

TREASURY LOG

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

Corporate Finance

5.4 Sichern oder nicht?
Finanzieren, aber wie?
Bonität als DAS Entscheidungskriterium in der Finanzstrategie

2014

5. 10 Treasury, Finanzstrategie und Wert

Ratingverbesserung versus Kapitalkosten

S. 20 Schuldscheindokumentation unter Druck

Keine Standardisierung bei Verträgen

5. 24 Plausibel und objektiv

Transparenz und strenge Kriterien bei Transferpreisen



Zündkerze Entwickelt von Bosch Deutschland, 1902

Impulse. Made in Germany. Zahlungsverkehrsmanagement für Unternehmen.

Der Funke der Zündkerze bringt den Ottomotor zum Laufen. Die LBBW liefert die notwendigen Impulse für das Zusammenspiel der Wertschöpfungskette und der Finanzprozesse Ihres Unternehmens. Profitieren Sie von den soliden Zahlungsverkehrslösungen und der leistungsfähigen Transaktions-Plattform der Girozentrale LBBW. Mehr Informationen unter LBBW-Business.de/zahlungsverkehrsmanagement

Landesbank Baden-Württemberg



Liebe Leserinnen und Leser!

onität ist gleichzeitig die wesentliche Messgröße und die zentrale Stellschraube jeder Finanzstrategie. Selbstverständlich wird Bonität nicht von uns Finanzleuten "gemacht". Sie ist das Ergebnis des mehr oder weniger erfolgreichen Schaffens des gesamten Unternehmens einerseits (innerhalb der Grenzen, die das ieweilige Geschäftsmodell definiert) sowie der Eingriffe der Eigentümer andererseits (z. B. deren Begehrlichkeit, wie sie in der Ausschüttungspolitik zum Ausdruck kommt).

Bonität messen und steuern

Erste Aufgabe der Finanzverantwortlichen ist es aber, die Bonität zunächst einmal zu kennen und zu wissen, wie sich welche Eingriffe, Finanztransaktionen oder Strategien heute und im weiteren Zeitverlauf darauf auswirken können. Das ist nicht nur wichtig, um kreditwürdig gegenüber Geldgebern im engeren Sinne zu bleiben. In vielen Branchen setzen auch Kunden, Lieferanten oder andere Partner der für sie noch akzeptablen Bonität Grenzen. Wer kauft schon eine Waschmaschine von einem Hersteller, dessen Überleben für die nächsten Monate nicht mehr gesichert erscheint? Ohne Vertrauen ist alles nichts. Zweite Aufgabe ist es, jene Strategien zu entwickeln und Maßnahmen zu setzen, die der Bonität guttun. Das ist

natürlich auch im rein finanzwirtschaftlichen Bereich möglich – etwa durch eine verbesserte Diversifizierung des Finanzierungsportfolios. Flankierende Maßnahmen, wie eine funktionierende Finanz- und Liquiditätsplanung oder eine solide Intercompany-Finanzierung, gehören dazu.

Finanzierung (auch) als Marketing-Aufgabe

Von diesen Aufgaben handelt dieses Heft. Schon das Inhaltsverzeichnis zeigt, wie sich unser Spektrum gewandelt und erweitert hat. Vor nicht allzu langer Zeit bedeutete Corporate Finance mehr oder weniger die jährliche Frage an die Hausbank, ob man den Kredit blanko, mit Sicherheiten oder gar nicht mehr bekomme. Heute blicken wir Jahre nach vorne, setzen ein ganzes Arsenal unterschiedlicher Instrumente ein und steuern Bonität ganz bewusst. Das bringt außerdem oft Kommunikationsaufgaben mit sich, die meist schon jenen einer Marketing-Abteilung ähneln, wenn nicht nur Banken, sondern auch Agenturen und Investoren verschiedenster Art informiert, gehegt und gepflegt werden wollen.

Wir wünschen Ihnen, wie immer, eine gewinnbringende und unterhaltsame Lektüre sowie ein friedliches Weihnachtsfest und alles Beste für das Jahr 2015! Jochen Schwabe



In diesem Jahr spenden Schwabe, Ley & Greiner und TIPCO Treasury & Technology gemeinsam EUR 5.000 an die Aktion Nachbar in Not des ORF, der eine Winterhilfe für Flüchtlinge in Syrien und im Irak eingerichtet hat.

Inhalt

- 4 Sichern oder nicht? Finanzieren, aber wie?
 Wie immer Entscheidungen im Risiko-Management
 oder in der Finanzierung ausfallen, sie beeinflussen
 die Bonität. Damit existiert ein Entscheidungskriterium,
 das scheinbar entkoppelte Themen verbindet.
- 8 "Finanzierungsrisiko ist mit der Bonität verknüpft" Interview: Günther Pastl, Head of Treasury des voestalpine-Konzerns, erläutert die Finanzstrategie.
- Treasury, Finanzstrategie und Wert
 Ein möglichst gutes Rating zur Sicherung der Liquidität
 sollte nicht das alleinige strategische Ziel im wertorientierten Treasury sein. Der Blick auf die Kapitalkosten
- 14 **Erhöhte Anforderungen bei der Finanzierung**Trends bei Finanzierungen und Liquiditätssicherung:
 Analysen für Ihre Standortbestimmung.
- 16 Jede Menge Geld

Immer mehr Unternehmen gehen dazu über, sich mithilfe privater Investoren über Crowdfunding zu finanzieren. Auf direktem Weg und ohne die vermittelnde Funktion einer Bank.

18 Zwischen Aufsicht und Aussicht

Ob sich Crowdfunding als Finanzierungsinstrument etablieren kann, hängt nicht zuletzt von den rechtlichen Rahmenbedingungen ab. Derzeit lavieren die kapitalsuchenden Unternehmen auf einem Terrain, das rechtlich nicht klar abgesteckt ist.

- Schuldscheindokumentation unter Druck
 Schuldscheindarlehen erfreuen sich reger Nachfrage
 auch im nicht deutschen Raum. Eine standardisierte
 Dokumentation gibt es trotzdem keine und wird es so schnell auch nicht geben.
- 22 **Der schnellste Weg zum Zahlungsstrom**Die Liquiditätsplanung erfolgt in der Praxis nach zwei Ansätzen: direkte versus indirekte Methode. Doch welche ist die "richtige"?
- 24 Plausibel und objektiv

Transparenz und strenge Kriterien für die Berechnung von Transferpreisen: PWO und SLG haben eine Grundlage entwickelt, die auch kritischen Steuerbehörden standhalten soll.

28 Gemeinsame Arbeit

Werkschau über den Dächern von Wien: Der Kundentag führt ein Mal im Jahr Kunden und alle SLG-Berater zusammen.

30 Tipps, News, Impressum

Verbriefung von Forderungen wird für Unternehmen zunehmend attraktiv, Buch über Wandelanleihen.

Sichern oder nicht? Finanzieren, aber wie?

Wie immer Entscheidungen im Risiko-Management oder in der Finanzierung ausfallen, sie beeinflussen die Bonität. Damit existiert ein Entscheidungskriterium, das scheinbar entkoppelte Themen verbindet.

Die Autorin:



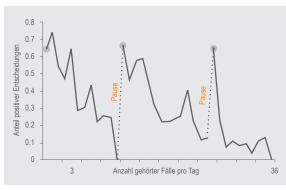
Edith Leitner ist Partner bei Schwabe, Ley & Greiner und leitet das SLG-Kompetenzfeld "Corporate Finance".

sychologen nennen es die "Tyrannei der Wahl". In einer Vielzahl von Entscheidungssituationen die "richtige" zu treffen, erzeugt – so der bisherige Stand der Forschung – eine regelrechte Entscheidungsunlust. Viel zitiertes Beispiel dafür ist eine Untersuchung von Urteilen, die im Rahmen eines Bewährungsausschusses in einem israelischen Gefängnis gefällt wurden. Im Tagesverlauf konnten Forscher beobachten, dass sich die Richter weniger häufig gegen eine Lockerung der Haftbedingungen und damit für die Beibehaltung des Status quo entschieden (Abb. 1). Vergleichbare Ergebnisse sind auch aus der Verhaltensökonomie bekannt.

Entscheidungen sind nur dann einfach, wenn eine Option eindeutig besser ist als alle anderen oder es (vermeintliche) konkrete Anhaltspunkte für eine systematische Entscheidungsfindung gibt. Also 80 % der Risiko-

Abb. 1 Lust zu Entscheidungen nimmt ab

Psychologische Untersuchung: Je mehr Fälle den Richtern vorgeführt wurden, desto weniger positive Entscheidungen trafen sie. Nach Pausen wurden sie wieder entscheidungsfreudiger.



Quelle: Danziger et al. (2011)

positionen sichern? Nicht unbedingt! Gerade bei Faustregeln sollten wir besondere Vorsicht walten lassen. Denn wir alle tendieren zum Vertrauten, lassen uns von Assoziationen oder Mehrheitsmeinungen beeinflussen. Im Übrigen werden wir von unserem Hormonhaushalt und sozialen Vergleichsprozessen genau darin bestärkt. "Eine zuverlässige Methode, Menschen dazu zu bringen, falsche Aussagen zu glauben, ist häufiges Wiederholen, weil Vertrautheit sich nicht leicht von Wahrheit unterscheiden lässt", schreibt der

Wirtschaftsnobelpreisträger Daniel Kahneman in seinem populärwissenschaftlichen Buch "Schnelles Denken, langsames Denken".

Bonität als finanzstrategische Steuerungsgröße

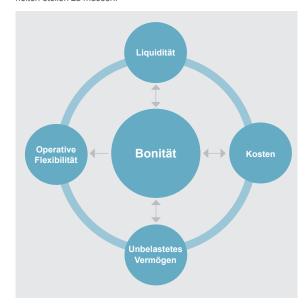
Was hat Psychologie nun mit Finanzstrategie zu tun? Veränderungen im operativen Grundgeschäft, der Umgang mit Marktrisiken und Finanzierungsentscheidungen haben gleichermaßen Einfluss auf die zukünftige Zahlungsfähigkeit eines Unternehmens und damit dessen Überlebenswahrscheinlichkeit - ungeachtet, ob diese Ausdruck in einem offiziellen Rating findet oder nicht. Auch Banken, Kreditauskunfteien, Auftraggeber oder Lieferanten versuchen, sich permanent auf Basis der ihnen zur Verfügung stehenden Informationen ein möglichst akkurates Bild über die Stabilität ihrer Geschäftspartner zu verschaffen. Im Gegensatz zu scheinbar trivialen Alltagsentscheidungen - vom Autokauf bis zur ausgewogenen Ernährung -, für die wir uns gerne eine Vielzahl an objektivierbaren Kriterien zurechtlegen, haben finanzstrategische Entscheidungen den Vorteil, dass eigentlich nur EIN relevantes Steuerungskriterium existiert, das noch dazu konsistente Ergebnisse liefert: die Bonität (Abb. 2). Sie beeinflusst, inwieweit ein Unternehmen jederzeit zu adäquaten Kosten und – ohne dafür Sicherheiten stellen müssen - an Kapital kommt; sie dient zur Analyse von Schulden- und Risikotragfähigkeit. Darüber hinaus bestimmt die Bonität mögliche Einschränkungen der operativen Flexibilität, die in den Vertragsgrundlagen eines bestehenden Finanzierungsportfolios verankert sein können (z. B. Beschränkung von Investitionen oder Vermögensverkauf). Wir müssen uns dafür lediglich bewusst machen, dass die eingangs gestellten Fragen - Sichern oder nicht? Finanzieren, aber wie? - inhaltlich zusammengehören. Und das sollte die Entscheidungsqualität (auch nach Meinung der Psychologen) erhöhen.

Zusätzliche Frühwarnsignale für mögliche Bonitätsverschlechterungen

In einer früheren Ausgabe des TreasuryLog haben wir über eine neue Offenheit zum Thema Finanzstrategie berichtet, die sich übrigens nicht mehr nur auf börsennotierte Unternehmen beschränkt. Unter den extern

Abb. 2 Bonität als DAS relevante Steuerungskriterium

Bonität ist Voraussetzung für einen jederzeitigen Zugang zu Kapital zu adäquaten Kosten mit akzeptablen Auflagen und ohne dafür Sicherheiten stellen zu müssen



kommunizierten finanzstrategischen Zielen scheint – wie das Beispiel aus dem Geschäftsbericht der Deutschen Telekom (Abb. 3) zeigt – aber nicht nur eine Bonitätsuntergrenze auf. Auch Kapitalstrukturkennzahlen oder die Vorgabe einer Mindestliquiditätsreserve finden sich unter den Zielsetzungen, obwohl laut eigener Aussage für die Deutsche Telekom die Bonitätssteuerung ganz klar im Vordergrund steht. Reicht der Fokus auf die Bonität also doch nicht aus? Im Detail betrachtet, handelt es sich bei den genannten Kennzahlen nicht um zusätzliche Steuerungsgrößen

Kennzahlen nicht um zusätzliche Steuerungsgrößen, denn sowohl Eigenkapitalquote als auch Schuldentilgungsdauer stehen in unmittelbarem Zusammenhang mit der Unternehmensbonität. Ähnlich wie Positionslimits dienen sie (im Idealfall) als Indizien für eine Verschlechterung der Bonitätseinschätzung, noch bevor eine "Herabstufung" eintritt.

Darüber hinaus sind Aspekte, wie der volle Zugriff auf das Betriebsvermögen oder die Qualität einer Liquiditätsreserve, bonitätsrelevant. Standard & Poor's misst beispielsweise im Zuge eines Ratingprozesses nicht nur die Höhe der verfügbaren Mittel in Relation zum Liquiditätsbedarf. Auch Zusammensetzung und Laufzeit der Liquiditätsreserve fließen in die Beurteilung ein. Damit entsteht in der Bonitätsanalyse eine Wechselbeziehung (siehe Abb. 2), die sich nur durch klar definierte Nebenbedingungen - durchaus auch mit stärkerem Instrumentenfokus – steuern lässt. "Finanzielle Flexibilität zu sichern, hat höchste Priorität. [...] Dies gewährleisten wir durch eine Vielzahl von Finanzierungsinstrumenten, bei deren Auswahl Kriterien, wie Marktkapazität, Investorendiversifikation, Flexibilität bei der Inanspruchnahme, Kreditauflagen und das bestehende Fälligkeitenprofil, berücksichtigt werden", schreibt beispielsweise Fresenius im aktuellen Geschäftsbericht.

