegenüber Kreditinstituten	10.658.024	10.485.879	1,64%	51,92%	52,28%
Kontokorrentkredite	0	0	0,00%	0,00%	0,00%
7. Verbindlichkeiten gegenüber anderen Kreditgebern	0	0	0,00%	0,00%	0,00%
8. Erhaltene Anzahlungen auf Bestellungen	0	0	0,00%	0,00%	0,00%
9. Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen	1.490.182	1.796.329	-17,04%	7,26%	8,96%
10. Verbindlichkeiten aus Wertpapieren	0	0	0,00%	0,00%	0,00%
11. Verbindlichkeiten aus der Annahme von Wechseln	0	0	0,00%	0,00%	0,00%
12. Verbindlichkeiten aus Abgaben	0	0	0,00%	0,00%	0,00%
13. Verbindlichkeiten gegenüber Vorsorgeeinrichtungen und Einrichtungen der sozialen Sicherheit	0	0	0,00%	0,00%	0,00%
14. Verbindlichkeitssonderkonten	0	0	0,00%	0,00%	0,00%
15. sonstige Verbindlichkeiten	2.111.811	2.008.022	5,17%	10,29%	10,01%
16. Rechnungsabgrenzungsposten	0	0	0,00%	0,00%	0,00%
E. Bilanzgewinn, umgegliedertes Fremdkapital	0	0	0	0,00%	0,00%
Nettobilanzsumme	20.526.892	20.055.326	2,35%	100,00%	100,00%

Anhang Abbildung 2: Grundfall: Struktur der Passiva

Daten Szenario 1

Produzierendes Gewerbe			
	2005	2004	2003
Anteil des ordentlichen Ergebnisses	17,01%	19,21%	20,28%
Ordentliches Ergebnis	3.492.180	3.852.029	3.849.116
Nettobilanzsumme für das Rating	20.526.892	20.055.326	18.981.303
Bank- und Lieferantenanteil	59,18%	61,24%	61,84%
Bank- und Lieferantenverbindlichkeiten	12.148.206	12.282.208	11.737.970
Nettobilanzsumme für das Rating	20.526.892	20.055.326	18.981.303
Fremdkapitalzinslast	4,63%	4,26%	3,80%
Zinsen und ähnliche Aufwendungen	787.149	711.967	596.033
Verbindlichkeiten	16.984.021	16.714.210	15.698.606
Anteil kurzfristiger Verbindlichkeiten	6,47%	5,60%	6,57%
Kurzfristige Verbindlichkeiten	2.814.543	2.328.523	2.554.570
Umsatzerlöse	43.474.753	41.585.074	38.868.799
Anteil Eigenmittel	13,83%	13,35%	12,46%
Ratingorientiertes, wirtschaftliches Eigenkapital	2.839.135	2.677.931	2.364.859
Ratingorientierte Bilanzsumme	20.526.892	20.055.326	18.981.303
Zusammengesetzter Wert aus obigen Kennzahlen (Z-Wert)	3,73	3,98	4,14
Ausfallwahrscheinlichkeit	0,53%	0,42%	0,35%



IFD-Skala	2	2	2
BVR Volksbanken	2b	2a	2a
Sparkassen und Giroverband	6	6	5
Commerzbank Masterskala	2.8	2.6	2.6
Creditreform Rating AG	BBB+	A-	A-
Unternehmens- Ratingagentur (URA)	BB+	BBB-	BBB-
KSV-Skala	3,4	3,2	3,1
BA-CA Bank Austria...	4	4+	3--
Moody' s RiskCalc	Baa3	Baa2	Baa2
S&P-Skala	BB+	BB+	BBB-
Company Check Italien	Ausreichend (+)	Ausreichend (+)	Befriedigend (-)

Anhang Abbildung 3: Ratingnoten Szenario 1

Bilanzstrukturanalyse

	2005	2004	2005/2004 Änderung	2005 Anteil	2004 Anteil
Produzierendes Gewerbe					
Passiva					
A. Langfristiges Kapital	2.839.135	2.677.931	6,02%	13,83%	13,35%
1. Eigenkapital	2.839.135	2.677.931	6,02%	13,83%	13,35%
2. Langfristiges Fremdkapital	0	0	0,00%	0,00%	0,00%
B. Verbund- und Gesellschafterkapital	2.724.004	2.423.980	12,38%	13,27%	12,09%
C. Mittelfristiges Fremdkapital	10.658.024	10.485.879	1,64%	51,92%	52,28%
1. Anleihen	0	0	0,00%	0,00%	0,00%
2. Schuldverschreibungen	0	0	0,00%	0,00%	0,00%
3. Wandelschuldverschreibungen	0	0	0,00%	0,00%	0,00%
4. Verbindlichkeiten gegenüber Kreditinstituten	10.658.024	10.485.879	1,64%	51,92%	52,28%
5. Verbindlichkeiten gegenüber anderen Kreditgebern	0	0	0,00%	0,00%	0,00%
6. Erhaltene Anzahlungen auf Bestellungen	0	0	0,00%	0,00%	0,00%
7. Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen	0	0	0,00%	0,00%	0,00%
8. Verbindlichkeiten aus Wertpapieren	0	0	0,00%	0,00%	0,00%
9. Verbindlichkeiten aus der Annahme von Wechseln	0	0	0,00%	0,00%	0,00%
10. sonstige Verbindlichkeiten	0	0	0,00%	0,00%	0,00%
D. Kurzfristiges Fremdkapital	4.305.729	4.467.536	-3,62%	20,98%	22,28%
1. Steuerrückstellungen	65.044	6.324	928,53%	0,32%	0,03%
2. sonstige Rückstellungen	638.692	656.861	-2,77%	3,11%	3,28%
3. Anleihen	0	0	0,00%	0,00%	0,00%
4. Schuldverschreibungen	0	0	0,00%	0,00%	0,00%
5. Wandelschuldverschreibungen	0	0	0,00%	0,00%	0,00%
6. Verbindlichkeiten gegenüber Kreditinstituten	0	0	0,00%	0,00%	0,00%
Kontokorrentkredite	0	0	0,00%	0,00%	0,00%
7. Verbindlichkeiten gegenüber anderen Kreditgebern	0	0	0,00%	0,00%	0,00%
8. Erhaltene Anzahlungen auf Bestellungen	0	0	0,00%	0,00%	0,00%
9. Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen	1.490.182	1.796.329	-17,04%	7,26%	8,96%
10. Verbindlichkeiten aus Wertpapieren	0	0	0,00%	0,00%	0,00%
11. Verbindlichkeiten aus der Annahme von Wechseln	0	0	0,00%	0,00%	0,00%
12. Verbindlichkeiten aus Abgaben	0	0	0,00%	0,00%	0,00%
13. Verbindlichkeiten gegenüber Vorsorgeeinrichtungen und Einrichtungen der sozialen Sicherheit	0	0	0,00%	0,00%	0,00%
14. Verbindlichkeitssonderkonten	0	0	0,00%	0,00%	0,00%
15. sonstige Verbindlichkeiten	2.111.811	2.008.022	5,17%	10,29%	10,01%
16. Rechnungsabgrenzungsposten	0	0	0,00%	0,00%	0,00%
E. Bilanzgewinn, umgegliedertes Fremdkapital	0	0	0	0,00%	0,00%
Nettobilanzsumme	20.526.892	20.055.326	2,35%	100,00%	100,00%

