



# TREASURYLOG

Informationen für Treasurer und Finanzverantwortliche, seit 1992 herausgegeben von Schwabe, Ley & Greiner

**2013**

## Corporate Finance

- S. 4 Der Kapitalmarkt ruft**  
Anleihen werden im Finanzierungsmix immer wichtiger
- S. 6 Ein Markt in Selbstfindung**  
Segmente für Mittelstandsanleihen an deutschen Börsen florieren
- S. 14 Von Markteinbruch keine Rede**  
Die Nachfrage nach Schuldscheindarlehen bleibt hoch
- S. 24 Pragmatische Transaktion**  
Schuldscheindarlehen als Alternative zum Konsortialkredit

E C O

F I N A

N C E W I R

D A B H E R B S T

2 0 1 3 R E V A L



**ecofinance wird ab Herbst 2013 Reval**

Unser Name ist neu, aber unsere außergewöhnlichen Lösungen und Services für Treasurer und CFOs in Deutschland, Österreich und der Schweiz bleiben die gleichen. Kunden profitieren dabei von über 25 Jahren Erfahrung in der Region und der globalen Expertise der Reval Gruppe. Reval ist ein weltweit führender Anbieter von Lösungen für integriertes Treasury- und Risikomanagement (TRM).



ecofinance Logo oder Schriftzug gefunden?

Helfen Sie uns bei der Namensänderung und gewinnen Sie.  
Mehr unter dem QR Code/[www.reval.com](http://www.reval.com).



[www.reval.com](http://www.reval.com)

## Liebe Leserinnen und Leser!

**E**in Kunde zeigt uns eine Excel-Tabelle der Entwicklung seiner Finanzschulden seit dem Jahr 2000: „Unsere Finanzschulden haben sich – der Geschäftsentwicklung entsprechend – mehr als verzehnfacht. Die Bankverbindlichkeiten sind aber nicht höher als damals.“ Das ist ein besonders deutliches Beispiel, aber nicht untypisch.

Das Instrumentarium zur Unternehmensfinanzierung hat sich in den letzten Jahren wesentlich erweitert. Das gilt vor allem für den praktischen Einsatz anderer Finanzierungsinstrumente neben dem Bankkredit, der nur noch ein Instrument unter mehreren ist – ein sehr wichtiges selbstverständlich. Neu sind Anleihen, Schuldscheine oder Asset-basierte Instrumente natürlich keineswegs, neu ist aber der Grad ihrer tatsächlichen Nutzung bis hinein in den Mittelstand, wie die Beispiele in diesem Heft zeigen.

### Diversifizierung bringt Stabilität

Eine gute Finanzierung ist eine stabile Finanzierung. Stabilität wird unter anderem am besten durch Diversifizierung erreicht. Wer heute für eine gute Finanzierung seines Unternehmens sorgen will, diversifiziert nicht nur nach Banken und Laufzeiten, sondern auch nach Instrumenten und nach Märkten. Nicht jedes Instrument muss und kann eingesetzt werden, aber es sollte überlegt, bedacht und dann bewusst verworfen oder angenommen werden. Alle Tasten am

Klavier sind ja grundsätzlich dazu da, auch gespielt zu werden.

### Zuerst Strategie, dann Instrument

Die einzelnen Instrumente zu kennen und zu verstehen, ist eines. Sie zielgerichtet und effizient einzusetzen, ist etwas anderes. Dazu braucht man eine Finanzierungsstrategie, die, ausgehend vom Geschäftsmodell, Finanzierungsbedarf und der Bonität des Unternehmens, im Ist und Plan das optimale Zusammenspiel der verfügbaren Instrumente festlegt. Bei der Entwicklung einer solchen Strategie unterstützen wir unsere Kunden mit unserer Erfahrung und Kompetenz im SLG-Geschäftsbereich Corporate Finance. Wir simulieren und analysieren die möglichen Szenarien und erarbeiten gemeinsam mit Ihnen den besten Umsetzungspfad unter Berücksichtigung des aktuellen Marktumfeldes. Wenn nämlich die richtigen Tasten in richtiger Reihenfolge gespielt werden, erklingt eine Melodie.

Fragen Sie uns gerne, wie wir auch Ihnen bei der Optimierung Ihrer Unternehmensfinanzierung helfen können. In der Zwischenzeit wünschen wir Ihnen wie immer gewinnbringende und unterhaltsame Lektüre!

Jochen Schwabe

## Inhalt

- 4 Der Kapitalmarkt ruft**  
Anleihen werden im Finanzierungsmix immer wichtiger: Banken üben Zurückhaltung bei der Kreditvergabe, das Interesse institutioneller Investoren wächst.
- 6 Ein Markt in der Selbstfindung**  
Die Segmente für Mittelstandsanleihen an den deutschen Börsen florieren. Kritische Stimmen ziehen allerdings Parallelen zum einstigen „Neuen Markt“.
- 10 Rating, ganz privat**  
Standard & Poor's bietet eine Bonitätseinschätzung für Mittelstandsunternehmen an.
- 12 Im Klub der Großen**  
Ein neues Börsensegment: der Prime Standard für großvolumige Anleihen.
- 14 Von Markteinbruch keine Rede**  
Schuldscheindarlehen sind nach wie vor gefragt, obwohl 2013 bisher weniger als im Vergleichszeitraum 2012 begeben wurden.
- 20 Kurz und knapp**  
Für Schuldscheindarlehen sind weder Vertragsmonster noch einengende Klauseln nötig.
- 24 Pragmatische Transaktion**  
Schuldscheindarlehen als Alternative zum Konsortialkredit. Erfahrungen einer erstmaligen Platzierung.
- 26 Alternative Finanzierung 2.0**  
In Engpasssituationen Liquidität beschaffen: Online-Auktion für Forderungen.
- 30 Tipps, News, Impressum**  
Risiken von Fremdwährungskrediten, neues EMIR-Melddatum.



Bloomberg: Der Nachrichten-, Daten- und Analysetools-Anbieter ist auf dem Anleihenmarkt führend.

## Der Kapitalmarkt ruft

Anleihen werden bei der Unternehmensfinanzierung immer wichtiger. Zum einen, weil Banken bei der Kreditvergabe Zurückhaltung üben, aber auch, weil das Interesse institutioneller Investoren wächst.

**E**s sieht ganz danach aus, als ob europäische Unternehmen in diesem Jahr einen Rekord brechen werden: Noch nie haben sie so viele Anleihen begeben. Allein bis Mitte Juni wurden EUR 174 Mrd. in Euro, Pfund und Dollar platziert. So groß ist die Nachfrage, dass 92 % davon zu niedrigeren Renditen platziert wurden, als die Anbieter den Investoren in Aussicht gestellt hatten.

Dass Unternehmensfinanzierung über die Anleihemärkte immer mehr an Bedeutung gewinnt, dafür sorgen zunächst die Banken. Höhere Eigenkapitalanforderungen an die Kreditinstitute, gepaart mit verhaltenen Konjunkturaussichten in der Eurozone, ließen die Kreditvergabe an die Privatwirtschaft so stark sinken wie noch nie; im Juni war es der 14. monatliche Rückgang in Folge. „Die Banken sind immer weniger bereit, Risiken in ihre Bilanzen zu nehmen“, sagt Steve Hussey, Emissionsberater bei AllianceBernstein in London.

Auch eine Umfrage von EZB und EU-Kommission unter 7.510 Firmen belegt: Der Zugang zu Finanzierung ist die zweitgrößte Herausforderung, gleich nach der Neukundenakquise. Dabei sind deutsche und österreichische KMU noch am besten dran. Nur jeweils 8 % bekunden Schwierigkeiten, während es etwa in Spanien 25 % sind.

Trifft es im Durchschnitt 16 % aller KMU in der

Eurozone, bestätigen immerhin auch 11 % der Großunternehmen erhebliche Mühe mit der Finanzierung.

### Bei Institutionellen hoffähig

Auf der Käuferseite wiederum interessieren sich institutionelle Investoren zunehmend für Unternehmensanleihen. Zum Beispiel Versicherer und Rückversicherer: Immer häufiger diversifizieren sie ihre Portfolios mit Festverzinslichen aus dem Unternehmenssegment, zu Lasten von Staatsanleihen. Munich Re, der weltweit größte Rückversicherer, hat 2012 angekündigt, dem Niedrigzinsumfeld mit dem Kauf von Unternehmensanleihen begegnen zu wollen, neben einer Beteiligung an strukturierten Finanzierungen (wie steuerbegünstigten Modellen zur Förderung alternativer Energien).

Für Versicherer, traditionell Großanleger in Staatsanleihen und Pfandbriefen, sei es bereits aus Gründen der Risikostreuung vernünftig, mehr Unternehmensanleihen ins Portfolio zu nehmen, sagt Josef Wild, Sprecher der Kapitalanlagegesellschaft der Munich Re. Im ersten Quartal 2013 erreichte der entsprechende Anteil bei den Münchnern bereits 11 %; im Vorjahr waren es noch 9 % gewesen.

Ähnlich bei der Nummer zwei unter den Rückversicherern: Swiss Re erklärte im Juni, den Anteil an

## Abb. Die größten Emissionsbanken

Institute, die im ersten Halbjahr 2013 die meisten Anleihen von Unternehmen der Eurozone platzierten: Die Deutsche Bank hat das größte Volumen auf den Markt gebracht. Doch in puncto „Deal Count“ kann auch eine DZ Bank oder LBBW mithalten.

Emissionsbank	Rang	Marktanteil %	Anzahl Emissionen
Deutsche Bank	1	6,5	384
HSBC	2	6,2	386
BNP Paribas	3	4,8	277
Barclays	4	4,6	304
J.P. Morgan	5	4,1	277
Société Générale	6	3,8	207
Goldman Sachs	7	3,8	171
Bank of America Merrill Lynch	8	3,4	236
UniCredit	9	3,4	189
Citi	10	3,4	222
RBS	11	3,2	232
Credit Suisse	12	3,1	206
Crédit Agricole	13	2,9	164
UBS	14	2,8	203
Morgan Stanley	15	2,4	173
Natixis	16	2,3	117
DZ Bank	17	1,8	236
Landesbank Baden-Württemberg	18	1,8	141
Commerzbank	19	1,7	124
BayernLB	20	1,5	92

Staatsanleihen zurückfahren zu wollen. Im laufenden Jahr sollen USD 5 Mrd. in Unternehmensanleihen (und weitere USD 2 Mrd. in Aktien) umgeschichtet werden. Bei Unternehmensanleihen liegt der Schwerpunkt im Segment Investmentgrade, externe Asset-Manager sollen die Strategie umsetzen. Auch wenn die Volumina nur einen geringen Anteil an den verwalteten Vermögen der Versicherer insgesamt ausmachen: „Für die Emittenten sind das große Summen“, sagt Thomas Jacquet, Analyst bei BNP Paribas, im Bloomberg-Interview. Der französische Versicherer Axa will Unternehmensfinanzierungen wie Anleihen und Schuldscheindarlehen in Deutschland, Österreich und der Schweiz anbieten und dabei mit der Commerzbank zusam-

menarbeiten. In Frankreich tut Axa dies bereits durch Partnerschaften mit der Société Générale und der Investmentbank-Sparte von Crédit Agricole.

### Niedrigzins bleibt

Die EZB dürfte indes bis auf Weiteres mit ihrer lockeren Geldpolitik für ein Niedrigzinsumfeld sorgen. Der EZB-Rat erwartet, dass der Leitzins für längere Zeit auf dem aktuellen Niveau oder darunter verharren werde, sagte Mario Draghi im August. Die Geldpolitik bleibe so lange akkommodierend, wie es erforderlich sei. Genauere Angaben, wie lange die Niedrigzinsphase dauern soll, geben die Notenbanker nicht. 30 von Bloomberg befragte Bankökonominnen sahen im Median den Leitzins bis Ende 2014 unverändert bei 0,5 Prozent. Den Hauptrefinanzierungssatz, zu dem sich Banken Geld beschaffen können, hatten die Währungshüter im Mai 2013 auf das bisherige Rekordtief gesenkt.

### Große Banken beherrschen den Emissionsmarkt

Anleiheemissionen zu betreuen ist ein Geschäft der Großbanken: „Die großen Akteure im Markt werden immer beherrschender“, erklärt Steve Hussey. Die Marktanteile variieren dabei von Quartal zu Quartal. Im Anleiheemissionsgeschäft außerhalb der USA (inklusive Staatspapieren) lag die Deutsche Bank im zweiten Quartal mit 8,3 % vorn. Aber auch im Geschäft mit der Platzierung von europäischen Unternehmensanleihen ist sie mit einem Marktanteil von 6,5 % Nummer eins (s. Abb.). Doch was die Anzahl der Transaktionen betrifft, mischen auch die kleineren deutschen Banken kräftig mit.



**Erhard Krasny**  
ist Redakteur bei Bloomberg News in Frankfurt.

Bloomberg ist einer der weltweit größten Anbieter von Finanzdaten und -nachrichten. Für den Beitrag wurden Informationen von Bloomberg News verwendet. Weltweit berichten rund 2.000 Mitarbeiter aus 190 Büros.

Eine aktuelle Studie zur Aktivität am **europäischen Markt für Unternehmensanleihen** erhalten Sie bei [gerseminar@bloomberg.net](mailto:gerseminar@bloomberg.net).

# Ein Markt in der Selbstfindung

Die Segmente für Mittelstandsanleihen an den deutschen Börsen florieren. Kritische Stimmen ziehen allerdings Parallelen zum einstigen „Neuen Markt“.

Die Autorin:



**Edith Leitner**

ist Managerin bei Schwabe, Ley & Greiner und verantwortlich für den Geschäftsbereich „Corporate Finance“.