Investment Grade kein Pauschalrezept

Fresenius ist auch eines der wenigen Unternehmen, das – mit gutem Grund – kein Investment Grade Rating benötigt: "Unsere Unternehmensbereiche halten in der Regel führende Positionen in wachsenden, größtenteils nicht zyklischen Märkten [und] generieren überwiegend stabile, planbare Cashflows, da unsere Kunden mehrheitlich über eine hohe Kreditqualität verfügen. Daher kann sich der Konzern über einen relativ höheren Anteil an Fremdkapital finanzieren als Unternehmen anderer Branchen."

Diese Argumentation zeigt klar auf, dass die Festlegung einer Bonitätsuntergrenze nicht nach Marktgegebenheiten erfolgen sollte. Maßgeblich ist die betriebswirtschaftliche Charakteristik des operativen Grundgeschäfts, ebenso wie Anforderungen, die Kunden,

gung einer Bonitätsuntergrenze nicht nach Marktgegebenheiten erfolgen sollte. Maßgeblich ist die betriebswirtschaftliche Charakteristik des operativen Grundgeschäfts, ebenso wie Anforderungen, die Kunden, Lieferanten oder Eigentümer an die Stabilität eines Unternehmens stellen. Aus ebendiesen Gründen ist es vielfach auch richtig, die Bonitätsuntergrenze an der Schwelle zum Non-Investment Grade einzuziehen. Weitgehend stabile Cashflows sind schließlich ein seltener Luxus.

Durch die Einhaltung einer Investment-Grade-Bonität können sich aus Unternehmensperspektive auch Kostenvorteile infolge einer höheren Markttiefe ergeben sowie Diversifikationsmöglichkeiten im Finanzierungs-

Abb. 3 Finanzstrategie der Deutschen Telekom

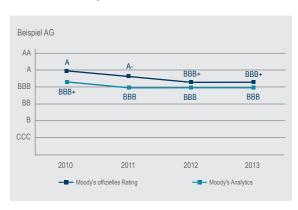
"Mit diesen klaren Aussagen wollen wir ein Rating von A-/BBB halten und den uneingeschränkten Zugang zum Kapitalmarkt sicherstellen", so die Erläuterung der Deutschen Telekom zu ihrer Finanzstrategie.

EIGENKAPITAL	STRATEGIE "LEADING TELCO"	FREMDKAPITAL
Verlässliche Ausschüttungspolitik	Effizienz-Management Kostenreduzierung durch "Target Costing" und Erhöhung des ROCE über die Kapitalkosten	Uneingeschränkter Zugang zum Fremdkapitalmarkt
Dividende in EUR/Aktie	Portfolio-Management Beitrag zur Erreichung unseres pr\u00e4ferierten Gesch\u00e4ftsmodells (integriert + B2C/B2B) und zur Wertgenerierung	Rating: A-/BBB Nettofinanzverbindlichkeiten/ bereinigtes EBITDA: 2 bis 2,5x
	Risiko-Management Erhaltung eines Länderportfolios mit geringem Risiko Zügige Transformation Unterstützung der IP-Migration und der Transformation der Netzwerk-Infrastruktur	Eigenkapitalquote: 25 bis 35 % Liquiditätsreserve: deckt Fällig- keiten der nächsten 24 Monate

Quelle: Deutsche Telekom, Geschäftsbericht 2013 (S. 70)

Abb. 4 Offizielles Rating versus Annäherung mittels quantitativen Modells (Moody's Analytics)

Eine Ursache für die dargestellten Unterschiede ist das Fehlen qualitativer Kennzahlen (z. B. Wettbewerbsposition, Diversifikation Geschäftssegmente, etc.) im Modell von Moody's Analytics. Darüber hinaus zeigen Studien, dass die Bedeutung quantitativer Kennzahlen in der Bonitätsbewertung tendenziell zunimmt.



portfolio. Im TreasuryLog 4/2013 haben wir beispielsweise davon berichtet, dass Versicherungsunternehmen seit der Veröffentlichung eines neuen Kreditleitfadens im Juli 2013 die Möglichkeit haben, 5 % ihres gebundenen Vermögens in Unternehmensschuldscheine ohne Covenants zu investieren, solange der Darlehensnehmer – implizit – eine Bonität im Investment-Grade-Bereich aufweist; zuvor wurde ein offizielles Rating von mindestens A- vorausgesetzt. Mit dieser Anpassung erhielten mehr Unternehmen mit solider Bonitätseinstufung Zugang zu einem neuen Investorensegment. Dennoch bleibt eine bonitätsabhängige Marktsegmentierung bestehen, die sich beispielsweise auch anhand der Kriterien für die "Notenbankfähigkeit" eines Kredits nachvollziehen lässt (s. Kasten rechts: "Was ist notenbankfähig?").

Bonitätssteuerung auch ohne Agentur

Es wird nie möglich sein, das Rating einer Agentur oder einer Bank exakt nachzubilden. Dafür gibt es zu viele Unbekannte: Modellierungsverfahren, einbezogene Kriterien, Kennzahlengewichtung oder auch die zum Vergleich herangezogene Datenbasis. Eine Punktlandung sollte auch gar nicht das Ziel sein. Es reicht aus, sich anhand passender Kennzahlen an das externe Bonitätsbild anzunähern – ungeachtet, ob dieses von einer Ratingagentur oder einer Kernbank entwickelt wurde. Und das ist im Wesentlichen anhand von Informationen aus der Bilanz bzw. der Gewinn- und Verlustrechnung zu schaffen, wie das Beispiel in Abb. 4 zeigt.

Zur Auswahl stehen unterschiedliche quantitative Modelle, die sich in ihrem Umfang, aber auch in ihren inhaltlichen Schwerpunkten zum Teil deutlich voneinander unterscheiden. Nicht alle dieser Modelle sind lizenzpflichtig. Moody's oder Fitch veröffentlichen beispielsweise eine Vielzahl von branchenspezifischen Methodologien (z. B. für Hersteller von Baumaterialien, Betreiber von Minen, Automobilzulieferer, Stahl-

produzenten oder Handelsunternehmen). Im Vergleich zu den von Standard & Poor's publizierten Schlüsselkennzahlen haben diese Modelle den Vorteil, dass Branchenspezifika sowohl Eingang in die Kennzahlenauswahl als auch in deren Gewichtung finden: Die Kennzahl "Finanzverbindlichkeiten/EBITDA" fließt beispielsweise mit einem Gewicht von 15 % in die Bonitätsnote eines Handelsunternehmens ein, während dieselbe Kennzahl bei einer Minengesellschaft nur mit rund 8 % gewichtet wird. Zusätzlich zu Finanzkennzahlen berücksichtigen diese Branchenmodelle auch Schlüsselgrößen aus dem operativen Geschäft - im Fall von Bergbauunternehmen beispielweise die Reservereichweite in Jahren. "Reserven sind der Lebensnerv für Langlebigkeit und Rentabilität. [...] Die Qualität der Reserven, für welche insbesondere Güteklasse und Förderrate ausschlaggebend sind, spiegeln sich hingegen ohnehin im operativen Ergebnis wider", so die Erläuterung zur Kennzahlenauswahl von Moody's. Bei Handelsunternehmen liegt der operative Fokus, um beim obigen Beispiel zu bleiben, stärker auf der Stabilität des Geschäftsmodells, der geografischen Präsenz und dem Marktanteil in den wesentlichen Produktkategorien.

Diese Art der "Selbsteinschätzung" ist wichtig, um geplante Entwicklungen aufzeigen oder die Effekte strategischer Vorhaben evaluieren zu können. Das ist nicht nur für die Kommunikation mit potenziellen Kapitalgebern hilfreich. Eine fundierte analytische Auseinandersetzung mit denkbaren Szenarien ermöglicht es auch intern, Zielkonflikte und Handlungsalternativen zu identifizieren. Mit einer ausreichend detaillierten Datengrundlage lässt sich zum Beispiel transparent machen, dass die eingeschlagene Risikostrategie nicht restriktiv genug ist, um zeitgleich und ohne die Bonitätsnote zu gefährden eine umfangreiche fremdkapitalfinanzierte Investition zu tätigen. Ergebnis der Analyse könnte aber auch sein, dass sich der anorganische Wachstumskurs nur unter Beimischung von Eigenkapital realisieren lässt oder die Unternehmensbonität durch eine Verlängerung der Finanzierungslaufzeiten verbesserbar wäre.

Was ist notenbankfähig?

Neben einer Obergrenze für die einjährige Ausfallwahrscheinlichkeit müssen für die Klassifikation "notenbankfähig" im Wesentlichen folgende Kriterien eingehalten werden:

- ▶ Emittent: öffentliche Hand, nicht finanzielle Unternehmen, internationale/supranationale Organisation
- ▶ Sitz des Emittenten · Furo-Währungsgehie
- ▶ Währung: Euro
- Mindesthetrage FLIR Foo ood

Notenbankfähige Kreditforderungen können im Rahmen der Refinanzierung der kreditgewährenden Bank als Sicherheit bei der Notenbank hinterlegt werden.





Lehrgang

Grundlagen Treasury-Management

Seit mehr als 20 Jahren ist der Lehrgang "Grundlagen Treasury-Management" **DIE Treasury-Ausbildung**. Damit Sie noch leichter, besser und schneller von unserer langjährigen Erfahrung profitieren, haben wir das Programm gründlich durchforstet und komprimiert. Ab April 2015 bieten wir "Grundlagen Treasury-Management" in neuer Form an:

Die wesentliche Änderung ist die Kürzung von 4 auf insgesamt 3 unabhängige Module zu je einer Woche. Während Modul A grundlegende Themen wie Cash-Management, Finanzmärkte und Finanzmathematik abdeckt, liegt der Schwerpunkt in Modul B auf Corporate Finance und Asset Management und im Modul C auf Marktrisiko-Management.

Mit kompakteren und **noch lernfreundlicheren Inhalten** erwerben die Teilnehmer das erforderliche Basiswissen für die tägliche Arbeit im Treasury-Management in **nur 3 Wochen**.

Schwerpunkte:

- → Finanzmärkte
- **▲** Finanzmathematik
- **▲** Corporate Finance
- ▲ Cash-Management
- ▲ Asset Management
- Risiko-Management
- ▲ Bilanzierung
- Working-Capital-Management

Zielgruppe:

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

Teilnahmegebühr:

Pro Modul: EUR 2.500,- zzgl. USt. Kompletter Lehrgang: EUR 6.100,- zzgl. USt.

Termine 2015:

Modul A

13. bis 17. April, Wien20. bis 24. April, Frankfurt

23. bis 27. November, Wien

Modul B

4. bis 8. Mai, Wien 18. bis 22. Mai, Frankfurt Modul C

7. bis 11. September, Frankfurt5. bis 9. Oktober, Wien

Mehr Informationen und die Möglichkeit zur Anmeldung finden Sie auf unserer Ausbildungs-Webseite unter: www.slg.co.at/Lehrgänge

Weihnachtsaktion:

15 % Nachlass

15 % bei einer Buchung bis zum 31.01.2015

"Finanzierungsrisiko ist mit der Bonität verknüpft"

Der stahlbasierte Technologie- und Industriegüterkonzern voestalpine hat trotz eines stagnierenden europäischen Umfelds ehrgeizige Wachstums- und Ergebnisziele. Günther Pastl, Head of Treasury, erläutert die Finanzstrategie, die das Erreichen dieser Ziele unterstützen soll.

is 2020 will der Konzern, der sich zunehmend vom zyklischen Stahlgeschäft abkoppelt, strategische Wachstumschancen nutzen und weiter diversifizieren. Im Fokus stehen die Marktsegmente Mobilität (Automobil, Luftfahrt, Eisenbahn) und Energie. Investitionen sollen vor allem in den Wachstumsmärkten USA und China getätigt werden, um die regionale Ausgewogenheit zu erhöhen. Neben dem Umsatzwachstum ist der Blick insbesondere auf Ertragsstärke gerichtet; demnach strebt das Finanz-Management eine durchschnittliche EBITDA-Marge von 14 % und eine EBIT-Marge von 9 % an.

TreasuryLog: Herr Pastl, die voestalpine nennt in ihrer Strategie bis 2020 unter anderem die "Fortsetzung des wertsteigernden Wachstums unter Einhaltung der Finanzziele". Was sind Ihre Finanzziele? Günther Pastl: Erstens: die konzernweit erforderliche Liquidität jederzeit bereitstellen zu können. Zweitens: die Investment-Grade-Bonität sichern. Drittens: die Kapitalstruktur belastbar für weiteres Wachstum halten. Viertens: finanziell unabhängig bleiben. Fünftens: die Kosten der Finanzierung optimieren. Und sechstens: nachhaltige Einschränkungen in Finanzierungsverträgen vermeiden.

TreasuryLog: Eine Fülle an Zielsetzungen, die wir gerne noch etwas genauer hinterfragen möchten. Was bedeutet es für Sie konkret, konzernweit die erforderliche Liquidität bereitzustellen?

Günther Pastl: Zur Absicherung der ständigen



Verfügbarkeit von Liquidität wird eine Reserve gehalten. Diese setzt sich aus kurzfristig liquidierbaren finanziellen Assets und nicht gezogenen kommittierten Kreditlinien zusammen. Es wird ange-

Abb. 1 Stabile Erträge

Nach der Akquisition von Böhler-Uddeholm im Jahr 2007/08 hat sich die Nettofinanzverschuldung in Relation zum EBITDA wieder stabilisiert.



strebt, die Liquiditätsreserve mindestens in dem Umfang zu halten, dass der geplante Finanzmittelbedarf des Gesamtkonzerns der kommenden zwölf Monate gedeckt ist. Innerhalb dieser zwölf Monate muss es gelingen, im Fall von Marktstörungen Gegensteuerungsmaßnahmen zu ergreifen.

TreasuryLog: Bedeutet die konzernweite Bereitstellung der erforderlichen Liquidität auch, dass Sie großteils zentral finanzieren und konzernintern weiterreichen?