Anhang Abbildung 4: Szenario 1 Struktur der Passiva

Daten Szenario 2

Produzierendes Gewerbe			
	2005	2004	2003
Anteil des ordentlichen Ergebnisses	17,01%	19,21%	20,28%
Ordentliches Ergebnis	3.492.180	3.852.029	3.849.116
Nettobilanzsumme für das Rating	20.526.892	20.055.326	18.981.303
Bank- und Lieferantenanteil	7,26%	8,96%	11,52%
Bank- und Lieferantenverbindlichkeiten	1.490.182	1.796.329	2.186.290
Nettobilanzsumme für das Rating	20.526.892	20.055.326	18.981.303
Fremdkapitalzinslast	12,44%	11,43%	9,70%
Zinsen und ähnliche Aufwendungen	787.149	711.967	596.033
Verbindlichkeiten	6.325.997	6.228.331	6.146.926
Anteil kurzfristiger Verbindlichkeiten	6,47%	5,60%	6,57%
Kurzfristige Verbindlichkeiten	2.814.543	2.328.523	2.554.570
Umsatzerlöse	43.474.753	41.585.074	38.868.799
Anteil Eigenmittel	65,75%	65,64%	62,78%
Ratingorientiertes, wirtschaftliches Eigenkapital	13.497.159	13.163.810	11.916.539
Ratingorientierte Bilanzsumme	20.526.892	20.055.326	18.981.303
Zusammengesetzter Wert aus obigen Kennzahlen (Z-Wert)	4,13	4,54	4,91
Ausfallwahrscheinlichkeit	0,36%	0,24%	0,16%



IFD-Skala	2	1	1
BVR Volksbanken	2a	1e	1d
Sparkassen und Giroverband	5	4	3
Commerzbank Masterskala	2.6	2.4	2.2
Creditreform Rating AG	A-	A	A+
Unternehmens- Ratingagentur (URA)	BBB-	BBB-	BBB
KSV-Skala	3,1	2,9	2,7
BA-CA Bank Austria...	3--	3-	3
Moody's RiskCalc	Baa2	Baa1	Baa1
S&P-Skala	BBB-	BBB-	BBB
Company Check Italien	Befriedigend (-)	Zufriedenstellend	Zufriedenstellend