Die Finanzierungsbedingungen für mittelständische Unternehmen sind infolge der verschärften Finanzmarktregulierung schwieriger geworden. Dabei sind deutsche Unternehmen bislang noch glimpflich davongekommen, wie eine im Juni veröffentlichte Studie des Verbands für Finanzmärkte in Europa (AFME) zeigt: In Deutschland liegt beispielsweise die Quote der positiv entschiedenen Kreditanträge kleinerer und mittlerer Unternehmen über 80 %, während in den Niederlanden nicht einmal 50 % aller Anfragen genehmigt werden. Genehmigt heißt in diesem Zusammenhang, dass das gewünschte Finanzierungsvolumen zur Gänze zur Verfügung gestellt wird. Doch gerade bei Unternehmen in diesem Größensegment ist die Abhängigkeit von „klassischen“ Bankkrediten besonders hoch (s. Abb. 1, S. 8). Ein Teufelskreis, den es zu durchbrechen gilt. Das versuchen seit einigen Jahren Mittelstandsunternehmen auch auf dem Anleihemarkt. Mittelstandsanleihen erschließen neue Finanzierungsquellen, verringern die Abhängigkeit von Banken und erlauben im Idealfall auch eine bessere Streuung der Fälligkeiten, ohne den Emittenten mit überdimensionierten Publizitätsanforderungen zu konfrontieren und ohne mit Stimmrechtsverlusten einherzugehen. Auch die Nachfrage von Investoren ist vorhanden. Im ersten Halbjahr 2013 war der Markt sehr aktiv, wie Arne Laarveld von der equinet Bank bestätigt: „2012 wurden 34 Mittelstandsanleihen mit einem Volumen von etwa EUR 1,5 Mrd. begeben. Dieses Jahr kamen allein bis Ende Juli über 30 Anleihen mit einem vergleichbaren Gesamtvolumen an den



**Arne Laarveld, Managing Director der equinet Bank:** „Emittierende Unternehmen benötigen Willen und Fähigkeit zur Kommunikation.“



Karlsberg-Werbung: Auch die Anleiheemission der saarländischen Brauerei lief gut.

Markt.“ Drei emittierende Unternehmen haben sich dabei für den Prime Standard der Deutschen Börse entschieden, der für großvolumige Anleihen konzipiert wurde (siehe „Im Klub der Großen“ auf S. 12). Was kennzeichnet diesen Markt, der – wohl auch aufgrund seines erst kurzen Bestehens – von den Medien immer wieder kritisch beurteilt wird?

## Bekanntheitsgrad zählt

Der Markenname ist wichtig, gerade wenn Emittenten das Interesse von Privatanlegern wecken wollen. Karlsberg, wohlgemerkt nicht Carlsberg, liefert dazu den Stoff für eine moderne Legende: Nach zweieinhalb Stunden war die Anleihe der saarländischen Brauerei doppelt überzeichnet. Ob die Investoren



Computer  
Erfinder: Konrad Zuse  
Deutschland, 1941



SEPA startet am 1. Februar 2014.  
Starten Sie mit uns!

## Intelligente Lösungen. Made in Germany. Beim Zahlungsverkehr für Unternehmen.

Der Computer revolutionierte einst den Austausch von Informationen. Mit flexiblen Zahlungsverkehrslösungen liefern wir intelligente Produkte für Ihr Liquiditätsmanagement. Unsere modernen Abwicklungssysteme gewährleisten Sicherheit, Effizienz und Schnelligkeit

im nationalen und internationalen Zahlungsverkehr. So beschleunigen wir den Informationsfluss im Cash Management und schaffen Transparenz. Mehr Informationen unter [www.LBBW-Business.de/zahlungsverkehrsmanagement](http://www.LBBW-Business.de/zahlungsverkehrsmanagement)

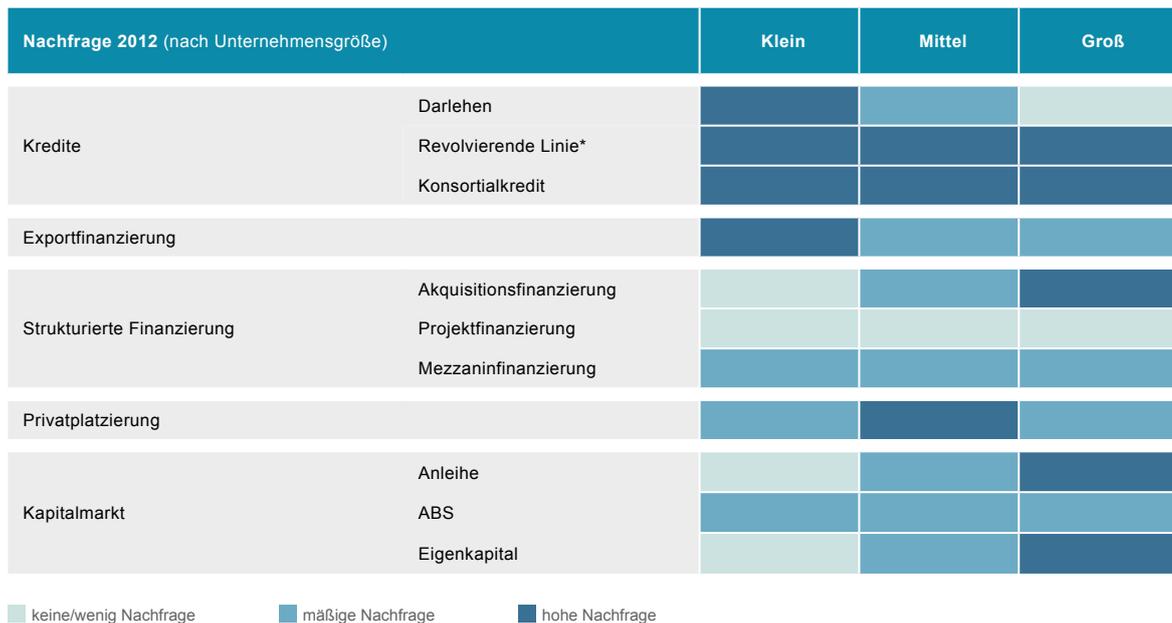
Landesbank Baden-Württemberg

BW|Bank Rheinland-Pfalz≡Bank Sachsen≡Bank

**LB≡BW**

Abb. 1 **Finanzierungsquellen**

Kleinere und mittlere Unternehmen sind bei der Finanzierung stärker auf Bankkredite angewiesen als große.



\* Durchschnittliche Außenstände gezogener Linien

Datenquelle: AFME (Association for Financial Markets in Europe), Juni 2013

wussten, dass Karlsbergs Biermarken „Zischke“ oder „Gründel’s“ heißen oder ob sie eher den akustischen Firmennamensvetter aus Dänemark im Sinn hatten? „Für Unternehmen mit geringem Bekanntheitsgrad ist es besonders wichtig, die Einzigartigkeit ihrer Produkte hervorzuheben, beispielsweise die Funktion als Single-Source-Produzent einer Volkswagen AG“, erläutert Raimar Bock von der Wertpapierhandelsbank Steubing die mögliche Vermarktungsstrategie eines „Hidden Champion“. Vier Monate beträgt die Vorbereitungszeit einer Anleiheemission für nicht börsennotierte Unternehmen, bei gelisteten Unternehmen „schaffen wir das auch schon in 2,5 bis 3 Monaten, was meistens an den transparenten Strukturen und der Kapitalmarkterfahrung liegt“, sagt Bock.

Eine Studie der Technischen Universität Darmstadt zeigt, dass bekanntere Unternehmen auch eher in der Lage sind, ihr gewünschtes Finanzierungsvolumen am Markt zu platzieren: Die Zielerreichungsquote

liegt – je nach Börsenplatz – zwischen rund 80 % und 90 %. Börsennotierte Unternehmen schaffen hingegen viel häufiger eine Vollplatzierung. Einschränkend ist jedoch hinzuzufügen, dass die Platzierungsergebnisse in Einzelfällen sicherlich auch Bedenken von Investoren hinsichtlich des Geschäftsmodells oder der Schuldendienstfähigkeit widerspiegeln.

**Nachholbedarf bei Dokumentation**

Aus einer Untersuchung der Ratingagentur Scope geht hervor, dass die Mittelverwendung seit Bestehen der Börsensegmente für Mittelstandsanleihen konservativer geworden ist: Nur ein Drittel der 2013 emittierten Anleihen waren ausschließlich für Investitionen bestimmt, 2010 lag dieser Anteil noch bei über 60 %. Im Fokus steht derzeit eher die Verbesserung des Finanzierungsportfolios. „Investoren sehen es allerdings nicht gerne, wenn der Erlös einer Anleiheemission komplett dazu verwendet wird, bestehende Verbindlichkeiten abzulösen“, kommentiert Sven Jansen von der Close Brothers Seydler Bank diese Marktentwicklung.

Schwerpunktmäßig bewegen sich Mittelstandsanleihen im Bonitätssegment von „BBB+“ bis „BB“, also an der Schnittstelle zwischen Investmentgrade und Non-Investmentgrade. 54 % der Emissionen weisen einen Kupon zwischen 7 % und 10 % auf. Dabei liegen 75 % des bisher platzierten Volumens in einer Laufzeitbandbreite von 5 bis 7 Jahren (s. Abb. 2). Über die in den Prospekten geregelten Finanzierungsbedingungen – Stichwort Covenants und Sicherheiten – kann gezielt auf die Risikostruktur und somit auf die zu erwartende Ratingeinschätzung bzw. die



**Raimar Bock, Steubing AG:** „Unternehmen mit geringem Bekanntheitsgrad müssen potenziellen Anlegern die Einzigartigkeit ihrer Produkte darlegen.“

Höhe des Kupons Einfluss genommen werden, wie Arne Laarveld erläutert. „Die Anleihebedingungen folgen grundsätzlich einer standardisierten Struktur. Wir beobachten zuletzt aber vermehrt, dass Sicherheiten gewährt oder andere Anlegerschutzregelungen vereinbart werden, die über diesen ‚Standard‘ hinausgehen.“ Ein Markt in der Selbstfindung, auf dem sich Vermögensverwalter, kleinere Fonds, Family Offices, aber auch Privatanleger tummeln. Letztere haben grob geschätzt etwa 50 % des bisher emittierten Anleihevolumens gezeichnet; in manchen Medien werden aufgrund der Popularität von Mittelstandsanleihen bei privaten Investoren sorgenvolle Vergleiche mit dem „Neuen Markt“ laut.

„Seit Bestehen der Mittelstandssegmente an den deutschen Börsen gab es bislang sechs Zahlungsausfälle, wovon vier durch Unternehmensinsolvenzen verursacht wurden. Bei über 100 Emissionen entspricht das etwa einer Quote von 4 %“, relativiert jedoch Sven Janssen.

### Niedrige Liquidität im Sekundärmarkt

Die Umschlagshäufigkeit der Anleihen hängt maßgeblich vom Emissionsvolumen ab. „Anleihen bis zu einem Volumen von etwa EUR 25 Mio. – sogenannte ‚Minibonds‘ – kaufen Investoren, die sie in der Regel bis zur Endfälligkeit halten. Bei größeren Emissionen wurden aber auch schon im ersten Halbjahr nach ihrer Begebung 50 % des Volumens über die Börse umgesetzt“, so Raimar Bock. „Der liquideste Wert im Entry Standard liegt bei einer Umschlagshäufigkeit von 250 %“, weiß Sven Janssen.



Dr. Sven Janssen, Leiter Capital-Markets bei der Close Brothers Seydler Bank: „Teilweise sehr liquide Werte im Entry-Anleihensegment.“

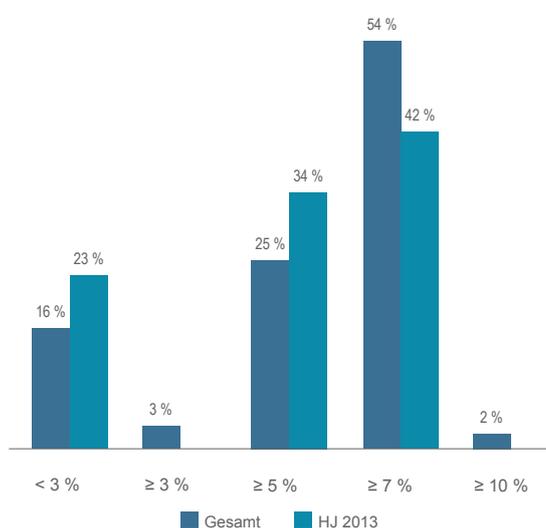
Auch wenn einzelne Anleihen häufig gehandelt werden, ist die Liquidität im Sekundärmarkt noch verbesserungswürdig. An dieser Stelle sind wiederum die Emittenten gefragt.

Um die Aufmerksamkeit und das Vertrauen der Investoren zu gewinnen, reicht es nicht aus, die minimalen Berichtserfordernisse, wie sie von den Börsenplätzen definiert werden, zu erfüllen. „Wünschenswert ist es, wenn ein Emittent Fähigkeit und Willen für eine regelmäßige und umfangreichere Kommunikation mit den Kapitalmarktteilnehmern mitbringt“, so Laarveld. Gefragt ist also echte Debt-Investor-Relations-Arbeit. Mittelständisch geprägte Unternehmen kann das vor eine große Herausforderung stellen, wenn „die dafür erforderlichen Strukturen intern erst aufgesetzt und etabliert werden müssen“, meint Bock. Doch das ist der Preis für mehr Diversifikation.