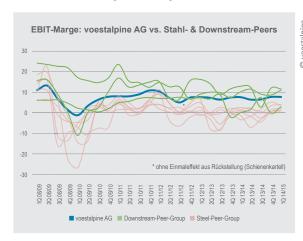
Günther Pastl: Die voestalpine versteht sich als finanzielle Einheit und stellt ihre gute Bonität gegenüber externen Kapitalgebern sämtlichen Konzerneinheiten zur Verfügung. Dieses Konzernverständnis führt weiter zum Grundsatz der zentralen externen Finanzierung – und das in beinahe allen Ländern der Welt.

TreasuryLog: Wie gehen Sie dabei mit eventuellen Fremdwährungsrisiken um?

Günther Pastl: Jede Konzerngesellschaft wird in ihrer lokalen Währung finanziert. Wir beschaffen die jeweilige Währung zentral, indem wir die bestehende EUR-Liquidität swappen.

Abb. 2 Solide Ergebnisse

Die EBIT-Marge des voestalpine-Konzerns ist, anders als bei den meisten reinen Stahlkonzernen, weitgehend stabil, u. a. dank eines diversifizierten Portfolios, einer langen Wertschöpfungskette und der Marktführerschaft in ausgewählten Segmenten.



TreasuryLog: Besteht für Sie darüber hinaus eine inhaltliche Zusammengehörigkeit von Finanzierungsund Finanzrisiko-Überlegungen?

Günther Pastl: Wenn Sie unter Finanzierungsrisiko das Risiko verstehen, jederzeit Fremdkapital beschaffen zu können, so ist das Risiko insbesondere mit der Bonität verknüpft und mit einem funktionierenden Markt. Zur Vorsorge gegen Marktstörungen halten wir, wie erwähnt, eine Liquiditätsreserve vor.

TreasuryLog: Finanzielle Unabhängigkeit bedeutet in der Unternehmensfinanzierung Diversifikation. Wohin führt diese bei der voestalpine?

Günther Pastl: In alle Richtungen hin zu möglichst vielen Märkten, Instrumenten, Partnern, Fälligkeiten. Wir beobachten laufend, wie sich die verschiedenen Finanzierungsinstrumente entwickeln: Anleihen in verschiedenen Varianten (Senior Bond, Hybridanleihe), Schuldscheindarlehen, Exportfinan-

Abb. 3 Finanzierungsgrundsätze

Finanzielle Unabhängigkeit durch Ausnutzung möglichst unterschiedlicher Märkte und Instrumente.



zierungen, Kredite etc. Neben der Emission von Anleihen sind wir als nicht geratetes Unternehmen sehr aktiv im Markt von Schuldscheindarlehen; wir schätzen an diesem Instrument, dass wir damit unsere Investorenbasis erweitern und längere Laufzeiten umsetzen können.

TreasuryLog: Die voestalpine besitzt kein offizielles Rating. Warum nicht? Sind Sie damit im Kapitalmarkt bisher nie an Ihre Grenzen gestoßen?

Günther Pastl: Die Finanzkrise hat die Aussagekraft von Ratings in ein neues Licht gerückt. Viele Marktteilnehmer, wie z. B. die Schuldscheininvestoren oder auch die kreditgebenden Banken, machen sich ihr eigenes Rating für die betreffenden Unternehmen. Für die voestalpine bestand bislang noch kein Bedarf an einem offiziellen Rating, wenngleich unbestritten ist, dass der Zugang zum Kapitalmarkt mit einem solchen einfacher ist. Dennoch beobachten wir aber unsere Bonität durch regelmäßige Einholung der Bankenratings, Financial Advisory und ein "internes Schattenrating".



Der voestalpine-Konzern

Die voestalpine-Gruppe ist ein weltweit tätiger, auf Stahl basierter Technologie- und Industriegüterkonzern, der hochwertige Stahlprodukte fertigt, verarbeitet und weiterentwickelt. Die Unternehmensgruppe ist mit 500 Konzerngesellschaften und Standorten in mehr als 50 Ländern auf allen fünf Kontinenten vertreten, sie notiert seit 1995 an der Wiener Börse. Der Konzern ist mit seinen qualitativ höchstwertigen Flachstahlprodukten einer der führenden Partner der europäischen Automobil- und Hausgeräteindustrie sowie der Öl- und Gasindustrie weltweit. Er ist darüber hinaus Weltmarktführer in der Weichentechnologie und im Spezialschienenbereich sowie bei Werkzeugstahl und Spezialprofilen. Die voestalpine-Gruppe erzielte im Geschäftsjahr 2013/14 bei einem Umsatz von EUR 11,2 Mrd. ein operatives Ergebnis (EBITDA) von EUR 1,38 Mrd. und beschäftigt weltweit mehr als 48.000 Mitarbeiter.

Treasury, Finanzstrategie und Wert

Ein möglichst gutes Rating zur Sicherung der Liquidität sollte nicht das alleinige strategische Ziel im wertorientierten Treasury sein. Der Blick auf die Kapitalkosten relativiert die Rolle des Ratings.

Die Autoren:



Utz Greinerist Partner bei
Schwabe, Ley &
Greiner.



Kai Uwe Lühl ist Berater bei Schwabe, Ley & Greiner.

ie strategischen Prioritäten des Treasury sind häufig schnell definiert: 1. Liquiditätssicherung ... 2. Liquiditätssicherung ... 3. Liquiditätssicherung. Auf den Rängen folgen dann in der Regel die Maximierung der Wirtschaftlichkeit und die Risikooptimierung. Zuweilen bekennt sich ein Treasurer auch zum Ziel der Kapitalkostenoptimierung als Teil der Finanzstrategie. Neugierige Nachfragen zeigen bald, dass damit in erster Linie die Optimierung der Fremdkapitalkosten, manchmal die Kosten der Nettoposition aus Finanzschulden und liquiden Mitteln, aber nur sehr selten die Gesamtkapitalkosten oder "Weighted Average Cost of Capital" (WACC) gemeint sind. Der Fokus auf Liquiditätssicherung verführt dazu, jede Ratingverbesserung für erstrebenswert zu erklären, weil sie anscheinend dem vorrangigen Ziel der Liquiditätssicherung dient. Einer der wenigen Finanz-Manager mit einer etwas anderen Perspektive zu diesem Thema ist Stephan Sturm, CFO der Fresenius SE. In einem Beitrag der Börsen-Zeitung im September des Vorjahrs stellt er klar, dass für die Finanzstrategie des Konzerns ein Investment Grade Rating nicht das primäre Ziel sei: "Wir konzentrieren uns auf die Minimierung der gewichteten Kapitalkosten."

Treasury-Beitrag zum Unternehmenswert

Die abseits von solchen Ausnahmen weithin zu beobachtende "WACC-Abstinenz" kann als bedauerlich für die Treasury-Zunft betrachtet werden: Wieso sollte man die Chance oder Herausforderung, einen wesentlichen Beitrag zum Unternehmenswert zu leisten, anderen Unternehmensfunktionen überlassen? Auch bedeutet die thematische Enthaltsamkeit einen Verzicht auf klar identifizierbare Referenzgrößen zur Beurteilung von Sinn und Unsinn finanzieller Maßnahmen. Auch wenn Franco Modigliani und Merton Miller in ihrer ursprünglichen Theorie die Kapitalstruktur als grundsätzlich irrelevant für den Unternehmenswert betrachten, zeigt die reale Welt, dass Steuern und ratingabhängige Kapitalkosten ("Insolvenzgefahrkosten") existieren und sehr wohl einen Einfluss haben. Der "Tax-Shield" aus Finanzschulden spricht für mehr Fremdkapital. Mit diesem steigen aber auch die "Insolvenzgefahrkosten", die Liquiditätssicherung wird schwieriger. Folglich ist auch ein Treasurer gefordert,

eine optimale Finanzstrategie zu entwickeln, die beide Ziele berücksichtigt und optimal austariert. Dort, wo die Chance besteht, die Treasury-Funktion neu auszurichten, bietet es sich an, die Aufgabe für das Treasury anspruchsvoll und umfassend zu formulieren – wie folgendes Zitat aus einer Finanzverfassung zeigt: "Group Treasury stellt für die gesamte Gruppe eine effektive und verlässliche Finanzierung, Liquiditäts-Management sowie Absicherungslösungen und damit verbundene beratende Leistungen zu wettbewerbsfähigen Preisen zur Verfügung. Zusammen mit Risk Management leistet Group Treasury einen Beitrag zum Unternehmenswert, indem es Maßnahmen entwickelt, welche die Kapitalkosten der Gruppe optimieren."

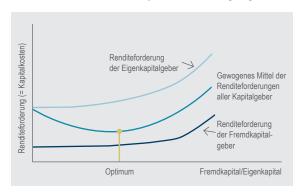
Besseres Rating, aber höhere Kapitalkosten!

Ausgehend von dieser umfassender formulierten Aufgabe, ist auch ein Treasury angehalten, eine Ratingverbesserung durch Kapitalmaßnahmen nur so weit anzustreben, wie sie mit optimalen Gesamtkapitalkosten verträglich ist (Abb. 1). Das nachfolgende Beispiel zeigt, dass ein besseres Rating die Kosten erhöhen und damit kontraproduktiv sein kann.

Zuerst zum Modell, nach dem die Gesamtkapitalkos-

Abb. 1 Eine gute Bonität kostet auch

Es soll ein optimaler WACC bestimmt werden – welche Kapitalstruktur und welches Rating sind damit zu vereinbaren? Mehr Eigenkapital ist nicht immer besser. Hier wird analysiert, wann "mehr" genug ist.



ten bestimmt werden. Es enthält Stellschrauben, die durch die Kapitalstruktur unbeeinflussbar sind: Marktparameter, wie risikoloser Zinssatz, Marktrisikoprämie, Steuersatz und das Geschäftsrisiko, ausge-



Alle SLG-Veranstaltungen 2015 im Überblick

Seminare Österreich (Wien)	Februar	März	April	Mai	Juni	September	Oktober	November	Dezembe
Cash- und Finanz-Management				1920.			1314.		
Cash- und Liquiditäts-Management mit SAP		34.				1516.			
Derivative Instrumente	2425.								
Liquiditätsplanung und -vorsorge			1415.				1314.		
Treasury-Assistenz		35.							
Treasury Operations			1415.						
Treasury-Revision								1011.	
Beyond Value-at-Risk		1011.						1718.	
Währungs- und Zinsrisiko-Management					2325.		2022.		
Währungsrisiko-Management					2324.		2021.		
Zinsrisiko-Management					2425.		2122.		
Zukunft des Cash-Managements				7.				18.	
Lehrgänge Österreich (Wien)									
45. Lehrgang Grundlagen Treasury-Management		M2: 920.							
46. Lehrgang Grundlagen Treasury-Management – NEU*			A: 1317.	B: 48.			C: 59.		
47. Lehrgang Grundlagen Treasury-Management – NEU*								A: 2327	
Treasury-Prüfung			10.				23.		

Seminare Deutschland (Frankfurt)	Februar	März	April	Mai	Juni	September	Oktober	November	Dezember
Cash- und Finanz-Management		1718.						1718.	
Cash- und Liquiditäts-Management mit SAP				56.				1011.	
Cash Pooling		17.							
Derivative Instrumente								2425.	
Liquiditätsplanung und -vorsorge			2122.			89.			
Treasury-Assistenz									13.
Treasury Operations						89.			
Währungs- und Zinsrisiko-Management		35.				2224.			
Währungsrisiko-Management		34.				2223.			
Zinsrisiko-Management		45.				2324.			
Lehrgänge Deutschland (Frankfurt)									
33. Lehrgang Grundlagen Treasury-Management	M2: 23	3.26.3.							
34. Lehrgang Grundlagen Treasury-Management – NEU*			A: 2024.	B: 1822.		C: 711.			
Treasury-Prüfung		20.					2.		
TreasuryExpress (Spitzingsee)					2226.			30.11	4.12.
Symposien und Fachkonferenzen									
27. Finanzsymposium (Mannheim)					1012.				
The Future of Cash Management									1.

webAcademy	minante uniter www.sig-academy.com
Treasury-Roundtables	Inhalte, Termine und Veranstaltungsorte unter www.slg.co.at/roundtables

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

* Der Lehrgang "Grundlagen Treasury-Management" wird mit April 2015 auf 3 Module zu je einer Woche umgestellt – mit kompakteren, noch lernfreundlicheren Inhalten.

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

Firma	
Straße	Name
PLZ, Ort	Position/Abteilung
Tolofon Fox	E Mail

drückt durch das um Kapitalstruktureffekte bereinigte Beta ("unlevered Beta").

Das Modell enthält aber auch steuerbare Größen. Durch das Treasury beeinflussbar und Gegenstand der Überlegungen zur Unternehmensfinanzierung sind das Zielrating und damit die angestrebte Eigenund Fremdkapitalstruktur (= Zielkapitalstruktur). Das Rating selbst ist natürlich ebenfalls von mehreren Faktoren, wie beispielsweise Größe oder Branche, abhängig. Die Kapitalstruktur ist nur ein Kriterium darunter, sollte jedoch im Einklang mit dem Zielrating stehen. So ist es beispielsweise unrealistisch, als "Corporate" mit einer Eigenkapitalquote von 5 % ein Rating von Aaa anzustreben.

Zusätzlich zum "Geschäftsrisiko" erhöht die Eigen-/ Fremdkapitalverteilung das "Gesamtrisiko" ("levered Beta") eines Unternehmens: Zwei Unternehmen mit gleichem Geschäftsrisiko sind bei unterschiedlicher Kapitalstruktur unterschiedlich risikobehaftet und haben somit auch divergierende Eigenkapitalkosten.

Treiber für Eigen- und Fremdkapitalkosten

Als konkretes Beispiel aus einer aktuellen Projektarbeit nehmen wir ein international tätiges chinesisches Industrieunternehmen. Das aktuelle Schattenrating des Unternehmens schätzen wir auf einen Grenzfall zwischen Ba und B nach Moody's Nomenklatur. Die wesentlichen Treiber hinter dem Rating sind Branchenund Skalenfaktoren sowie Rentabilität, aber auch eine Kapitalstruktur, die durch hohes Gearing, niedrige Zinsdeckung und einen hohen Anteil kurzfristiger Finanzverbindlichkeiten geprägt ist (Abb. 2).