Anhang Abbildung 5: Ratingnoten Szenario 2

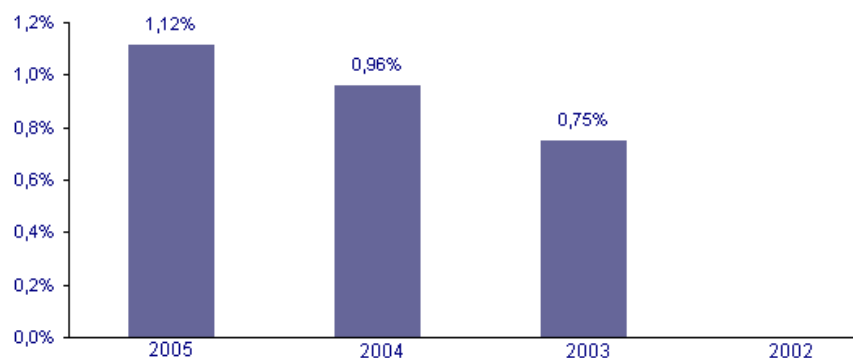
Bilanzstrukturanalyse

	2005	2004	2005/2004	2005	2004
Produzierendes Gewerbe			Änderung	Anteil	Anteil
Passiva					
A. Langfristiges Kapital	13.497.159	13.163.810	2,53%	65,75%	65,64%
1. Eigenkapital	13.497.159	13.163.810	2,53%	65,75%	65,64%
2. Langfristiges Fremdkapital	0	0	0,00%	0,00%	0,00%
B. Verbund- und Gesellschafterkapital	2.724.004	2.423.980	12,38%	13,27%	12,09%
C. Mittelfristiges Fremdkapital	0	0	0,00%	0,00%	0,00%
1. Anleihen	0	0	0,00%	0,00%	0,00%
2. Schuldverschreibungen	0	0	0,00%	0,00%	0,00%
3. Wandelschuldverschreibungen	0	0	0,00%	0,00%	0,00%
4. Verbindlichkeiten gegenüber Kreditinstituten	0	0	0,00%	0,00%	0,00%
5. Verbindlichkeiten gegenüber anderen Kreditgebern	0	0	0,00%	0,00%	0,00%
6. Erhaltene Anzahlungen auf Bestellungen	0	0	0,00%	0,00%	0,00%
7. Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen	0	0	0,00%	0,00%	0,00%
8. Verbindlichkeiten aus Wertpapieren	0	0	0,00%	0,00%	0,00%
9. Verbindlichkeiten aus der Annahme von Wechseln	0	0	0,00%	0,00%	0,00%
10. sonstige Verbindlichkeiten	0	0	0,00%	0,00%	0,00%
D. Kurzfristiges Fremdkapital	4.305.729	4.467.536	-3,62%	20,98%	22,28%
1. Steuerrückstellungen	65.044	6.324	928,53%	0,32%	0,03%
2. sonstige Rückstellungen	638.692	656.861	-2,77%	3,11%	3,28%
3. Anleihen	0	0	0,00%	0,00%	0,00%
4. Schuldverschreibungen	0	0	0,00%	0,00%	0,00%
5. Wandelschuldverschreibungen	0	0	0,00%	0,00%	0,00%
6. Verbindlichkeiten gegenüber Kreditinstituten	0	0	0,00%	0,00%	0,00%
Kontokorrentkredite	0	0	0,00%	0,00%	0,00%
7. Verbindlichkeiten gegenüber anderen Kreditgebern	0	0	0,00%	0,00%	0,00%
8. Erhaltene Anzahlungen auf Bestellungen	0	0	0,00%	0,00%	0,00%
9. Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen	1.490.182	1.796.329	-17,04%	7,26%	8,96%
10. Verbindlichkeiten aus Wertpapieren	0	0	0,00%	0,00%	0,00%
11. Verbindlichkeiten aus der Annahme von Wechseln	0	0	0,00%	0,00%	0,00%
12. Verbindlichkeiten aus Abgaben	0	0	0,00%	0,00%	0,00%
13. Verbindlichkeiten gegenüber Vorsorgeeinrichtungen und Einrichtungen der sozialen Sicherheit	0	0	0,00%	0,00%	0,00%
14. Verbindlichkeitssonderkonten	0	0	0,00%	0,00%	0,00%
15. sonstige Verbindlichkeiten	2.111.811	2.008.022	5,17%	10,29%	10,01%
16. Rechnungsabgrenzungsposten	0	0	0,00%	0,00%	0,00%
E. Bilanzgewinn, umgegliedertes Fremdkapital	0	0	0	0,00%	0,00%
Nettobilanzsumme	20.526.892	20.055.326	2,35%	100,00%	100,00%

Anhang Abbildung 6: Szenario 2 Struktur der Passiva

Daten Szenario 3

Produzierendes Gewerbe			
	2005	2004	2003
Anteil des ordentlichen Ergebnisses	15,66%	17,53%	18,39%
Ordentliches Ergebnis	3.213.527	3.515.408	3.489.981
Nettobilanzsumme für das Rating	20.526.892	20.055.326	18.981.303
Bank- und Lieferantenanteil	7,26%	8,96%	11,52%
Bank- und Lieferantenverbindlichkeiten	1.490.182	1.796.329	2.186.290
Nettobilanzsumme für das Rating	20.526.892	20.055.326	18.981.303
Fremdkapitalzinslast	16,85%	16,84%	15,54%
Zinsen und ähnliche Aufwendungen	1.065.802	1.048.588	955.168
Verbindlichkeiten	6.325.997	6.228.331	6.146.926
Anteil kurzfristiger Verbindlichkeiten	6,47%	5,60%	6,57%
Kurzfristige Verbindlichkeiten	2.814.543	2.328.523	2.554.570
Umsatzerlöse	43.474.753	41.585.074	38.868.799
Anteil Eigenmittel	65,75%	65,64%	62,78%
Ratingorientiertes, wirtschaftliches Eigenkapital	13.497.159	13.163.810	11.916.539
Ratingorientierte Bilanzsumme	20.526.892	20.055.326	18.981.303
Zusammengesetzter Wert aus obigen Kennzahlen (Z-Wert)	2,98	3,13	3,39
Ausfallwahrscheinlichkeit	1,12%	0,96%	0,75%



IFD-Skala	3	3	3plus
BVR Volksbanken	2d	2c	2b
Sparkassen und Giroverband	8	8	7
Commerzbank Masterskala	3.2	3.2	3.0
Creditreform Rating AG	BBB-	BBB-	BBB
Unternehmens- Ratingagentur (URA)	BB	BB	BB+
KSV-Skala	3,8	3,7	3,6
BA-CA Bank Austria...	5+	5+	4-
Moody's RiskCalc	Ba1	Ba1	Ba1
S&P-Skala	BB	BB	BB
Company Check Italien	Ausreich end (-)	Ausreichend	Ausreichend