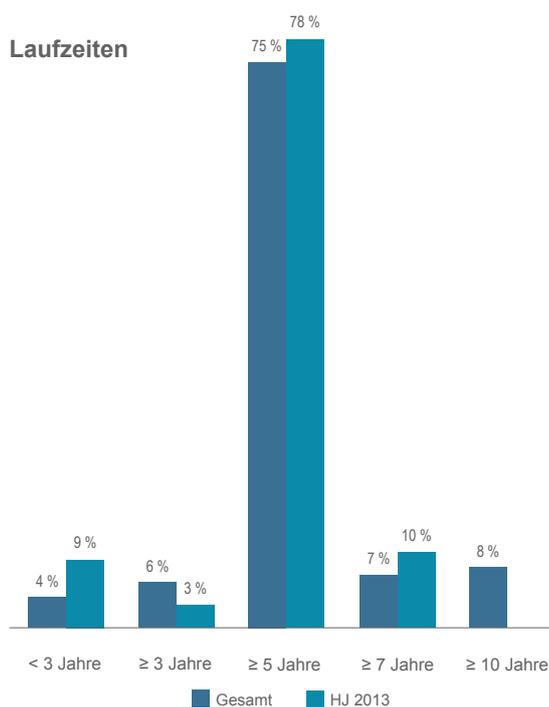
Abb. 2 **Kuponhöhe und Laufzeiten nach Emissionsvolumina**

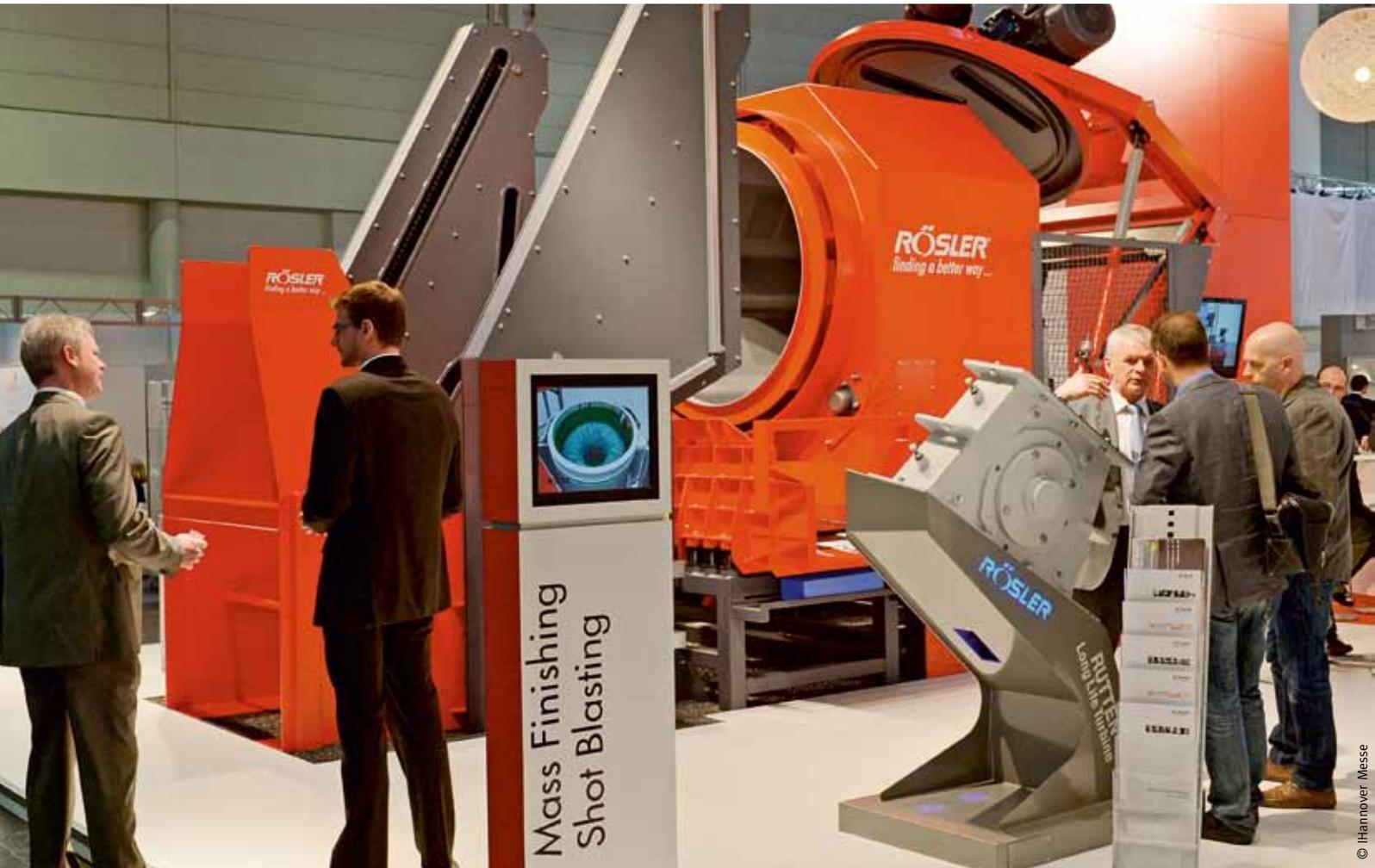
Die „klassische“ Kuponhöhe beträgt 7 %, die übliche Laufzeit fünf Jahre.

#### Kuponhöhe



#### Laufzeiten





Mittelstandsunternehmen (auf der Hannover Messe): Bonitätseinschätzung für alternative Finanzierungsformen.

## Rating, ganz privat

Standard & Poor's hat eine neue Dienstleistung für den Mittelstand: die Bonitätseinschätzung für Unternehmen, die sich Geld an privaten Kreditmärkten holen wollen.

Der Autor:



**Sebastian Kästner**  
ist Manager bei  
Schwabe, Ley &  
Greiner.

**D**er europäische Mittelstand hat nach einem aktuellen Ausblick von Standard & Poor's bis 2018 einen Finanzierungsbedarf von rd. EUR 3,5 Billionen, wovon rd. EUR 2,7 Billionen auf Refinanzierungen entfallen. Regulatorische Verschärfungen bei Banken und die Unsicherheit über die weitere konjunkturelle Entwicklung erschweren den Zugang zum traditionellen Bankkredit. Das gilt insbesondere für mittelgroße Unternehmen. Eine Alternative zur Bankenfinanzierung und zum öffentlichen Kapitalmarkt bieten Privatplatzierungen wie Schuldscheindarlehen, privat platzierte Anleihen oder Fonds. Gestützt werden diese alternativen Finanzierungsformen auch immer stärker von Ver-

sicherungen, die als Ausweg aus den niedrigen Zinsen vermehrt das Kreditgeschäft entdeckt haben (s. auch die Artikel auf den Seiten 4 und 14).

Um diese Finanzierungsquellen nutzen zu können, ist es im Regelfall notwendig, eine gute Bonität vorzuweisen. Ein offizielles Rating, wie bei vielen Großunternehmen üblich, liegt für Mittelständler allerdings häufig nicht vor.

### Den Mittelstand entdeckt

Standard & Poor's bietet dazu seit Juni ein eigenes Produkt an, das sich Mittelstands-Bonitätseinschätzung („Mid-Market Evaluation“) nennt und eine Bonitätseinschätzung für den privaten Kredit-

markt bilden soll. Als einen für dieses Produkt „geeigneten“ Mittelstand definiert Standard & Poor's Unternehmen mit einem Jahresumsatz zwischen EUR 100 Mio. und EUR 1,5 Mrd. und einer Gesamtverschuldung zwischen EUR 50 Mio. und EUR 500 Mio. Die Verschuldung ist deshalb auf diesen Bereich beschränkt, weil ab einem gewissen Volumen die Investoren breiter gestreut sind und sich die Bonitätseinschätzungen nicht privat halten lassen – dann wäre ein öffentliches Rating das geeignetere Produkt.

Der Bonitätseinschätzungsprozess beruht in vereinfachter und teilweise adaptierter Form auf der S&P-Rating-Methodik für Corporates. Besonderes Augenmerk wird auf die Liquidität gelegt. Daneben berücksichtigen die Rating-Experten von S&P die spezifischen Geschäftsrisiken, das Management und die Unternehmensführung. Als Datenbasis zieht die Rating-Agentur den jährlichen geprüften Finanzbericht heran sowie Zwischenberichte. Darüber hinaus gibt es ein jährliches Treffen mit dem Management und eine monatliche Befragung zur Liquiditätssituation.

### Relative Einschätzung

Laut S&P ist die Mittelstands-Bonitätseinschätzung jedoch nicht mit einem „klassischen“ Kreditrating vergleichbar. Sie liefert eine relative Einschätzung des Emittenten gegenüber anderen Mittelständlern. Die Skalierung reicht von MM1 bis MM8, wobei MM1 ungefähr einer Bonitätseinschätzung von BBB entspricht und MM8 einem CC. Wird die Notation nicht für die Unternehmensbonität, sondern für eine spezifische Emission vergeben, so enthält sie zusätzlich ein Plus- oder ein Minus-Zeichen, das den Grad der Besicherung angibt. Dabei steht ein Plus für eine Erlösquote („Recovery Rate“) von mindestens 70 % und ein Minus für eine Erlösquote von unter 30 %.

Die Bonitätsbeurteilung wird, ähnlich wie bei einem Schattenrating, nur vom Emittenten ausgewählten Investoren oder sonstigen Dritten über eine elektronische Plattform zur Verfügung gestellt und darüber hinaus nicht publiziert.

Explizit ausgenommen sind Mittelständler, die eine öffentliche Anleihe begeben haben. Auch wer schon über eine Mittelstands-Bonitätseinschätzung verfügt und sich nachträglich entscheidet, an den Kapitalmarkt zu gehen, dem wird die Bonitätseinschätzung entzogen und auf Wunsch ein „echtes“ Rating zugewiesen. Das neue Angebot richtet sich somit nicht an Emittenten von öffentlichen Mittelstandsanleihen.

### Verschiedene Versuche

Moody's bietet für dieses Segment ebenfalls seit verganginem Jahr ein eigenes Produkt an, das sich UMPPR („unpublished monitored private placement rating“) nennt. Auch hier entscheidet der Emittent,

wer die Bonitätseinschätzung über einen elektronischen Datenraum zu sehen bekommt. Detailinformationen stellt Moody's leider im Moment nicht bereit. Derzeit ist dieses Produkt nur in den USA verfügbar, die globale Vermarktung ist jedoch geplant.

Creditreform und Coface hatten im Jahr 2007 ebenfalls begonnen, ein gemeinsames Mittelstandsrating anzubieten. Die Zielgruppe lag bei Unternehmen mit einem Umsatz bis zu EUR 100 Mio. Das Produkt wurde, vermutlich aufgrund zu geringer Nachfrage, mittlerweile wieder eingestellt.

### Akzeptanzproblem?

Ein Vorteil der Mittelstands-Bonitätseinschätzung, so die Ankündigung von S&P, gegenüber einem Schattenrating liege bei dem geringeren Aufwand und den geringeren Kosten. Im Jahr 2009 hat Stan-



Entdeckt Mittelstandsunternehmen als Ratingkunden: Ratingagentur S&P.

dard & Poor's die Kosten eines offiziellen Ratings für Industrieunternehmen je Transaktion mit 4,25 Basispunkten und einem Minimum von USD 70.000 angegeben. Die Mittelstands-Bonitätseinschätzung soll EUR 40.000 pro Jahr kosten, weitere Gebühren fallen nicht an, falls im laufenden Jahr Emissionen stattfinden sollten. Der Nachteil liegt darin, dass im Fall einer öffentlichen Platzierung die Mittelstands-Bonitätseinschätzung aufgegeben werden muss. Darüber hinaus ist die neue Notation noch nicht etabliert und für einen Investor schwerer interpretierbar als die gewohnte Auszeichnung in „Buchstabenform“.

Ob sich Standard & Poor's mit dem Versuch dieser für den Mittelstand konzipierten Bonitätseinschätzung durchsetzen wird, bleibt abzuwarten. Angesichts der bisher wenig erfolgreichen Versuche anderer Anbieter, dem Mittelstand ein eigenes Rating anzudienen, dürfte der Markt mit solch einem Produkt wohl schwer zu erobern sein.



© RWE

RWE: Die Anleihe des Energieriesen ist seit August im Prime Standard notiert.

## Im Klub der Großen

### Die Autoren:



**Alexander von Preysing**  
ist Senior Vice  
President der  
Deutsche Börse AG.



**Eric Leupold**  
ist Key Account  
Manager der  
Deutsche Börse AG.

Die Börse Frankfurt hat ein eigenes Segment, den Prime Standard für großvolumige Anleiheemissionen geschaffen. Vorreiter war das „Einsteigersegment“ Entry Standard für KMU.

**J**unge und mittelständische Unternehmen haben seit Anfang 2011 Zugang zu Fremdkapital über den Kapitalmarkt. Im „Entry Standard“ der Deutschen Börse haben sie die Möglichkeit, Unternehmensanleihen mit teilweise sehr kleinem Emissionsvolumen zu begeben. Die Vorteile für Emittenten und Investoren: Platzierung und Handel erfolgen über die Zeichnungsfunktionalität und die Handelsplattform der Deutschen Börse, Xetra. Über das elektronische Handelssystem erfolgt die Preisbildung transparent, und auch Privatanleger können über ihre an Xetra angeschlossene Bank direkt ordern, wie bei einem normalen Wertpapierkauf (siehe TreasuryLog 4/2012). Erste Erfolge wie die Emissionen der Bierbrauerei Karlsberg oder der Maschinenfabrik Spaichingen erregten bald auch die Aufmerksamkeit größerer Unternehmen, die sich ebenfalls für eine adäquate Plattform für Anleiheemissionen interessierten. Um dem internationalen Ruf dieser Unternehmen gerecht zu werden und breitgefächerte Investorengruppen aufmerksam zu machen, konzipierte die Deut-

sche Börse ein eigenes Premiumsegment für Anleihen großer mittelständischer und international tätiger Unternehmen: den „Prime Standard für Unternehmensanleihen“.

### Ab EUR 100 Mio. dabei

Das Premiumsegment steht seit Oktober 2012 für die Platzierung von Unternehmensanleihen zur Verfügung und richtet sich an Unternehmen, die Anleihen mit einem Volumen von über EUR 100 Mio. platzieren möchten. Durch die Verpflichtung zu höchsten internationalen Transparenzstandards spricht der Prime Standard auch einen größeren Kreis institutioneller Investoren an, wie z. B. Pensionskassen oder Versicherungen. Professionelle Anleger aus der ganzen Welt können über ihre Bank oder ihren Broker über die Xetra-Zeichnungsfunktionalität und -Handelsplattform der Frankfurter Wertpapierbörse ihre (Zeichnungs-) Order aufgeben. Der Prime Standard für Unternehmensanleihen ist das Pendant zum Prime Standard für Aktien in

Deutschland. Derzeit befinden sich neun Unternehmensanleihen mit einem Gesamtemissionsvolumen von über EUR 3 Mrd. in dem Segment. Vier Unternehmen, nämlich die SAF Holland, DIC Asset AG, Rickmers Holding und die TAG Immobilien AG, haben bislang auch den Primärmarkt der Deutschen Börse genutzt. Das bedeutet, dass man als Emittent während der Zeichnungsfrist neben der Platzierung an große institutionelle Investoren auch eine breite Zielgruppe an kleinen institutionellen Investoren, Vermögensverwaltern, Family Offices und informierten Privatanlegern erreicht, ermöglicht durch die Nutzung der Zeichnungsfunktionalität. Der Emittent adressiert somit einen maximal breiten Investorenkreis, ohne wie bisher auf die Kunden der Konsortialbanken beschränkt zu sein.