Der Blick auf die konkreten Werte, die sich aus der Ausgangslage ergeben, zeigt, dass der geringe Eigenkapitalanteil, das damit verbundene hohe Beta von 3,6 und eine entsprechende Kreditmarge von 2,2 % wichtige Treiber für die Eigen- wie für die Fremdkapitalkosten sind.

Wann ist "genug Eigenkapital"?

Das Zielrating sollte klar definiert sein und in einer Form begründet werden, welche die Interessen von Kreditgebern und Aktionären (wie auch von Lieferanten und Kunden) integriert. Zur Bestimmung des Zielratings dient eine Simulation von Kapitalstruktu-

ren (Abb. 3), die mittelfristig durch geringere Ausschüttungen, in eingeschränktem Umfang die Platzierung von Hybridkapital oder die Ausgabe neuer Aktien erreichbar sein sollten.

Es erscheint plausibel, dass jede Steigerung des Eigenkapitalanteils die Kosten für beide Kapitalkomponenten reduzieren sollte. Die Eigenkapitalkosten sinken mit jedem Betawert unter 3,6. Auch wird das Rating "ceteris paribus" gestärkt und damit sollten auch die Kreditmargen tendenziell geringer werden. Simulationsrechnungen zeigen aber auch, dass "mehr" Eigenkapital nicht immer optimal ist. Ein knappes Baa mit einem Eigenkapitalanteil von etwas über 40 %

Abb. 3 Optimale Kapitalkosten

Ausgehend von der ursprünglichen Kapitalstruktur (Eigen- und Fremdkapital im Verhältnis von 12:88 %, in der hellblauen Spalte), werden verschiedene Kapitalstrukturen durchgespielt und deren Auswirkungen auf WACC und Rating dargestellt. Es zeigt sich, dass der niedrigste WACC (dunkelblaue Spalte) entsteht, wenn das Rating Baa2 (in der Variante EK/FK 42/58 %) beträgt. Höhere Ratings würden höhere Gesamtkapitalkosten zur Folge haben.

	Α	Baa1	Baa2	Baa2	Baa3	Ba1	Ba2
Kapitalstruktur – EK/FK in %	72/28	62/38	52/48	42/58	32/68	22/78	12/88
EK-Kosten	7,60%	8,10%	8,70%	9,70%	11,40%	14,5%	22,70%
FK-Kosten	3,30%	3,60%	3,70%	3,70%	3,90%	4,20%	4,50%
WACC	6,38%	6,35%	6,34%	6,26%	6,32%	6,46%	6,71%

reicht, um die Gesamtkapitalkosten bei 6,26 % zu minimieren.

Für das Unternehmen sinkt also das von der Kapitalstruktur getriebene Beta von ehemals knapp 3,6 auf 1,1 (Abb. 4). Das Unternehmen sollte damit in etwa so "riskant" wie der relevante Marktindex sein. Die Kreditmarge fällt bei aktuellen Marktbedingungen von 2,2 auf 1,2 % p.a. Die Steigerung des Eigenkapitals verlangt von den Aktionären sicherlich "Konsumverzicht", verwässert die Ergebnisanteile von Altaktionären, wenn neue Aktien ausgegeben werden, und bedeutet "ceteris paribus" niedrigere "Earnings per share". Der steigende Unternehmenswert aus den

Abb. 2 WACC zu verbessern

Ausgangslage: Das Unternehmen hat derzeit einen WACC von 6,71 %. Die Frage lautet: Ist der WACC zu optimieren und hat dies Einfluss auf das Rating? Wenn ja, welchen? Die Marktdaten stammen aus Bloomberg.

Ausgangskapitalstruktur (Eigen-/Fremdkapital)		Kostenfaktoren						
Anteil EK	12%	Risikoloser Zins Marktrisikoprämie	3,80% 5.30%			EK-Kosten	22,70%	
		bereinigtes Beta	0,55%	Beta	3,6			
	88%	Risikoloser Zins	3,80%			FK-Kosten	4,50%	
Anteil FK		Ausgangsrating	Ba2					
Ailleii FN		Kreditmarge	2,20%					
		Steuersatz	25,00%					
Gewichtete Gesamtkapitalkosten							6,71%	

EK = Eigenkapital | FK = verzinsliches Fremdkapital | bereinigtes Beta = Beta nach Bereinigung der Kapitalstruktur = "unlevered Beta

Abb. 4 Minimierte Kapitalkosten: Zielkapitalstruktur mit Zielrating

Das Unternehmen hat also mit einem WACC von 6,26 % seine Kapitalkosten optimiert; verbunden ist dies mit einer Zielkapitalstruktur von EK/FK 42/58 % und einem Zielrating von Baa2. Das von der Kapitalstruktur getriebene Beta sinkt auf 1,1.

Zielkapitalstruktur (Eigen-/Fremdkapital)		Kostenfaktoren						
Anteil EK	42%	Risikoloser Zins	3,80%			EK-Kosten	9,70%	
		Marktrisikoprämie	5,30%	Beta				
		bereinigtes Beta	0,55%		1,1			
	58%	Risikoloser Zins	3,80%			FK-Kosten	3,70%	
Anto:I EV		Zielrating	Baa2					
Anteil FK		Kreditmarge	1,20%					
		Steuersatz	25,0%					
Gewichtete Gesamtkapitalkosten						WACC	6,26%	

EK = Eigenkapital | FK = verzinsliches Fremdkapital | bereinigtes Beta = Beta nach Bereinigung der Kapitalstruktur = "unlevered Beta"

sinkenden Kapitalkosten sollte diese Effekte jedoch zumindest teilweise kompensieren – besonders, wenn die Finanzstrategie klar kommuniziert wird.

Empfehlungen für Finanzstrategie

Ein höherer Eigenkapitalanteil reduziert die oben erwähnten "Insolvenzgefahrkosten" kontinuierlich. Die Gesamtkapitalkosten beginnen jedoch wieder zu steigen, wenn die Wirkung des "Tax-Shields" aus der sinkenden Kreditmarge nicht mehr ausreicht, um die relativ teuer bleibenden Eigenkapitalkosten zu kompensieren (Abb. 1).

Der skizzierte Fall zeigt, dass das Treasury mit einer zielgerichteten Steuerung der Kapitalstruktur einen Wertbeitrag leisten kann. Aber auch dort, wo Treasury dieses Heft nicht in die Hand nehmen kann, liefert der wertorientierte Ansatz fundierte und nachvollziehbare Begründungen für Empfehlungen zur Finanzstrategie. Auch erlaubt der Ansatz, den Wert von Kapitalstrukturmaßnahmen zur Ratingverbesserung zu begründen. Es geht nicht nur um den Margeneffekt oder die Liquiditätssicherung. Die Auswirkungen auf die Gesamtkapitalkosten verdienen ebenfalls Berücksichtigung.



Corporate Finance Solution

Erhöhte Anforderungen

Trends bei Finanzierungen und Liquiditätssicherung: Analysen für Ihre Standortbestimmung, erstellt anhand der Ergebnisse von Studien und des Treasury Summit von Schwabe, Ley & Greiner.

Der Autor:



Georg Ehrhart ist Partner bei Schwabe, Ley & Greiner und verantwortet u. a. die SLG-Studien und den Treasury Summit.

ährlich analysieren wir die Geschäftsberichte von 101 börsennotierten Unternehmen der DACH-Region (aus DAX, MDAX, ATX, SMI). Um dem Größenunterschied zwischen den einzelnen Unternehmen Rechnung zu tragen, werden die untersuchten Unternehmen nach Umsatz in zwei Gruppen aufgeteilt: 62 "Mittelunternehmen" mit einem Jahresumsatz von unter EUR 10 Mrd. sowie 39 "Großunternehmen" mit Umsatz darüber.

Startpunkt Bonität

Ohne Bonitätseinschätzung keine Finanzierung: Insgesamt haben 53 Firmen ein Rating, von den Mittelunternehmen weisen allerdings nur 27 % und von den Großunternehmen 82 % mindestens eine Bonitätsnote einer Ratingagentur auf (Abb. 1).

Diese Anteile haben sich, z. B. gegenüber den Geschäftsberichten von 2010, kaum verändert. Es scheint daher, dass Mittelunternehmen im Nachgang der Finanzkrise seit 2009 auch ohne Ratings ihre Finanzierungserfordernisse zuverlässig abdecken konnten. Jene Mittelunternehmen, die "noch immer kein Rating haben", sind somit in bester Gesellschaft.

Abb. 1 Unternehmen mit Rating

Aus der SLG-Studie "Geschäftsberichte 2013": Mittelunternehmen kommen weitgehend ohne offizielles Rating aus.



Von den Unternehmen mit Rating sind 82 % im Investment-Grade-Bereich. Die publizierten Ratings befinden sich in einer Bandbreite von AA bis B (S&P-Äquivalente). Bei mehreren offiziellen Ratings wurde jeweils das schlechteste herangezogen (Abb. 2).

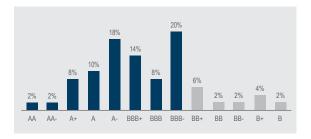
Kreditlinien werden "öffentlicher"

Erfreulich groß ist der Anteil der Unternehmen, die Auskünfte über ihre Kreditlinien machen: 73 % der Mittel- und 79 % der Großunternehmen geben Bescheid über die Höhe der Gesamtkreditlinien sowie deren Ausnutzung und Qualität ("fest zugesagt", "nicht fest zugesagt").

Als Liquiditätsreserve bieten sich aber bekanntlich nicht nur Kreditlinien, sondern auch liquide Mittel an. Im Jahr 2013 haben die Firmen eine durchschnitt-

Abb. 2 Gute Bonität

Aus der SLG-Studie "Geschäftsberichte 2013": Wenn Unternehmen ein offizielles Rating haben, dann vorwiegend im Investment-Grade-Bereich.



liche Liquiditätsreserve von 2,4 Monatsumsätzen. Der Wert ist zwar über jenem des Vorjahres, allerdings ist er noch deutlich unter dem Wert von 2006 vor Einsetzen der Finanzkrise (Abb. 3).

Im Durchschnitt machen liquide Mittel rund 46 % der Liquiditätsreserve aus – der Rest entfällt auf freie Kreditlinien. Der Mindestwert der liquiden Mittel an der Liquiditätsreserve bei den untersuchten Unternehmen sind 4 %.

Finanzierungsquellen werden breiter gestreut

Die Zusammensetzung der Finanzierungsquellen nach Herkunft bzw. Instrument können wir aus unserer Umfrage der ca. 8.000 Firmengruppen in Deutschland ableiten, die wir alle zwei Jahre zur Verteilung ihres Bankgeschäfts befragen. Im Folgenden werden nur die Firmen mit Umsatz zwischen EUR 500 Mio. und 10 Mrd. betrachtet. Seitdem die Ausläufer der Finanzkrise auch große Unternehmen in Deutschland erreichten, reduzierte sich kurzfristig der Anteil der internen Finanzierung zwar deutlich, befindet sich nun aber wieder

Abb. 3 Liquiditätsreserve in Monatsumsätzen Die durchschnittliche Reserve beträgt 2,4 Monatsumsätze, deutlich unter dem Wert von 2006.

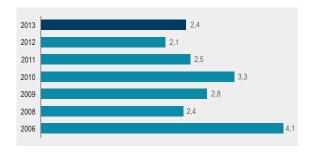
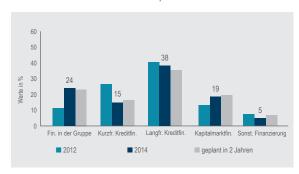


Abb. 4 Quellen der Finanzierung

Aus der SLG-Studie "Bankverbindungen 2014": Deutsche Unternehmen mit einem Umsatz zwischen EUR 500 Mio. und 10 Mrd. finanzieren sich zunehmend über den Kapitalmarkt.



auf dem Niveau vor der Krise: etwa 24 % der Finanzierungen bei den Großunternehmen entfallen auf diese Quelle (exklusive Eigenkapitalfinanzierung).

Der Anteil der kurzfristigen Kreditfinanzierung bei der Liquiditätssicherung erfuhr jedoch eine deutliche Zäsur. Entfielen vor der Krise noch etwa 30 % des Volumens auf diese Quelle, halbierte sich ihr Anteil fast auf nun 15 % – und bis 2016 wird diesbezüglich keine Änderung erwartet. Auch der Anteil der langfristigen

Kreditfinanzierung sank seitdem (auf derzeit 38 %) und es wird ebenso erwartet, dass er weiter zurückgeht (Abb. 4).

Im Gegenzug hat sich der Anteil der Kapitalmarktfinanzierung auf mittlerweile 19 % zügig erhöht, Tendenz stabil. Der Anteil sonstiger Finanzierungen (wie Leasing oder Factoring) spielt in diesem Segment traditionell eine untergeordnete Rolle. Ähnliche Tendenzen charakterisieren auch die Firmen, die an unserem jährlichen Benchmarking-Projekt "SLG Treasury Summit" teilnehmen. (Ergebnisse daraus werden in der kommenden TreasuryLog-Ausgabe vorgestellt.)

Geringere Abhängigkeit von Kreditfinanzierungen, definierte Liquiditätssicherung und forcierte Nutzung von Kapitalmarktinstrumenten: Diese Bestrebungen tangieren sämtliche Bereiche des Treasury-Managements, von der Finanzmarktkommunikation über das Berichtswesen bis zur Liquiditätsplanung. Wesentliche Themen, wie Bankenpolitik, Liquiditäts-Management oder Kreditverträge, müssen zentralisiert werden. Treasury und die Finanzleitung des Unternehmens werden dabei verstärkt zusammenspielen. Diese Themen dürften auch mittelfristig auf der Agenda bleiben!

FX-RISIKEN IM FOKUS

ONLINE-UMFRAGE UNTER MEHR ALS 160 FINANZEXPERTEN AUS

DEUTSCHLAND, ÖSTERREICH UND DER SCHWEIZ

61% der Treasurer managen mehr als 5 Fremdwilhrungen. DIE WICHTIGSTEN FX-EXPOSURES

WIE SIEHT DAS FX-PORTFOLIO IM

DACH-UNTERNEHMEN AUS?