Anhang Abbildung 7: Ratingnoten Szenario 3

Bilanzstrukturanalyse

	2005	2004	2005/2004 Änderung	2005 Anteil	2004 Anteil
Produzierendes Gewerbe					
Passiva					
A. Langfristiges Kapital	13.497.159	13.163.810	2,53%	65,75%	65,64%
1. Eigenkapital	13.497.159	13.163.810	2,53%	65,75%	65,64%
2. Langfristiges Fremdkapital	0	0	0,00%	0,00%	0,00%
B. Verbund- und Gesellschafterkapital	2.724.004	2.423.980	12,38%	13,27%	12,09%
C. Mittelfristiges Fremdkapital	0	0	0,00%	0,00%	0,00%
1. Anleihen	0	0	0,00%	0,00%	0,00%
2. Schuldverschreibungen	0	0	0,00%	0,00%	0,00%
3. Wandelschuldverschreibungen	0	0	0,00%	0,00%	0,00%
4. Verbindlichkeiten gegenüber Kreditinstituten	0	0	0,00%	0,00%	0,00%
5. Verbindlichkeiten gegenüber anderen Kreditgebern	0	0	0,00%	0,00%	0,00%
6. Erhaltene Anzahlungen auf Bestellungen	0	0	0,00%	0,00%	0,00%
7. Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen	0	0	0,00%	0,00%	0,00%
8. Verbindlichkeiten aus Wertpapieren	0	0	0,00%	0,00%	0,00%
9. Verbindlichkeiten aus der Annahme von Wechseln	0	0	0,00%	0,00%	0,00%
10. sonstige Verbindlichkeiten	0	0	0,00%	0,00%	0,00%
D. Kurzfristiges Fremdkapital	4.305.729	4.467.536	-3,62%	20,98%	22,28%
1. Steuerrückstellungen	65.044	6.324	928,53%	0,32%	0,03%
2. sonstige Rückstellungen	638.692	656.861	-2,77%	3,11%	3,28%
3. Anleihen	0	0	0,00%	0,00%	0,00%
4. Schuldverschreibungen	0	0	0,00%	0,00%	0,00%
5. Wandelschuldverschreibungen	0	0	0,00%	0,00%	0,00%
6. Verbindlichkeiten gegenüber Kreditinstituten	0	0	0,00%	0,00%	0,00%
Kontokorrentkredite	0	0	0,00%	0,00%	0,00%
7. Verbindlichkeiten gegenüber anderen Kreditgebern	0	0	0,00%	0,00%	0,00%
8. Erhaltene Anzahlungen auf Bestellungen	0	0	0,00%	0,00%	0,00%
9. Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen	1.490.182	1.796.329	-17,04%	7,26%	8,96%
10. Verbindlichkeiten aus Wertpapieren	0	0	0,00%	0,00%	0,00%
11. Verbindlichkeiten aus der Annahme von Wechseln	0	0	0,00%	0,00%	0,00%
12. Verbindlichkeiten aus Abgaben	0	0	0,00%	0,00%	0,00%
13. Verbindlichkeiten gegenüber Vorsorgeeinrichtungen und Einrichtungen der sozialen Sicherheit	0	0	0,00%	0,00%	0,00%
14. Verbindlichkeitssonderkonten	0	0	0,00%	0,00%	0,00%
15. sonstige Verbindlichkeiten	2.111.811	2.008.022	5,17%	10,29%	10,01%
16. Rechnungsabgrenzungsposten	0	0	0,00%	0,00%	0,00%
E. Bilanzgewinn, umgegliedertes Fremdkapital	0	0	0	0,00%	0,00%
Nettobilanzsumme	20.526.892	20.055.326	2,35%	100,00%	100,00%

Anhang Abbildung 8: Szenario 3 Struktur der Passiva

Daten Szenario 4

Produzierendes Gewerbe			
	2005	2004	2003
Anteil des ordentlichen Ergebnisses	20,85%	22,76%	23,42%
Ordentliches Ergebnis	4.279.329	4.563.996	4.445.149
Nettobilanzsumme für das Rating	20.526.892	20.055.326	18.981.303
Bank- und Lieferantenanteil	7,26%	8,96%	11,52%
Bank- und Lieferantenverbindlichkeiten	1.490.182	1.796.329	2.186.290
Nettobilanzsumme für das Rating	20.526.892	20.055.326	18.981.303
Fremdkapitalzinslast	0,00%	0,00%	0,00%
Zinsen und ähnliche Aufwendungen	0	0	0
Verbindlichkeiten	6.325.997	6.228.331	6.146.926
Anteil kurzfristiger Verbindlichkeiten	6,47%	5,60%	6,57%
Kurzfristige Verbindlichkeiten	2.814.543	2.328.523	2.554.570
Umsatzerlöse	43.474.753	41.585.074	38.868.799
Anteil Eigenmittel	65,75%	65,64%	62,78%
Ratingorientiertes, wirtschaftliches Eigenkapital	13.497.159	13.163.810	11.916.539
Ratingorientierte Bilanzsumme	20.526.892	20.055.326	18.981.303
Zusammengesetzter Wert aus obigen Kennzahlen (Z-Wert)	7,35	7,50	7,44
Ausfallwahrscheinlichkeit	0,01%	0,01%	0,01%



IFD-Skala	1	1	1
BVR Volksbanken	1a	1a	1a
Sparkassen und Giroverband	1	1	1
Commerzbank Masterskala	1.2	1.2	1.2
Creditreform Rating AG	AAA	AAA	AAA
Unternehmens- Ratingagentur (URA)	A	A	A
KSV-Skala	1,3	1,3	1,3
BA-CA Bank Austria...	1+	1+	1+
Moody' s RiskCalc	Aa1	Aa1	Aa1
S&P-Skala	AA+	AA+	AA+
Company Check Italien	Sehr gut (+)	Sehr gut (+)	Sehr gut (+)