### Anforderungen an Emittenten

Im Prime Standard können sowohl börsennotierte als auch private Unternehmen Anleihen begeben, und zwar über den regulierten Markt sowie über den Freiverkehr der Börse Frankfurt. Die Teilnahmevoraussetzungen (s. Kasten „Höchst transparent“) beinhalten unter anderem die Erstellung eines EU-Wertpapierprospekts, ein Rating und die Einreichung eines Jahresabschlusses. Außerdem müssen Emittenten Folgepflichten erfüllen, wie die Veröffentlichung von Jahres- und Halbjahresabschlüssen, Folgeratings etc. Ausnahmen hiervon gelten für große Unternehmen aus dem DAX und MDAX, die durch ihre Notierung im Prime Standard für Aktien bereits die höchsten Transparenzanforderungen erfüllen.

### Börsensegmente für Anleihen differenzieren

Große, international tätige Unternehmen begeben seit Jahren Anleihen und haben diesen Prozess in der Vergangenheit nahezu perfektioniert. Warum also über die Börse platzieren und handeln? Die Vorteile der Zeichnungsfunktionalität und der Handelsplattform von Xetra gelten für kleine und große Anleiheemissionen gleichermaßen: transparente Preisbildung und eine größere Aufmerksamkeit seitens der Investoren. Großvolumige Anleihen stellen jedoch eine andere Asset- und Risikoklasse dar als die Anleihen kleiner Unternehmen mit geringerem Volumen. Deshalb ist ein klar abgegrenztes Segment in puncto Transparenz sowohl aus Emittenten- als auch aus Investorensicht sinnvoll.

Durch das Listing im Prime Standard für Unternehmensanleihen erfüllt der Emittent höchste Transparenzanforderungen und stellt seine Anleihe in eine Art Schaufenster. Jeder Investor weiß somit, wo die Anleihe gehandelt wird, und findet umfassende Informationen über den Emittenten und die Anleihe auf einen Blick (Anleihekurzporträt, Rating etc.). Der Prime Standard macht damit börsenplatziertere Unternehmensanleihen auch für größere Unternehmen interessant. Die Deutsche Börse als erster Partner bei der Beschaffung von Eigenkapital steht damit



Deutsche Börse mit neuem Prime Standard für Unternehmensanleihen: Transparenz und breite Anbindung von Investoren.

auch für die Beschaffung von Fremdkapital über die Börse zur Verfügung. An der Frankfurter Wertpapierbörse gelistete Unternehmen können durch den Aufbau und die Pflege von Investorennetzwerken Synergien wechselseitig für die Eigen- und Fremdkapitalfinanzierung nutzen.

### Höchst transparent

Unternehmen, die über den Prime Standard Anleihen begeben wollen, müssen in Sachen Transparenz ähnlich fit sein wie börsennotierte Unternehmen. Die wichtigsten Dokumente und Auflagen zur Teilnahme:

EU-Wertpapierprospekt, Anleihe- und/oder Unternehmensrating, Kurzporträt des Unternehmens, Jahresabschluss, Veröffentlichung von ausgewählten Finanzkennzahlen und eines Unternehmenskalenders. Folgepflichten: Veröffentlichung von Jahres- und Halbjahresabschlüssen, Veröffentlichung von Ad-hoc-Mitteilungen, Veranstaltung einer Analystenkonferenz pro Jahr (wahlweise zusammen mit der Analystenkonferenz für Aktionäre), Aktualisierung des Unternehmenskurzporträts sowie des Unternehmenskalenders und fortlaufende Updates des/der Ratings.



© Semperit

Semperit AG Holding (hier F&E im niederösterreichischen Wimpassing): Als bonitätsstarker Emittent hat der Industriekonzern 2013 ein Schuldscheindarlehen mit Tranchen bis zu zehn Jahren sehr erfolgreich platziert.

## Von Markteinbruch keine Rede

Im ersten Halbjahr 2013 wurden um etwa EUR 3 Mrd. weniger Schuldscheindarlehen platziert als im Vergleichszeitraum 2012 – Ende eines „Hypes“?

### Die Autorin:



**Edith Leitner** ist Managerin bei Schwabe, Ley & Greiner und verantwortlich für den Geschäftsbereich „Corporate Finance“.

Gemessen an der Anzahl von Transaktionen war 2012 das bislang erfolgreichste Jahr am Schuldscheinmarkt. Mit knapp EUR 13 Mrd. liegen die Neuemissionen zwar unter den Werten aus 2008 oder 2009 (siehe Abb. S. 18), doch hat sich gleichzeitig auch das durchschnittliche Transaktionsvolumen verringert, denn die multinationalen Konzerne, die 2008 und 2009 den Schuldscheinmarkt in Milliardenhöhe genutzt hatten, sind mittlerweile wieder auf den Anleihemarkt zurückgekehrt. Die Transaktionen im Jahr 2012 bildeten stattdessen die Finanzierungsaktivitäten von mittelgroßen Unternehmen ab – vorwiegend aus Deutschland oder Österreich. Vereinzelt waren im letzten Jahr aber auch Emittenten aus anderen europäischen Ländern am Schuldscheinmarkt aktiv, wie beispielsweise der italienische Reifenhersteller Pirelli oder der Life-Science-Konzern Lonza aus der Schweiz.

Für das Jahr 2013 rechnen Marktexperten mit der Platzierung von 70 bis 80 Schuldscheinen und einem Neuemissionsvolumen von insgesamt EUR 8 bis 10 Mrd. „Im Vergleich zum ersten Halbjahr 2012 sind sowohl Volumen als auch Anzahl der Transaktionen um ca. 30 % zurückgegangen“, so Veronika

Wöss von der UniCredit (UC). Von einem Markteinbruch kann aber nicht die Rede sein. „Den gegenwärtigen Rückgang verursacht eher die Zurückhaltung der Schuldner und nicht eine sinkende Nachfrage seitens der Investoren“, meint Sven Döbeling von der Raiffeisen Bank International (RBI). Welche Unterschiede lassen sich also im Vergleich zum Vorjahr feststellen?



**Veronika Wöss** ist Head of Debt Capital Markets Austria bei der UniCredit Bank Austria.

### Kleinere Emissionen

Mehr als die Hälfte der Emissionen des letzten Jahres lagen in einer Bandbreite von EUR 25 bis 100 Mio. Hinzu kamen etwa sechs Emissionen mit einem Volumen über EUR 300 Mio. Diese großen Tickets fehlen bislang, sodass die durchschnittliche Emissions-

# Federated Knows...



## **Federated**

WORLD-CLASS INVESTMENT MANAGER<sup>®</sup>

+49 (69) 913339 23

[www.federated.de](http://www.federated.de)

Federated is a registered trademark  
of Federated Investors, Inc.  
2012 ©Federated Investors, Inc.

# Know What We Know



SCHWABE, LEY & GREINER

## Save the Date

Das Finanzforum für die Wirtschaft

# 26. FINANZSYMPOSIUM

14.-16. Mai 2014 in Mannheim

Die größte Finanzmesse im deutschsprachigen Raum

[www.slg.co.at/finanzsymposium](http://www.slg.co.at/finanzsymposium)



größe sinkt. Verstärkt wird diese Entwicklung dadurch, dass zudem mehr „Small Caps“ den Schuldschein für sich entdecken.

„Ein besonderer Fokus liegt darüber hinaus auf bonitätsstarken Erstemittenten mit bekanntem Na-



**Christoph Zender** ist Head of Corporate Debt Origination der Landesbank Baden-Württemberg.

men und transparenter Finanzberichterstattung“, erläutert Wöss (UC) die jüngsten Emissionsaktivitäten. So hat beispielsweise die österreichische Industriegruppe Semperit im Juli ein Schuldscheindarlehen in Höhe von EUR 125 Mio. platziert. Das Investoreninteresse war so groß, dass die Emission – bestehend aus einer fünf-, einer sieben- und einer zehnjährigen Tranche – letztlich fünffach überzeichnet war. Semperit-Finanzvorstand Johannes Schmidt-Schultes bezeichnete diese Transaktion als „einen wichtigen Schritt zur Diversifikation und weiteren Optimierung der Konzernfinanzierung“. Damit macht er einmal mehr deutlich, dass der Schuldschein weder ein temporäres Modephänomen ist noch das Auffangbecken für verhinderte Anleiheemittenten.

### Höheres Risikobewusstsein

Die Bonität muss stimmen. So lautete der Titel des letztjährigen Stimmungsbilds vom Schuldscheinmarkt (auf der SLG-Website: Beratung – Themen – Corporate Finance: „Schuldscheindarlehen en vogue“). An dieser Grundanforderung hat sich auch 2013 nichts geändert. „Tendenziell nimmt die Investorenachfrage mit ansteigender Emittentenbonität zu“, so Christoph Zender von der Landesbank Baden-Württemberg (LBBW).

Auch wenn die derzeitige Marktkonstellation – Anlagedruck trifft auf gedämpfte Kreditnachfrage – generell

das Potenzial für Zugeständnisse bei den Finanzierungsbedingungen in sich birgt, ortet Thomas Gathemann von der Erste Group (EG) ein steigendes Risikobewusstsein bei den Investoren: „Sie hinterfragen zunehmend deutlicher und kritischer Themen wie strukturelle Nachrangigkeit, das Fälligkeitsprofil des bestehenden Finanzierungsportfolios oder auch den Verwendungszweck des Schuldscheins.“

Wie bei den Emittenten lässt sich auch bei den Investoren eine graduelle Internationalisierung erkennen. Der österreichische Faserhersteller Lenzing platzierte im letzten Jahr EUR 200 Mio. – nach eigenen Angaben – vorwiegend bei internationalen Investoren. Ein höherer Grad an geografischer Diversifikation scheint sich insbesondere in den Orderbüchern von nichtdeutschen Emittenten zu etablieren. Das Gros der Schuldscheinemissionen landet aber nach wie vor bei deutschen Privatbanken und im Sparkassen-sektor. „Darüber hinaus gehören mittlerweile auch Pensionskassen, Versorgungswerke oder Stiftungen zu den regelmäßigen Zeichnern“, meint Christoph Zender (LBBW).



**Sven Döbeling** ist Director Debt Capital Markets, Corporates in der Raiffeisenbank International.

### Versicherungen als Interessenten

Die Lockerung der Grundsätze für die Vergabe von Unternehmenskrediten durch Versicherungsgesellschaften unterstreicht das derzeit große Interesse dieser Investorengruppe an Unternehmensschuldscheinen (s. Kasten „Adaptierte Anlageregeln für Versicherer“). Eine nennenswerte Ausweitung des möglichen Laufzeitenspektrums erwarten sich Marktexperten jedoch nicht von der im Juli vollzogenen Anpassung des Kreditleitfadens. „Ob die Versicherer gekommen sind, um zu bleiben, hängt unter anderem auch vom Zinsumfeld ab. Sollten zehnjährige

## Adaptierte Anlageregeln für Versicherer

Die seit Juli 2013 geltenden Grundsätze für die Vergabe von Unternehmenskrediten erleichtern es Versicherungen, in Unternehmensschuldscheine zu investieren. Die bisherigen Regularien erforderten eine vertragliche Vereinbarung von Financial Covenants, sofern das emittierende Unternehmen kein offizielles Rating von mindestens „A- (A3)“ hatte. Bei einer Verletzung der Kennzahlen während der Vertragslaufzeit konnte die Versicherung von einem außerordentlichen Kündigungsrecht Gebrauch machen.

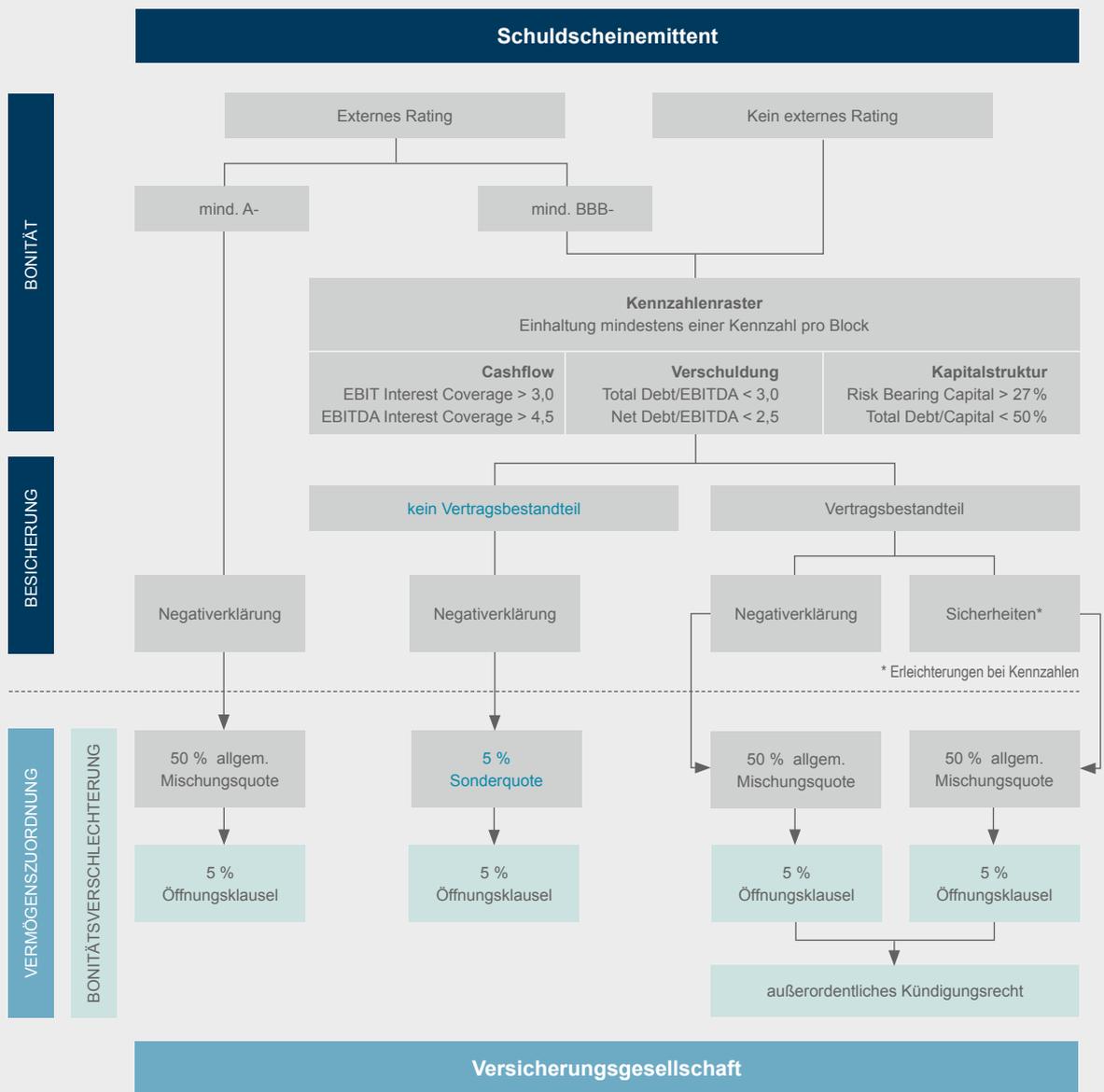
Im aktuellen Marktumfeld haben bonitätsstarke Unternehmen jedoch ausreichende Finanzierungsmöglichkeiten, ohne diese Auflagen akzeptieren zu müssen. So kommen Nachfrage und Angebot nur schwer zusammen, auch wenn die betreffenden Schuldscheinemittenten die versicherungsspezifischen Kennzahlenrelationen einhalten würden. Um diese Diskrepanz zu beseitigen, können Versicherungen nunmehr 5 % ihres gebundenen Vermögens

in Schuldscheine ohne Financial Covenants investieren, solange „die Bonität des Darlehensnehmers gewährleistet und der Unternehmenskredit ausreichend besichert [ist]“.

