



SCHWABE, LEY & GREINER

TREASURYLOG

Corporate Finance

2015

S. 4 Von der Niederlage zum Sieg
Der Weg zur Restrukturierung

S. 16 Blindflug oder Bonitätssteuerung?
Strategische Entscheidungen und Unternehmensbonität

S. 20 Die Kirche im Dorf lassen
Eigenmittelvorschriften der Banken und Kreditkosten

S. 26 Es tut sich was in Europa
Neuer europäischer Markt für Private Placements?



SCHWABE, LEY & GREINER

Corporate Finance

—

Wie stabil ist Ihre Finanzierung?

Wir durchleuchten Ihr bestehendes Finanzierungsportfolio aus der Perspektive des Liquiditätsrisikos und setzen uns mit den Auflagen, Sicherheiten und Kündigungsmöglichkeiten in Ihren Verträgen auseinander. Ihrem Bedarf und Ihrer Bonität entsprechend entwickeln wir Lösungen für Refinanzierung sowie Finanzierung von Wachstumsstrategie oder konkreten Akquisitionen. Schwabe, Ley & Greiner ist Ihr Partner während des gesamten Finanzierungsprozesses.

Mehr Informationen finden Sie hier:
www.slg.co.at/CorporateFinance

Liebe Leserinnen und Leser!

„Das Kapital wird knapp“, überschrieb das manager magazin Anfang 2011 einen Artikel, der sich auf eine Studie eines prominenten Beratungsunternehmens bezog. Vorausgesagt wurde eine Ära steigender Zinsen und knappen Kapitals in Märkten wie Europa, verursacht durch die Sogwirkung des Kapitalbedarfs der Emerging Markets. Nun, wer ausgehend von heutigen Niveaus für irgendwann ein Zeitalter höherer Zinsen vorhersagt, wird schon irgendwann einmal recht haben. Dazu bedarf es keiner Studie. Nicht ganz so ist das mit der häufig zitierten Knappheit des Kapitals.

Kapital ist grundsätzlich nicht knapp

In einem halbwegs effizienten – oder wenigstens: freien – Kapitalmarkt sind Projekte, die glaubhaft einen positiven und marktgerechten Nettobarwert versprechen, auch finanzierbar. Das gilt für Eigen- wie für Fremdkapital, wie jeder weiß, der sich mit den Grundlagen der Unternehmensfinanzierung beschäftigt hat (siehe zum Beispiel Brealey-Myers: „Principles of Corporate Finance“). Es ist nicht eine Frage der Knappheit, sondern eine der Alternativen und der Einschätzung des Verhältnisses von Risiko und Ertrag durch die Geldgeber, die dazu führt, dass ein Unternehmen oder ein Projekt nicht finanzierbar ist – zumindest nicht zum gewünschten Preis. Das mag sich dann für den Einzelnen oder auch für eine ganze Region wie Knappheit anfühlen, ist es aber nicht wirklich.

Finanzierbarkeit als Funktion von Risiko und Ertrag

Im Kern geht es also bei der

Frage der Finanzierbarkeit immer um Bonität und um den angemessenen Preis für eine bestimmte Bonität. Davon handelt dieses Heft in weiten Strecken: Was ist zu tun, wenn keine ausreichende Bonität vorhanden ist, wenn also saniert werden muss? Wie kann Bonität positiv beeinflusst werden, wie wirken sich verschiedene Bonitäts-szenarien aus und wie bildet sich Bonität in Finanzierungsinstrumenten ab?

Selbstverständlich dürfen wir uns von der heutigen Liquidität der Märkte nicht täuschen lassen. Es werden wieder Zeiten kommen, zu denen die Geldgeber wählerischer werden. Wie schnell das gehen kann, hat man zuletzt an dem einen oder anderen Börsengang gesehen. Obwohl heute zweifellos mehr als genug Liquidität und Nachfrage am Markt ist, war die Verunsicherung in der Folge diverser krisenhafter Ereignisse plötzlich so groß, dass einzelne Emissionen verschoben, gekürzt oder die Preisspannen reduziert werden mussten. Es gibt kaum ein besseres Beispiel dafür, dass es nicht um den Mangel oder den Überfluss an Kapital geht, sondern um die Einschätzung der Attraktivität des Finanzierungsobjektes durch die Geldgeber. Die einfachere Ausrede für das Management wäre natürlich eine durch irgendwelche Umstände – wie etwa kapitaldurstige Chinesen – verursachte allgemeine Dürrezeit der Kapitalmärkte.

Wir wünschen Ihnen inhaltlichen Gewinn und Spaß bei der Lektüre und eine frohe Weihnachtszeit!

Jochen Schwabe

Inhalt

- 4 Von der Niederlage zum Sieg**
Der Weg zur Restrukturierung.
- 8 Deutsche Insolvenzpraxis**
Mehr Gestaltungsmöglichkeiten für Shareholder.
- 10 Im Sanierungsfall frühzeitig reagieren**
Was bei der Restrukturierung zu bedenken ist.
- 12 Breite Palette von Sanierungsmaßnahmen**
Herausforderungen bei der privatrechtlichen Sanierung.
- 16 Blindflug oder konkrete Bonitätssteuerung?**
Strategische Entscheidungen und Auswirkungen auf die Unternehmensbonität.
- 18 „Stabilität für alle Beteiligten“**
Kreditverträge bei Lapp Insulators: Syndiziert oder bilateral?
- 20 Die Kirche im Dorf lassen**
Eigenmittelvorschriften der Banken und Kreditkosten.
- 22 „Meine Treasury-Köpfe“**
Jochen Schwabe über Dirk Schreiber, Treasury-Leiter bei Fresenius.
- 24 Working-Capital-Management auf Schiene gebracht**
Vossloh: Mindeststandards im Debitoren- und Kreditoren-Management.
- 26 Es tut sich was in Europa**
Neuer europäischer Markt für Private Placements?
- 28 Unverwüstliches Instrument**
Bankenumfrage zu Schuldscheindarlehen.

Weihnachtsspende

In diesem Jahr spenden Schwabe, Ley & Greiner und TIPCO Treasury & Technology gemeinsam mehr als EUR 6.000 an den Verein Ute Bock (Flüchtlingshilfe) und die Caritas-Inklusions-Schule „Am Himmel“. Zusätzlich spenden wir pro Mitarbeiter EUR 50 an verschiedene Hilfsorganisationen ihrer Wahl.



© Fotolia

Wie verwandelt man eine finanzielle Niederlage in einen Sieg?

Der nüchterne Blick auf die Marge, Vermögensverkauf und striktes Working-Capital-Management leiten den Weg zur Restrukturierung ein, die offene Kommunikation mit den Banken festigt ihn und eine Cash-Kultur führt zum Ziel.

Der Autor:



Martin Winkler
ist Geschäftsführer
und Partner bei
Schwabe, Ley &
Greiner.

Wer als Finanzverantwortlicher die bittere Erfahrung eines Restrukturierungsverfahrens miterleben musste, der versteht den Begriff der „finanziellen Niederlage“ nur zu gut. Wie kommt man aber aus diesem Jammertal wieder heraus und wie gewinnt man die volle Handlungsfähigkeit zurück?

Der Schlüssel liegt darin, einen „realistischen Pfad“ für die Schuldentrückführung festzulegen. Wie geschieht dies? Indem man die mittelfristige Planung des operativen Geschäfts in mehrfache Durchläufe schickt, gepaart mit außerordentlichen Maßnahmen, die zusätzlich Cashflows generieren.

Unprofitable heiligen Kühe schlachten

Der erste Schritt zurück in eine solide finanzielle Situation liegt darin, einen Kennzahlenkorridor für einen Zeitraum von zwei, drei oder vier Jahren zu bestimmen. Die wesentlichen Orientierungspunkte dieses Korridors sind Verschuldungsdauer (Nettoverschuldung/EBITDA), Eigenkapitalquote, Zinsdeckung (Zinsaufwand/EBIT) und die EBITDA-Marge. Mit ihnen lässt sich eine Entwicklung anpeilen, die in einem vernünftigen Zeitraum zu verwirklichen ist. Dieser Zeitraum ist entscheidend für die Erfolgsaussichten – lassen Sie sich nicht von den Bankpartnern in eine aussichtslose Situation bringen, wenn es um die Festlegung dieses Zeitraums geht! Lieber an

dieser Stelle zehnmal nein sagen, als später die definierten Ergebnisse und Kennzahlen nicht liefern zu können.

Das operative Management muss bei der Planung klar darauf bestehen, dass das Grundgeschäft profitabel ist. Jede Gesellschaft muss ihren Beitrag zum erforderlichen Gesamtergebnis bringen. Die Marge für ein nachhaltig erfolgreiches Geschäft ist üblicherweise bekannt und im Branchenvergleich gut bestimmbar. Man darf vor „heiligen Kühen“ nicht zurückschrecken: Wenn eine Gesellschaft kein ausreichendes Ergebnis bringt, dann ist das Management auszutauschen, Punktum. Und wenn eine Gesellschaft auch durch ein neues Management nicht sanierbar ist, muss man sich fragen, ob man sie wirklich benötigt oder ihre Leistungen besser extern zukauf.

Bei einer Restrukturierung spielt das Prinzip Hoffnung keine Rolle – es zählt nur mehr das Ergebnis. Wenn diese klaren Regeln allen Geschäftsführungen bekannt gemacht sind, beginnt der „Inflight“ bezüglich der Umsatzziele, Kosten, Margen und Investitionen. Am Ende des Prozesses müssen ein positives Ergebnis und ein positiver Free Cashflow bei jeder Gesellschaft stehen.

Nicht benötigte Vermögensgegenstände abstoßen
Parallel dazu sollte das Restrukturierungsteam das

Praxiserprobte Anlagealternativen für Treasurer

Die Lage ist alles andere als einfach, aber sie ist nicht ausweglos. Richtig ist, dass das aktuelle Niedrigzinsumfeld andauern und die Renditen vieler traditioneller Anlageinstrumente extrem niedrig, teilweise negativ, bleiben werden. „Zinsdilemma“ nennen Investoren diese Situation, weil sie mit den Renditen, die sie zurzeit erhalten, ihre Anlageziele nicht erreichen.

Dabei muss das aktuelle Umfeld kein Dilemma sein – am allerwenigsten für Treasurer. Wirklich unerlässlich sind die niedrig verzinsten Bankeinlagen, kurzfristigen Staatsanleihen oder Geldmarktfonds nämlich nur für die operative Liquidität. Für die nicht täglich fällige Liquidität, also die Liquiditätsreserve, können Investoren dagegen attraktive Anlagealternativen in Form von Investmentfonds einsetzen. Zum einen sind diese bedeutend flexibler als Termingelder und lassen einen höheren Ertrag erwarten. Zum anderen wird der Investor nicht wie bei einer Bankanlage zum ungesicherten Gläubiger des Kreditinstituts, sondern Besitzer eines gesicherten Sondervermögens.