31% 5% 5% Ex Expensive Herige Carl Fine V North Accounting at Ros. INSTRUMENTE IM FX MANAGEMENT

FX Spots

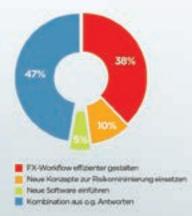
REVAL®
Single Solution. Total Visibility.™

WIE KÖNNEN FX-RISIKEN IN ZUKUNFT BESSER GEMANAGT WERDEN?

73%

der Treasurer spüren die Auswirkungen der Wechselkursschwerkungen bei Umsätzen und/oder Rohstoffkosten.

INITIATIVEN IM TREASURY





FX

WIE WERDEN WÄHRUNGSRISIKEN

der Treasurer verfolgen einen

FX Optioner

zentralisierten Ansatz im

Devisermanagement.

HEUTE GEMANAGT?



Stromberg: 3.300 private Investoren brachten den Serienhelden auf die Kinoleinwand.

Jede Menge Geld

Immer mehr Unternehmen gehen dazu über, sich mithilfe privater Investoren über Crowdfunding zu finanzieren. Auf direktem Weg und ohne die vermittelnde Funktion einer Bank.

tellen Sie sich vor, Ihr Unternehmen produziert, auch nach Ansicht aller Experten, ein ausgezeichnetes Produkt und Sie würden gerne expandieren. Weil sich die bisherige Nachfrage aber in Grenzen hält, zögern Banken und potenzielle Geldgeber. Was nun?

Vor dieser Situation standen die Produzenten der deutschen Fernsehserie "Stromberg". Von Kritikern und einer eingefleischten Fangemeinde gefeiert, planten die Hersteller den Kinofilm zur Serie. Da jedoch die Fernsehsendung nie ein Massenpublikum erreicht hatte, wollte niemand in dieses Wagnis investieren. So wurde die Idee einer Crowdfinance-Kampagne geboren. Private Geldgeber - und hier zuallererst die Fans selbst - sollten sich ab EUR 50 an dem Projekt "Stromberg - Der Film" beteiligen. Letztlich gaben rund 3.300 Investoren EUR 1 Mio., und der Film kam im Frühjahr 2014 in die Kinos. Der Deal zwischen Geldgebern und -nehmern ist einfach: Wenn exakt eine Million Kinokarten verkauft ist, wird pro Ticket EUR 1 an die Crowdinvestoren ausgeschüttet. Jedes einzelne weitere Ticket ab dieser Million

bringt dem Investor 50 Cent. Abgerechnet wird im Rhythmus von sechs Monaten. Zum ersten Stichtag, Mitte Oktober 2014, wurden rund EUR 1,17 Mio. ausgeschüttet – eine Rendite von 17 Prozent nach einem halben Jahr und 1,34 Mio. Kinobesuchern. Andererseits: Wäre die Marke von einer Million Kinobesucher nicht erreicht worden, wären die Investoren komplett leer ausgegangen.

Attraktive Verzinsung

Ein Paradebeispiel für das noch junge Phänomen des Crowdfundings. "Ganz bestimmt werden Crowdinvesting und Crowdlending immer populärer werden", erklärt Michael Augustin, Rechtsanwalt und Experte auf diesem Feld aus München. "Das ist eine direkte Art der Finanzierung, die durch das Internet erleichtert wird." Eine große Anzahl von Einzelpersonen finanziert direkt ein Unternehmen, ein Projekt wie den Stromberg-Film oder Start-ups.

Dass es sich dabei nicht nur um kleine Volumina handeln muss, zeigt das aktuelle Beispiel des Fünf-Sterne-Resorts Weissenhaus Grand Village. In den weiteren Ausbau dieser luxuriösen Ferienanlage direkt an der Ostsee investieren Crowd-Kleinanleger aktuell bis zu EUR 7.5 Mio.

Eigentümer Jan Henric Buettner bemängelt das Fehlen von Wagniskapital und das geringe Verständnis für Unternehmertum in Deutschland. "Es ist mir ein persönliches Anliegen, das zu ändern und Unternehmer und Privatinvestoren, abseits von verstaubten Bankund Fondsstrukturen, direkt zusammenzubringen." Bei einer Laufzeit von fünf Jahren verspricht Buettner eine Mindestverzinsung von 4 Prozent. Das ist angesichts der aktuell gebotenen Sparrenditen ein starkes Argument. Unternehmen suchen vermehrt nach Alternativen zum herkömmlichen Bankkredit, der zunehmend schwieriger zu bekommen ist. Dazu liegen die Konditionen höher, als die aktuelle Nullzinspolitik der Europäischen Zentralbank vermuten ließe, und die geforderten Sicherheiten übersteigen oft die Möglichkeiten der Unternehmen. Vor allem für kleine und mittlere Unternehmen verbleiben dann wenige Alternativen.

Finanzierungsform für spezielle Unternehmen

Der rechtliche Rahmen, in dem Crowdinvesting in der Regel abgewickelt wird, ist ein verbrieftes Genussrecht, das eine nachrangige Forderung darstellt. Etwas seltener wird Crowdinvesting über das Vehikel der stillen Gesellschaft praktiziert. In Deutschland findet noch die Form des partiarischen (gewinnabhängigen) Nachrangdarlehens Anwendung. Damit macht man sich eine Gesetzeslücke zunutze. Diese Anlageform scheint nicht im deutschen Vermögensanlagengesetz auf, weshalb man die dort geregelte Prospektpflicht umgehen kann. In Deutschland ist ab einer Finanzierungssumme von EUR 100.000 ein Finanzmarktprospekt zu erstellen, in Österreich liegt die Schwelle bei EUR 250.000.

Trotz der Erfolgsmeldungen der letzten Monate wird Crowdinvesting zwar wachsen, aber eine kleine Nische der Unternehmensfinanzierung bleiben. Das hat mehrere Gründe. Zuallererst passt Crowdfinance nicht zu jedem Thema, nicht zu jedem Unternehmen. Das edle Resort direkt am Strand, der kultige Film über einen ausgeflippten Abteilungsleiter – diese Themen können eine kritische Masse ansprechen. Aber wer würde in die Renovierung einer Schweinemastanlage investieren oder in die Erneuerung der LKW-Flotte einer Spedition?

Weiters benötigt ein Crowdfunding-Projekt eine entsprechende Kampagne zur Ansprache potenzieller Investoren, ist also ein aufwendiges Kommunikationsund Marketingprojekt. Die darauf spezialisierten Plattformen, wie Companisto (Abwickler des Weissenhaus-Projekts) oder Seedmatch in Deutschland oder Conda in Österreich, nehmen für diese Dienstleistung zwischen fünf und zehn Prozent der aufgebrachten Summe. Demgegenüber stehen die Bearbeitungsgebühren einer Bank, die einen Bruchteil dieser Kosten darstellen, und der Aufwand, seinem Firmenkundenbetreuer

Business Plan und Geschäftsmodell zu erläutern. Nicht zuletzt ist Crowdinvesting mit einem beträchtlichen Risiko für die Investoren verbunden. Im Falle einer Insolvenz droht der Totalverlust der Einlage, denn auf solche Finanzierungsbeteiligungen findet die staatliche Einlagensicherung keine Anwendung. Das Beispiel Prokon führt dies drastisch vor Augen: Der Windparkbetreiber hat von 75.000 Anlegern durch die Ausgabe von hoch verzinsten Genussscheinen EUR 1,4 Mrd. eingesammelt. Nach der Insolvenz haben die Genussscheininhaber nun mit einem Ausfall von bis zu 70 % zu rechnen.

Hoch interessierte Investoren

Dennoch prognostizieren Experten weitere Zunahmen der Finanzierungsvolumina. Aus unternehmerischer Sicht ist ein Vorteil, dass beim Crowdinvesting kein Kontrollverlust zu befürchten ist. Die Investoren haben keine Mitspracherechte. Gefordert wird lediglich Transparenz hinsichtlich der wirtschaftlichen Situation, d. h., den Investoren sind Quartals- und/oder Jahresberichte vorzulegen.

Im Gegenteil hat die Einbeziehung der Crowd diverse positive Effekte. Zum einen neigen die (über das Internet bestens vernetzten) Investoren dazu, zu aktiven Botschaftern eines Unternehmens zu werden. Das kann zu einem beträchtlichen Marketing-Mehrwert führen. Zum anderen kann eine Crowdinvesting-Kampagne gleichzeitig als Marktforschungs- bzw. Markteinführungsinstrument dienen. Die Interaktion mit dem sozialen Netzwerk liefert Schlussfolgerungen über die Chancen eines Produktes oder Unter-



Resort Weissenhaus an der Ostsee: Die Crowd investiert EUR 7,5 Mio. in den Ausbau der Luxusanlage.

nehmens. Außerdem können in der Crowd Innovationen und Verbesserungsvorschläge entstehen. Im Englischen wird dieser Effekt mit "Wisdom of the Crowd" bezeichnet.

Die zukünftige Bedeutung von Crowdfunding ist noch schwer abzuschätzen. Sie wird in erster Linie vom politischen Willen und dem entsprechenden rechtlichen Rahmen abhängen. Es bleibt die Hoffnung, dass sich innovative Unternehmen mit mündigen Bürgern gemeinsam auf den Weg machen können.

Mario Offenhuber

Zwischen Aufsicht und Aussicht

Ob sich Crowdfunding als Finanzierungsinstrument etablieren kann, hängt nicht zuletzt von den rechtlichen Rahmenbedingungen ab. Derzeit lavieren die kapitalsuchenden Unternehmen auf einem Terrain, das rechtlich nicht klar abgesteckt ist.

Die Autoren:



Dr. Stephan Heckenthaler

ist Partner bei der Wiener Wirtschaftsanwaltskanzlei Binder Grösswang und u. a. auf Bank- und Kapitalmarktrecht spezialisiert.



Michael Augustin ist Rechtsanwalt in München und Ulm und u. a. auf IT-Recht, Urheberrecht, Markenrecht sowie internationales

Recht spezialisiert.

ei Crowdfunding steht die Idee im Vordergrund, ein Projekt über eine möglichst große Anzahl von Kapitalgebern zu finanzieren. Derzeit läuft das finanzierungssuchende Unternehmen aber noch Gefahr, mit den geltenden bankaufsichtsund kapitalmarktrechtlichen Rahmenbedingungen in Konflikt zu geraten.

Bankgeschäft oder nicht?

Abhängig von der Strukturierung der Finanzierung kann diese konzessionspflichtig sein. Werden beispielsweise von einem Kreditnehmer mittels standardisierter Verträge Gelder mit einem unbedingten Rückzahlungsanspruch entgegengenommen, wäre der Tatbestand des Einlagengeschäfts erfüllt. Dieser ist weit gefasst bzw. wird von den Aufsichtsbehörden und Gerichten interpretiert. In Österreich ist das Einlagengeschäft legal definiert als: "Entgegennahme fremder Gelder zur Verwaltung oder als Einlage." Einlagen sind damit nicht auf die "klassische Spareinlage" zur Finanzierung des Kreditgeschäfts von Banken beschränkt. Möglicherweise werden auch Tatbestände erfüllt, die zu einer Konzessionspflicht als Zahlungsdienstleister führen. Und während (in Österreich) für die Vermittlung von Personal- (also auf der Bonität des Kreditnehmers begründende) und Hypothekarkrediten noch eine Gewerbeberechtigung ausreicht, bedarf die Vermittlung anderer Kredite grundsätzlich einer Bankkonzession.

In Deutschland benötigt unter anderem eine Bankerlaubnis, wer gewerbsmäßig fremde Gelder als Einlagen oder andere unbedingt rückzahlbare Gelder annimmt, sofern der Rückzahlungsanspruch nicht in Inhaber- oder Orderschuldverschreibungen verbrieft wird, ohne Rücksicht darauf, ob Zinsen vergütet werden.

Empfindliche Strafen

Für das konzessionslose Betreiben von Bankgeschäften drohen empfindliche Verwaltungsstrafen (in Österreich bis zu EUR 5 Mio. oder bis zu dem Zweifachen des aus dem Verstoß gezogenen Nutzens, soweit er sich beziffern lässt; in Deutschland Freiheits-

strafe bis zu fünf Jahren oder Geldstrafe). Außerdem verfällt der Vergütungsanspruch.

Teure Prospekte

Daneben schreiben kapitalmarktrechtliche Anforderungen vor, bei gewissen öffentlichen Angeboten von Wertpapieren oder Geldanlagen einen Kapitalmarktprospekt zu erstellen. Die Erstellung eines solchen Prospekts ist mit erheblichen Kosten verbunden. Daher sollte das konkrete Finanzierungsmodell so ausgestaltet werden, dass es nach Möglichkeit unter eine der Ausnahmebestimmungen des Kapitalmarktgesetzes fällt (s. Kasten "Keine Prospektpflicht"). Da die Verletzung der Prospektpflicht gerichtlich strafbar ist, ist hier besondere Vorsicht geboten.

Angesichts der geltenden Rechtslage und des Spannungsfeldes zwischen der Notwendigkeit alternativer Finanzierungsformen einerseits und dem Anlegerschutz andererseits ist der Gesetzgeber gefordert, eine ausgewogene Regelung vorzusehen. Entsprechende

Keine Prospektpflicht

Gewisse Ausnahmebestimmungen des deutschen Vermögensanlagengesetzes (VermAnlG) bzw. des österreichischen Kapitalmarktgesetzes (KMG) befreien ein finanzierungssuchendes Unternehmen von der kostenaufwendigen Erstellung eines Kapitalmarktprospektes, der von der deutschen BaFin bzw. der österreichischen Finanzmarktaufsicht (FMA) zu genehmigen wäre:

- Finanzierungssumme weniger als EUR 100.000 pro lahr (D) bzw. EUR 250.000 (Ö)
- Stückelung/Mindestinvestment von EUR 200.000 (D) bzw. EUR 100.000 (Ö)
- Angebot an weniger als 20 (D) bzw. 150 (nicht qualifizierte) Anleger (Ö)
- ▶ Angebot von Geschäftsanteilen an einer Genossenschaft (D) mit Sitz im Inland oder einem anderen Mitgliedsstaat, die einem Revisionsverband angehört, über einen Gesamtgegenwert von weniger als EUR 750.000 (Ö).

nationale Gesetzesentwürfe sind in Vorbereitung. Das Thema Crowdfunding ist zudem auch auf europäischer Ebene angekommen: Derzeit prüft die EU-Kommission die Möglichkeiten bzw. Risiken dieser alternativen Finanzierungsform und deren jeweiligen zugrundeliegenden nationalen Gesetzesregelungen, um die Sinnhaftigkeit einer einheitlichen europäischen Regelung zu evaluieren.