Anhang Abbildung 9: Ratingnoten Szenario 4

Bilanzstrukturanalyse

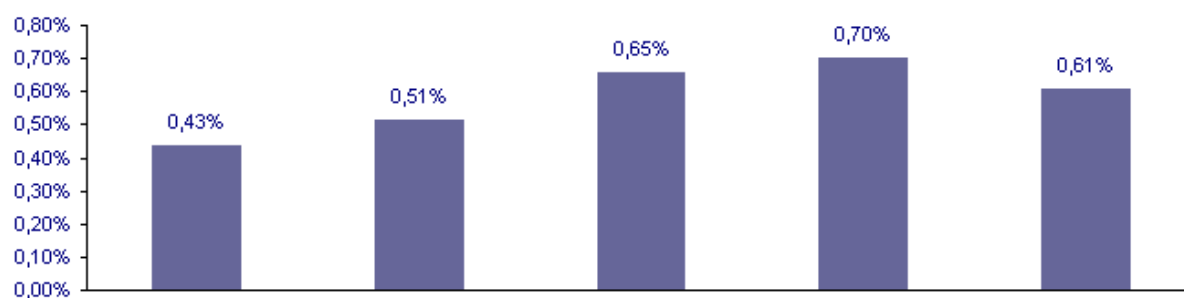
	2005	2004	2005/2004 Änderung	2005 Anteil	2004 Anteil
Produzierendes Gewerbe					
Passiva					
A. Langfristiges Kapital	13.497.159	13.163.810	2,53%	65,75%	65,64%
1. Eigenkapital	13.497.159	13.163.810	2,53%	65,75%	65,64%
2. Langfristiges Fremdkapital	0	0	0,00%	0,00%	0,00%
B. Verbund- und Gesellschafterkapital	2.724.004	2.423.980	12,38%	13,27%	12,09%
C. Mittelfristiges Fremdkapital	0	0	0,00%	0,00%	0,00%
1. Anleihen	0	0	0,00%	0,00%	0,00%
2. Schuldverschreibungen	0	0	0,00%	0,00%	0,00%
3. Wandelschuldverschreibungen	0	0	0,00%	0,00%	0,00%
4. Verbindlichkeiten gegenüber Kreditinstituten	0	0	0,00%	0,00%	0,00%
5. Verbindlichkeiten gegenüber anderen Kreditgebern	0	0	0,00%	0,00%	0,00%
6. Erhaltene Anzahlungen auf Bestellungen	0	0	0,00%	0,00%	0,00%
7. Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen	0	0	0,00%	0,00%	0,00%
8. Verbindlichkeiten aus Wertpapieren	0	0	0,00%	0,00%	0,00%
9. Verbindlichkeiten aus der Annahme von Wechseln	0	0	0,00%	0,00%	0,00%
10. sonstige Verbindlichkeiten	0	0	0,00%	0,00%	0,00%
D. Kurzfristiges Fremdkapital	4.305.729	4.467.536	-3,62%	20,98%	22,28%
1. Steuerrückstellungen	65.044	6.324	928,53%	0,32%	0,03%
2. sonstige Rückstellungen	638.692	656.861	-2,77%	3,11%	3,28%
3. Anleihen	0	0	0,00%	0,00%	0,00%
4. Schuldverschreibungen	0	0	0,00%	0,00%	0,00%
5. Wandelschuldverschreibungen	0	0	0,00%	0,00%	0,00%
6. Verbindlichkeiten gegenüber Kreditinstituten	0	0	0,00%	0,00%	0,00%
Kontokorrentkredite	0	0	0,00%	0,00%	0,00%
7. Verbindlichkeiten gegenüber anderen Kreditgebern	0	0	0,00%	0,00%	0,00%
8. Erhaltene Anzahlungen auf Bestellungen	0	0	0,00%	0,00%	0,00%
9. Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen	1.490.182	1.796.329	-17,04%	7,26%	8,96%
10. Verbindlichkeiten aus Wertpapieren	0	0	0,00%	0,00%	0,00%
11. Verbindlichkeiten aus der Annahme von Wechseln	0	0	0,00%	0,00%	0,00%
12. Verbindlichkeiten aus Abgaben	0	0	0,00%	0,00%	0,00%
13. Verbindlichkeiten gegenüber Vorsorgeeinrichtungen und Einrichtungen der sozialen Sicherheit	0	0	0,00%	0,00%	0,00%
14. Verbindlichkeitssonderkonten	0	0	0,00%	0,00%	0,00%
15. sonstige Verbindlichkeiten	2.111.811	2.008.022	5,17%	10,29%	10,01%
16. Rechnungsabgrenzungsposten	0	0	0,00%	0,00%	0,00%
E. Bilanzgewinn, umgegliedertes Fremdkapital	0	0	0	0,00%	0,00%
Nettobilanzsumme	20.526.892	20.055.326	2,35%	100,00%	100,00%

Anhang Abbildung 10: Szenario 4 Struktur der Passiva

Daten Szenario 5

	Istwert 2003	Istwert 2004	Istwert 2005	Planwert 2006	Planwert 2007
Anteil des ordentlichen Ergebnisses	20,28%	19,21%	17,01%	20,42%	21,34%
Ordentliches Ergebnis	3.849.116	3.852.029	3.492.180	5.203.019	5.426.351
Nettobilanzsumme für das Rating	18.981.303	20.055.326	20.526.892	25.485.107	25.425.543
Bank- und Lieferantenanteil	61,84%	61,24%	59,18%	67,12%	67,05%
Bank- und Lieferantenverbindlichkeiten	11.737.970	12.282.208	12.148.206	17.106.422	17.046.856
Nettobilanzsumme für das Rating	18.981.303	20.055.326	20.526.892	25.485.107	25.425.543
Fremdkapitalzinslast	3,80%	4,26%	4,63%	5,41%	5,23%
Zinsen und ähnliche Aufwendungen	596.033	711.967	787.149	1.187.795	1.143.370
Verbindlichkeiten	15.698.606	16.714.210	16.984.021	21.942.236	21.882.672
Anteil kurzfristiger Verbindlichkeiten	31,15%	30,81%	30,99%	30,44%	28,95%
Kurzfristige Verbindlichkeiten	12.106.250	12.814.402	13.472.567	14.558.325	14.539.073
Umsatzerlöse	38.868.799	41.585.074	43.474.753	47.822.228	50.213.340
Anteil Eigenmittel	12,46%	13,35%	13,83%	11,14%	11,17%
Ratingorientiertes, wirtschaftliches Eigenkapital	2.364.859	2.677.931	2.839.135	2.839.135	2.839.135
Ratingorientierte Bilanzsumme	18.981.303	20.055.326	20.526.892	25.485.107	25.425.543
Zusammengesetzter Wert aus obigen Kennzahlen (Z-Wert)	3,935	3,764	3,522	3,452	3,596
Ausfallwahrscheinlichkeit	0,43%	0,51%	0,65%	0,70%	0,61%