Risikokontrollierte Fondsstrategien haben zudem den Vorteil, dass sie seit langem in der Praxis erprobt sind – und zwar beim Management von Pensionsgeldern, die ähnliche Anforderungen an eine Anlagelösung stellen wie Liquiditätsreserven. Beide haben einen langfristigen Anlagehorizont, zielen auf Kapitalerhalt und suchen eine niedrige Volatilität sowie ein übergreifendes Risikomanagement.

Wichtig für den Anlageerfolg ist es vor diesem Hintergrund, einen belastbaren, regelbasierten und daher nachvollziehbaren Investmentprozess zu installieren. Invesco folgt hier einem dreistufigen Aufbau bestehend aus Strategischer Asset Allokation, Taktischer Asset Allokation und Wertsicherung, der in ein risikogesteuertes Multi-Asset-Portfolio mündet.

Die entscheidenden Grundlagen werden im ersten Schritt gelegt, indem Invesco die einzelnen Vermögenswerte so gewichtet, dass ihr Beitrag zum Gesamtrisiko gleich hoch ist. Mit anderen Worten: Der Risikobeitrag der einzelnen Anlageklassen bestimmt ihre Gewichtung im Portfolio und die Asset Allokation ist das steuerbare Ergebnis der verschiedenen Risikobeiträge. Damit bekommt der Investor die Flexibilität, die er benötigt, um unter ganz unterschiedlichen Marktbedingungen erfolgreich handeln zu können.



Bruno Schmidt-Voss, Leiter Institutionelles Geschäft Deutschland, Invesco Asset Management Deutschland GmbH.

Im zweiten Schritt wird die Strategische Asset Allokation mit dem Ziel angepasst, das Risikobudget zu optimieren und Zusatzerträge zu generieren. Anhand der Indikatoren Bewertung, Trend, wirtschaftliches Umfeld und Risikoaversion werden die Anlageklassen kontinuierlich bewertet und im Vergleich zur Strategischen Asset Allokation über- oder untergewichtet. Um in Stufe drei das Einhalten der definierten Wertuntergrenze sicher zu stellen, steuert das Fondsmanagement die Portfoliopositionen dynamisch, indem es den Investitionsgrad und die Risikobudgets täglich überwacht.

Ein so konstruiertes und verwaltetes Multi-Asset-Portfolio ist für ganz unterschiedliche Risikotoleranzen geeignet und kann einem Unternehmen auch in dem aktuellen Niedrigzinsumfeld die Renditen für sein Liquiditätsmanagement bieten, die traditionelle Lösungen zurzeit nicht liefern.



Die enthaltenen Informationen stellen keine Anlageempfehlung oder sonstigen Rat dar. Obwohl große Sorgfalt darauf verwendet wurde, um sicherzustellen, dass die in diesem Dokument enthaltenen Informationen korrekt sind, kann keine Verantwortung für Fehler oder Auslassungen irgendwelcher Art übernommen werden sowie für alle Arten von Handlungen, die auf diesen basieren.

Wertentwicklungen in der Vergangenheit sind keine Garantie für zukünftige Erträge.

Herausgeber dieser Information in Deutschland:
Invesco Asset Management Deutschland GmbH
An der Welle 5, D-60322 Frankfurt am Main

Anlagevermögen und das Working Capital analysieren. Jede Gesellschaft hat nicht benötigte Vermögensgegenstände. Es gilt die Ansage: „Wer keine findet, der hat nicht gesucht“. Die Anlagenverzeichnisse sind genau zu durchforsten – Grund und Boden, Gebäude, Maschinen und Anlagen, Anlagenteile, Energieanlagen, Gleisanlagen, Beteiligungen, Ersatz- oder Kompensationsgüter können in Liquidität verwandelt werden. Banken geben dazu fast immer das OK, sofern der Verkauf keine zukünftigen Cashflows schwächt.

Diese zusätzlichen Liquiditätszuflüsse sind unverzichtbar, weil die operativen Maßnahmen meist deutlich länger dauern als gewünscht. Gleiches gilt für das Working Capital: In den Vorräten sind große Reserven vorhanden, die gemeinsam mit Forderungen zu Liquidität verwandelt werden können. Großes Fingerspitzengefühl ist aber vonnöten, wenn Sie auf der Kreditorensseite die Zahlungsziele ausweiten – es darf keine negativen Signale an die Kreditversicherer geben. Jedoch bewegen Sie bereits einen spürbaren Betrag, wenn Sie aufhören, Rechnungen vor Fälligkeit oder bereits fünf oder sieben Tage nach dem Eingang zu bezahlen.

Das systematische Bearbeiten von langfristigen und kurzfristigen Vermögensgegenständen bringt meiner Erfahrung nach immer wieder überraschende Ergebnisse. Vor allem bei länger existierenden Unternehmen findet man sehr viel „liquidierbares“ Vermögen, das auf der Aktivseite keinen Wertbeitrag leistet. Es kann, einmal verkauft, unmittelbar zur Schuldentilgung verwendet werden. Auch für die Cash-Generierung aus dem Anlage- und Umlaufvermögen braucht es realistische Zeithorizonte, die in die Mittelfristplanung iterativ einzuarbeiten sind.

... die Bank will trotzdem mehr

Sollten bis zu diesem Prozessschritt nicht genügend Tilgungsbeiträge eingesammelt worden sein, beginnt jetzt der schmerzhaftere Teil der Vermögensanalyse: Welche Unternehmensteile kann man noch verkaufen, welche Güter und Leistungen nachhaltig zukaufen, ohne sich externen Partnern auszuliefern? In dieser Phase des Restrukturierungsprozesses nimmt der Widerstand intern zu. Nur wenn dieser massiv und von mehreren Seiten kommt, sollte man sich die Sache noch ein paar Mal aus unterschiedlichen Perspektiven ansehen. Es dürfen keine Fehler gemacht werden, die die Zukunftsfähigkeit gefährden. Alles andere sollte aber ohne Abstriche umgesetzt werden. Machen Sie sich jedoch keine Illusionen: Auch wenn Ihnen das eigene Restrukturierungskonzept äußerst ambitioniert erscheint – den Bankpartnern wird es nicht ausreichen. Daher sollte die Liste der Verkaufsobjekte noch die eine oder andere optionale Maßnahme beinhalten; es besteht eine hohe Wahrscheinlichkeit, dass man sie benötigen wird.

Vertrauen wird jetzt zum kostbarsten Gut im Umgang mit den Banken. Vermeiden Sie unbedingt

Schwabe, Ley & Greiner: Restrukturierungs-Knowhow in finanziellen Schieflagen

Gerne begleiten wir Sie in einer Restrukturierungssituation und unterstützen Sie bei der Bestimmung eines realistischen Entschuldungskorridors, bei der Identifikation von Cash-generierenden Maßnahmen im Anlage- und Umlaufvermögen, bei der Umsetzung eines modernen Planungs- und Berichtswesens und bei den Bankenverhandlungen. Unser Team „Corporate Finance“ setzt sich aus Experten mit Bankenhintergrund und Treasury-Beratungserfahrung zusammen.
www.slg.co.at/CorporateFinance

Wunschscenarien und nehmen Sie eine möglichst nüchterne und realistische Analyse vor. Die Bankpartner werden im Regelfall eine Validierung durch einen externen Berater verlangen. Mit diesem muss ein offenes und korrektes Verhältnis aufgebaut werden, und er muss mit belastbarem Zahlenwerk arbeiten können.

Wer seine Hausaufgaben in dieser Reihenfolge macht, legt auch den Grundstein des zukünftigen Erfolgs. Die Kapitalbindung im Anlage- und Umlaufvermögen wird deutlich entlastet. Das Unternehmen schleppt keine „unnötigen Kilos“ herum, die ständig weiter finanziert werden müssen, und braucht deutlich weniger Kapital für das operative Geschäft. Das macht sich sukzessive bemerkbar. Die neugewonnene Margenorientierung erhöht die Profitabilität und damit auch die Cash-Generierung in den operativen Gesellschaften. Damit erhöht sich der Eigenfinanzierungsgrad der Investitionen und die Konzerngesellschaften brauchen weniger Finanzierung von oben oder von außen. In Summe dreht sich der Cash-Abfluss in einen spürbaren und nachhaltigen Cash-Zufluss.

Realistische Informationen als Überlebensfaktor

Als Teil der Restrukturierungsvereinbarung muss das Unternehmen die Kommunikation in Richtung Banken verstärken. Darin liegt eine weitere wichtige Chance: Um die erforderlichen Informationen im Unternehmen zu generieren, müssen die Planungs- und Informationssysteme deutlich verbessert werden. Liquidität heute, morgen und übermorgen wird zum Überlebensfaktor; über sie müssen alle Gesellschaften, Divisionen und der Gesamtkonzern rasch Bescheid wissen. Dieser Zwang führt zu einer neuen Cash-Kultur. Jedem Buchhalter, jedem Finanzmanager, jedem Controller ist klar, dass man Rechnungen nicht mit Forderungen, sondern nur mit Cash bezahlen kann. Dies führt zu einer erfreulichen Dynamik, die am Ende eines schwierigen Prozesses das gute Gefühl eines nachhaltigen Sieges festigt.



ATTRAKTIVE FESTGELDKONDITIONEN FÜR FIRMENKUNDEN

GELDANLAGEN FÜR FIRMENKUNDEN

Die IKB bietet Firmenkunden attraktive Festgeldanlagen mit individuellen Laufzeiten ab einer Anlagesumme von 1 Mio. EUR/USD an.

Nähere Informationen zur Geldanlage finden Sie hier:
www.ikb.de/firmenkunden/geldanlage

Ihr direkter Kontakt zu den aktuellen Konditionen:
Telefon: +49 211 8221-8683
E-Mail: Julia.van.Herweghe@ikb.de

IKB 
Deutsche Industriebank



Deutsche Insolvenzpraxis: Mehr Gestaltungsmöglichkeiten für die Stakeholder

Für die Restrukturierung von krisenbefangenen Unternehmen in Deutschland haben sich mit dem Gesetz zur weiteren Erleichterung der Sanierung von Unternehmen (ESUG) neue Handlungsoptionen ergeben. Fazit nach rund vier Jahren: Die Planbarkeit von Unternehmenssanierungen ist deutlich verbessert worden.

Am 1. März 2012 ist das ESUG in Kraft getreten. Als zentrale Änderungen hat es das Schutzschirmverfahren und erweiterte Möglichkeiten der Eigenverwaltung mit sich gebracht: Das Schutzschirmverfahren gibt dem krisenbefangenen Unternehmen, seiner Unternehmensführung und den beteiligten Beratern die Möglichkeit, binnen drei Monaten einen Insolvenzplan auszuarbeiten, ohne dass sich Gläubiger gegen das bereits erstellte Sanierungskonzept sperren könnten. Es ist nur bei drohender Zahlungsunfähigkeit nutzbar und erfordert – sofern keine Überschuldung vorliegt – die Zustimmung der Gesellschafter. Dieses Vorbereitungsverfahren für einen Insolvenzplan, kombiniert mit den neu eingeführten Regelungen der Eigenverwaltung sowie mit der Förderung der Eigenverwaltung als solcher, die mit dem ESUG implementiert wurde, dämmt zugleich den Kontrollverlust für die Geschäftsleitung und ihre Berater ein: Anstatt eines Insolvenzverwalters wird ein Sachwalter bestellt, der ausschließlich Kontrollfunktionen hat und durch das Management sowie seine Berater ausgesucht werden kann.