Deutschland: restriktiver Gesetzesentwurf

Einige Vertreter der Crowdfunding-Szene in Deutschland befürchten bereits, Crowdinvesting sei "tot", bevor es richtig zu leben anfangen konnte. Grund für die düstere Stimmung ist der Entwurf eines Kleinanlegerschutzgesetzes, der jüngst veröffentlicht wurde. Der Entwurf verheißt weder Crowd-Geldgebern noch -Geldnehmern großen Spielraum. Bis dato spielt sich Crowdinvesting in Deutschland vor allem in Form von partiarischen (Nachrang-) Darlehen ab, da dieses Vertragskonstrukt einen Ausnahmetatbestand in den einschlägigen Gesetzen für Finanzdienstleistungen darstellt.

Das neue Kleinanlegerschutzgesetz soll auch diese (mit Gewinnbeteiligung verbundene) Darlehensform erfassen – und sieht im Entwurf erhebliche Einschränkungen gegenüber den heutigen Bedingungen vor. Prompt setzte auf die Veröffentlichung des Gesetzesentwurfs Ende Juli 2014 eine rege Lobbyarbeit der betroffenen Branchenverbände ein. In der Zwischenzeit wurde der Entwurf zwar überarbeitet, ist aber aus Sicht der Start-up- und Crowdfunding-Community weiterhin enttäuschend.

Soziale Medien nicht zugelassen

Die Höchstgrenze für das Projektvolumen für partiarische Darlehen oder Nachrangdarlehen, die über eine Internetpattform vermittelt werden, ist EUR 1 Mio. Für größere Volumina muss ein Prospekt erstellt und genehmigt werden. (Die weiteren Prospekt-Ausnahmeregelungen der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht BaFin für andere Vermögensanlagen, wie z. B. die Höchstgrenze von EUR 100.000 für Vermögensanlagen mit einer Laufzeit von über 12 Monaten, bleiben bestehen.) Die vorgesehene Stückelung ist EUR 1.000. Im Erstentwurf waren es noch EUR 10.000 gewesen. Diese Höchstsumme ist nur noch ausnahmsweise gestattet, wenn der Investor Selbstauskunft über seine finanzielle Situation erteilt. Investoren müssen auch so der Gesetzesentwurf - auf einem Vermögensanlagen-Informationsblatt (VIB) über ihre Anlage informiert werden.

Was die Crowdfunding-Szene aber am schmerzlichsten trifft, ist das Werbeverbot in sozialen Netzwerken. Zugelassene Medien sind ausschließlich die Presse und sonstige Medien mit zumindest gelegentlichem wirtschaftlichem Schwerpunkt. Empfänger der Werbung müssen – abseits der professionellen Teilnehmer in Zusammenhang mit Vermögensanlagen – Per-

Mit und ohne Konzession

In Österreich gibt es bestimmte Finanzierungsformen, für die keine Bankkonzession benötigt wird. Dazu zählen Finanzierungsmodelle, bei denen die Kapitalgeber statt einer Rückzahlung in Geld Waren oder Gutscheine erhalten, sowie Sale- and Lease-Back-Modelle (bspw. Verkauf und Rückmiete von Solarpaneelen). Ebenso gehören dazu Substanzbeteiligungen an Gesellschaften (AG, GmbH, KG, Genossenschaft etc.), qualifizierte Nachrangdarlehen, bei denen die Kapitalgeber ein unternehmerisches Risiko tragen, und die Ausgabe von (Unternehmens-)

In Deutschland ist anstelle der Bankzulassung für bestimmte Finanzdienstleistungen eine Erlaubnis der BaFin nötig und in den meisten Fällen auch eine Genehmigung nach der Gewerbeordnung für die Vermittlung von Darlehen oder Finanzdienstleistungen, was also ebenfalls sehr aufwendige Prüfungs- und Genehmigungsverfahren nach sich zieht. Eine solche Finanzdienstleistung ist u. a. die Vermittlung von Vermögensanlagen, wozu Gesellschaftsanteile, Genussrechte und – nach dem Entwurf des Kleinanlegerschutzgesetzes – auch bald partiarische- und Nachrang-Darlehen zählen.

sonen sein, die ihre ausdrückliche Zustimmung zur Übersendung der Werbung erklärt haben. Folglich scheiden die sozialen Netzwerke mangels formellen Einverständnisses der Teilnehmer aus.

Unter diesen neuen Bedingungen ist auch mit Spannung zu erwarten, ob die aktuell etablierten Crowdfunding Player in Deutschland noch wirtschaftlich arbeiten können.



Ausgerechnet die Hauptinformationskanäle des Crowdfundings, die sozialen Netzwerke, sollen Projekte nicht bewerben dürfen.

19



Zodiac Aerospace: Der französische Flugzeugausstatter hat mit EUR 535 Mio. die größte Schuldschein-Einzeltransaktion im Jahr 2013 durchgeführt.

Schuldscheindokumentation unter Druck

Unternehmen auf der Suche nach mittel- bis langfristiger Finanzierung und Investoren sorgen für eine rege Nachfrage nach Schuldscheindarlehen – und das mittlerweile auch im nicht deutschen Raum. Eine standardisierte Dokumentation gibt es trotzdem keine und wird es so schnell auch nicht geben.

Der Autor:



Neil George Weiand ist Partner der Wirtschaftsanwaltskanzlei Allen & Overy LLP und hat maßgeblich am LMA-Leitfaden für Schuldscheindarlehen mitgearbeitet.

chuldscheindarlehen haben sich auch in der Finanzkrise als robust und funktionsfähig erwiesen – und sich somit für die Internationalisierung empfohlen: Mittlerweile sind mehr als 30 % der Schuldscheindarlehensgeber und -nehmer nicht deutsche Adressen. In den letzten zwei Jahren flossen über dieses Instrument mehr als EUR 20 Mrd. an Unternehmen.

Kein Interesse an Standardisierung

Die wachsende Bedeutung führte dazu, dass einige Mitglieder der Loan Market Association (LMA) 2012 anregten, die Schuldscheindokumentation zu standardisieren. Es stellte sich jedoch heraus, dass nicht alle wesentlichen Schuldscheindarlehensgeber, insbesondere die Landesbanken und die Versicherer, Interesse an einer Standardisierung hatten.

Daraufhin entwickelte die LMA einen "Schuldscheinleitfaden", der im Februar 2014 veröffentlicht wurde. Er dient als Einführung insbesondere für die nicht deutschen Marktteilnehmer, gibt einen Überblick über wesentliche rechtliche und wirtschaftliche Rahmenbedingungen und stellt einzelne Klauseln vor, die regelmäßig in Schuldscheindarlehensverträgen verwendet werden. Auch wenn der Leitfaden keine konkreten Formulierungsvorschläge für Schuldscheinverträge unterbreitet, sondern lediglich deren Regelungsgehalt schildert, stellt dies einen ersten kleinen Schritt in Richtung Standardisierung dar. Mit einer weitergehenden Standardisierung der Vertragsdokumentation selbst ist in näherer Zukunft jedoch nicht zu rechnen.

Standards in der Kreditdokumentation

Die Loan Market Association (LMA) ist eine in London ansässige, im Jahre 1996 von Kreditinstituten gegründete private Organisation mit dem Ziel, den Primär- und Sekundärmarkt für Kredite zu fördern, u. a. durch die Standardisierung von Dokumentation und die Festlegung von Marktusancen. Mittlerweile zählen über 500 Kreditinstitute, Ratingagenturen, Anwaltskanzleien und sonstige Finanzdienstleister zu den Mitgliedern. Die LMA hat mit den von ihr entwickelten Musterdokumentationen Marktstandards gesetzt, insbesondere für syndizierte Investment-Grade-Kredite, Akquisitionsfinanzierungen und den Sekundärmarkthandel.

Kreditmaterielle Klauseln: abhängig von Bonität

Auch was die kreditmateriellen Klauseln betrifft, kann von einer Standardisierung der Dokumentation keine Rede sein, im Gegenteil. Während Schuldscheindarlehen früher häufig an Anleihedokumentationen angelehnt wurden, d. h., im Kern eine Paripassu-Klausel, eine Negativerklärung und eine Reihe von Kündigungsgründen vorsahen, differieren die kreditmateriellen Regelungen heute stärker in Abhängigkeit von der Leistungsfähigkeit des Darlehensnehmers und anderen Faktoren.

Leistungsfähige Adressen, die bereits Anleihen begeben oder Commercial-Paper- bzw. Medium-Term-Notes-Programme etabliert haben, können die dortigen (zumeist überschaubaren) kreditmateriellen Regelungen häufig erfolgreich in ihre kapitalmarktnahe Schuldscheindokumentation importieren.

Unternehmen ohne Zugang zum Kapitalmarkt, insbesondere solche, die einen syndizierten Kredit vereinbart haben, finden dagegen in der Schuldscheindokumentation vielfach Elemente aus ihrem syndizierten Kredit wieder (Bestätigungen, Zusicherungen, Verpflichtungen und Kündigungsgründe). Die Schuldscheindarlehensgeber wollen hierdurch sicherstellen, dass sie dokumentär gegenüber den Syndikatsbanken nicht in den Nachrang geraten.

Typische Charakteristika nicht mehr gegeben

Teils müssen diese Elemente aber auch den Anforderungen nicht deutscher Darlehensgeber genügen, die solche Regelungen in ihren Heimatmärkten gewohnt sind. Wiederum abhängig von der Bonität des Emittenten, werden nicht selten sogar Financial Covenants vereinbart – freilich nur ratsam, wenn definitiv mit deren Einhaltung zu rechnen ist: Ein "Waiver" beim Schuldschein ist schwierig einzuholen, denn die Investorenstruktur ist fragmentiert, ein Mehrheitsbankenkonzept existiert nicht, und die darlehensgebende Bank agiert nur als bloße Zahlstelle. Dies gilt auch für sonstige Vertragsänderungen oder eine etwa erforderliche Restrukturierung.

In jüngster Zeit sind sogar Tendenzen festzustellen, einen bisher für Schuldscheindarlehen typischen Standard aufzuheben, nämlich das Einzelkündigungsrecht jedes Darlehensgebers von einem Beschluss der Mehrheitsdarlehensgeber abhängig zu machen. Bei den nicht kreditmateriellen Klauseln wiederum finden sich zwar viele vertragstypische Klauseln, aber auch diese sind weder hinsichtlich Platzierung noch Ausgestaltung standardisiert.

Nur für starke Schuldner

Der Schuldschein ist daher im Hinblick auf Struktur und Ausgestaltung nur Darlehensnehmern zugänglich, die über ein stabiles (Schatten-)Investment Grade Rating verfügen, sodass Vertragsverstöße unwahrscheinlich erscheinen.

Fazit: Aus heutiger Sicht wird es auch in absehbarer Zeit keinen standardisierten Schuldscheindarlehens-

Deutsches Recht als Basis

Schuldscheindarlehen – so heißt es im LMA-Leitfaden – sind Darlehen hybrider Struktur, angesiedelt zwischen Schuldverschreibung und bilateralen/syndizierten Bankkrediten. Darlehensnehmer erreichen damit institutionelle Kapitalmarktinvestoren, an die sie über sonstige Bankenfinanzierung normalerweise nicht gelangen. Die Darlehensgeber bieten längere Laufzeiten und niedrigere Volumina als bei syndizierten Krediten. Die Dokumentation unterliegt deutschem Recht mit den darin festgelegten Rechten und Pflichten der Vertragsparteien. Standards sind Non-Financial Covenants wie Gleichrangigkeit, Negativerklärung und Cross Default. Ein Schuldschein ist kein Wertpapier; er kann weder an der Börse gehandelt werden noch muss ein Prospekt erstellt werden. Die Geldgeber können einzeln und ohne Mehrheitsbeschluss kündigen, das Papier kann frei übertragen werden.

vertrag geben. Bei den kreditmateriellen Teilen der Dokumentation ist sogar eine stärkere Individualisierung festzustellen, in Abhängigkeit von der Leistungsfähigkeit des Kreditnehmers und anderen Parametern. Teilweise wird sogar darauf zu achten sein, dass typische Merkmale des Schuldscheindarlehens (etwa das Einzelkündigungsrecht jedes Darlehensgebers und die freiere Übertragbarkeit) nicht verloren gehen und die Abgrenzung des (legal nicht definierten) Schuldscheindarlehens zu anderen Kreditformen nicht fließend wird.



Wertpapier aus dem Jahr 1919: Das Schuldscheindarlehen ist im deutschen Recht verankert, findet aber zunehmend international Verbreitung.

Der schnellste Weg zum Zahlungsstrom

Die Liquiditätsplanung erfolgt in der Praxis nach zwei Ansätzen: direkte versus indirekte Methode. Doch welche ist die "richtige"?

Die Autorin:



Sonja Hüther ist Managerin bei Schwabe, Ley & Greiner und Leiterin des SLG-Kompetenzfeldes "Liquiditäts-Management".

n den regelmäßigen Treasury-Benchmarking-Projekten von Schwabe, Ley & Greiner stellen wir den Teilnehmern jedes Mal die Frage, ob in ihren Unternehmen eine Liquiditätsplanung vorhanden ist. Fast immer lautet die Antwort: "Ja". Bei der Frage nach dem "Wie" scheiden sich hingegen die Geister: Bei den einen erfolgt die Liquiditätsplanung auf direktem Weg, bei den anderen auf indirektem Weg oder in einer Kombination beider Ansätze. Welche Methode im Einzelfall die zielführendere ist, hängt vom Geschäftsmodell des Unternehmens und vom Zweck der Liquiditätsplanung ab.

Indirekte Planung: Cashflows abgeleitet

Indirekt ist eine Liquiditätsplanung dann, wenn der zukünftige Cashflow aus der geplanten Bilanz und der geplanten Gewinn- und Verlustrechnung (GuV) abgeleitet wird. Typischerweise wird nicht nur die gesamte Veränderung der liquiden Mittel von einem (Bilanz-) Stichtag zum nächsten betrachtet, sondern diese wird weiter in einen operativen, investiven und finanziellen Zahlungsstrom unterteilt.