Emittenten im Bonitätssegment von „BBB“ müssen zum Zeitpunkt des Vertragsabschlusses nachweisen, dass sie aus einem versicherungsspezifischen Kennzahlenset jeweils mindestens eine Cashflow-, eine Verschuldungs- und eine Kapitalstrukturgröße einhalten und darüber hinaus eine Negativerklärung abgeben.

### Schuldscheindarlehen und Versicherungen

Welche Auflagen Schuldscheinemittenten gegenüber Versicherungen erfüllen müssen.



**Erläuterung:** Die Bonitätsprüfung kann durch eine Ratingagentur oder durch die Versicherung selbst vorgenommen werden. Als „Besicherung“ kommen dingliche Sicherheiten (Grundpfandrechte, Forderungsverpfändung etc.) oder eine Negativerklärung in Frage. Letztere zielt auf eine Gleichstellung aller Gläubiger im Hinblick auf die ihnen eingeräumten Rechte und Sicherheiten ab. Werden dingliche Sicherheiten gewährt, können gewisse Erleichterungen bei den Kennzahlen in Anspruch genommen werden: In diesem Fall liegt die erforderliche Mindestquote des „Risk Bearing Capital“ beispielsweise bei 20 % anstelle von 27 %.

Maximal 50 % des gebundenen Vermögens dürfen in Unternehmensschuldscheine investiert werden. Die 5 % Sonderquote werden auf die 50 % Mischungsquote angerechnet. Maximal 5 % des gebundenen Vermögens können sich aus Werten zusammensetzen, die nicht im Anlagekatalog genannt werden bzw. dessen Anforderungen zur Portfoliodurchmischung (§ 3 Absatz 2 bis 5 AnIV) nicht vollumfänglich erfüllen („Öffnungsklausel“).

Quelle: [http://www.gdv.de/wp-content/uploads/2013/07/GDV\\_Kreditleitfaden\\_Juni\\_2013.pdf](http://www.gdv.de/wp-content/uploads/2013/07/GDV_Kreditleitfaden_Juni_2013.pdf)

Bundesanleihen beispielsweise wieder bei 3 % rentieren, könnte das die Investition in Unternehmensschuldscheine recht schnell unattraktiver machen“, kommentiert Döbeling (RBI) diesen regulatorischen Schritt der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin). „Versicherungen haben bereits Laufzeiten von bis zu 20 Jahren gesucht. Mit noch längeren Laufzeitwünschen ist daher nicht zu rechnen“, meint Paul Kuhn von der Bayerischen Landesbank (BayernLB).

### Kürzere Laufzeittranchen?

Im Hinblick auf die Emissionsstruktur von Schuldscheindarlehen scheint sich ein Trend zu kürzeren Laufzeiten abzuzeichnen. Thomas Gathemann (EG) beobachtet, dass die Geldgeber eher mittel- als langfristig in privatwirtschaftliche Unternehmen investieren wollen: „Hatten wir in den Vorjahren beispielsweise bei Laufzeiten von drei, fünf und sieben



Paul Kuhn ist Head of Debt Origination Corporates bei der Bayerischen Landesbank.

Jahren ein nahezu gleichmäßig verteiltes Investoreninteresse, so sehen wir aktuell einen Schwerpunkt in der drei- bzw. der fünfjährigen Tranche.“ Ein einheitlicher Markttrend lässt sich daraus jedoch



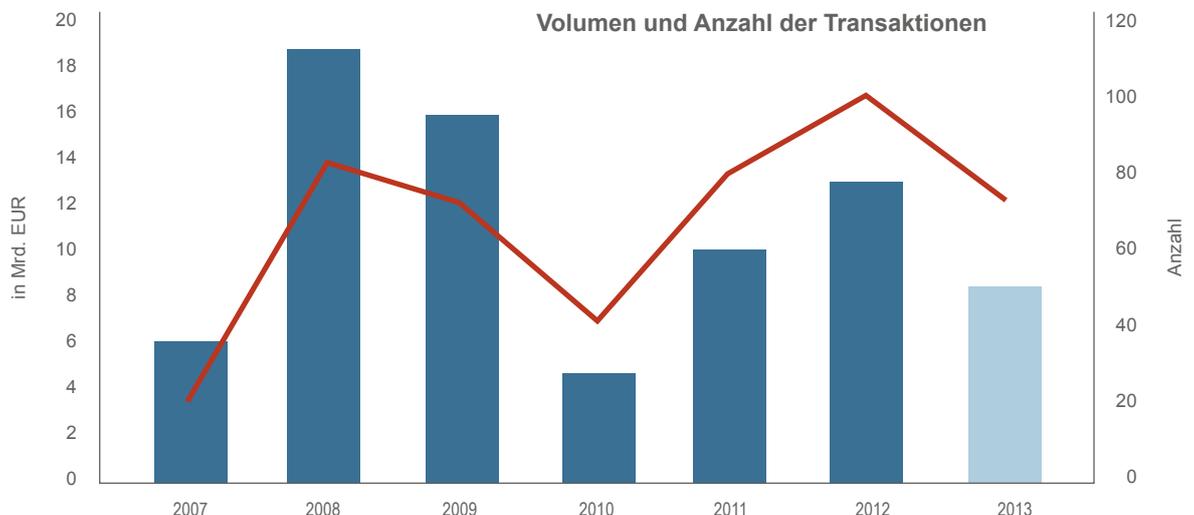
Thomas Gathemann ist Director Loan Capital Markets bei der Erste Group.

nicht ableiten, denn bonitätsstarke Unternehmen können – wie dies das Beispiel von Semperit zeigt – ohne Schwierigkeiten auch zehnjährige Laufzeiten am Markt unterbringen. Ähnlich verhält es sich bei kommunalen oder kommunalnahen Unternehmen. „20 % der Emissionen im ersten Halbjahr 2013 stammten aus diesem Sektor“, so Paul Kuhn von der BayernLB. Diese ziehen vor allem das Interesse von institutionellen Investoren auf sich. Damit sind Finanzierungslaufzeiten von bis zu fünfzehn Jahren möglich.

Lässt man jene Unternehmen außer Acht, die aufgrund ihrer Größe, ihrer Bonität und der Offenheit in ihrer Kommunikation das passende Finanzierungsinstrument jederzeit „opportunistisch“ wählen können, spielen Substitutionseffekte zwischen Anleihen- und Schuldscheinmarkt nur eine untergeordnete Rolle. Unbestritten ist jedoch der Trend zu mehr Bankenunabhängigkeit in der Unternehmensfinanzierung. Insofern wird sich das Gesicht des Markts – wie dies auch die vergangene Entwicklung zum Ausdruck bringt – weiter wandeln, aber seine Attraktivität wird dieses Instrument vermutlich noch lange nicht einbüßen.

### Schuldscheindarlehen: Anzahl der Emissionen 2012 gestiegen

2012 markiert den vorläufigen Höhepunkt bei der Anzahl der Transaktionen. Die Jahre 2008 und 2009 hingegen waren durch singuläre Milliardenemissionen großer Konzerne geprägt.



**Anmerkung:** Da Schuldscheindarlehen meist „halböffentlich“ platziert werden, sind die Angaben zu Volumina und Transaktionsanzahl nur Schätzungen: Zwar kann der Markt verfolgen, welche Angebote der Investorengemeinde mitgeteilt werden, aber die Ergebnisse der Platzierung werden oft nicht öffentlich gemacht. Die großen Volumina 2008 und 2009 stammen von „typischen“ Anleiheemittenten; so hat BMW 2008 einen Schuldschein mit einem Volumen von EUR 1,35 Mrd. emittiert. Die durchschnittliche Emissionsgröße 2012 lag hingegen bei EUR 100 Mio.

# Vervollständigen Sie die Reihe

1, 2, 3, ?

Wenn nur alles so einfach wäre wie Finanzmanagement mit Technosis

- Multilaterales Netting
- Finanzplanung
- Automatische Verbuchung
- Asset Management
- Cash Management
- IAS/IFRS
- Treasury Management
- Risiko Management
- Datenversorgung
- Electronic Banking

 **TECHNOSIS**  
finance software

[www.technosis.de](http://www.technosis.de)



SCHWABE, LEY & GREINER

## Treasury-Fokus Alternativen zur Bankfinanzierung

### Termine:

19. November 2013  
Wien

27. November 2013  
Zürich

28. November 2013  
Frankfurt

3. Dezember 2013  
Stuttgart

4. Dezember 2013  
Düsseldorf

11. Dezember 2013  
Wien

### Inhalt:

Das Instrumentarium der Unternehmensfinanzierung hat sich in den letzten Jahren wesentlich verbreitert: Anleihen, Schuldscheine oder Asset-basierte Instrumente sind zwar keineswegs neu, neu ist aber der Grad ihrer Nutzung, und das bis hinein in den Mittelstand.

Unsere Veranstaltungsreihe „Treasury-Fokus: Alternativen zur Bankfinanzierung“ stellt vor, welche Instrumente für Sie in Frage kämen und worauf Sie bei der Erweiterung Ihres Finanzierungsportfolios achten müssen. Diesmal im Fokus: **Schuldscheindarlehen** (Wien, Zürich) und **Mittelstandsanleihen** (Frankfurt, Stuttgart, Düsseldorf, Wien).

Wirtschaftsanwälte, Emissionsexperten von Banken, Unternehmensvertreter und Berater von SLG erläutern – auf Basis „echter“ Beispiele – Handlungsoptionen in der Finanzierung und beantworten Ihre konkreten Fragen. Praxiswissen, das Ihnen bei der nächsten Finanzierung von Nutzen sein kann!

### Zielgruppe:

Finanzverantwortliche und Treasury-Mitarbeiter aus Industrie, Handel und dem Dienstleistungssektor.

Mehr Informationen finden Sie auf unserer Website unter [www.slg.co.at/roundtables](http://www.slg.co.at/roundtables)

Schwabe, Ley & Greiner Gesellschaft m.b.H.

Margaretenstraße 70, 1050 Wien, Österreich, Tel.: +43-1-585 48 30, Fax: +43-1-585 48 30-15, E-Mail: [info@slg.co.at](mailto:info@slg.co.at), [www.slg.co.at](http://www.slg.co.at)



Emanuel Welten ist Partner der Anwaltskanzlei Binder Grösswang.

## Kurz und knapp

Für Schuldscheindarlehen sind weder Vertragsmonster noch einengende Klauseln nötig. Ein paar Fallstricke gilt es jedoch zu beachten, wie der Wiener Wirtschaftsanwalt Emanuel Welten erläutert – ebenso wie österreichische Besonderheiten.

**TreasuryLog:** Für die Beschaffung von langfristigem Fremdkapital hat sich das Schuldscheindarlehen als Alternative zum Bankkredit gut etabliert. Was sind die grundlegenden Unterschiede zu einem Kreditvertrag und welches Unternehmen kann dieses Instrument überhaupt in Erwägung ziehen?

**Emanuel Welten:** Im Gegensatz zu einem in Betrag und Laufzeit vergleichbaren Bankkredit sind Schuldscheinverträge oft nur 20 Seiten lang. Insbesondere Covenants und Zusicherungen sind weniger umfangreich. Zu den Standardbedingungen einer Schuldscheinemission zählen Drittverzugsklausel, Negativverklärung und Gleichrangigkeit. Daher passt das Schuldscheindarlehen auch nur für Emittenten mit guter Bonität. Schuldscheindarlehen eignen sich beispielsweise auch nicht für projekt-

bezogene Finanzierungen, da sie entweder gar nicht oder nur durch Garantien besichert sind. Und Schuldscheine setzen eine gewisse Transparenz voraus. Unternehmensrelevante Kennzahlen müssen nicht nur der Hausbank, sondern auch „Dritten“ zur Verfügung gestellt werden.

**TreasuryLog:** Führende deutsche Banken und Anwaltskanzleien haben bereits dafür gesorgt, dass Schuldscheindarlehen mithilfe standardisierter Vertragswerke und Dokumentationen abgeschlossen werden. Welche rechtlichen Details sollte man als Emittent besonders beachten?

**Welten:** Eine Frage, die sich öfter stellt, ist, ob die Zahlung an die Zahlstelle für den Emittenten schuldbefreiende Wirkung haben soll. Im Kern geht es



# Alle SLG-Veranstaltungen 2013/14 im Überblick

SCHWABE, LEY & GREINER

Seminare Österreich (Wien)	Oktober	November	Dezember	Februar	März	April	Mai	Juni
Cash- und Finanz-Management								24.-25.
Cash-Management mit SAP								26.
Derivate in der Bilanz		12.-13.						
Derivative Instrumente		19.-20.			18.-19.			
Liquiditätsplanung und -vorsorge							6.-7.	
Liquiditätsanalyse und -planung mit SAP							8.	
Treasury-Assistenz					11.-13.			
Treasury-Operations							6.-7.	
Treasury-Revision		20.-21.						
Beyond Value-at-Risk		5.-6.			25.-26.			
Währungs- und Zinsrisiko-Management			3.-5.					3.-5.
Währungsrisiko-Management			3.-4.					3.-4.
Working-Capital-Management			3.-4.				20.-21.	
Zinsrisiko-Management			4.-5.					4.-5.
Zukunft des Cash-Managements								23.
<b>Lehrgänge Österreich (Wien)</b>								
43. Lehrgang Grundlagen Treasury-Management		M1: 4.-15.			M2: 24.2.-7.3.			
44. Lehrgang Grundlagen Treasury-Management						M1: 31.3.-11.4.		
Treasury-Prüfung	11.				28.			