Rund vier Jahre nach Inkrafttreten des ESUG ist zu konstatieren, dass sich die neuen Regelungen in der Praxis bewährt haben und die mit der Gesetzesänderung intendierten Ziele erreicht worden sind.

Mehr Einfluss für die Gläubiger, aber frühe Chance auf Sanierung

Die Möglichkeiten der Gläubiger, stärkeren Einfluss auf wesentliche Entscheidungen des Insolvenzverfahrens zu nehmen, sind signifikant gestiegen, da sie insbesondere die Bestellung des Insolvenzverwalters maßgeblich beeinflussen können. Darüber hinaus haben die Stärkung der Eigenverwaltung und das Schutzschirmverfahren dazu geführt, dass sich krisenbefangene Unternehmen und ihre Stakeholder frühzeitiger als zuvor mit Sanierungsoptionen beschäftigen – nicht zuletzt auch deshalb, weil ein Schutzschirmverfahren im Falle einer bereits eingetretenen Zahlungsunfähigkeit von vornherein ausscheidet.

Um ein Schutzschirmverfahren durchführen zu können, darf die angestrebte Sanierung „nicht offensichtlich aussichtslos“ sein. Vorgelegt werden muss

eine Bescheinigung, die einer eingehenden Prüfung der Sanierungsfähigkeit bedarf. Dies kann im Einzelfall recht komplex sein und erfordert eine intensive Auseinandersetzung mit den Krisenursachen. Deshalb sollte die Unternehmensleitung die Prüfung der Sanierungsfähigkeit einleiten, sobald sich eine drohende Zahlungsunfähigkeit abzeichnet und sich die Gesellschafter für ein Schutzschirmverfahren entscheiden.

Handeln statt Abwarten

Unternehmer, Geschäftsleiter und Aufsichtsräte eines krisenbefangenen Unternehmens sollten sich daher mit den durch das ESUG geschaffenen neuen Optionen rechtzeitig – das heißt spätestens in der operativen Krise – befassen und strategische Überlegungen anstellen, welches Sanierungsverfahren im Einzelfall sinnvoll ist und welche Vorbereitungen zu treffen sind. Bei zu langem Abwarten in der Krise hingegen begibt man sich einer gegebenenfalls wertvollen Handlungsalternative.

Die Praxiserfahrungen der vergangenen vier Jahre haben ferner gezeigt, dass der Abstimmungs- und Koordinationsbedarf im Vorfeld einer Insolvenz erheblich zugenommen hat. Denn das Konzept für einen Insolvenzplan sollte bereits mit den wichtigsten Stakeholdern abgestimmt sein, sofern ein Antrag auf

Der Autor:

Dr. Rüdiger Theiselmann ist Rechtsanwalt in Frankfurt/Main und koordiniert finanzielle Restrukturierungen und Neuausrichtungen internationaler Unternehmen. Sein juristischer Schwerpunkt liegt auf der Beratung von Organmitgliedern im Hinblick auf ihre rechtlichen Pflichten und auf Haftungsvermeidung.



Eigenverwaltung gestellt werden soll. Dies erfordert einen intensiven Austausch mit den Gläubigern. Zudem sollten im Hinblick auf den vorläufigen Sachwalter frühzeitig Gespräche aufgenommen werden, weil sich die Suche nach dem fachlich und persönlich geeigneten Kandidaten unter Zeitdruck oftmals als Herausforderung erweist.

Angesichts dessen lässt sich zusammenfassen, dass die mit dem ESUG geschaffenen neuen Möglichkeiten erhebliche Vorteile für die Stakeholder des krisenbefangenen Unternehmens haben können – sofern dessen Gesellschafter und das Management frühzeitig handeln sowie von erfahrenen Experten die erforderlichen Schritte planen und umsetzen lassen.

Transparente Spesenabrechnung im Cash Management mit dem camt.086 der Bank Austria

Mit der elektronischen Bankabrechnung „camt.086“ bietet die Bank Austria als eine der ersten Banken in Österreich einen detaillierten Überblick über die Spesen im Zahlungsverkehr und im Cash Management.

„Cash Manager und Treasurer müssen wirtschaftlich denken und ihren Zahlungsverkehr nach Kostenkriterien gestalten – insbesondere, wenn sie mehrere Bankverbindungen und/oder Konten in verschiedenen Ländern haben. Dann ist eine eindeutige Vergleichbarkeit von Spesen und Gebühren unerlässlich“, sagt Alexander Ortner, Head of CashManagement Sales Austria bei der Bank Austria.



Mit ihrer neuen elektronischen Bankabrechnung „camt.086“ setzt die Bank Austria als eine der ersten Banken in Österreich einen wesentlichen Schritt in Sachen Vergleichbarkeit und transparente Abrechnung. Der camt.086 basiert auf dem XML-Format und ist nach den Vorgaben des ISO20022-Standards aufgebaut. Er weist alle im Abrechnungszeitraum durchgeführten Transaktionen, den Einzelpreis pro Transakti-

on und den Gesamtbetrag aus. Pauschalen und Sondervereinbarungen können ebenso nachvollzogen werden. Außerdem erlaubt diese Lösung eine automatische Weiterverarbeitung der Spesenabrechnungen in der firmeneigenen Buchhaltung. Der camt.086 erfasst derzeit sämtliche Vorgänge aus dem Bereich Zahlungsverkehrs- und Kontoabrechnung. Demnächst soll auch eine detaillierte Übersicht über Trade-Finance- und Wertpapiertransaktionsgebühren verfügbar sein. Die gewünschten Abrechnungsinformationen werden über BusinessLine, DFÜ, MultiCash, SWIFT FileAct, EuropeanGate und SFTP bereitgestellt.

Nähere Informationen erhalten Sie bei Alexander Ortner, Head of CashManagement Sales Austria, Telefon +43 (0)5 05 05-55751 oder unter [firmenkunden.bank-austria.at/Cash Management & Zahlungsverkehr/Cash Management Services](https://www.bank-austria.at/Cash-Management-&-Zahlungsverkehr/Cash-Management-Services)

Mehr Überblick im Zahlungsverkehr mit der elektronischen Bankabrechnung

- Transparente Darstellung aller Bankgebühren
- Für weitere Konten innerhalb der UniCredit Group auch in anderen Ländern verfügbar
- Automatische Übernahme in die firmeneigene Buchhaltung

Im Sanierungsfall frühzeitig reagieren

Restrukturierung von Finanzverbindlichkeiten: Was vor und während der Restrukturierungsphase zu bedenken ist. Eine Anwaltssicht aus Österreich.

Kommt ein Unternehmen oder ein Konzern in finanzielle Schieflage, so kann dessen Zukunft von schnellem und entschlossenem Handeln abhängen. In einer solchen Situation ist aber nicht nur die Mitwirkung der Eigentümer und Geschäftsführung, sondern auch die der Gläubiger(banken) gefragt.



Forderungen zusammenzufassen (beispielsweise Forderungen bei Kernbanken der Gruppe) oder Gruppen von Gläubigern zu bilden und diese separat zu behandeln.

Neben der kurzfristigen Stundung bestehen der Verbindlichkeiten besteht vor Abschluss

der eigentlichen Restrukturierungsvereinbarung in vielen Fällen Bedarf nach Liquidität („fresh money“). Sofern die beteiligten Banken bereit sind weitere Kredite zu gewähren, werden sie einen spürbaren Beitrag der Eigentümer und – auch vor dem Hintergrund jüngster Judikatur zu Untreue – umfassende Sicherheiten verlangen (müssen).

Restrukturierungsphase – Vereinbarungen durchdenken

Wenn die Banken die Möglichkeit einer erfolgreichen Restrukturierung sehen und sie sich mit dem Unternehmen auf eine Stundung und unter Umständen auf eine weitere Kreditgewährung geeinigt haben, geht die Restrukturierung in die nächste Phase über. In dieser wird eine Restrukturierungsvereinbarung abgeschlossen; sie sollte einen Zeitraum umfassen, der zumindest eine mittelfristige Sanierung und Stabilisierung ermöglicht.

Neben den Banken müssen aber auch die Eigentümer an den Erfolg einer Restrukturierung glauben, weshalb in den meisten Fällen (nochmals) ein Beitrag von ihnen gefordert wird. Ein solcher Beitrag besteht in der Regel aus Zufuhr neuer Liquidität, Verzicht auf Gewinnausschüttungen, Stundung von Forderungen gegenüber dem Konzern oder Verkauf von Beteiligungen oder sonstigen Vermögensgegenständen. Eine aus der Perspektive der Eigentümer wesentliche Frage ist dabei, ob Dividenden und Forderungen verzinst oder zinsfrei gestundet werden. Um sich gegen eine weitere Verschlechterung der wirtschaftlichen Lage des Unternehmens abzusichern, verlangen die Banken für ihre Einwilligung in die Restrukturierung üblicherweise die Bestellung zusätzlicher Sicherheiten durch das Unternehmen, unter Umständen auch durch weitere Konzerngesellschaften oder Gesellschafter/Eigentümer. Eine solche Nachbesicherung kann beträchtliche Kosten nach sich ziehen und neben der von den Banken üblicherweise verlangten Gebühr („Restructuring Fee“) einen bedeutsamen Kostenblock darstellen. Ein be-



© Fotolia (2)

Frühphase – Rahmen festlegen

Ist die Rückführung von Verbindlichkeiten gefährdet, sollte bereits in einer frühen Phase gegenüber den finanzierenden Banken darauf hingewirkt werden, bestehende Verbindlichkeiten zu stunden oder Tilgungen zu verschieben. In jedem Fall ist zu überprüfen, ob eine Vereinbarung mit einigen Gläubigern anderen Gläubigern die Möglichkeit zur vorzeitigen Fälligestellung gibt, beispielsweise aufgrund von Bestimmungen, die Kündigungsrechte einräumen, sobald (Stundungs-)Vereinbarungen mit einem Gläubiger geschlossen werden.

Ebenfalls frühzeitig sollte festgelegt werden, welche Verbindlichkeiten und welche Gesellschaften von einer Restrukturierung umfasst sein sollen. Aus der Sicht des ausfallgefährdeten Konzerns sollte es das Ziel sein, möglichst viele Kredite zusammenzufassen, aber gleichzeitig „günstige“ Kredite auszunehmen. In manchen Fällen ist es sinnvoll, nur gewisse

trächtlicher Teil der Kosten für die Bestellung von Sicherheiten besteht in der Eintragungsgebühr für die Einverleibung von Hypotheken im Grundbuch (1,2 % vom Wert der einzutragenden Hypothek). Es ist daher sinnvoll, Hypotheken so zu gestalten, dass diese auch zur Besicherung einer allfälligen Refinanzierung nach Ende der Restrukturierungsvereinbarung verwendet werden können.