Ausfallwahrscheinlichkeit



IFD-Skala	2	2	2minus	3plus	2
VOBA-Skala	2a	2b	2b	2b	2b
Sparkassen	6	6	7	7	7
Commerzbank	2.6	2.8	2.8	3.0	2.8
Creditreform	BBB+	BBB+	BBB	BBB	BBB
Unternehmens- Ratingagentur (URA)	BB+	BB+	BB+	BB+	BB+
KSV Österreich	3,3	3,4	3,5	3,5	3,4
BA-CA Bank Austria...	4+	4+	4	4-	4
Moody's RiskCalc	Baa2	Baa3	Baa3	Baa3	Baa3
Ratingskala nach S&P	BB+	BB+	BB+	BB	BB+
Company Check Italien	Ausreichend (+)	Ausreichend	Ausreichend	Ausreichend	Ausreichend

Anhang Abbildung 11: Ratingnoten Szenario 5

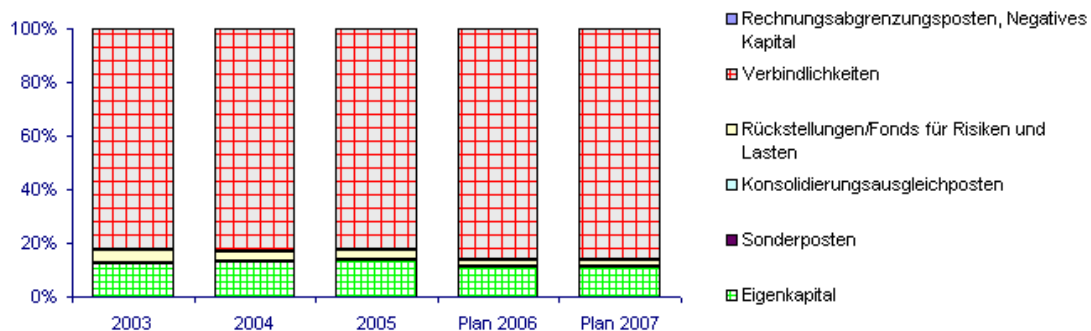
			für Plan 2006		Plan 2006	Plan 2007
Umsatzwachstum		steigern	mindestens		10,00%	5,00%
Kostenwachstum		steigern	höchstens		5,24%	4,79%
	Materialaufwand	steigern	höchstens		5,58%	4,75%
	Personalaufwand	steigern	höchstens		7,00%	7,00%
	Abschreibungen	gleichbleibend			0,00%	0,00%
	sonstige betriebliche Aufwendungen	steigern	höchstens		0,03%	0,01%
Kundenziel	Tage	von 2005	28,12	auf	28,10	28,10
Lieferantenziel	Tage	von 2005	21,33	auf	21,30	21,30
Materiallager	Tage	von 2005	13,55	auf	13,50	13,50
Erzeugnislager	Tage	von 2005	19,53	auf	19,50	19,50
Investitionen					5.000.000	0
Auszahlungen für die Tilgung von Fremdkapital					125.000	134.375
Zinsen und ähnliche Aufwendungen					1.187.795	1.143.370
Auszahlungen für Eigentümer, Unternehmen					1.781.545	1.918.568
Einzahlungen aus Eigenkapitalzuführungen					0	0
Einzahlungen aus dem Verkauf von Anlagevermögen					0	0
Zunahme Verbindlichkeiten ohne Kontokorrent					5.000.000	0
Endbestand Flüssige Mittel nach Verzinsung					2.433.930	4.309.664

Anhang Abbildung 12: Plan Szenario 5

Planungsunterlagen / Plan Bilanz

Mehrfjahresvergleich

	2003	2004	2005	Plan 2006	Plan 2007
Passiva					
A. Eigenkapital	2.364.859	2.677.931	2.839.135	2.839.135	2.839.135
1. Ausstehende Einlagen	0	0	0	0	0
2. Gezeichnetes Kapital	1.283.006	2.509.400	2.509.400	2.509.400	2.509.400
3. Kapitalrücklage	0	0	0	0	0
4. Gewinnrücklagen	1.081.853	168.531	329.735	329.735	329.735
5. Rücklagen für Aufwertungen	0	0	0	0	0
6. Anteile Fremder	0	0	0	0	0
7. Sonderposten	0	0	0	0	0
8. Kapital Vollhafter	0	0	0	0	0
9. Kapital Teilhafter	0	0	0	0	0
10. Kapital Einzelunternehmung	0	0	0	0	0
11. Rücklagen Personengesellschaft	0	0	0	0	0
12. Gewinnvortrag neu	0	0	0	0	0
13. Kapital der Aktivseite	0	0	0	0	0
14. Einzahlungsverpflichtungen	0	0	0	0	0
15. Zu verteilendes Bilanzergebnis	0	0	0	0	0
B. Sonderposten (Steuerfreie Rücklagen, Sonderabschreibungen, Sonderposten für Zuschüsse und Zulagen, sonstige Sonderposten)	0	0	0	0	0
C. Konsolidierungsausgleichsposten	0	0	0	0	0
D. Rückstellungen/Fonds für Risiken und Lasten	917.838	663.185	703.736	703.736	703.736
E. Verbindlichkeiten	15.698.606	16.714.210	16.984.021	21.942.237	21.882.671
1. Anleihen	0	0	0	0	0
2. Schuldverschreibungen	0	0	0	0	0
3. Wandelschuldverschreibungen	0	0	0	0	0
4. Verbindlichkeiten gegenüber Kreditinstituten	9.551.680	10.485.879	10.658.024	15.533.024	15.398.649
5. Verbindlichkeiten gegenüber anderen Kreditgebern	0	0	0	0	0
6. Erhaltene Anzahlungen auf Bestellungen	0	0	0	0	0
7. Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen	2.186.290	1.796.329	1.490.182	1.573.398	1.648.207
8. Verbindlichkeiten aus Wertpapieren	0	0	0	0	0
9. Verbindlichkeiten gegenüber abhängigen Unternehmen	0	0	0	0	0
10. Verbindlichkeiten aus der Annahme von Wechseln	0	0	0	0	0
11. Verbindlichkeiten gegenüber verbundenen Unternehmen	0	0	0	0	0
12. Verbindlichkeiten gegenüber beherrschenden Personen	0	0	0	0	0
13. Verbindlichkeiten gegenüber Unternehmen mit denen ein Beteiligungsverhältnis besteht	0	0	0	0	0
14. Verbindlichkeiten gegenüber Gesellschaftern	1.965.663	2.423.980	2.724.004	2.724.004	2.724.004
15. Verbindlichkeiten gegenüber Vollhaftern	0	0	0	0	0
16. Verbindlichkeiten gegenüber Kommanditisten	0	0	0	0	0
17. Verbindlichkeiten aus Abgaben	0	0	0	0	0
18. Verbindlichkeiten gegenüber Vorsorgeeinrichtungen und Einrichtungen der sozialen Sicherheit	0	0	0	0	0
19. Verbindlichkeitssonderkonten	0	0	0	0	0
20. sonstige Verbindlichkeiten	1.994.973	2.008.022	2.111.811	2.111.811	2.111.811
F. Rechnungsabgrenzungsposten, Negatives Kapital	0	0	0	0	0
Bilanzsumme	18.981.303	20.055.326	20.526.892	25.485.107	25.425.543



