

Mezzanine-Kapital

...und sein Einfluss auf das Bilanzrating

Von Prof. Dr. Josef K. Fischer, Georg-Simon-Ohm-Fachhochschule Nürnberg, und Prof. Dr. Harald Krehl, SRH Hochschule Calw*



Prof. Dr. Josef K. Fischer (links) und Prof. Dr. Harald Krehl

Unternehmen steht heute eine ständig wachsende Anzahl von Finanzierungsinstrumenten zur Verfügung. Dabei haben in den vergangenen Jahren insbesondere Art, Zahl und Umfang von mezzaninen/hybriden Finanzierungsinstrumenten erheblich zugenommen. Von dieser Form der Finanzierung versprechen sich die Unternehmen eine bonitätssteigernde Wirkung, da das mezzanine Kapital unter bestimmten Umständen bilanzanalytisch dem Eigenkapital hinzugerechnet werden kann und im Rahmen des Bilanzratings zu einer Verbesserung der Ratingnotation beiträgt.

In der Bilanzierungspraxis führt jedoch die strikte formale Trennung von Eigen- und Fremdkapital zu erheblichen Problemen bei der Beurteilung des Eigenkapitalcharakters hybrider Finanzierungsinstrumente. Deshalb wird heute in der Ratinganalyse noch vielfach mezzanines Kapital nach agentur- bzw. institutseigenen Regeln in eigenkapital- und fremdkapitalähnliche Bestandteile zerlegt und anteilig dem (wirtschaftlichen) Eigen- und dem Fremdkapital hinzugerechnet. Die Auswirkungen mezzaniner Finanzierungsformen auf das Bilanzrating können somit bei gleicher Ausgangssituation zu unterschiedlichen Ergebnissen führen. Eine solche subjektive Zuordnung ist für eine einheitliche Beurteilung der Unternehmensfinanzierung nicht geeignet.

Aufgrund dieser Problemstellung hat es sich eine Expertgroup im DVFA Committee Rating Standards (Leitung: Prof. Dr. Dr. h.c. Baetge) zur Aufgabe gemacht, einen Kriterienkatalog in Verbindung mit einem Beurteilungsf formular zu entwickeln, welcher es ermöglicht, die Eigen- und die Fremdkapitalähnlichkeit von hybriden Instrumenten in einem standardisierten Prozess zu beurteilen. Außerdem wurden die Auswirkungen von mezzaninem Kapital auf das Bilanzrating anhand verschiedener interner und externer Bilanzratingssysteme untersucht.

Kriterienkatalog

Der Kriterienkatalog der Expertgroup umfasst insgesamt acht Merkmale, mit deren Hilfe sich die Eigenkapital- und Fremdkapitalähnlichkeit hybrider Finanzierungsinstrumente ermitteln lässt. Im Einzelnen werden folgende Kriterien vorgeschlagen:

1. Nachrangabrede
2. Vergütung für die Kapitalüberlassung
3. Laufende Jahresverlustbeteiligung
4. Kapitalgeber
5. Dauer der anfänglichen Kapitalüberlassung
6. Vorzeitiger Abzug des Kapitals – Kündigungsabrede
7. Einseitiges Abänderungsrecht (Umwandlung in Darlehen)
8. Einsetzen eines Externen bei Auftreten einer Krise des Genussrechtsemitenten

Die Kriterien können entweder voll (zu 100%) oder gar nicht (0%) erfüllt sein. Die prozentuale Gesamteigenkapitalähnlichkeit eines mezzaninen Finanzierungsinstrumentes ergibt sich dann aus der Summe der Erfüllungsgrade der einzelnen Kriterien multipliziert mit dem jeweiligen Kriteriengewicht. Eine Ausnahme stellt das Vorliegen von Negativmerkmalen dar. Tritt eine solche Merkmalsausprägung ein, wird das Finanzierungsinstrument immer als Fremdkapital gewertet.

Der Mezzanine-Spiegel

Die Expertgroup ist der Auffassung, dass hybride Finanzierungsinstrumente in der Bilanz im Fremdkapital gesondert auszuweisen und im Anhang in Form eines Mezzanine-Spiegels zu erläutern sind. Ein solcher Mezzanine-Spiegel in Verbindung mit dem Kriterienkatalog den Bilanz-, Finanz- und Ratinganalysten objektive und nachvollziehbare Informationen, um den Grad der Eigenkapitalähnlichkeit von mezzaninen Finanzinstrumenten zu ermitteln und ihrem Ratingurteil zugrunde zu legen. Auf diese Weise wird die Vergleichbarkeit von Bilanzratings sichergestellt und die Arbeit der Analysten erleichtert.

*) Prof. Dr. Josef K. Fischer leitet den Studienschwerpunkt Finanzen an der Fakultät Betriebswirtschaft der Georg-Simon-Ohm-Fachhochschule Nürnberg. Die Schwerpunkte seiner Lehre und Forschung liegen im Bereich Rating und Mittelstandsfinanzierung. Er ist Mitglied des DVFA Rating Committees. Prof. Dr. Harald Krehl vertritt das Lehrgebiet „Banken und Ratingkommunikation“ an der SRH Hochschule Calw. Er ist Leiter des Kompetenz-Centers für betriebswirtschaftliche Fragestellungen der DATEV eG in Nürnberg und ebenfalls Mitglied des DVFA Rating Committees.