Ausnahmen vorhersehen

Für die Stundung bestehender Verbindlichkeiten und die Vereinbarung eines neuen Tilgungsplans ist aus Sicht der Banken eine deutliche Einschränkung der Handlungsmöglichkeiten des Kreditnehmers/Konzerns erforderlich. Verboten oder stark eingeschränkt werden zumeist die Aufnahme neuer Verbindlichkeiten, die Gewährung von Krediten, Investitionen, die Bestellung von Sicherheiten und gesellschaftsrechtliche Maßnahmen, die zu einer Änderung der Gruppenstruktur führen. Unter der Restrukturierungsvereinbarung nicht gestattete Geschäfte dürfen nur nach vorheriger (zumeist schriftlicher) Zustimmung der Banken ausgeführt werden. Dabei ist zu bedenken, dass die Erteilung einer solchen Zustimmung durch die Banken („Waiver“) mit Kosten verbunden ist (oftmals wird eine separate „Waiver Fee“, die bei jedem Waiver zu bezahlen ist, vereinbart) und einer schnellen Durchführung des Geschäfts entgegensteht. Daher ist es aus Sicht des Unternehmens besonders wichtig, die erforderlichen Ausnahmen in der Restrukturierungsvereinbarung vorzusehen und gegebenenfalls gewisse Gesellschaften zur Gänze von gewissen Einschränkungen auszunehmen. So ist es beispielsweise zweckmäßig, konzerninterne Kredite (im erforderlichen Rahmen) vom Verbot der Kreditgewährung

Der Autor:

Emanuel Welten ist Partner bei der Wiener Wirtschaftsanwaltskanzlei Binder Grösswang.



auszunehmen, um vorhandene Liquidität konzernintern an die richtigen Stellen zu transferieren. Für die Banken ist eine solche Ausnahme üblicherweise akzeptabel, da mit dem Verbot der Kreditgewährung in erster Linie der Mittelabfluss aus dem Konzern verhindert werden soll und daher oftmals nichts gegen eine konzerninterne Verschiebung von Liquidität spricht. Ebenfalls sinnvoll ist es, bestimmte bereits bekannte Projekte, wie beispielsweise geplante Verkäufe, unter der Restrukturierungsvereinbarung zu gestatten.

Aber auch den Kündigungsgründen sollte besondere Aufmerksamkeit gewidmet werden. Das Vorliegen eines Kündigungsgrunds erlaubt es Banken, sämtliche Forderungen sofort fällig zu stellen, was in der Regel umgehend zur Insolvenz des Unternehmens/Konzerns führen wird. Auch wenn Kreditnehmern während einer Restrukturierung vergleichsweise wenig Verhandlungsmacht gegenüber den Banken zukommt, sollten auch bei den Kündigungsgründen die notwendigen Ausnahmen sowie Heilungsmöglichkeiten, Schwellenwerte und Wesentlichkeitsschwellen vereinbart werden.

Wieder auf Kurs

Sobald sich das Unternehmen oder der Konzern wirtschaftlich erholt, wird (insbesondere angesichts der weitgehenden Einschränkungen der wirtschaftlichen Handlungsfähigkeit und der Eigentümerbeiträge) der Wunsch bestehen, die Restrukturierungsvereinbarung vorzeitig zu beenden und sich anderweitig zu finanzieren. Sofern für die bestehenden Verbindlichkeiten ein neues Tilgungsprofil vereinbart wurde, muss das Unternehmen die ausstehenden Verbindlichkeiten bei vorzeitiger Beendigung üblicherweise vollständig zurückführen. Hierfür bietet es sich aufgrund der verbesserten Finanzlage an, die ausstehenden Verbindlichkeiten durch die Aufnahme einer neuen Finanzierung zu vorteilhafteren Konditionen zu refinanzieren. Sofern sich die Finanzlage weiter verbessert, eröffnen sich dem Unternehmen weitere, alternative Finanzierungsmöglichkeiten, etwa durch den Abschluss von Schuldscheindarlehen oder die Ausgabe von Unternehmensanleihen.



© Fotolia

Breite Palette von Sanierungsmaßnahmen

Herausforderungen bei der privatrechtlichen Sanierung von Unternehmen in der Schweiz: Was Unternehmen, Investoren und Gläubiger beitragen können.

In den Jahren 2014 und 2015 ist es in der Schweiz zu keinen volkswirtschaftlich bedeutsamen Konkursöffnungen oder Nachlassstundungen gekommen. Aufgrund der Aufhebung des Euro-Mindestkurses von CHF 1,20 im Januar 2015 und der darauffolgenden substantiellen Erstarkung des Schweizer Frankens haben jedoch viele Unternehmen der Exportindustrie sowie der Tourismusbranche mit Ertragsrückgängen zu kämpfen und müssen mögliche Sanierungsmaßnahmen prüfen und durchführen. Rationalisierungsprogramme und Produktionsverlagerung ins Ausland stehen dabei im Vordergrund.



bewilligt wird. Im Nachlassverfahren müssen die Unternehmensorgane die Sanierung grundsätzlich selber vorbereiten und durchführen, gewisse Schritte vor der Umsetzung aber vom Sachwalter respektive dem Nachlassgericht bewilligen lassen.

In Sanierungssituationen sind die Entscheidungsträger verpflichtet, vertieft abzuklären, welche Folgen ein Entscheid für bzw. gegen eine bestimmte Sanierungsmaßnahme im Fall einer späteren Konkursöffnung zeitigen würde. Stets hängt dabei das Damoklesschwert möglicher zivilrechtlicher und strafrechtlicher Verantwortlichkeit für Fehlentscheide über den Entscheidungsträgern. Es muss jeweils im Einzelfall unter Einbezug aller Umstände analysiert werden, welche rechtlichen Risiken in Bezug auf eine bestimmte Sanierungsmaßnahme bestehen, insbesondere auch mit Blick auf eine allfällige Anfechtbarkeit im Falle eines späteren Konkursverfahrens.

Sanierungsplan und Maßnahmen aller Beteiligten

Sowohl bei der privatrechtlichen Sanierung wie auch im Nachlassverfahren steht eine breite Palette von möglichen Sanierungsmaßnahmen zur Verfügung. Ausgangspunkt ist jeweils der Sanierungsplan, welcher sämtlichen involvierten Parteien, insbesondere dem Verwaltungsrat, den Gläubigern und den Aktionären, aufzeigen soll, wie die Krise überwunden werden kann und wer in welcher Form zu deren Bewältigung beizutragen hat. Der Sanierungsplan ist auch ein wichtiges Instrument, um das Risiko von Verantwortlichkeitsklagen gegen Entscheidungsträger zu reduzieren und hilft zudem bei Verhandlungen zwischen den verschiedenen Interessensgruppen, da die für solche Diskussionen wichtigen „Opfer- und Erfolgssymmetrie“ aufgezeigt werden kann.

Vereinfacht dargestellt, kann zwischen betrieblichen Maßnahmen, bilanztechnischen Maßnahmen, Maßnahmen der Aktionäre und Beiträgen der Gläubiger unterschieden werden. Nachfolgend sollen kurz beispielhaft einzelne typische Sanierungsmaßnahmen und die mit diesen einhergehenden schweizerischen Eigenheiten beschrieben werden.

Betriebliche Maßnahmen

Im Zentrum stehen typischerweise Maßnahmen,



© Fotolia (2)

Privatrechtliche Sanierung vor Nachlassverfahren

Werden Ertragsrückgänge, Liquiditätsengpässe oder auch Bilanzprobleme erkannt, versuchen schweizerische Unternehmen in aller Regel, ihre wirtschaftliche Lage in einem ersten Schritt mittels privatrechtlicher Sanierungsmaßnahmen zu verbessern. Führt dieser Weg nicht zum erwünschten Ergebnis, kann eine Sanierung auch im Nachlassverfahren durchgeführt werden, sofern dies vom zuständigen Gericht



SCHWABE, LEY & GREINER

Lehrgang Grundlagen Treasury-Management – Modul B

Termine 2016:

14. bis 18. März
Wien

13. bis 17. Juni
Frankfurt

14. bis 18. November
Wien

Inhalt:

Der mehrwöchige Lehrgang „Grundlagen Treasury-Management“ bietet seit 1992 eine umfassende Ausbildung im Bereich Finanz- und Treasury-Management. Anstelle einer Vielzahl von Spezialseminaren werden sämtliche Treasury-Themen geblockt abgehandelt. Dies ermöglicht eine bessere Übersicht und lässt Zusammenhänge zwischen den einzelnen Bereichen leichter erkennen.

Schwerpunkte im Modul B:

- | | |
|------------------------|--|
| ▲ Finanzstrategie | ▲ Kapitalmarktfinanzierung – Anleihen und Aktien |
| ▲ Bankfinanzierung | ▲ Zahlungsabsicherung und Exportfinanzierung |
| ▲ Portfolio-Management | ▲ Finanz- und Liquiditätsplanung |

Zielgruppe:

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

Mehr Informationen finden Sie auf unserer Website unter der Rubrik „Treasury-Ausbildung“:
www.slg.co.at

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: slg@slg.co.at, www.slg.co.at

Wenn nur alles so einfach wäre wie Finanzmanagement mit Technosis



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

- Automatische Buchung
- Asset Management
- IAS / IFRS
- EMIR
- Datenversorgung

TECHNOSIS
finance software

www.technosis.de

welche die Ertragskraft des Unternehmens wiederherstellen und die Liquidität verbessern sollen. Meistens wird ein eigentlicher Strauß solcher Maßnahmen beschlossen, die vor allem Kostensenkungen und weitere Rationalisierungen zum Ziel haben (etwa Stellenabbau, Verlagerung der Produktion an günstigere Standorte im Ausland, Veräußerung nichtbetriebsnotwendiger Aktiven, Sale-and-lease-back-Transaktionen bezüglich betriebsnotwendiger Aktiven).

Weil die verantwortlichen Organe die Unternehmenskrise regelmäßig (zu) spät erkennen, werden Sanierungsmaßnahmen häufig erst ergriffen, wenn bereits ein Liquiditätsengpass besteht oder unmittelbar droht. Dies schränkt die Handlungsfreiheit stark ein und erhöht auch das Anfechtungsrisiko im Rahmen von „Firesales“ und ähnlichen Transaktionen, da nicht selten zu wenig Zeit besteht, um für ein bestimmtes Aktivum den adäquaten Preis zu erzielen.

Bilanztechnische Maßnahmen

Im Rahmen von bilanztechnischen Maßnahmen der Unternehmen können u. U. bestehende Reserven (ausgewiesene oder stille) aufgelöst werden, wobei dies in Bezug auf stille Reserven nur sehr eingeschränkt möglich ist (außer bei einem Verkauf des entsprechenden Aktivums). So sieht das Schweizer Handelsrecht etwa vor, dass eine Aufwertung von Grundstücken oder Beteiligungen nur zur Beseitigung einer Unterbilanz und höchstens bis zur Höhe ihres wirklichen Werts möglich ist. Des Weiteren bedarf es dazu einer Bestätigung eines zugelassenen Revisors, dass die gesetzlichen Bestimmungen eingehalten sind. Schließlich können auch nicht mehr gerechtfertigte Rückstellungen aufgelöst werden.