Der operative Zahlungsstrom kann auf Basis der Plan-GuV abgeleitet werden (s. Abb.). Dazu nimmt man das Periodenergebnis und führt einige "Korrekturen" durch: Erstens werden alle nicht Cashflow-wirksamen Aufwände und Erträge hinzugefügt bzw. abgezogen, beispielsweise Abschreibungen. Zweitens werden "Working-Capital"-Veränderungen berücksichtigt: Bauen sich beispielsweise die Forderungen in der Bilanz von

einer zur nächsten Periode auf, bedeutet dies, dass Umsatzerlöse nicht zu Einzahlungen werden. Im dritten Schritt werden alle Positionen bearbeitet, die mit Investitionen oder Finanzierungen zu tun haben. Die exakten Zeitpunkte investiver und finanzieller Zahlungsströme lassen sich nur schwer aus den Bilanzund GuV-Informationen ablesen.

Die Liquiditätsplanung ist hier das Ergebnis der GuV-Planung und auch einer zumindest groben Bilanzplanung. Die indirekte Planung setzt damit auf bereits bestehenden Plänen auf, was natürlich zunächst effizient erscheint. Damit ist sie auch in hohem Maße von diesen Planungen abhängig, beispielsweise davon, wie häufig die Planung aktualisiert wird oder wie fein diese gegliedert ist. Der Liquiditätsplaner muss außerdem wissen, wie viel an Zielvorgaben oder "Budgetpolitik" der Unternehmensführung in den Plänen verborgen sind.

Direkte Planung: Cashflows geplant

Eine direkte Liquiditätsplanung stellt nur die Cashflowrelevanten Beträge dar, also Ein- und Auszahlungen. Der Planer kann auf Informationen gebuchter Rechnungen oder Bestellungen zugreifen. Dies gilt speziell für die ersten Planwochen und -monate, abhängig von den Zahlungszielen. Über den kurzfristigen Horizont hinaus bilden natürlich auch geplante Umsatz- und Aufwandszahlen sinnvolle Informationsquellen für die direkte Cashflow-Planung. Diese müssen jedoch erst

Abb. Vom Ergebnis zum operativen Cashflow

Bei der indirekten Liquiditätsplanung wird das Ergebnis der GuV so modifiziert, dass ein Zahlungsstrom übrig bleibt. Beispielsweise werden zahlungsunwirksame Aufwendungen, wie Abschreibungen, zum Periodenergebnis addiert, da diese nur Aufwand, jedoch keine Auszahlung bedeuten.



"Cashflow-Bereinigung": Korrektur um zahlungsunwirksame Aufwände und Erträge

"Working-Capital-Korrektur": Berücksichtigung der Bestandsveränderungen bei Forderungen, Verbindlichkeiten und Lager

Eventuell "Korrektur um Finanzierungs- oder Investitionstätigkeiten" über "Geldwerdungsfaktoren" in Cashflows übergeleitet werden: durch Berücksichtigung der Zahlungsziele, Zahlungsverzüge und der Umsatzsteuer.

Die finanziellen Zahlungsströme (z. B. Kredittilgung) sind häufig gut bekannt, vielleicht können sie sogar direkt aus einer Datenbank übernommen werden. Für die Planung der investiven Zahlungsströme kommt man meist ohnehin nicht an der direkten Planung vorbei, wenn es nämlich heißt, mit den Verantwortlichen regelmäßig den Projektfortschritt und die daraus resultierenden Zahlungen zu besprechen.

Eine direkte Planung einzuführen, ist häufig der größere Projektaufwand: Im Unternehmen muss das Bewusstsein für den Unterschied zwischen Zahlungsstrom und Umsatz geschaffen werden; eventuell ist sogar ein neues Planungskonzept einzuführen. Die direkte Planung verhilft aber zu neuer Flexibilität – bei den Planungsintervallen (etwa Woche, Monat) oder beispielsweise bei Währungen, denn auch eine währungsdifferenzierte Planung ist meistens einfacher durch die direkte Methode aufzustellen.

Der richtige Planungsansatz

Beide Ansätze liefern eine Vorhersage für einen Zahlungsstrom, und beide sind mit Arbeit verbunden. Der indirekte Ansatz eignet sich insbesondere dann, wenn

die Bilanz- und GuV-Planung häufig aktualisiert wird, möglichst frei von Zielvorgaben oder sonstigen verzerrenden Planungsprämissen ist und immer ein genügend langer Vorschauhorizont abgedeckt wird. Bei einem vergleichsweise stabilen Geschäftsverlauf und gleichmäßigen Zahlungszielen kann eine gute Vorhersage für den Cashflow gemacht werden.

Wird hingegen eine detaillierte (z. B. wöchentliche), sehr aktuelle und möglichst noch währungsdifferenzierte Planung angestrebt, so wird der direkte Planungsansatz bessere Ergebnisse liefern können. Dies kann bei akuter Liquiditätsknappheit entscheidend sein. Oder auch dann, wenn unterschiedliche Geschäftsfelder, wie Serien- und Projektgeschäft, unter einen Hut gebracht werden müssen oder wenn Investitionen bzw. ein möglichst unmittelbarer Zugang zu planungsrelevanten Informationen eine große Rolle spielen. Zudem zeigt sich in der Praxis, dass einige unserer Kunden nicht strikt einem Ansatz folgen. So werden beispielsweise zwei Pläne (z. B. kurz- und langfristig) nach unterschiedlichen Methoden erstellt oder die beiden Ansätze für eine Planung vereint – ganz nach dem Motto, das Beste für sich herauszusuchen. In diesem Sinne gibt es wohl nicht die einzig richtige, sehr wohl aber die am besten passende Liquiditätsplanung.



TIPCO Roadshows 2015 - Treasury-Berichtswesen und Liquiditätsplanung

Schnell, einfach und flexibel: Wie Ihr Berichtswesen und Ihre Planung diese Ansprüche erfüllen können, zeigen wir bei unseren Roadshows ganz in Ihrer Nähe:

Hamburg, Dienstag, 24. Februar 2015

Frankfurt, Mittwoch, 25. Februar 2015

Köln, Donnerstag, 26. Februar 2015

Stuttgart, Dienstag, 3. März 2015

München, Dienstag, 4. März 2015

Nürnberg, Mittwoch, 5. März 2015

Zürich, Dienstag, 10. März 2015

Basel, Mittwoch, 11. März 2015

Genf, Donnerstag, 12. März 2015

Wien, Donnerstag, 19. März 2015

Mehr Informationen und die Möglichkeit zur Anmeldung finden Sie unter www.tipco.at/tipco-roadshow

www.tipco.at

office@tipco.at



PWO im badischen Oberkirch: externe Finanzierung zentralisiert.

Plausibel und objektiv

Transparenz und strenge Kriterien für die Berechnung von Transferpreisen: PWO und Schwabe, Ley & Greiner haben eine Grundlage entwickelt, die auch kritischen Steuerbehörden standhalten soll.

Die Autorin:



Edith Leitner ist Partner bei Schwabe, Ley & Greiner und hat die Berechnungsgrundlage für Transferpreise mitentwickelt.

ie Methoden, nach denen Konzerne ihre internen Transferpreise gestalten, sind Steuerprüfern oft nicht transparent genug: "Mangelnde Dokumentation", lautet eine häufige Beanstandung. Ähnlich sieht das die OECD, die gegen das globale Problem "Base Erosion and Profit Shifting (BEPS)" vorgeht, also gegen Steuervermeidungsstrategien multinationaler Konzerne. Ein wichtiger Baustein ihrer BEPS-Initiative ist der im September veröffentlichte Leitfaden "Guidance on Transfer Pricing Documentation and Country-by-Country Reporting": Er soll mehr Klarheit in die Mindestanforderungen einer Transferpreisdokumentation bringen. Mit diesem Anforderungskatalog erhöhen sich aber gleichermaßen die Anforderungen an die Transparenz und den Detaillierungsgrad der vorzulegenden Unterlagen. Wenn auch zahlreiche umsetzungsrelevante Details noch ungeklärt sind, birgt die Richtlinie ein echtes Novum: Die Geschäftsaktivitäten (F&E, Beschaffung, Produktion, konzerninterne Finanzierung) sowie die Umsätze, Ergebnisse, Kapitalausstattung und Steuern müssen länderspezifisch dargestellt werden ("Countryby-Country Reporting"). Diesem CbC-Bericht konzeptionell vorgelagert sind ein sogenanntes "Master File" und ein "Local File": Das "Master File" zielt darauf ab, die bestehenden konzerninternen Verflechtungen und die Grundsätze der Transferpreisgestaltung herauszuarbeiten; das "Local File" enthält dazu im Wesentlichen die methodischen Grundlagen und eine

transparente Aufarbeitung der getroffenen Annahmen. Diese Dokumentationsanforderungen richten sich ganz klar auch an die Drehscheiben konzerninterner Finanzierung.

Zentrale Finanzierung und Transferpreisgestaltung gehen Hand in Hand

Eine Zentralisierung der Unternehmensfinanzierung lässt sich daher nicht umsetzen, ohne auch ein methodisch tragfähiges und nachvollziehbares Konzept zur Gestaltung konzerninterner Zinssätze vorzulegen. In der Absicht, die externe Finanzierung in Zukunft stärker in Deutschland zu konzentrieren, hat der Automobilkomponentenhersteller Progress-Werk Oberkirch AG (s. Kasten S. 26) im laufenden Geschäftsjahr



Volker Huber, Head of Group Finance von PWO: konzerninterne Zinssätze nachvollziehbar hergeleitet





Seminar

Derivative Instrumente

Termine 2015:

24. bis 25. Februar

24. bis 25. November Frankfurt

Inhalt:

Neben elementaren Informationen zu Zinsstrukturkurven und Cashflow-Darstellungen der einzelnen Instrumente wird die synthetische Erzeugung von Derivaten vermittelt. Die Kombination dieser Bausteine erlaubt es, die Kassa- und Terminprodukte von einfachen Bonds bis zu exotischen Swaps zu analysieren und zu bewerten. Die gängigsten Instrumente werden detailliert besprochen.

Themen:

- ▲ Terminologie und Marktkonventionen
- ▲ Situationsbezogene Einsatzmöglichkeiten
- ▲ Darstellung der Risikoprofile
- ▲ Bewertung von Kredit- und Liquiditätsrisiken

Zielgruppe:

Das Seminar richtet sich an Treasurer und Finanzverantwortliche, die den gezielten Einsatz von derivaten Instrumenten diskutieren wollen.

Mehr Informationen und die Möglichkeit zur Anmeldung finden Sie auf unserer Ausbildungs-Webseite unter: www.slq.co.at/seminare

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, www.slg.co.at



- · Electronic Banking
- · Cash Management
- Treasury Management
- Risiko Management
- · Finanzplanung

- · Automatische Buchung
- Asset Management
- + IAS / IFRS
- . EMIR
- Datenversorgung



www.technosis.de

einen Schuldschein begeben. "Für uns war klar, dass wir für die konzerninternen Finanzierungen ein belastbares Transferpreiskonzept vorlegen müssen", sagt Volker Huber, Head of Group Finance von PWO. "Die in der Fachpresse geführten Steuerdiskussionen und die Rückmeldung unserer Betriebsprüfer ließen keinen anderen Schluss zu."

Anfänglich wollte Huber den steuerlichen Anforderungen über das Einholen lokaler Finanzierungsangebote gerecht werden. "Das reichte aber nicht, weil diese Angebote keinen vertraglich bindenden Charakter haben und mitunter auch auf Cross-Selling-Überlegungen beruhen könnten." Eine Auffassung, die im Übrigen auch die European Association of Corporate Treasurers (EACT) teilt.

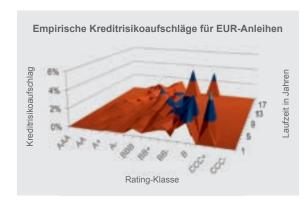
Keine Blackbox

Gemeinsam mit Schwabe, Ley & Greiner entwickelte das Treasury-Team von PWO eine objektive und in allen Schritten nachvollziehbare Berechnungsgrundlage für Transferpreise. Auf ihrer Basis lassen sich konzerninterne Zinssätze ableiten, die eine Differenzierung zwischen Bonitäten, Laufzeiten und Währungen ermöglichen, aber auch – aufgrund der spezifischen Standorte von PWO – Länderrisiken in angemessener Form berücksichtigen.

Als methodische Grundlage für die Bonitätsbeurteilung wurde eine adaptierte Form des Kennzahlenrasters ("Global Automotive Supplier Industry") herangezogen, den Moody's für die Automobilzulieferindustrie publiziert; zur Plausibilisierung und Kalibrierung dieses Kennzahlensets kam ein lizenzpflichtiges Modell von Moody's Analytics zum Einsatz. Das Fremdvergleichsprinzip impliziert zudem, dass die

Abb. 1 Unaufbereitete Daten

Noch nicht verwendbar für die Verrechnungspreisgestaltung: Die empirischen Kreditrisikoaufschläge für EUR-Anleihen bieten zwar eine ausreichend große Datenbasis, jedoch ergeben unterschiedlich liquide Laufzeitbänder ein inkonsistentes Gesamtbild.



zu finanzierende Gesellschaft ausreichend kapitalisiert und darüber hinaus in der Lage sein muss, die konzerninterne Finanzierung zu bedienen. "Neben der Einhaltung länderspezifischer Relationen von Eigen- und Fremdkapital prüfen wir auch die steuerliche Abzugsfähigkeit der anfallenden Zinsen", erklärt Huber.