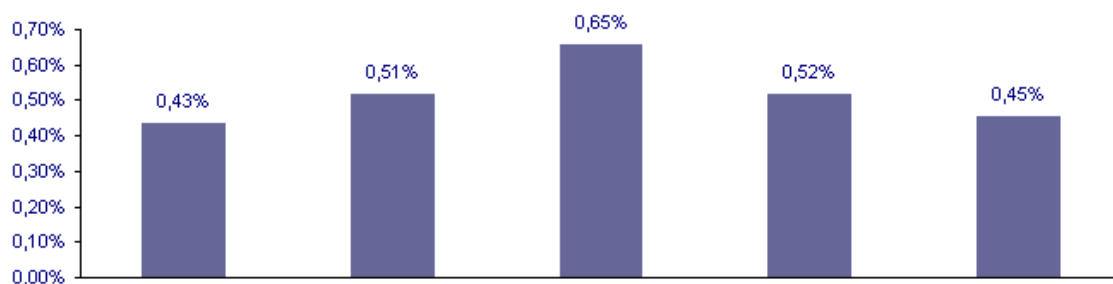
Anhang Abbildung 13: Planbilanz Szenario 5

Daten Szenario 6

Einschätzung der Zukunftsfähigkeit

	Istwert 2003	Istwert 2004	Istwert 2005	Planwert 2006	Planwert 2007
Anteil des ordentlichen Ergebnisses	20,28%	19,21%	17,01%	19,83%	20,62%
Ordentliches Ergebnis	3.849.116	3.852.029	3.492.180	5.079.269	5.295.820
Nettobilanzsumme für das Rating	18.981.303	20.055.326	20.526.892	25.610.108	25.684.917
Bank- und Lieferantenanteil	61,84%	61,24%	59,18%	47,76%	47,91%
Bank- und Lieferantenverbindlichkeiten	11.737.970	12.282.208	12.148.206	12.231.422	12.306.231
Nettobilanzsumme für das Rating	18.981.303	20.055.326	20.526.892	25.610.108	25.684.917
Fremdkapitalzinslast	3,80%	4,26%	4,63%	7,68%	7,43%
Zinsen und ähnliche Aufwendungen	596.033	711.967	787.149	1.311.545	1.273.901
Verbindlichkeiten	15.698.606	16.714.210	16.984.021	17.067.237	17.142.046
Anteil kurzfristiger Verbindlichkeiten	31,15%	30,81%	30,99%	23,31%	22,35%
Kurzfristige Verbindlichkeiten	12.106.250	12.814.402	13.472.567	11.145.825	11.220.635
Umsatzerlöse	38.868.799	41.585.074	43.474.753	47.822.228	50.213.340
Anteil Eigenmittel	12,46%	13,35%	13,83%	30,61%	30,52%
Ratingorientiertes, wirtschaftliches Eigenkapital	2.364.859	2.677.931	2.839.135	7.839.135	7.839.135
Ratingorientierte Bilanzsumme	18.981.303	20.055.326	20.526.892	25.610.108	25.684.917
Zusammengesetzter Wert aus obigen Kennzahlen (Z-Wert)	3,935	3,764	3,522	3,756	3,891
Ausfallwahrscheinlichkeit	0,43%	0,51%	0,65%	0,52%	0,45%

Ausfallwahrscheinlichkeit



IFD-Skala	2	2	2minus	2	2
VOBA-Skala	2a	2b	2b	2b	2a
Sparkassen	6	6	7	6	6
Commerzbank	2.6	2.8	2.8	2.8	2.6
Creditreform	BBB+	BBB+	BBB	BBB+	BBB+
Unternehmens-Ratingagentur (URA)	BB+	BB+	BB+	BB+	BB+
KSV Österreich	3,3	3,4	3,5	3,4	3,3
BA-CA Bank Austria...	4+	4+	4	4+	4+
Moody's RiskCalc	Baa2	Baa3	Baa3	Baa3	Baa2
Ratingskala nach S&P	BB+	BB+	BB+	BB+	BB+
Company Check Italien	Ausreichend (+)	Ausreichend	Ausreichend	Ausreichend (+)	Ausreichend