Maßnahmen der Aktionäre

Typischerweise sind es die Aktionäre, die neben

dem Unternehmen selbst den Hauptanteil zur Krisenbewältigung beisteuern müssen (Stichwort „Opfer- und Erfolgssymmetrie“). Es gibt eine ganze Reihe von Sanierungsmaßnahmen, im Rahmen welcher Aktionäre zur Sanierung eines Unternehmens beitragen können, wie etwa Kapitalerhöhungen, Kapitalherabsetzungen oder A-fonds-perdu-Beiträge. Nicht selten sieht man eine Kombination dieser Maßnahmen. Speziell ist auf das sogenannte Harmonika-Verfahren hinzuweisen. Dabei handelt es sich um eine Kombination einer Kapitalherabsetzung (in der Regel auf null), direkt gefolgt von einer Kapitalerhöhung mindestens im Umfang der Kapitalherabsetzung. Dies führt zu Liquiditätszufuhr und ermöglicht es auch, die Besitzverhältnisse am Unternehmen neu zu ordnen, da nach Durchführung des Harmonika-Verfahrens jene Investoren am Aktienkapital beteiligt sind, die effektiv etwas zur Rettung des Unternehmens beigetragen haben, während die Beteiligung der Altaktionäre verwässert wird oder allenfalls gänzlich verloren geht. Dieses Verfahren ist im Vergleich zu einer reinen Kapitalherabsetzung im Rahmen einer Sanierung unter erleichterten Bedingungen möglich.

Beiträge von Gläubigern

Die Gläubiger, insbesondere die kreditgebenden Banken, werden im Rahmen von Sanierungen typischerweise auch involviert werden müssen. Oft steht zu Beginn von Sanierungen im Vordergrund, die negativen Auswirkungen des drohenden Eintritts von „Events of default“ abzuwenden, indem „Wai-vers“ eingeholt oder Stillhalteabkommen abgeschlossen werden. Das soll dem Unternehmen den notwendigen zeitlichen Spielraum verschaffen, die Sanierung in Ruhe anzugehen.

Gläubiger können aber natürlich auch aufgerufen sein, Rangrücktritte zu unterschreiben oder gar Forderungsverzichte abzugeben. Eine oft gesehene Maßnahme ist auch die Umwandlung von Fremdin Eigenkapital mittels Verrechnungsliberierung: Konkret führt das Unternehmen dabei eine Kapitalerhöhung durch, bei der die Gläubiger die neuen Aktien zeichnen und die Liberierung (Einzahlung) mittels Verrechnung ihrer Forderungen vornehmen. Diese Form der Kapitalerhöhung bedarf allerdings eines qualifizierten Mehrheitsbeschlusses der Generalversammlung, nicht zuletzt, weil dafür die Bezugsrechte der Aktionäre ausgeschlossen werden müssen. Ebenfalls besteht in Bezug auf die Verrechnungsliberierung einige Rechtsunsicherheit in der Schweiz, da gewichtige Stimmen in der Lehre dafür plädieren, dass die Forderungen nur im Umfang ihrer Werthaltigkeit zur Verrechnung gebracht werden dürfen. Naturgemäß ist die Werthaltigkeit von Forderungen gegenüber Unternehmen in der Krise oft fraglich oder zumindest eingeschränkt. In der Praxis bestehen aber etablierte Lösungen, um dieser Problematik Herr zu werden.

Die Autoren:



Dr. Till Spillmann ist Managing Partner und Head Finance und Capital Markets bei Bär & Karrer AG.

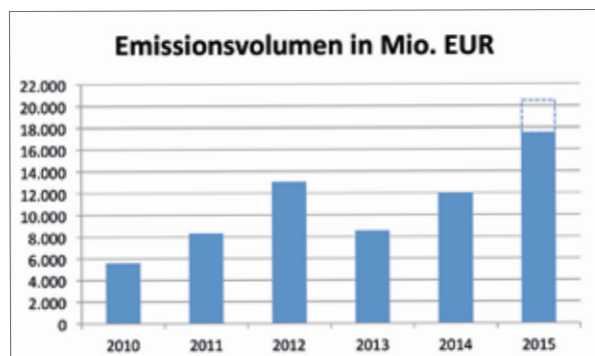


Adrian Koller ist Senior Associate bei Bär & Karrer AG.

Schuldscheindarlehen: Ein wichtiger Baustein der Unternehmensfinanzierung

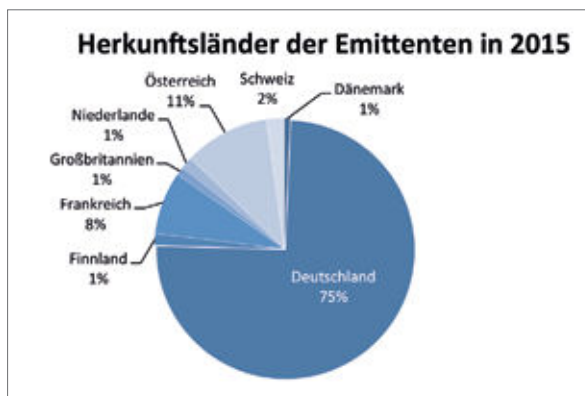
Autoren: *Andreas Petrie, Leiter Primary Markets, Helaba Landesbank Hessen-Thüringen*
Marcel Göldner, Primary Markets - Syndicate, Helaba Landesbank Hessen-Thüringen

Ursprünglich überwiegend von mittelgroßen Unternehmen als Finanzierungsinstrument genutzt, erfreut sich das Schuldscheindarlehen (SSD) auch bei Großunternehmen zunehmender Beliebtheit. Eine Reihe guter Gründe spricht für das SSD, z. B. die schlanke Dokumentation, geringe Emissionskosten und die volle Transparenz über Investoren. Zudem sind SSD erfahrungsgemäß auch in einem volatilen Marktumfeld gut platzierbar. So hat sich das SSD in den letzten Jahren zum führenden Privatplatzierungsprodukt im Euro-Raum entwickelt; es bietet eine interessante Möglichkeit der Kapitalmarktfinanzierung. Ferner passt das SSD gut in die Produktpalette von Finanzdienstleistern wie z. B. der Helaba Landesbank Hessen-Thüringen, die stark auf die Realwirtschaft ausgerichtet sind.



Sowohl das Volumen als auch die Zahl der Transaktionen sind im Schuldscheinmarkt über die letzten Jahre kontinuierlich gewachsen. Diese Entwicklung setzt sich auch im Jahr 2015 fort – das Volumen aus dem Vorjahr wurde bereits vor Jahresablauf deutlich übertroffen. Sollte sich die Entwicklung bis zum Jahresende fortsetzen, ist mit einem Gesamtvolumen von knapp 20 Mrd. Euro zu rechnen. Getrieben wird die Entwicklung neben der Refinanzierung und Zinsoptimierung insbesondere durch die Ausfinanzierung von Akquisitionen. Deshalb ist es nicht verwunderlich, dass im Vergleich zum Jahr 2014 größere Volumina von 100 bis 300 Mio. Euro im Vordergrund stehen und vermehrt bekannte Namen den Markt nutzen. Weiterhin ist ein deutlicher Trend zu längeren Laufzeiten erkennbar. Insbesondere Fälligkeiten von sieben Jahren werden angeboten, verstärkt auch von zehn Jahren oder länger.

Auch wenn der Schuldscheinmarkt im Jahr 2015 wie in den Jahren zuvor vor allem von Unternehmen aus



Deutschland im Investment-Grade-Bereich genutzt wird, steigt die internationale Akzeptanz des Produktes bei Investoren und Emittenten weiter. Bestimmend sind hier Frankreich, Österreich und die Schweiz; es finden sich aber auch immer mehr Transaktionen aus den skandinavischen Ländern oder vereinzelt aus außereuropäischen Ländern. Nachgefragt werden zudem verstärkt Emissionen in US-Dollar, Schweizer Franken oder Pfund Sterling.

Wesentliche Treiber eines anhaltenden Marktwachstums sind neben der Internationalisierung die klassischen Argumente wie Simplizität und Transaktionssicherheit, die für den Einsatz des SSD im Rahmen der Unternehmensfinanzierung sprechen. Gerade in volatilen Marktphasen platzieren auch kapitalmarktaktive Großunternehmen Benchmark-Transaktionen, also Finanzierungen, die mehrere hundert Millionen Euro umfassen. Mit Blick auf die beschriebenen Langfristrends gehen wir davon aus, dass sich das SSD zum zentralen paneuropäischen Privatplatzierungsinstrument entwickelt. Jährliche Emissionsvolumina von 20 Mrd. Euro werden dann die Regel sein.



Kontakt:

Andreas Petrie

Leiter Primary Markets, Landesbank Hessen-Thüringen
MAIN TOWER, Neue Mainzer Straße 52–58
60311 Frankfurt am Main
Tel. +49 69/ 9132 2757
andreas.petrie@helaba.de

Finanzstrategischer Blindflug oder konkrete Bonitätssteuerung?

Strategische Grundsatzentscheidungen wie Investitionen oder Akquisitionen werden in der Regel begleitet von umfangreichen Analysen und aufwendigen Return-on-Investment-Berechnungen. Die Frage nach den Auswirkungen auf die Unternehmensbonität wird dabei aber oft vernachlässigt.

Ein Vorzeigeunternehmen der Automobilindustrie. Eine Akquisition ist geplant, einige Finanzierungsvarianten stehen zur Diskussion. Außer Frage steht jedoch die strategische Zielbonität: Sie liegt im „A“-Bereich (also innerhalb von „A-“ und „A+“) und soll diesen auch nicht verlassen. Warum verordnet sich ein grundsolides Unternehmen eine derartige Vorgabe?

Alle Grundsatzüberlegungen zu Finanzierungen haben eine zentrale Steuerungsgröße – die Bonität. Von ihr abhängig sind der Zugang zu Kapital, die Höhe der Finanzierungskosten, der Grad an unbelastetem Vermögen und vor allem die operative Flexibilität des Unternehmens. Wesentliche finanzielle Maßnahmen wie etwa im Zusammenhang mit Akquisitionen wirken sich oft auf die Bonität des Unternehmens aus – gerade deshalb sollte man sie im vollen Bewusstsein der möglichen Folgen ergreifen. Im Fall des Beispielunternehmens würde das Verlassen der „Komfortzone“ Aktionäre verunsichern und womöglich Veränderungen in den Finanzierungsauflagen hervorrufen.

Was ist denn eigentlich die „Bonität“?

Die Bonität wird in der Regel als Ausfallwahrscheinlichkeit – also als prozentuelle Wahrscheinlichkeit des Zahlungsausfalls des Unternehmens – ausgedrückt. Diese wird wiederum, abhängig vom Verfahren beziehungsweise Analysten, in Ratingklassen übersetzt.