Datenverfügbarkeit als einschränkender Faktor

Das Herleiten plausibler konzerninterner Zinssätze stößt dann an seine Grenzen, wenn die zur Verfügung stehende Datenbasis nicht groß genug ist. Die Fachliteratur empfiehlt beispielsweise, für die Berechnung bonitäts- und laufzeitabhängiger Kreditaufschläge ausschließlich die Anleihen von Unterneh-

Abb. 2 Aufbereitete Daten

Konsistente Zinssätze für Verrechnungspreise: Die modellierten Kreditrisikoaufschläge für EUR-Anleihen berücksichtigen, dass die Aufschläge exponentiell mit dem Rating und linear über die Finanzierungslaufzeit ansteigen.



men aus derselben Branche heranzuziehen. Die Umsetzung dieses Vorschlags scheitert nicht zwangsläufig an den groben Klassifikationen, die üblicherweise von Marktdatenanbietern verwendet werden. Vielmehr ist in vielen Währungsräumen der Anleihemarkt nicht tief genug, um über das erforderliche Laufzeitund Bonitätsspektrum eine ausreichende Anzahl von "klassischen" festverzinslichen Anleihen (Plain-Vanilla-Strukturen) abgreifen zu können. Und selbst wenn insgesamt genügend Anleihen zur Verfügung stehen, sind einzelne Laufzeitbänder attraktiver (= liquider) als andere, was zu Inkonsistenzen im Gesamtbild führt (Abb. 1). Um ein ökonomisch plausibles Margengitter zu erstellen, ist daher auch eine Aufbereitung der Daten nötig (Abb. 2). Bei der Datenmodellierung wurde berücksichtigt, dass Kreditrisikoaufschläge exponentiell mit dem Rating und linear über die Finanzierungslaufzeit ansteigen.

Sicherheit und Komfort im Auto

Die PWO (Progress-Werk Oberkirch) AG ist mit Tochtergesellschaften in Kanada, Tschechien, Mexiko und China globaler Zulieferer für die Automobilindustrie. Hergestellt werden anspruchsvolle Metallkomponenten und Systeme in Leichtbauweise. Zur Produktpalette zählen beispielsweise Präzisionsmotorengehäuse für ABS-, ESP-Systeme und Scheibenwischer, Sicherheitskomponenten für Airbag- und Lenkungssysteme, Sitzstrukturen- und -verstellungen, Querträger oder Karosseriekomponenten.





Treasury-Assistenz

Termine 2015:

3. bis 5. März Wien

1. bis 3. Dezember Frankfurt

Inhalt:

Seminar

Im Seminar werden sämtliche Bereiche des Treasury-Managements besprochen. Der Fokus des Seminars liegt auf der Erläuterung der gängigen Begriffe und deren Einbettung im Treasury.

- ▲ Treasury-Organisation
- ▲ Cash-Management
- ▲ Debitoren- und Kreditoren-Management
- ▲ Kurzfristige Geldanlagen
- Währungsrisiko-Management

- ▲ Banken und Finanzmärkte
- ▲ Liquiditäts-Management
- ▲ Finanzierung
- Zinsrisiko-Management

Zielgruppe:

Dieses dreitägige Seminar richtet sich an Mitarbeiter und Mitarbeiterinnen aus dem Finanz- und Treasury-Bereich, die in einer Assistenzfunktion tätig sind.

Mehr Informationen und die Möglichkeit zur Anmeldung finden Sie auf unserer Ausbildungs-Webseite unter: www.slg.co.at/seminare

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, www.slg.co.at



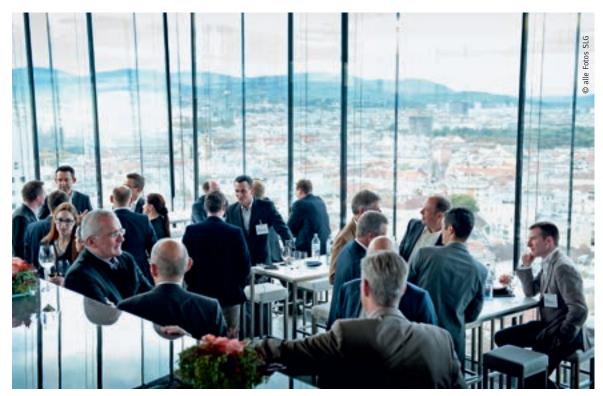
Erfolg braucht Mut. **Und** einen verlässlichen Partner.

Um innovative Vorhaben auch in herausfordernden Zeiten erfolgreich verwirklichen zu können, brauchen leistungsfähige Unternehmen einen besonders starken und zuverlässigen Bankenpartner an ihrer Seite. Die Raiffeisenlandesbank Oberösterreich betreut ihre Kunden daher nicht nur mit einem breiten Spektrum an modernen Finanz- und Wirtschaftsdienstleistungen, sondern vor allem auf Basis einer langfristig stabilen Partnerschaft.

Dr. Heinrich Schaller Generaldirektor der Raiffeisenlandesbank OÖ



www.rlbooe.at



Blick auf Wien: Im oberen Stock des Sofitel klingt am Abend der Kundentag aus.

Gemeinsame Arbeit

Werkschau über den Dächern von Wien: Der Kundentag führt ein Mal im Jahr unsere Kunden mit allen SLG-Beratern zusammen.

ie meisten Kunden kennen Schwabe, Ley & Greiner aus einzelnen Projekten, in denen es üblicherweise um ein Spezialthema, einen Ausschnitt aus der SLG-Beratungspalette, geht. Die gesamte Themenvielfalt unserer Treasury-Beratung einem ausgesuchten Kreis vorzustellen, ist ein Grund, warum wir ein Mal im Jahr unseren SLG Kundentag abhalten.

Daneben geht es natürlich auch um den Gedankenaustausch in überschaubarer und lockerer Runde; etwa 50 Gäste und 40 SLG-Berater treffen zusammen, man kennt sich und hat zusammen in Projekten gearbeitet. Das "Rahmenprogramm" unseres diesjährigen Kundentags am 16. Oktober bildeten vier Vorträge, gestaltet von Kunden mit ihren jeweiligen SLG-Projektpartnern. Wie lässt sich eine Liquiditätssteuerung systemunterstützt aufbauen? In der KSPG-Gruppe (Automotive-Bereich von Rheinmetall) setzte man dies mithilfe von Planinformationen aus SAP und TIP als zentrale Datenbank um. Heute verfügt der Konzern über einen vollständigen Liquiditätsüberblick und hat darüber hinaus die Planungsqualität wesentlich verbessert. Roland Preisler, Head of Treasury and Finance: "Liquidität ist das Wichtigste, was man hat."

Dr. Werner Grünewald beschrieb die Wachstumsstrategie der DKV Mobility Services Group und welche Anforderung diese an die zukünftige Finanzstrategie stellt. DKV ist ein Mobilitätsdienstleister für den Güter- und Personentransport auf der Straße, der seine Marktposition weiter ausbauen will. Mit SLG hat der Geschäftsführer von DKV die Bonität und Verschuldungsfähigkeit bei organischem und bei anorganischem Wachstum analysiert und eine mögliche Ausgestaltung des Finanzierungsportfolios erarbeitet.

Die Schweizer Industriegruppe Dätwyler stellte ihr Fremdwährungsrisiko-Management vor; Beat Zgraggen, Head of Group Treasury, hat mit SLG systematisch den Risikomanagementprozess samt Berichtswesen aufgebaut; zuvor hatte der dezentral organisierte Konzern nur unzulängliche Kenntnis über das gruppenweite Währungsrisiko. Wie SAP im Treasury eingesetzt werden kann, führten

die Vertreter von Schoeller-Bleckmann Oilfield Technology vor. Markus Halm und Jürgen Filz beschrieben, wie sie den Tagesfinanzstatus und die Liquiditätsvorschau in SAP realisierten und zu welcher Effizienzsteigerung (weg von Excel ...) dies führte.



Gleich geht's los: Jochen Schwabe eröffnet den Kundentag.



Sonja Brei (Alba Group) im Gespräch mit Hubert Rappold (TIPCO, rechts).



Christof Ley und Jochen Schwabe mit Jochen Stich von Volkswagen Group Services (Mitte).



Roland Preisler, Johannes Buck (KSPG), Andrea Kemetmüller (SLG): vom Finanzstatus zur Liquiditätsplanung.



Edith Leitner (SLG), Werner Grünewald (DKV): Finanzierung unterschiedlicher Wachstumsstrategien.



Tagungspause im Foyer: Zeit für eine Besprechung.



SAP im Treasury: Jürgen Filz, Markus Halm (Schoeller-Bleckmann), Michael Michaelis (SLG).

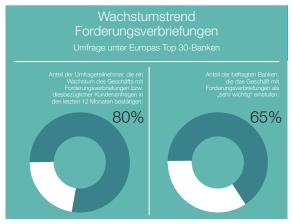


Zentrales Währungsrisiko-Management aufgebaut: Günther Bauer (SLG), Beat Zgraggen (Dätwyler).

Studie Wachstumstrend Forderungsverbriefungen

Laut der jüngsten Studie von Demica, einem Technologiespezialisten im Bereich Betriebskapitallösungen, ist die Verbriefung von Forderungen zunehmend zu einem attraktiven Finanzierungsinstrument für Unternehmen geworden. Die Untersuchung wurde unter den 30 größten Banken Europas* sowie einer kleineren Auswahl von in Europa tätigen Finanzinstituten mit Hauptsitz in den USA durchgeführt. 80 % der Umfrageteilnehmer berichteten von einer Zunahme des Geschäfts mit Forderungsverbriefungen in den letzten zwölf Monaten. Diese Entwicklung sei dem Bedarf der Unternehmen geschuldet, alternative Betriebskapitalquellen zu erschließen, da strengere Eigenkapitalanforderungen der Banken zu steigenden Kosten bei traditionellen Finanzierungsmethoden geführt haben. Für ein weiteres Wachstum des Bereichs sprechen laut der Studie eine verbesserte Reputation des Instruments, die positive Einstellung der Banken gegenüber Forderungsverbriefungen sowie das gewachsene Interesse von Anlegern, ihre überschüssigen Barmittel mit diesen stabilen Kurzläufern zu verwalten. Eine hohe Nachfrage nach Forderungsverbriefungen wird insbesondere bei Unterneh-

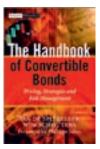
men erwartet, die über niedrige Bonitätsbewertungen oder keinerlei Kreditrating verfügen, denn für sie ist der



* Nach Vermögen (zusammengestellt auf Datengrundlage von SNL Financial)

klassische Bankkredit besonders teuer. Gleiches gilt für Unternehmen mit einem hohen Anteil an Fremdkapital. Mehr als 65 % der befragten Banken halten die Verbriefung von Forderungen daher für "sehr wichtig".

Sachbuch Alles, was Sie über Wandelanleihen wissen müssen



Wandelanleihen sind Spin-offs des traditionellen Unternehmensanleihenmarkts, es gibt sie seit mehr als 100 Jahren, seit ein findiger amerikanischer Eisenbahnbaron sie erstmals ausgab. Der Käufer einer Wandelanleihe hat das Recht oder die Pflicht, die Anleihe in Aktien des Emittenten umzutauschen, der Emittent erhält

eine Fremdfinanzierung zu günstigen Konditionen. Es ist also ein Wertpapier mit Eigen- und Fremdkapitalcharakter. Die Eigenschaften von Wandelanleihen liegen zwischen Eigenkapital, Anleihe und, zu einem geringeren Ausmaß, Währungen. Die Preisermittlung und das Risiko-Management von Wandelanleihen fußen auf Techniken, die bei eigenkapitalbasierten Derivaten und Kreditderivaten zum Einsatz kommen; für Neulinge oft eine komplexe Heraus-

forderung, weil sie nicht wissen, wie sie in ihren altbekannten Preisbildungs-Tools Eigen- und Fremdkapital zusammen einfließen lassen sollen.

Dieses Buch erlaubt Einsteigern, den Wandelanleihen-Markt kennenzulernen und seinen Bezug zur Kreditklemme von 2008 zu verstehen. Fortgeschrittene, wie Portfolio-Manager, quantitative Analysten oder Arbitragehändler, finden hier die Anwendung von Techniken, wie der Monte-Carlo-Simulation, bisher üblich in der Preisbildungstechnik von exotischen Derivaten. Die zahllosen Beispielprodukte entstammen der "real world", wie die Autoren beteuern, die Zahlenbeispiele sind nicht auf hypothetische Wandelanleihen beschränkt. Unter Experten gilt dieses äußerst umfassende Buch bereits als Referenzwerk. Jan De Spiegeleer, Wim Schoutens: The Handbook of Convertible Bonds. Pricing, Strategies and Risk Management. Wiley Finance Verlag, 2011.

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).

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, URL: 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: Michael Augustin, Georg Ehrhart, Utz Greiner, Dr. Stephan Heckenthaler, Volker Huber, Sonja Hüther, Dr. Edith Leitner, Kai Uwe Lühl, Mario Offenhuber, Günther Pastl, Jochen Schwabe, Neil George Weiand, Cornelia Wenny Produktion und Anzeigenverwaltung: INDUSTRIEMAGAZIN Verlag GmbH, Lindengasse 56, 1070 Wien, Österreich, Harry Leitner, Tel.: +4315859000-13, Fax: +4315859000-16, E-Mail: harry.leitner@industriemagazin.at Artdirektion: INDUSTRIEMAGAZIN Verlag GmbH (Wille Güthlin) Layout: INDUSTRIEMAGAZIN Verlag GmbH Lektorat: Mag. Sonja Knotek Druck: Die Stadtdruckerei, Eduardgasse 6-8, 1180 Wien, Österreich Auflage: 18.000 Stück. Namentlich gekennzeichnete Beiträge müssen nicht der Meinung der Redaktion entsprechen.

 ${\bf Das\ Treasury Log\ ist\ auch\ online\ zu\ lesen\ auf\ www.slg.co.at/Publikationen.}$



Sichern Sie sich den Termin

Das Finanzforum für die Wirtschaft

27. FINANZSYMPOSIUM

10.-12. Juni 2015 in Mannheim

Die größte Finanzmesse im deutschsprachigen Raum

www.finanzsymposium.com





Es ist ganz einfach: Das Kerngeschäft von BNY Mellon ist die Verwaltung und Betreuung von Investments. Wir eröffnen dabei den Menschen Zugang zum Potenzial der Investmentwelt.

Wir investieren in die Welt.

KLUGE KÖPFE MIT EINEM SEHR GROSSEN EINBLICK.

Unsere 51.100 Experten arbeiten in 35 Ländern und in über 100 Märkten.

GLOBALE PERSPEKTIVE UND FEINE PRÄZISION.

Wir verwalten weltweit 20% aller Finanzanlagen.*

MEHR POTENZIAL FÜR IHRE ZUKUNFT.

Mit Investment Management und Investment Services aus einer Hand.