Anhang Abbildung 14: Ratingnoten Szenario 6

			für Plan 2006		Plan 2006	Plan 2007
Umsatzwachstum		steigern	mindestens		10,00%	5,00%
Kostenwachstum		steigern	höchstens		5,24%	4,79%
Materialaufwand		steigern	höchstens		5,58%	4,75%
Personalaufwand		steigern	höchstens		7,00%	7,00%
Abschreibungen		gleichbleibend			0,00%	0,00%
sonstige betriebliche Aufwendungen		steigern	höchstens		0,03%	0,01%
Kundenziel	Tage	von 2005	28,12	auf	28,10	28,10
Lieferantenziel	Tage	von 2005	21,33	auf	21,30	21,30
Materiallager	Tage	von 2005	13,55	auf	13,50	13,50
Erzeugnislager	Tage	von 2005	19,53	auf	19,50	19,50
Investitionen					5.000.000	0
Auszahlungen für die Tilgung von Fremdkapital					0	0
Zinsen und ähnliche Aufwendungen					1.311.545	1.273.901
Auszahlungen für Eigentümer, Unternehmen					1.705.619	1.838.482
Einzahlungen aus Eigenkapitalzuführungen					5.000.000	0
Einzahlungen aus dem Verkauf von Anlagevermögen					0	0
Zunahme Verbindlichkeiten ohne Kontokorrent					0	0
Endbestand Flüssige Mittel nach Verzinsung					2.558.931	4.569.039

Anhang Abbildung 15: Plan Szenario 6

Literatur- und Quellenverzeichnis

Bösl, K., Sommer, M., Mezzanine Finanzierung, München 2006.

Brezski, E., Böge, H., Lübbehüsen, T., Rohde, T., Tomat, O., Mezzanine-Kapital für den Mittelstand, Stuttgart 2006.

Credit Suisse, Mezzanine Finance – Mischform mit Zukunft, Economic Briefing Nr. 42, Zürich, 2006.

Euler Hermes GmbH, Mezzanine-Kapital zur Verbesserung des Ratings, Hamburg 2005, www.eulerhermes-rating.com.

Guthoff, M., Macht Mezzanine überlegen? Eine empirische Analyse, in: BankPraktiker, H. 2/2006.

Häger, M., Elkemann-Reusch, M., Mezzanine Finanzierungsinstrumente, Berlin, 2004.

HypoVereinsbank (Hrsg.), Wertung von Mezzanine-Instrumenten aus Sicht eines Kreditgebers, Köln, 17. November 2005.

KfW-Bankengruppe (Hrsg.), Mezzanine-Finanzierungen für den Mittelstand: Der Markt ist in Bewegung, Wirtschaftsobserver, Juli 2005.

KfW Bankengruppe (Hrsg.), Wann wirkt Mezzanine-Kapital Rating stärkend? Wirtschaftsobserver, Mai 2007.

Lachenmaier, D., Der Markt des Mezzanine-Kapitals, in: DSWR, Heft 12/2005, S. 366 - 370.

Mercer Oliver Wyman (Hrsg.), Mezzanine funding for middle-market companies, London, July 2006.

Moody's Investors Service, Refinements to Moody's Tool Kit: Evolutionary, not Revolutionary, February 2005, www.moodys.com.

Nölling, P., Jendruschewitz, B., Hybrid-Anleihen: Dauerhafte Alternative in der Unternehmensfinanzierung?, in: Finanz Betrieb, 7-8/2006, S. 435 - 439.

O.V., Mezzanine Programme deutscher Banken, Handelsblatt Nr. 33 vom 15.2.2006, S. 25.

Plankensteiner, D., Ehrhart, N., Wie Mezzanine-Kapital die Bonität verbessert, in: Handelsblatt Nr. 20, vom 14.11.2006, S. 26.

Riebell, C., Praxis der Bilanzauswertung, 8.Aufl., Deutscher Sparkassenverlag, Berlin 2006.

Standard & Poor's, Criteria: Equity-Credit for Corporate Hybrid Securities, May 2006, www.2.standardandpoors.com.

Tönis, C., Mezzanine-Finanzierungsinstrumente im Überblick, in: Sonderausgabe Mittelstand 2006, Verlag Going Public Media, Wolfratshausen, S. 80 - 82.

Vater, H., „Ewige Anleihen“: Funktionsweise, Einsatzzweck und Ausgestaltung, in: Finanz Betrieb, 1/2006, S. 44-53.

Venture Capital Management GmbH, VCM Golding Mezzanine - Dachpool für Mezzanine Beteiligungsprogramme, August 2005, www.vcm.de.

Werner, H., Mezzanine-Kapital, 2. Aufl., Köln 2007.

DVFA

Die DVFA ist der Berufsverband der Investment Professionals. Aktuell gehören der DVFA 1.100 persönliche Mitglieder an. Sie sind als Fach- und Führungskräfte bei über 400 Investmenthäusern, Banken sowie Fondsgesellschaften oder als unabhängige Kapitalmarktdienstleister tätig. Die DVFA sichert die Glaubwürdigkeit der Berufsangehörigen und die Integrität des Marktes durch eine internationalen Standards entsprechende Aus- und Weiterbildung, durch die Bereitstellung von Plattformen für die professionelle Finanzkommunikation sowie durch effektive Selbstregulierung.

Über EFFAS, den Dachverband der europäischen Analystenvereinigungen, bietet die DVFA Zugang zu einer paneuropäischen Plattform mit über 17.000 Berufsangehörigen in 24 Nationen. Über die Association of Certified International Investment Analysts (ACIIA) ist der Verband an ein weltweites Netzwerk von über 50.000 Investment Professionals angeschlossen.

ISBN: 978-3-928759-07-6

DVFA

Einsteinstraße 5
63303 Dreieich

Tel.: +49 (0)6103 - 5833-0
Fax: +49 (0)6103 - 5833-34
Mail: info@dvfa.de
Web: <http://www.dvfa.de>