Seminare Deutschland (Frankfurt)	Oktober	November	Dezember	Februar	März	April	Mai	Juni
Cash- und Finanz-Management					25.-26.			
Cash-Management mit SAP					27.			
Cash-Pooling					11.			
Derivative Instrumente		26.-27.				8.-9.		
Liquiditätsplanung und -vorsorge		19.-20.			11.-12.			
Liquiditätsanalyse und -planung mit SAP		21.			13.			
Treasury-Assistenz		5.-7.					6.-8.	
Beyond Value-at-Risk			3.-4.					
Währungs- und Zinsrisiko-Management		12.-14.					20.-22.	
Währungsrisiko-Management		12.-13.					20.-21.	
Working-Capital-Management		5.-6.					6.-7.	
Zinsrisiko-Management		13.-14.					21.-22.	
Zukunft des Cash-Managements		12.						3.
<b>Lehrgänge Deutschland</b>								
31. Lehrgang Grundlagen Treasury-Management (Frankfurt)		M1:18.-29.		M2: 17.-28.				
32. Lehrgang Grundlagen Treasury-Management (Frankfurt)					M1: 17.-28.			
Treasury-Prüfung (Frankfurt)		8.			21.			
TreasuryExpress (Spitzingsee)			9.-13.					23.-27.
<b>Symposien und Fachkonferenzen</b>								
26. Finanzsymposium (Mannheim)							14.-16.	
The Future of Cash Management (Frankfurt)		26.						

**WebAcademy** | Inhalte unter [www.slg-academy.com](http://www.slg-academy.com)

**Treasury-Roundtables** | Inhalte, Termine und Veranstaltungsorte unter [www.slg.co.at/roundtables](http://www.slg.co.at/roundtables)

Bei Interesse kreuzen Sie bitte die jeweiligen Seminare oder Lehrgänge an. Gerne senden wir Ihnen dazu nähere Informationen.

\_\_\_\_\_  
Firma

Bitte faxen an +43 (0)1 585 48 30 - 15

\_\_\_\_\_  
Straße

\_\_\_\_\_  
Name

\_\_\_\_\_  
PLZ, Ort

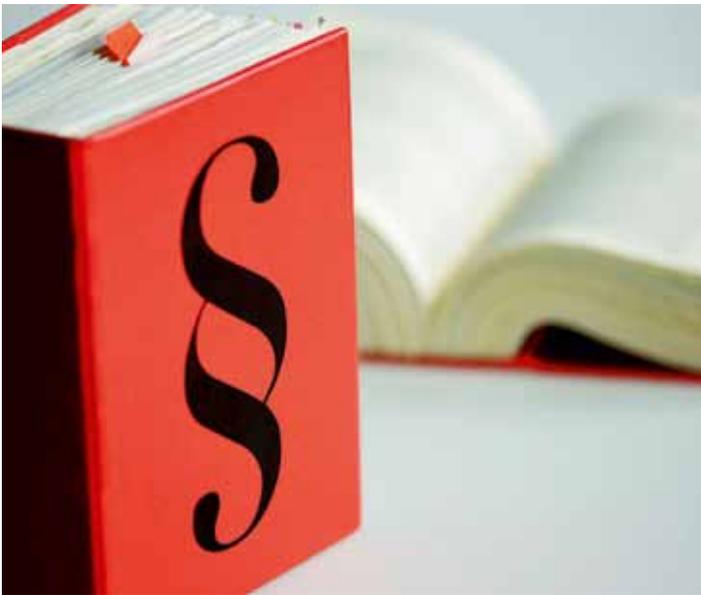
\_\_\_\_\_  
Funktion

\_\_\_\_\_  
Telefon, Fax

\_\_\_\_\_  
E-Mail

darum, was passiert, wenn der Emittent zahlt, die Zahlung aber aus irgendeinem Grund nicht beim Investor ankommt. Aus Sicht der Investoren ist eine schuldbefreiende Wirkung erst bei Einlagen auf deren Konten wünschenswert und wird auch in den allermeisten Fällen in der Dokumentation so durchgesetzt. Bei bonitätsstarken Emittenten haben wir aber auch in wenigen Fällen das Gegenteil gesehen, das heißt, dass eine schuldbefreiende Wirkung bereits mit Zahlung des Emittenten an die Zahlstelle eintritt.

**TreasuryLog:** *Wie werden die Zinszahlungen im Rahmen eines Schuldscheindarlehens in Österreich steuerlich behandelt?*



Die Bestimmungen für Schuldscheindarlehenverträge basieren üblicherweise auf deutschem Recht.

**Welten:** Ein stark verhandeltes Thema ist die Steuer-nettozahlung, also wer eine allfällige Quellensteuer (wie beispielsweise die KEST) für Zahlungen zu tragen hat. Bei Kreditverträgen trägt dieses Risiko für gewöhnlich der Kreditnehmer, auch vor dem Hintergrund, dass nach derzeitiger Rechtslage in Österreich Zinszahlungen nicht der KEST unterliegen. Bei Anleihen wird die Steuer in der Regel vom Investor getragen, wobei bei den meisten Anleihen keine österreichische KEST anfällt, da Zahlungen über eine kuponauszahlende Stelle im Ausland erfolgen. Da der Schuldschein Ähnlichkeiten mit Kapitalmarktprodukten aufweist, erscheint hier die für Anleihen gewählte Regelung sachgerecht.

**TreasuryLog:** *Von Kreditverträgen kennt man gewisse „Goldene Regeln“, mit denen sich potenziell verhängnisvolle, aber durchaus übliche Vertragsklauseln und Covenants weitgehend entschärfen lassen. Worauf ist bei Schuldscheindarlehenverträgen zu achten?*

**Welten:** Bei Zusicherungen und Covenants gilt dasselbe wie bei Kreditverträgen: Es sollte darauf geachtet werden, dass die operativ notwendigen Ausnahmen korrekt abgebildet sind, damit die betriebsnotwendigen Freiheiten erhalten bleiben. Und natürlich, dass nur jene Tochtergesellschaften einbezogen werden, die für die Investoren relevant und vom Emittenten kontrollierbar sind. Dasselbe gilt für die Kündigungsgründe: Lassen Sie nicht zu, dass ein „Cross Default“ einen Kündigungsgrund darstellt, sondern nur eine „Cross Acceleration“!

**TreasuryLog:** *Das bedeutet?*

**Welten:** Das bedeutet, dass Investoren das Schuldscheindarlehen nur dann fällig stellen dürfen, wenn eine andere Finanzverbindlichkeit tatsächlich fällig gestellt WIRD, und nicht auch, wenn diese andere Finanzverbindlichkeit nur fällig gestellt werden KÖNNTE. Überhaupt empfehlen wir, die sehr unbestimmten Verweise auf „mögliche nachteilige Auswirkungen“ zu streichen und vielmehr darauf zu bestehen, die konkret erforderlichen Kündigungsgründe ausdrücklich anzuführen. Für diesen Fall sollte nicht vergessen werden, vergleichbare gesetzliche Kündigungsgründe wie eine „wesentliche Verschlechterung der wirtschaftlichen Verhältnisse“ ebenfalls auszuschließen, weil diese sonst jedenfalls anwendbar wären.

**TreasuryLog:** *Wie weit kann ich als Emittent mitbestimmen, in welche „Gläubigerhände“ ich mich begeben?*

**Welten:** Da der Schuldschein übertragbar sein soll, kommt Übertragungsbeschränkungen und dem Übertragungsmechanismus große Bedeutung zu. Bei den Beschränkungen haben die arrangierenden Banken und die Investoren natürlich vor allem die leichte Übertragbarkeit der Forderung vor Augen. Gleichzeitig muss der Emittent sich aber bewusst sein, dass eine uneingeschränkt zulässige Übertragung dazu führen kann, dass sich der Emittent Investoren gegenüber sieht, die er nicht ausgewählt hätte, beispielsweise einem Konkurrenzunternehmen oder einem Hedge Fonds. Um dem vorzubeugen, kann man eine Positivliste formulieren, an die ohne weitere Einbindung des Emittenten übertragen werden kann. Üblicherweise sollte auch die Übertragung an Refinanzierungsgeber (wie Bundesbank, OeNB oder EZB) nicht eingeschränkt werden, um eine erfolgreiche Platzierung zu gewährleisten. Im Zusammenhang mit der Übertragungsweise gibt es noch eine österreichische Besonderheit, und zwar die Gebühr für Abtretungen: Diese fällt an, wenn zwei Österreicher eine Urkunde über die Abtretung in Österreich errichten oder wenn eine solche Urkunde (oder auch nur eine E-Mail) nach Österreich gebracht wird.

**TreasuryLog:** *Wir danken für das Gespräch.*



**Günther Peer**  
ist RVP Solution Consulting  
EMEA bei Reval.

# Neue Technologien für Treasurer und CFOs

**Das Treasury entwickelt sich zum strategischen Berater und kann aktiv zum Unternehmenserfolg beitragen. TRM-Lösungen helfen den Finanzexperten dabei.**

Die Eurokrise hat das Risikobewusstsein geschärft und die Erwartungen an CFOs und Treasurer gesteigert. Heute sollen diese das weltweite Unternehmenswachstum mit Finanz- und Risikostrategien begleiten, Analysen und Berichte als Entscheidungsgrundlage für die Unternehmensführung liefern sowie Risiken in Bezug auf Liquidität, Kontrahenten, Finanzierung oder Derivate transparent machen und aktiv steuern. Gleichzeitig sollen sie Compliance mit SEPA, EMIR, IFRS 13 und Dodd-Frank sicherstellen. Treasury-Workflows sollen unternehmensweit über Funktionen, Standorte und Zeitzonen hinweg vereinfacht, vereinheitlicht und integriert werden, Mitarbeiter von Routinetätigkeiten entlastet und für analytisch-strategische Aufgaben qualifiziert werden.

Konfrontiert mit diesen Erwartungen und in der Gewissheit, dass das Team im nächsten Jahr sicher nicht verdoppelt wird, suchen Treasurer nach Alternativen und schlagen ihren CFOs oft Investitionen in moderne Technologien vor. Dabei fordern sie immer häufiger Lösungen für Treasury- und Risikomanagement (TRM). Diese neuen Treasury-Systeme tragen der steigenden Bedeutung des Risikomanagements Rechnung und kombinieren Basisfunktionalitäten in Cash-, Treasury- und Liquiditätsmanagement mit ausgefeilten Risikoanalyse-Tools und Lösungen für Hedge-Accounting. Hierdurch können sie den Treasurer und den CFO bei den neuen, strategischen Aufgaben, insbesondere bei der Umsetzung der Finanz- und Risikostrategie, optimal unterstützen.



SCHWABE, LEY & GREINER

## Lehrgang Grundlagen Treasury-Management

### Termine 2013/2014:

4. bis 15. November 2013  
Wien/Modul 1

18. bis 29. November 2013  
Frankfurt/Modul 1

17. bis 28. Februar 2014  
Frankfurt/Modul 2

24. Februar bis 7. März 2014  
Wien/Modul 2

### Inhalt:

Der Lehrgang vermittelt alle grundlegenden Inhalte und Techniken des Treasury. In zwei (einzeln buchbaren und inhaltlich voneinander unabhängigen) Modulen zu jeweils zwei Wochen erwerben die Teilnehmer das erforderliche Basiswissen für die tägliche Arbeit im Treasury-Management.

### Schwerpunkte:

- ▲ Cash-Management
- ▲ Finanzierung
- ▲ Finanzmathematik
- ▲ Liquiditätsplanung
- ▲ Marktrisiko-Management
- ▲ Portfolio-Management
- ▲ Treasury-Organisation
- ▲ Working-Capital-Management

### Zielgruppe:

Mitarbeiter aus dem Finanz- und Treasury-Bereich, Firmenkundenbetreuer aus Banken.

Mehr Informationen finden Sie auf unserer Website unter der Rubrik „Treasury-Ausbildung“:  
[www.slg.co.at](http://www.slg.co.at)



Akquisitionsobjekt der Heinzl Group: Laakirchen Papier AG in Oberösterreich.

# Pragmatische Transaktion

Schuldscheindarlehen als Alternative zum Konsortialkredit: Der schnelle Weg der Heinzl Group zur erfolgreichen Refinanzierung einer Akquisition.

**E**nde vergangenen Jahres kaufte die Heinzl Group, einer der größten Hersteller von Marktzellstoff in Europa und weltweit tätiger Händler für Zellstoff und Papier, die oberösterreichische Papierfabrik Laakirchen vom schwedischen SCA-Konzern. Dietmar Geigl, CFO der Wilfried Heinzl AG, beschreibt, warum als Finanzierungsinstrument ein Schuldscheindarlehen gewählt wurde.

**TreasuryLog:** *Zu welchem Zeitpunkt des Akquisitionsprozesses haben Sie sich entschieden, ein Schuldscheindarlehen zu begeben?*

## Zellstoff und Papier

Die Heinzl Group zählt mit ihren Tochtergesellschaften zu den größten Herstellern von Marktzellstoff in Mittel- und Osteuropa. Daneben gibt es einen weltweit tätigen Handelsbereich für Zellstoff und Papier und mit der Europapier AG das führende Papiergroßhandelsunternehmen in Zentral- und Osteuropa. Mit der Akquisition der Laakirchen Papier AG ist der Konzern nun auch in die Papiererzeugung eingestiegen und mischt im Segment hochwertigen Magazinpapiers mit.

**Dietmar Geigl:** Das war während der letzten Verhandlungen mit dem damaligen Eigentümer SCA. Als Zwischenfinanzierung hatten wir einen kurzfristigen Brückenkredit, der dann Ende Juni 2013 durch das Schuldscheindarlehen abgelöst wurde.

**TreasuryLog:** *Auf welche Schwierigkeiten sind Sie bei dieser Transaktion gestoßen?*

**Geigl:** Von Schwierigkeiten zu sprechen wäre etwas übertrieben, aber wir mussten bei den Investoren Überzeugungsarbeit leisten. Nicht wir als Heinzl Group tätigten die Transaktion, sondern formal begab die neue Tochtergesellschaft Laakirchen Papier AG das Schuldscheindarlehen. Die Verhandlungen liefen jedoch zentral über die Holding und den Eigentümer.