Für eine umfassende Bonitätseinschätzung sind Unternehmen auf externe Beurteilungen angewiesen. Diese kommen einerseits von finanzierenden Banken, die aufgrund regulatorischer Verpflichtungen eine Einstufung vornehmen müssen. Andererseits werden Ratings auf Wunsch aber auch von Ratingagenturen erstellt. Beide Analysen basieren sowohl auf quantitativen als auch auf qualitativen Faktoren. Zu den quantitativen Aspekten zählen Kennzahlen, die hauptsächlich aus Gewinn- und Verlustrechnung, Bilanz und Cashflow-Rechnung ermittelt werden. Als qualitative Faktoren werden insbesondere die Eigentümerstruktur, Management-Qualitäten sowie die Marktpositionierung und die Kunden- und Lieferantenstruktur herangezogen. Aber auch Rah-

menbedingungen wie Brancheneinflüsse und Konjunkturdaten werden berücksichtigt.

Was tun, wenn man die Auswirkungen einer Investition oder Akquisition im Rahmen eines Planszenarios testen möchte, ohne einen mit sehr viel Aufwand und Kosten verbundenen externen Ratingprozess durchschreiten zu müssen? Für diesen Zweck lassen sich indikative Schattenratings erstellen. Dafür stehen unterschiedliche Methoden zur Verfügung, die zwar nicht die gesamte Palette der Beurteilungskriterien abbilden, aber eine einigermaßen valide Indikation zur Bonitätsentwicklung liefern.

Kennzahlen-Sets – einfach, aber mäßige Prognosequalität

Verhältnismäßig simple, dafür aber auch mit entsprechender Schwankungsbreite verbundene Methoden stellen Kennzahlen-Sets dar. Das Z-Score-Modell von Edward I. Altman bietet großteils bescheidene, aber für gewisse Branchen brauchbare Anhaltspunkte. Ursprünglich für US-Industrieunternehmen entworfen, später jedoch auch für „Emerging Markets“ erweitert, enthält es entsprechende Gewichtungsfaktoren, aber keine Branchendifferenzierung. Darüber hinaus werden teilweise von Ratingagenturen Kennzahlen veröffentlicht, die mit historisch beobachteten Grenzwerten je Ratingklasse versehen werden. Gewichtungen werden dabei ebenso wenig berücksichtigt wie Brancheneffekte. Durch die Analyse auf Basis von Einzeljahren sind bei beiden Methoden zwar die Auswirkungen von Einmaleffekten deutlich zu erkennen, es fehlt jedoch die Kontinuität in der Ratingentwicklung.

Branchenmethodologie – der „Rating-Selbstbaukasten“

Agenturen wie Moody's, Fitch oder DBRS publizieren Branchenmethodologien, die einen Überblick über Methodik und Herangehensweise im Ratingverfahren geben. Dabei kommen Kennzahlen (unter Berücksichtigung der Grenzwerte zwischen den einzelnen Ratingstufen) zum Zug als auch qualitative Faktoren. Macht man sich diese Methodologien zunutze, erfordert das zwar eine etwas intensivere Beschäftigung mit der Thematik, erhöht jedoch auch

Der Autor:



Philip Tüttö
ist Senior Berater
und Mitglied des
Corporate-Finance-
Teams von SLG.

die Ergebnisqualität. Der besondere Vorteil liegt in der diversifizierten Betrachtung von unterschiedlichen Branchen. Auch eine isolierte Darstellung von rein quantitativen Aspekten kann bereits sehr aussagekräftige Ergebnisse liefern, vor allem in Zusammenhang mit der Simulation von finanziellen Maßnahmen.

Ökonometrische Modelle – die etwas komplexere Variante

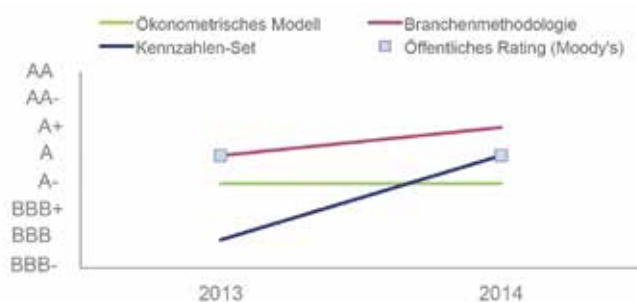
Ökonometrische Modelle leben von einer großen Datenbank und sind daher in der Regel lizenzpflichtig. Bei dieser Methode werden Jahresabschlüsse beziehungsweise die daraus gewonnenen Kennzahlen mit einer umfangreichen Referenzdatenbank verglichen. Auch in diesen Verfahren erfolgt eine Unterscheidung nach Branchen.

Ein Unternehmen, mehrere Ratings?

Auf die Frage nach dem korrekten Rating wird man wohl nie eine einzige, eindeutige Antwort erhalten. Auch Ratingagenturen liefern für das gleiche Unternehmen in vielen Fällen unterschiedliche Ergebnisse. Vielmehr pendeln sie sich in einer gewissen Bandbreite ein. Die hier beschriebenen Modelle liefern für unser Beispielunternehmen für das Jahr 2014 Bonitätsnoten zwischen „A-“ und „A+“. Das offizielle Rating liegt bei „A“. Auffällig ist der hohe Anstieg von vier Notches innerhalb eines Jahres im Kennzahlen-Set (Abb. 1), was wiederum den zuvor geäußerten Kritikpunkt der Einzeljahresbetrachtung bestätigt.

Abb 1: Vergleich der Ratingmethoden

Die verwendeten Analysemodelle kommen zu unterschiedlichen Ergebnissen, wobei das für dieses Beispielunternehmen von Moody's veröffentlichte Rating „A“ in der Bandbreite zwischen Branchenmethodologie und lizenziertem Modell zu liegen kommt.



Gezielte Bonitätssteuerung im Rahmen einer Akquisition

Zurück zur geplanten Akquisition unseres Unternehmens. Bei einer rein durch Fremdkapital finanzierten Akquisition (die im angenommenen Beispiel eine Erhöhung der Bilanzsumme um 15 % nach sich zieht) sinkt die Rating-Bandbreite fallweise auf

„BBB+“ (Abb. 2) – ein „No-go“ für die strategischen Finanzziele. Alternativ steht die Begebung einer Hybridanleihe im Raum. Abhängig von deren Ausgestaltung, rechnen die Ratingagenturen diese in unterschiedlichem Ausmaß dem Fremd- bzw. Eigenkapital zu; die Faktoren Laufzeit, Rang und Flexibilität bei Zinszahlungen sind dafür maßgeblich. Nehmen wir eine Zuordnung der Hybridanleihe von 50 % im Eigenkapital an, bleibt das Rating im Korridor der Zielbonität – und somit konform mit den Finanzzielen.

Unberücksichtigt bleiben jedoch die mit der Akquisition und dem Grundgeschäft verbundenen Risiken (z. B. Integrationsschwierigkeiten, konjunkturelle Abhängigkeiten, Rohstoffabhängigkeiten). Daher gilt es, in einer abschließenden Bonitätsanalyse auch diese in einem Worst-Case-Szenario darzustellen.

Abb. 2: Auswirkungen von Finanzierungsvarianten

Um die definierte Zielbonität nicht zu gefährden, kann die Akquisition unter Berücksichtigung der beiden dargestellten Alternativen nur über die Begebung einer Hybridanleihe finanziert werden.



Wie stabil ist Ihre Finanzierung?

Unterziehen Sie Ihr Finanzierungsportfolio einem Belastungstest: Das Corporate-Finance-Team von Schwabe, Ley & Greiner durchleuchtet Ihr Finanzierungsportfolio aus der Perspektive des Liquiditätsrisikos. Wir prüfen Ihren Handlungsspielraum anhand der vertraglich vereinbarten Auflagen, Sicherheiten und Kündigungsmöglichkeiten im Rahmen der geplanten Unternehmensentwicklung. Dabei machen wir auch vor komplexen Finanzierungsstrukturen nicht halt. Wir entwickeln das zu Ihrer Strategie und Bonität passende Finanzierungskonzept und unterstützen Sie bei der Suche nach den richtigen Finanzierungspartnern.

www.slg.co.at/CorporateFinance

„Stabilität für alle Beteiligten“

Kreditverträge: Syndiziert oder bilateral? Veronika Capek, CFO von Lapp Insulators, über die Abwägungen, die zugunsten bilateraler Finanzierungen sprachen.

T*reasuryLog:* Sie haben vor Kurzem mehrere bilaterale Finanzierungen abgeschlossen. Wie sehen die Eckdaten dieser Finanzierungsstruktur aus?

Veronika Capek: Das Gesamtvolumen der bilateralen Verträge beläuft sich auf EUR 51 Mio. Die Linien können dabei bis zu EUR 30 Mio. als Betriebsmittellinien genutzt werden und bis zu EUR 9 Mio. als Avallinien. Zusätzlich wurde eine Avallinie in Höhe von EUR 7,5 Mio. mit einer Versicherung abgeschlossen. Weitere EUR 12 Mio. dienen der Refinanzierung eines Darlehens, das in der Vergangenheit für den Erwerb der Unternehmensanteile im Rahmen eines Eigentümerwechsels aufgenommen wurde. Bei den Darlehen handelt es sich um Tilgungsdarlehen mit einer Laufzeit von fünf Jahren, um Klumpenrisiken am Ende der Laufzeit zu vermeiden.

TreasuryLog: Wann wurden die Verträge abgeschlossen und wie viele?

Veronika Capek: Die Verträge wurden Ende Mai 2015 unterzeichnet. Ursprünglich waren drei bis

fünf bilaterale Verträge geplant. Schlussendlich haben wir mit drei Banken entsprechende Vereinbarungen getroffen.

Zwei Banken präferierten eine syndizierte Lösung und wollten sich nicht auf die vorgesehene Struktur einlassen, weswegen wir die Verhandlungen mit ihnen abgebrochen haben. Das geplante Volumen konnte aber trotzdem platziert werden.

TreasuryLog: Warum haben Sie sich für eine bilaterale Finanzierung entschieden?

Veronika Capek: Wir hatten eine gute vertragliche Basis aus den bestehenden Verträgen (Betriebsmittellinien und Avallinien im vergleichbaren Volumen, ebenfalls auf bilateraler Basis), sodass wir keinen Grund sahen, wegen eines zusätzlichen Finanzierungsbedarfs von EUR 12 Mio. die aufwändige und



Veronika Capek

Syndizierter versus bilateraler Kredit

Bei einem Konsortialkredit vergibt eine Vielzahl von Banken einen Kredit unter einer einheitlichen Vertragsdokumentation (nach Vertragsmustern), die auch das Verhältnis der Kreditgeber untereinander regelt. Vorteile: Sehr große Kreditvolumina können vergleichsweise rasch zu einheitlichen Regelungen vergeben werden. Auch in einer Unternehmenskrise sind Konsortialkredite stabil, da eine teilnehmende Bank nur kündigen kann, wenn die Mehrheit aller kreditgewährenden Banken zustimmt. Nachteile: Aufgrund der „einsamen“ Verhandlungsposition des Unternehmens gegenüber mehreren Banken können Pricing und Bedingungen weniger günstig als bei einem bilateralen Kredit ausfallen und die Verhaltenspflichten sehr detailliert, sodass die tatsächlichen betrieblichen Umstände häufig Änderungsvereinbarungen notwendig machen.