Da das Bilanzrating in den internen Systemen der Kreditinstitute den zentralen und in den Systemen der Ratingagenturen einen wesentlichen Teil des Ergebnisses ausmacht, wurden von den Experten in einem weiteren Schritt die Auswirkungen von Mezzanine-Kapital auf das Ratingergebnis untersucht. Dabei erfolgte zunächst anhand eines konkreten Ausgangsfalles die Analyse der Reaktion verschiedener Ratingsysteme auf variierende Eigenkapitalausstattungen. Die Ergebnisse mögen angesichts der „gängigen“ Einschätzungen über die Ratingwirkungen von Mezzanine-Kapital überraschen: In allen zugrunde gelegten Bilanzratingsystemen führte eine sukzessive Zuordnung mezzaninen Kapitals zum wirtschaftlichen Eigenkapital entweder zu keiner oder lediglich einer (geringfügigen) Verbesserung des Ergebnisses.

Um die Auswirkungen der mezzaninen Finanzierung auf das Bilanzrating noch genauer zu analysieren, wurden anschließend mit einem Bilanzratingsystem, dem DATEV Company-Check, weitere Simulationsrechnungen durchgeführt. Dabei wurde 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.

Fazit

Die Analysen zeigen insgesamt, dass der Einsatz mezzaninen Kapitals im Hinblick auf die Ratingnotation vorteilhaft sein kann, es aber nicht sein muss. Eine schlichte Substitution von Fremdkapital durch mezzanines Kapital führt auch bei schlechter Ertragslage nicht zwangsläufig zu einer deutlichen Verbesserung des Ergebnisses, wenn man mögliche Auswirkungen auf die qualitative Ratingeinschätzung unberücksichtigt lässt. Nur wenn das Kapital handelsrechtlich ausschließlich aus dem Gewinn vergütet und steuerrechtlich als Fremdkapitalzins vom Gewinn abgezogen wird, verbessert sich die Unternehmensbonität deutlich. Unabhängig von den möglichen Auswirkungen mezzaniner Finanzierungsinstrumente auf das Bilanzrating stellt die Ausstattung eines Unternehmens mit (wirtschaftlichem) Eigenkapital ein wichtiges Signal für die Bereitschaft von Investoren dar, zusätzliches Eigen- oder Fremdkapital zur Verfügung zu stellen („Co-Finanzierungseffekt des mezzaninen Kapitals“).

Das vollständige Arbeitspapier der Expertgroup wurde in der DVFA-Schriftenreihe veröffentlicht und steht unter www.dvfa.de zum Download bereit.



INVESTOR RELATIONS WORKSHOP „MANAGING EXPECTATIONS“

Was Analysten und Investoren wirklich wissen wollen
19. September/19. November 2007, Frankfurt am Main

Die DVFA bietet in Kooperation mit dem DIRK (Deutscher Investor Relations Verband) IR-Verantwortlichen in einem Tages-Workshop die Gelegenheit, sich anhand von Beispielen und realen Fällen mit Vertretern der Hauptzielgruppe der IR – Analysten und institutionellen Anlegern – auseinanderzusetzen und aus erster Hand zu erfahren, auf welche Themen und Sachverhalte Finanzanalysten und Investoren das Hauptaugenmerk richten. Es geht dabei nicht um Vermittlung von theoretischem Wissen, sondern um den direkten Dialog und Erfahrungsaustausch mit der Zielgruppe.



DVFA-ANALYST MEETINGS 2007

5th SCC_ - Small Cap Conference
27.-29. August 2007, Frankfurt am Main

Product & Technology Demonstrations 2007
17.-18. September 2007, Frankfurt am Main

4th SEQ_ - Smart Equities Conference
4.-5. Dezember 2007, Frankfurt am Main

DVFA-EXPERTEN-SEMINARE 2007

ISSP – Investment Spezialist für Strukturierte Produkte
15.-20. Oktober 2007, Frankfurt am Main

Immobilien als Assetklasse
25.-26. September 2007, Frankfurt am Main

Modernes Bond-Portfoliomanagement
6.-7. November 2007, Frankfurt am Main

Modernes Aktien-Portfoliomanagement
20.-21. November 2007, Frankfurt am Main

DVFA-POSTGRADUIERTEN-AUSBILDUNGEN 2007

CREA® Certified Real Estate Investment Analyst
Start: 23. August 2007, Frankfurt am Main

CIIA® Certified International Investment Analyst
Start: 30. August 2007, Frankfurt am Main

CIWM® Certified International Wealth Manager
Start: 30. August 2007, Frankfurt am Main

CCrA® Certified Credit Analyst
Start: 4. Oktober 2007, Frankfurt am Main

Änderungen vorbehalten.