**TreasuryLog:** *Inwiefern war dies ein Problem?*

**Geigl:** Laakirchen Papier AG war bis zu diesem Zeitpunkt den Banken als Kreditnehmer unbekannt. Wir mussten auch erklären, warum Heinzl als Zellstoffhersteller eine Papierfabrik kaufen wollte, warum die Zellstoff- und Papiermärkte starken, aber nicht zeitgleichen Schwankungen unterliegen, und dass wir mit der neuen Tochtergesellschaft eine Glättung der Ergebnisse anstrebten.

**TreasuryLog:** Wäre ein Konsortialkredit eine Alternative gewesen?

**Geigl:** Sehr wohl. Damit wäre aber keine Bankenstreuung möglich gewesen. Wir wollten die Linien bei unseren Hausbanken entlasten und unsere Kapitalgeberbasis verbreitern. Das ist uns mit zusätzlichen 19 Banken als Schuldscheindarlehen-Gläubiger auch gelungen. Einen syndizierten Kredit hätten wir in der kurzen Zeit auch nicht verhandeln können.

**TreasuryLog:** Wie lange dauerte denn der ganze Begebungsprozess des Schuldscheindarlehens?

**Geigl:** Den Kaufvertrag haben wir am 21. Dezember unterzeichnet. Die Übernahme der neuen Tochtergesellschaft erfolgte am 2. April. Am 4. März wurde der Mandatsbrief unterschrieben. Anfang Mai haben wir das Infomemorandum an die möglichen Investoren verschickt, das Pricing wurde am 11. Juni fixiert, und am 21. Juni floss das Geld. Aufgrund der hohen Investorennachfrage konnten wir das ursprüngliche Emissionsvolumen von EUR 50 Mio. auf 60 Mio. aufstocken. Der Zeitaufwand von der Vermarktung bis zur Platzierung betrug also fünf Wochen.

**TreasuryLog:** Aber hinter den Kulissen dauerte es schon länger, um mit den Investoren zu kommunizieren?

**Geigl:** Natürlich. Intern hatten wir schon im März begonnen. Wir mussten den Banken Kennzahlen erklären, ein Emittentenprofil erstellen, Planzahlen vorlegen. Wir haben einen „Investor Call“ mit den Banken veranstaltet. Ansonsten wurden die Fragen der Investoren von unseren beiden Arrangeuren gebündelt und beantwortet.

**TreasuryLog:** Welche Auflagen gab es bei der Dokumentation?

**Geigl:** Sie war marktüblich, wie bei anderen Emissionen auch. Die Dokumentation für einen Konsortialkredit wäre von der Textierung her schwieriger und inhaltlich restriktiver gewesen.

**TreasuryLog:** Wie beurteilen Sie nun insgesamt den Schuldscheindarlehen-Markt?

**Geigl:** Er ist eine sehr gute Alternative zum Konsortialkredit, weil sich Banken immer schwerer tun, Investitionsfinanzierungen zur Verfügung zu stellen. Unserer Wahrnehmung nach ist am Markt aber ausreichend Liquidität vorhanden, und auch die uns angebotenen Konditionen waren in Ordnung. Dabei hilft uns natürlich auch unsere Investmentgrade-Bonität.

**TreasuryLog:** Wie kommen Sie zu dieser Einschätzung?



© SIG

Dietmar Geigl, CFO der Wilfried Heinzl AG.

**Geigl:** Wir haben unsere Bonität mittels Schattenratingmodellen und den Rückmeldungen der Banken ermittelt.

**TreasuryLog:** War dies Ihr erster Schritt Richtung Kapitalmarkt?

**Geigl:** Nein, vor einigen Jahren haben wir bereits eine EUR-100-Mio.-Anleihe begeben. Aber so pragmatisch wie die Schuldscheindarlehen-Transaktion verlaufen ist, würden wir dieses Instrument für eine weitere größere Akquisition oder Investition wieder wählen.

**TreasuryLog:** Wir danken für das Gespräch.

## Das Schuldscheindarlehen in Fakten und Zahlen

Emittentin	Laakirchen Papier AG
Rating	kein externes Rating
Volumen	EUR 60 Mio.
Laufzeit	3, 5 und 7 Jahre
Status	nicht nachrangig, unbesichert
Dokumentation	in Deutsch, inkl. pari passu, negative pledge, Kontrollwechsel, cross default, asset disposal, material adverse change, erhöhte Kosten
Investoren	österreichische Banken (77% des Volumens) und Sparkassen

# Alternative Finanzierung 2.0

Liquidität aus ungewöhnlicher Quelle: Wie ein Unternehmen in einer Engpasssituation eigene Forderungen über eine Handelsplattform im Netz zu Geld machte.

Der Autor:



**Hajo Engelke**  
ist Geschäftsführer  
der Debitos GmbH.

Eine einzelne Fehlentscheidung des Managements und schon drohte die Bank, den Geldhahn abzustellen, die Insolvenz zeichnete sich ab: In einer solchen Situation wandte sich ein Logistikunternehmen Ende April dieses Jahres an uns. Der Mittelständler, strukturell eigentlich gesund, hatte eine größere Investition getätigt, aber erst hernach bei der Bank um Finanzierung angesucht. Zum Kreditbedarf gesellte sich ein hoher Forderungsbestand mit einem durchschnittlichen Zahlungsziel von 30 Tagen. Zwei Wochen Frist hatte die Bank gesetzt, dann wollte sie den Betriebsmittelkredit als primäre Finanzierungsquelle kündigen, und dem Unternehmen wäre der Gang zum Amtsgericht nicht erspart geblieben.

Innerhalb weniger Tage genügend Liquidität aufzutreiben, um das Unternehmen über den Engpass zu retten – hier musste zu einem ungewöhnlichen Werkzeug gegriffen werden. Mit der Forderungsbörse Debitos haben wir eine Handelsplattform geschaffen, die es Unternehmen ermöglicht, künftig fällige, ausgemahnte oder titulierte, also dem Gerichtsvollzieher übergebene Forderungen an die Bestbieter im Markt zu verkaufen (s. Kasten „Ebay für Forderungen“).

## Liquidität abrufen in der Krise

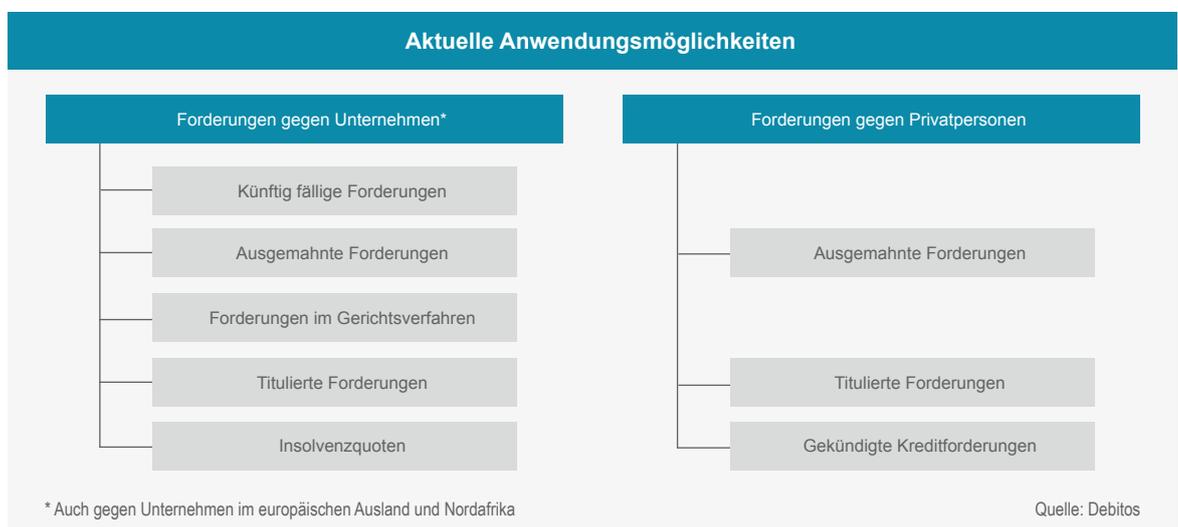
Selbstverständlich sollte ein Forderungsverkauf, in welcher Form auch immer, stets vor dem Hintergrund kaufmännischer Aspekte beleuchtet werden. Kurzfris-

tig verfügbare, frische Liquidität aus Forderungsverkäufen kann im Vergleich zum klassischen Betriebsmittelkredit sehr teuer werden. Die Kosten, auf einen Jahreszinssatz umgerechnet, können in Fällen wie des Logistikunternehmens bis zum Fünffachen eines Bankkredits erreichen. Erst wenn herkömmliche Liquiditätsquellen ausgeschöpft sind, wird ein Forderungsverkauf attraktiv.

Im Fall des genannten Logistikunternehmens war der Liquiditätsengpass hausgemacht: Insbesondere der hohe Forderungsbestand wies auf ein vernachlässigtes Working-Capital-Management und eine mangelnde Liquiditätsplanung hin. Zusammen mit dem Unternehmen bündelten wir eine Auswahl der Forderungen zu einem Portfolio und boten sie einem vorselektierten Kreis von Investoren an, die für den Kauf künftiger Forderungen in Frage kamen, nämlich Banken und Factoring-Unternehmen. Andere mögliche Käufer wie Rechtsanwaltskanzleien und Inkasso-Unternehmen, die bei Debitos als qualifizierte Investoren registriert sind, bekamen auf Wunsch des Unternehmens von der Auktion keine Kenntnis. Aufgrund des Zeitdrucks wählte der Unternehmer für sein Angebot eine Laufzeit von lediglich fünf Werktagen. Nach nur vier Tagen wurden sämtliche Forderungen zu 95,4 % des Nominalwerts an ein Factoring-Institut verkauft. Die Schnelligkeit des Verkaufsprozesses und die so gewonnene Liquidität gaben dem Logistikdienstleister genügend

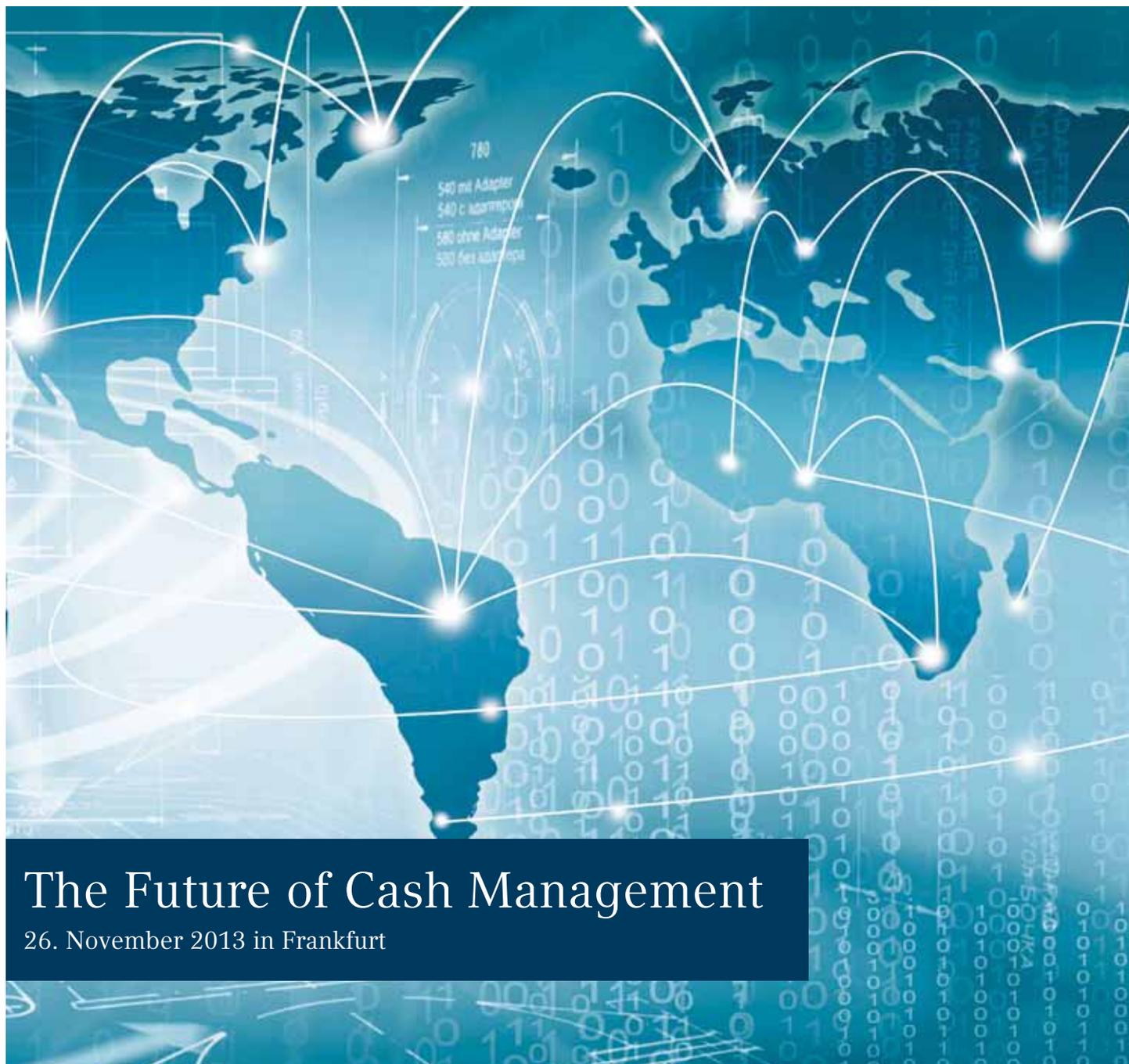
## Abb. 1 Zum Ersten, zum Zweiten ... Forderungen zur Auktion

Anders als in dem beschriebenen Beispiel des Artikels werden über Debitos hauptsächlich ausgemahnte oder noch ältere Forderungen versteigert.





Sichern Sie sich den Termin!



## The Future of Cash Management

26. November 2013 in Frankfurt

Mit und für Cash-Management-Experten von Unternehmen, Banken und Software-Anbietern. Mehr Information finden Sie auf unserer Webseite unter der Rubrik „Veranstaltungen“: [www.slg.co.at](http://www.slg.co.at).



**Abb. 2 Was kostet der Forderungsverkauf?**

Die Kosten richten sich nach dem realisierten Verkaufspreis. Die Abschläge auf den Nominalwert werden im Bieterverfahren ermittelt.