Weniger breit gestreut ist ein Konsortialkredit, wenn er als Club Deal strukturiert wird. In einem solchen be-

schränkt sich der Bankenkreis auf die Kernbanken des Unternehmens. Ein Club Deal enthält dann alle Elemente eines Konsortialkredits, jedoch verfolgen die Banken in der Regel keine Weitersyndizierung und räumen dem Kreditnehmer mehr Mitspracherechte ein.

Bei einem bilateralen Kredit tritt nur eine Bank als Kreditgeber auf. Die Dokumentation erfolgt nach einem Bankmuster oder der Kreditnehmer entwirft sie selbst. Vorteile: Das Unternehmen befindet sich in einer günstigeren Verhandlungssituation, was zu einem besseren Pricing und weniger restriktiven Vertragsbedingungen führt; oft enthalten die Verträge keine Finanzkennzahlen. Zudem ist die Kostenstruktur transparenter, da viele Gebühren wie „Arrangement Fees“ nicht anfallen. Nachteile: Für ein größeres Finanzierungsvolumen sind mehrere bilaterale Kredite abzuschließen, ein sehr zeitaufwändiger Prozess. Jede einzelne Bank hat unabhängig von den anderen Banken ein Kündigungsrecht, was in einer Unternehmenskrise rasch destabilisierend wirken kann.

teure Übung eines Konsortialvertrags durchmachen zu müssen. Die Konditionen konnten wir ebenfalls individuell verhandeln. Daneben konnten wir den Dialog mit unseren Finanzierungspartnern aktiver gestalten als in einer Konsortialstruktur, die wir in der Vergangenheit nicht als Partnerschaft auf Augenhöhe empfunden haben.

TreasuryLog: Wie hat Ihr Finanzierungsportfolio vor Abschluss dieser Finanzierung ausgesehen?

Veronika Capek: Wir hatten fünf bilaterale Verträge mit zwar einheitlichen Basiselementen wie z. B. Cross Default, Covenants, Change of Control oder Berichtspflichten, aber ansonsten doch recht unterschiedlicher Ausgestaltung. Die Linien in der Höhe von EUR 45 Mio. konnten als Barkredite oder Avale genutzt werden. Darüber hinaus gab es noch die Finanzierung des zuvor erwähnten Verkäuferdarlehens in der Höhe von EUR 12 Mio.

TreasuryLog: Wie lange haben Sie – von der Bankensprache bis zur Unterschrift der Dokumentation – für die Umsetzung gebraucht? Was waren die aus Ihrer Sicht schwierigsten Aspekte bei der Umsetzung?

Veronika Capek: Wir hatten im Juni 2014 mit der Vorbereitung der Transaktionen gestartet und im August die Ausschreibung begonnen. Von diesem Zeitpunkt bis zur Unterzeichnung vergingen dann noch neun Monate. Das war definitiv länger, als wir erwartet hatten. Man muss dabei allerdings vorausschicken, dass unser Geschäftsmodell einen vergleichsweise sehr hohen Verschuldungsgrad erfordert. Dies musste auch in den „Financial Covenants“ entsprechend berücksichtigt werden. Eine der schwierigsten Aufgaben war, diese Thematik den involvierten Banken zu erklären. Dabei war wesentlich, die Botschaft nicht nur dem Kundenbetreuer, sondern auch dem Risiko-Management bzw. der Marktfolge zu vermitteln. Dafür benötigten wir mehrere Abstimmungsrunden – auch unter Einbeziehung der Eigentümer. Insgesamt war der Aufwand also sicher höher als bei einer vergleichbaren Konsortialfinanzierung. Nichtsdestotrotz war die Erfahrung wertvoll, wir haben einiges dabei gelernt.

TreasuryLog: Wie stellen Sie in den Verträgen die Gleichbehandlung Ihrer Bankpartner sicher?

Veronika Capek: Wir haben die unterschiedlichen Dokumentationsvorschläge der Banken, die auf Basis unseres High-Level-Term-Sheets erstellt wurden, in ein Basiswerk zusammengeführt und über zwei bis drei Abstimmungsrunden in ein inhaltlich gleichlautendes Vertragsgerüst gegossen. Einzig die kommerziellen Bestandteile – also die Konditionen – unterscheiden sich von Bank zu Bank. Darüber hinaus haben wir einen Sicherheitenpool geschaffen, der das Anlage- und Umlaufvermögen der Kreditnehmerin umfasst. Dieser wird von einer der kreditgebenden Banken verwaltet und steht allen Kredit-

gebern als Haftungsmasse gleichermaßen zur Verfügung. Somit ist eine Gleichstellung aller Bankpartner sichergestellt.

TreasuryLog: Ein Konsortialkredit sieht Mehrheitsentscheidungen vor, bei bilateralen Krediten entscheidet jede Bank unabhängig von den anderen Banken z. B. über die Ausübung von Kündigungsrechten. Verzichten Sie durch bilaterale Finanzierungen nicht auf einen gewissen Stabilitätseffekt in Ihrem Finanzierungsportfolio?

Veronika Capek: Dies ist die eine Seite der Medaille – wir sehen die Stabilität des Konsortialkredits aber auch aus einer anderen Perspektive: Wenn ein Kündigungsrecht bei einem Konsortialkredit tatsächlich ausgeübt wird, ist eine Refinanzierung aufgrund des Volumens in der Regel schwierig bzw. nahezu unmöglich. Die Kündigung einer einzelnen bilateralen Linie kann hingegen eher refinanziert bzw. leichter verkraftet werden. Daher sehen wir auch hier Vorteile in der bilateralen Struktur. Daneben sind wir der Meinung, dass wir durch die von uns geschaffene Struktur mit inhaltlich gleichen Basiselementen und Sicherheitenpool (faktisch also ein Hybrid zwischen bilateraler und Konsortial-Struktur) eine Stabilität geschaffen haben, die allen Beteiligten ausreichenden Komfort bietet.



Isolatoren für alle Bereiche

LAPP Insulators ist ein führender Hersteller und Lieferant für Isolatoren aller Spannungsbereiche mit weltweitem Vertrieb. Die Wurzeln des Unternehmens gehen auf die Porzellanmanufaktur Rosenthal und Siemens zurück. In Deutschland und den USA werden Hochspannungsisolatoren aus Keramik und Kunststoff hergestellt. Die Produktpalette umfasst Isolatoren für alle typischen Anwendungsgebiete wie Hochspannungsleitungen, Schaltanlagen, Antennen oder auch für die Elektrifizierung von Bahnstrecken.

Die Kirche im Dorf lassen

Wenn Banken aufgrund geänderter Eigenmittelvorschriften erhöhte Kosten auf Kreditnehmer überwälzen wollen, gibt es schlagkräftige Argumente, warum man sich das nicht gefallen lassen muss.

Die Referenzzinssätze für Finanzierungen haben sich seit der Finanzkrise kontinuierlich vermindert und liegen derzeit auf einem Rekordtief. Die Margen auf die Referenzzinssätze sind mit den Banken in den Kreditverträgen vertraglich vereinbart; es kann jedoch vorkommen, dass sich die Bank das Recht auf eine nachträgliche Anhebung dieser Marge einräumt, und zwar dann, wenn sich ihre Solvabilitätskosten erhöhen sollten. Der Kreditnehmer muss somit in die Bresche springen, falls der Bank höhere Kosten für die (verpflichtende) Haltung von Eigenmitteln entstehen. Was nichts anderes bedeutet, als dass der Bankkunde auch dafür zur Kasse gebeten werden kann, wenn

- ▲ das Kreditinstitut aufgrund regulatorischen Drucks („Basel III“) mehr Eigenmittel halten muss,
- ▲ sich die Kosten für Eigenmittel aufgrund des allgemeinen Zinsniveaus oder der individuellen Bonität der Bank erhöhen oder
- ▲ die Bank wegen wirtschaftlicher Schieflage von der Regulierungsbehörde mehr Eigenmittel aufgebracht bekommt.

Man lasse sich die folgende beispielhafte Passage aus einem Kreditvertrag auf der Zunge zergehen, wie wir sie in unserer Beratungspraxis immer wieder vorfinden:

„Sollten sich durch gesetzliche oder behördliche Maßnahmen (z. B. „Basel III“) die Solvabilitätskosten für das Bankinstitut erhöhen, so kann die Kreditgeberin unter der Einhaltung einer 12-monatigen Kündigungsfrist das Vertragsverhältnis auflösen. Eine Kündigung ist jedoch unzulässig, wenn der Kreditnehmer infolge der erhöhten Solvabilitätskosten einer Erhöhung der vereinbarten Marge ab dem Zeitpunkt des Inkrafttretens der aufgrund gesetzlicher oder behördlicher Maßnahmen geänderten Verhältnisse zustimmt.“

Erhöhte Eigenmittelanforderungen versus Risikogewichte

Seit dem Inkrafttreten der Basel III umsetzenden EU-Richtlinie zur Regelung und Definition der Eigenmittel von Banken („Capital Requirements Regulation and Directive CRR /CRD IV“) und deren erstmaliger Anwendung am 1. Januar 2014 werden die Eigenmittelvorschriften für Banken bis zum Jahr 2019 stetig erhöht (s. Abb.).

Der Autor:



Roland Nüssel
ist Berater bei
Schwabe, Ley &
Greiner.



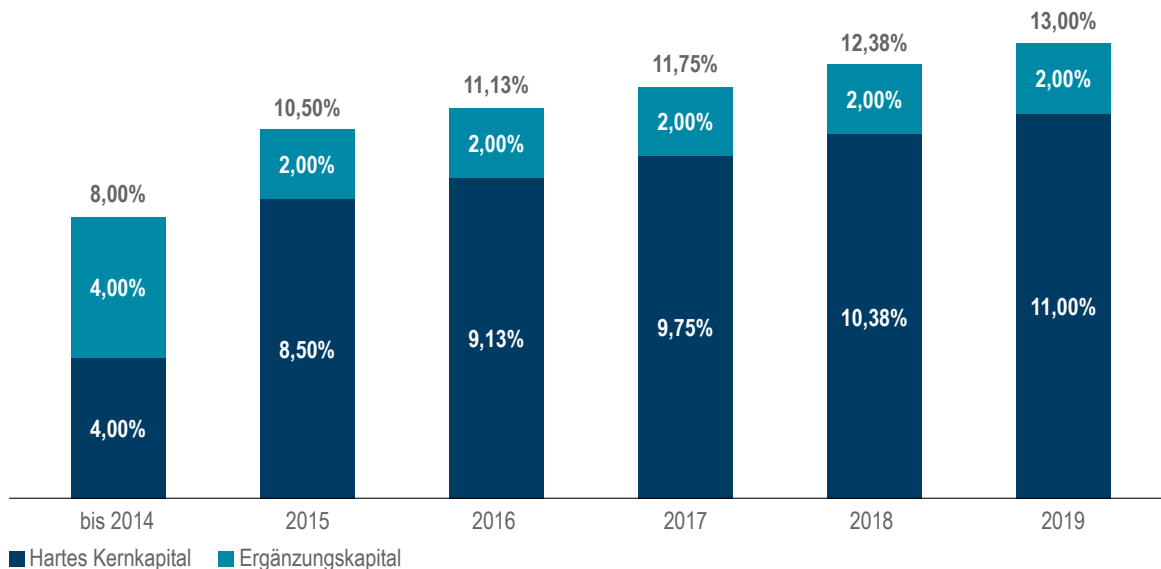
Trägt zu höherem Druck auf die Eigenmittellage der Banken bei: Bank für Internationale Zusammenarbeit in Basel.