Art der Forderungen	Künftig fällige	Ausgemahnte	Titulierte
Realisierter Preis (EUR)	50.000,00	50.000,00	50.000,00
Fixgebühr	15,00	15,00	15,00
Erfolgsgebühr (auf Betrag > Reservationspreis minus EUR 1,00)	1,00 %	6,00 %	9,00 %
Kosten Debitos (inkl. MwSt.)	514,99	3.014,94	4.514,91
Gebühr vom realisierten Preis	1,03 %	6,03 %	9,03 %

Zeit, um seine Verbindlichkeiten zu reduzieren und die drohende Zahlungsunfähigkeit abzuwenden. Im Anschluss an die Auktion schloss er überdies einen Factoring-Vertrag mit einem anderen Institut ab.

**Rasch, transparent und selbstbestimmt**

Entscheidende Faktoren für die Nutzung unserer Online-Forderungsbörse waren die Geschwindigkeit des Prozesses, die vollständige Kontrolle für den Unternehmer und die Transparenz. Angesichts der extrem knappen Frist musste ein Instrument bemüht werden, das in der Lage war, in dieser kritischen Unternehmenssituation schnell die nötige Liquidität freizusetzen, um die drohende Kündigung des Betriebsmittelkredits abzuwenden.

Gleichzeitig wollte der Unternehmer die gewachsenen

Beziehungen zu seinen Kunden nicht belasten. Der anfänglich von der Hoffnungslosigkeit des Unterfangens überzeugte Unternehmer ließ sich primär dadurch ermutigen, dass er während des gesamten Prozesses die vollständige Kontrolle behielt: Er konnte bestimmen, welche Forderungen in das zum Verkauf angebotene Portfolio kamen. Er wählte die potenziellen Käufer aus mehr als 200 professionellen Interessenten selbst aus und legte den Mindestpreis fest. Dieser Reservationspreis hat auch deshalb eine entscheidende Bedeutung, da eine Gebühr in Höhe von 1 % des realisierten Verkaufspreises an Debitos ausschließlich bei Überschreiten dieses Mindestpreises anfällt.

**Käufer im Wettbewerb**

Nicht zuletzt befürchtete unser Kunde, beim Verkauf seiner Forderungen einen erheblichen Abschlag auf den Nominalwert hinnehmen zu müssen. Allerdings wurde schnell klar, dass der Wettbewerb zwischen den Käufern per Auktionsverfahren zu einer transparenten Preisbildung führen würde. Schließlich sind dies professionelle Investoren, die die Werthaltigkeit der Forderungen prüfen können und danach ihre Gebote abgeben. Sobald ein Bieter geboten hat, wird er (ebenso wie der Verkäufer) automatisch über jedes höhere Gebot eines Mitbewerbers informiert.

**Ausgewogener Finanzierungsmix**

Unabhängig von den gewählten Finanzierungsquellen gilt, dass Unternehmer stets mehrere Finanzierungsinstrumente parallel im Einsatz haben sollten. Dabei muss es sich nicht immer um bankenunabhängige Finanzierungsquellen handeln. So stellen bereits drei Kreditlinien von drei verschiedenen Banken eine gewisse Diversifikation dar. Reduziert aber eine der Banken das Limit oder kündigt den Kredit, so ist die Wahrscheinlichkeit hoch, dass die anderen Finanzinstitute den Kreditrahmen ebenfalls fällig stellen.

Vor diesem Hintergrund kommt alternativen Finanzierungsinstrumenten, die nicht mit den traditionellen Kapitalquellen korrelieren, eine immer größere Bedeutung zu. Unternehmen müssen allerdings noch lernen, dass kaufmännisch ausgemahnte oder bereits abgeschriebene Forderungen keinesfalls wertlos sind und auch noch verkauft werden können. Alternative Finanzierungsinstrumente können als ein Baustein im Finanzierungsmix dazu beitragen, die Unabhängigkeit kapitalsuchender Unternehmen von traditionellen Kapitalgebern zu erhöhen und sich besser für Sonder-situationen zu wappnen.

**Ebay für Forderungen**

Seit 2012 können über die Forderungsbörse Debitos Forderungen gegen Unternehmen und Verbraucher in einem Online-Bieterprozess verkauft werden. Ge-handelt werden künftig fällige (nur gegen Unternehmen), kaufmännisch ausgemahnte, strittige oder titulierte Forderungen (wobei nur 5 % des Handels-umsatzes auf künftig fällige entfallen). Der Verkäufer bestimmt die Dauer der Auktion, welche Forde-rungen er anbietet, wie hoch der Mindestpreis ist und welche Käufer er teilnehmen lassen will. Der Käuferkreis ist beschränkt auf derzeit ca. 220 Pro-fis, die selbst Bonitätsbewertungen vornehmen: Factoring- und Inkasso-Firmen, Banken, Rechtsan-wälte und bestimmte Fonds. Die Anmeldung zum Verkauf erfolgt mit der Angabe der relevanten In-formationen zu Leistung und Debitor und dem Hoch-laden ausgewählter Dokumente.

Typische Debitos-Kunden sind Banken, Immobilien-gesellschaften, Energiegesellschaften, Handel, Ver-sandhandel, Logistiker und Leasing-Gesellschaften. Sie nutzen Debitos aufgrund der hohen Geschwin-digkeit, um das Ausfallrisiko ihrer Forderungen ab-zugeben oder um bereits ausgefallene und titulier-te Forderungen ohne großen Aufwand zu verwerten. Die Gebühren setzen sich aus einem Festpreis von EUR 15 pro Angebot und einem prozentuellen Er-folgsbeitrag zum realisierten Verkaufspreis zusammen (1% bei künftig fälligen, 6% bei kaufmännisch aus-gemahnten und 9% bei titulierten Forderungen).



SCHWABE, LEY & GREINER

## TIP Treasury Information Platform

—

### Ihre Zahlen im Blick

Mit TIP entgeht Ihnen nichts: Finanzstatus, Kreditlinien oder Avalbestand – per Knopfdruck sehen Sie alle relevanten Finanzpositionen, und das konzernweit. Fast genau so schnell kontrollieren Sie Bankgebühren, machen die Liquiditätsplanung und erstellen maßgeschneiderte Finanzberichte. 12.000 Anwender in 100 Konzernen schätzen TIP.

Mehr Informationen finden Sie auf unserer Website unter der Rubrik „Finanzberichtswesen TIP“: [www.slg.co.at](http://www.slg.co.at)

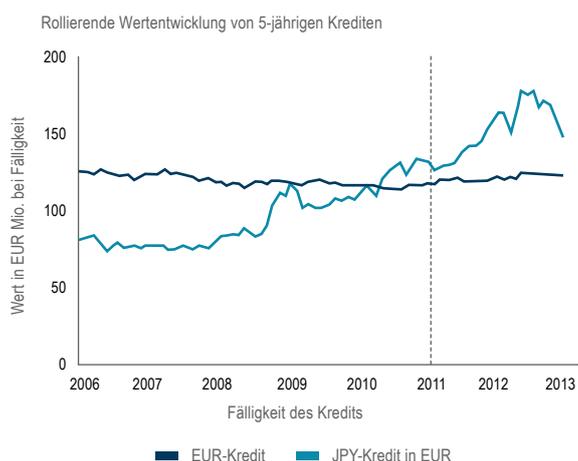
## Knowhow **Fremdwährungskredite – die teuren „Schnäppchen“**

**Wenn hohe Zinsdifferenzen zwischen Währungsräumen locken, steigt die Versuchung, Geld in fremden Währungen aufzunehmen. Ein beträchtliches Risiko.**

Lange Zeit konnten Kredite in japanischen Yen (JPY) oder Schweizer Franken (CHF) zu günstigen Konditionen aufgenommen werden. Die Rechnung geht jedoch nur auf, wenn die Kreditwährung gegenüber der Heimwährung nicht zu stark aufwertet. Ein einfaches Beispiel: Am 31. Januar 2006 betrug der 5-jährige EUR-Zinssatz 3,39%, der JPY-Zinssatz 1,02%. Der Wechselkurs EUR/JPY lag bei 142,47. Bei monatlichen Zinszahlungen und Tilgung am Ende einer 5-jährigen Laufzeit (2011) hätte sich die Zahlungsverpflichtung für einen EUR-100-Mio.-Kredit nach 5 Jahren auf EUR 117 Mio. belaufen, für einen JPY-Kredit hingegen auf EUR 105 Mio. – zum damaligen Wechselkurs. Bei Fälligkeit stand der EUR zum JPY jedoch nur bei 112,36, sodass aus der ursprünglichen Kostenersparnis von EUR 12 Mio. ein Mehraufwand von EUR 14 Mio. geworden wäre.

Wechselkursentwicklungen müssen genau beobachtet werden. SLG unterstützt Sie bei der Bewertung und Risikoanalyse von Fremdwährungspositionen. Wir berechnen die möglichen Entwicklungen Ihres Portfolios,

zeigen potenzielle negative Folgen aus Ihren Fremdwährungsverbindlichkeiten auf und stellen passende Absicherungsstrategien dar. Für Fragen wenden Sie sich an das Marktrisiko-Management-Team. [info@slg.co.at](mailto:info@slg.co.at)



## Derivate **EMIR – Update Meldepflicht**

Die EMSA hat Mitte September den **Start der Meldepflicht abermals verschoben**. Frühestens ab **12. Februar 2014** müssen Unternehmen und Finanzinstitute sämtliche OTC-Derivate an ein zentrales Transaktionsregister melden. Noch ist die Zertifizierung eines Transaktionsregisters ausständig. Sollte dies nicht bis 7. November 2013 erfolgen, wird sich der Start der Meldepflicht weiter verzögern.

Dennoch, einige Pflichten sind bereits in Kraft. Seit 31. August 2013 wurde die Pflicht zur fristgerechten Bestätigung verschärft: Zins- und Aktienderivate müssen nun innerhalb von drei Arbeitstagen, sonstige Derivate innerhalb von vier Arbeitstagen von beiden Kon-

trahenten bestätigt werden. Seit 15. September 2013 gelten außerdem die Risikominderungstechniken Portfolioabgleich, Portfoliokomprimierung sowie Streitbeilegung, die zum jetzigen Zeitpunkt zumindest eine schriftliche Vereinbarung über die Vorgehensweise mit den externen und internen (!) Kontrahenten verlangen. Während die Banken eifrig dabei sind, diese Vereinbarungen (meist über Anhänge zum Rahmenvertrag) mit den Kontrahenten abzuschließen, orten wir im konzerninternen Bereich bei Corporates dringenden Handlungsbedarf!

Haben Sie Fragen rund um das Thema EMIR? Kontaktieren Sie uns unter [info@slg.co.at](mailto:info@slg.co.at).

Auf dieser Seite präsentiert Schwabe, Ley & Greiner Tipps, Trends und News rund um das Thema Treasury und freut sich, wenn diese Nachrichten von TreasuryLog-Lesern kommen (per Telefon, Brief, Fax oder E-Mail an [info@slg.co.at](mailto:info@slg.co.at)).

## Impressum

**Offenlegung nach § 25 Mediengesetz: Herausgeber + Medieninhaber:** Schwabe, Ley & Greiner Gesellschaft m.b.H., Beratung, Margaretenstraße 70, 1050 Wien, Österreich, Tel.: +43-1-585 48 30, Fax: +43-1-585 48 30-15, E-Mail: [info@slg.co.at](mailto:info@slg.co.at), URL: [www.slg.co.at](http://www.slg.co.at) **Geschäftsführer:** Jochen Schwabe, Christof Ley, Utz Greiner, Martin Winkler **Grundlegende Richtung:** Unabhängige und objektive Information für Finanzverantwortliche, Treasurer und Banker im deutschsprachigen Raum **Autoren und Mitarbeiter in dieser Ausgabe:** Raimar Bock, Sven Döbeling, Hajo Engelke, Thomas Gathemann, Dietmar Geigl, Sven Janssen, Sebastian Kästner, Erhard Krasny, Paul Kuhn, Arne Laarveld, Julia Lanzinger, Edith Leitner, Eric Leupold, Alexander von Preysing, Jochen Schwabe, Emanuel Welten, Cornelia Wenny, Philipp Wiesberger, Veronika Wöss, Christoph Zender **Produktion und Anzeigenverwaltung:** INDUSTRIEMAGAZIN Verlag GmbH, Lindengasse 56, 1070 Wien, Österreich, Gesa Weitzenböck, Tel.: +43-1-585 9000-21, Fax: +43-1-585 9000-16, E-Mail: [gesa.weitzenboeck@indusmagazin.at](mailto:gesa.weitzenboeck@indusmagazin.at) **Artdirektion:** INDUSTRIEMAGAZIN Verlag GmbH (Wille Güthlin) **Layout:** INDUSTRIEMAGAZIN Verlag GmbH **Lektorat:** Mag. Michaela Schwarz **Druck:** Die Stadtdruckerei, Eduardgasse 6-8, 1180 Wien, Österreich **Auflage:** 18.000 Stück. Namentlich gekennzeichnete Beiträge müssen nicht der Meinung der Redaktion entsprechen.

Das TreasuryLog ist auch online zu lesen auf [www.slg.co.at/Publikationen](http://www.slg.co.at/Publikationen).



## SLG System Guide

### Verschaffen Sie sich den Überblick

Sie wollen ein Treasury-System einführen? Und suchen einen Anbieter, der Ihre Anforderungen erfüllt? Mit dem SLG System Guide verschaffen Sie sich einen raschen und kostenlosen Überblick. Vergleichen Sie über 100 Systeme nach den Kategorien, die für Sie wichtig sind!

Mehr Informationen finden Sie auf unserer Website unter der Rubrik „Treasury-Systeme“: [www.slg.co.at](http://www.slg.co.at)



**1. Februar 2014**  
Höchste Zeit, mit der  
Umstellung zu beginnen!

Mittelstandsbank

# SEPA ist gelb.

**Weil SEPA mit der Commerzbank mehr bringt.**

Nutzen Sie jetzt die Lösungskompetenz der Commerzbank und unsere vielfältigen Praxis-Erfahrungen aus erfolgreichen Umsetzungsprojekten für Ihre SEPA-Umstellung. Sprechen Sie jetzt Ihren Firmenkundenbetreuer oder Spezialisten der Commerzbank an. [www.commerzbank.de/sepa](http://www.commerzbank.de/sepa)



**COMMERZBANK**   
Die Bank an Ihrer Seite