Zusätzlich wurden die zur Eigenmittelunterlegung herangezogenen Risikogewichte neu geregelt. So wurde die frühere, grobe Klassifizierung der Schuldner in „öffentlich, daher gut“ sowie „Unternehmen ohne Sicherheiten, daher schlecht“ sehr viel diffiziler umgestaltet; heute wird die Ausfallwahrscheinlichkeit eines Schuldners stärker berücksichtigt (was zum Vorteil eines Unternehmenskunden reichen kann, aber nicht muss).

Basel III muss nicht unbedingt aufgrund erhöhter Eigenmittelunterlegungspflichten zu erhöhten Solvabilitätskosten für die Bank führen, da diese durch die

Abb.: Immer mehr Eigenmittel

Die Banken müssen nach Basel III ihre Eigenmittel bis 2019 auf 13 % erhöhen und deren Qualität verbessern. In Zukunft muss der Anteil von hartem Kernkapital an den Eigenmitteln zumindest 11 Prozentpunkte betragen. Ergänzungskapital kann in Form von nachrangigen Anleihen bestehen.



zur Anwendung kommenden Risikogewichte kompensiert werden könnten. Das tatsächliche Ausmaß der Kosten-„Nachbesserung“ auf einen Kredit hängt also stark von der Bonitätseinstufung des Unternehmens sowie der Art der Finanzierung ab und ist daher immer im Einzelfall zu berechnen.

Bankenbonität auch bei Finanzierungen im Fokus

Darüber hinaus kann die Europäische Zentralbank (EZB) für in Turbulenzen geratene Banken die Eigenkapitalanforderungen strikter vorgeben. Beispielsweise wurde der italienischen Banca Monte di Paschi, die seit der Finanzkrise Milliarden von Investoreneuros verbrannt hat, eine Eigenmittelquote von 14,3 Prozent angedroht, während die übrigen europäischen Banken erst ab 2019 eine Quote von zumindest 13 Prozent erfüllen müssen.

Bei einer Erhöhung der Kreditmarge aufgrund von Turbulenzen der Bank und damit einer von der EZB erhöhten Eigenmittelunterlegungspflicht lässt sich zumindest argumentieren, dass die erhöhten Kosten vom Institut selbst verursacht worden sind und daher nicht auf den Kunden umgewälzt werden dürfen. Eine Anpassung der Klausel, wie sie oben zitiert ist, ist auf jeden Fall empfehlenswert, um sicherzustellen, dass nur die allgemeine Erhöhung der Solvabilitätskosten und nicht die Erhöhung aufgrund der Sonder-situation einer Bank weitergegeben werden kann. Zusätzlich sorgen Bonitätsverschlechterungen zahlreicher europäischer Banken dafür, dass die Kosten für die Eigenmittelbeschaffung noch einmal steigen. Fitch und S&P haben im Mai bzw. im Juni 2015 entsprechende Ratingherabstufungen durchgeführt. Die

Berücksichtigung der Bonität rückt somit bei der Auswahl möglicher Kreditgeber auch zukünftig näher in den Fokus – bisher wurde überwiegend bei der Tötigung von Anlagen das Augenmerk auf Bonitätskriterien gelegt.

Kostenweitergabe nicht einfach hinnehmen

Eine mögliche Erhöhung der Kreditmargen durch die Banken muss immer individuell auf die jeweilige Finanzierung geprüft werden:

- ▲ Erlaubt der Kreditvertrag überhaupt, die Kosten bei Solvabilitätsveränderungen weiterzugeben?
- ▲ Welche Kosten erlaubt er weiterzugeben?
- ▲ Was ist der Grund für die Erhöhung der Solvabilitätskosten?

Der Gesamtkontext ist für jeden Kreditnehmer unterschiedlich – so können beispielsweise besicherte Kredite durch die neuen regulatorischen Vorschriften sogar zu geringeren Eigenmittelkosten des Kreditinstitutes führen (Risikogewichte!). Erhöhte Eigenmittelanforderungen, die auf ein Verschulden des Bankinstitutes zurückzuführen sind, sollten keinesfalls akzeptiert werden.

In unserem Beispiel wurde unserem Kunden aufgrund der gestiegenen Eigenmittelerfordernisse eine Margenerhöhung angedroht; stimmte er dieser nicht zu, hätte die Bank von ihrem (einseitigen) Kündigungsrecht Gebrauch machen können. Gemeinsam mit dem Kunden konnten wir nachweisen, dass die Margenerhöhung nicht gerechtfertigt war. Letztendlich lenkte die Bank mit der Aussicht auf eine geringere Margenerhöhung ein.

„Meine Treasury-Köpfe“: Dirk Schreiber

In fast 40 Berufsjahren mit, im und rund um das Corporate Treasury habe ich viele interessante Menschen kennenlernen dürfen. Meine besonderen „Treasury-Köpfe“ will ich Ihnen in loser Folge im TreasuryLog vorstellen. Menschen, die für das Corporate Treasury im deutschsprachigen Raum in irgendeiner Weise besonders wichtig waren oder Besonderes geleistet haben – meine ganz persönliche und durchaus subjektive „Treasury Hall of Fame“.

Dirk Schreiber ist der Prototyp des „neuen“ Treasurers auf meiner „Köpfe-Liste“. Ein junger Mann, flexibel und lernwillig, der seinem Beruf mit Begeisterung und Elan nachgeht, systematisch und ergebnisorientiert arbeitet und geeignete Methoden sinnvoll einsetzt – und dies alles ohne großen Auftritt oder sonstige Attitüden. Mit seinen 15 Mitarbeitern schafft er Transparenz, stellt effiziente Prozesse sicher und bewertet und limitiert Finanzrisiken korrekt so, wie sich das heute gehört. Damit verkörpert er mein Berufsbild des modernen Treasurers.

Er ist aber auch ein Mann gleich mehrerer Besonderheiten: der einzige „Doppel-DAX-Treasurer“ zum Beispiel. Als Vice President Group Treasury bzw. Leiter der Treasury-Abteilung, wie er das einfach nennt, ist er für zwei DAX-Unternehmen zuständig: Fresenius und Fresenius Medical Care. Treasury umfasst bei Fresenius das volle Programm vom Cash-Management über die Liquiditätssteuerung, -planung und das Berichtswesen bis zum Risiko-Management – ausgenommen die großen Finanzierungstransaktionen.

Der Autor:



Jochen Schwabe
ist Mitbegründer
und Partner von
Schwabe, Ley &
Greiner.

Neben der Arbeitsbelastung einer solchen Doppelaufgabe ergeben sich für Schreiber einerseits Herausforderungen im Bereich Governance/Compliance und andererseits Synergiepotenziale: „Rechtlich sind die beiden Unternehmen vollkommen getrennt – zum Beispiel bei den Haftungsverhältnissen in den Cash-Pools. Organisatorisch können wir Synergien heben: Es gibt eben nur ein Front-Office, nur eine Payment Factory usw.“ Weitere Vorteile sieht er in der Bankensteuerung: „Es ist durchaus ein Vorteil, wenn wir die Volumina beider Unternehmen zusammenwerfen können. Die Senior Banker auf der anderen Seite sind ja auch immer dieselben.“

Eine weitere Besonderheit ist Schreibers Werdegang. Er ist erst acht Jahre im Treasury tätig – nicht



Fresenius: Zweimal im DAX

Fresenius ist mit über 200.000 Mitarbeitern in mehr als 100 Ländern und einem Jahresumsatz von über EUR 20 Mrd. eines der führenden Unternehmen im Gesundheitsbereich weltweit. Zur Fresenius-Gruppe gehören vier eigenständig agierende Unternehmensbereiche: Fresenius Medical Care, eigenständig börsennotiert und ebenso im DAX vertreten, ist weltweit führend bei der Behandlung von chronischem Nierenversagen. Fresenius Kabi bietet Medikamente, Medizinprodukte und Dienstleistungen für kritisch und chronisch Kranke. Fresenius Helios ist Deutschlands größte Kliniken-Gruppe. Fresenius Vamed ist spezialisiert auf das Projekt- und Managementgeschäft von Gesundheitseinrichtungen.

lange für einen leitenden DAX-Treasurer. Dazu kommt er aus einer ganz anderen Ecke: Dirk Schreiber ist Forstwirt, für den höheren Dienst ausgebildeter Forstamtsleiter, um genau zu sein. Das war seine eigentliche Berufung. Problem nur: Im Jahr 2000 stand er nach dem zweiten Staatsexamen, zwei Jahren Referendariat und fünf Jahren Studium plötzlich ohne Job da. Das Land Hessen hatte für die laufende Legislaturperiode einen Einstellungsstopp verhängt.

Berufliche Umorientierung war notwendig. Von den Bäumen ging es zu den Zahlen. Eine Bewerbung für eine Trainee-Stelle im Controlling bei dem Dachziegelhersteller Braas wurde abgelehnt. Aber die Konsolidierungsabteilung suchte dringend Unterstützung. Also startete er seine Probezeit im Rechnungswesen und lernte erst einmal gründlich Buchhaltung. Seine Lernbereitschaft und Flexibilität kamen ihm dabei zugute. Bald leitete er die Kreditoren- und Sachkontenbuchhaltung der deutschen Konzerngesellschaften. Als im Jahre 2007 der Baustoffbereich an einen Private-Equity-Investor verkauft wurde und man jemanden suchte, um dort die Treasury-Funktion aufzubauen, griff er zu.

Im neuen Wirkungsbereich fehlte vor allem eine Liquiditätsplanung. So kam es fast zwangsläufig zum ersten Kontakt mit SLG. Ein webbasiertes Planungs- und Reporting-Tool wurde eingeführt, gemeinsam der Name „TIP“ für Treasury Information Platform dafür geprägt. Auch Treasury musste er in erster Linie „on the job“ lernen, begleitet durch Ausbildungsmaßnahmen wie unseren Treasury-Grundlagenlehrgang. 2008 nahm er eine weitere Gelegenheit wahr und wechselte als Leiter des Fremdwährungs-Managements zu Fresenius. 2012 rückte er nach der Pensionierung seines Vorgängers zum Leiter auf.

Wenn auch der berufliche Start nicht einfach war: „Kein MBA, kein Zertifikat für Business English, keine Bankausbildung“, sieht Schreiber heute auch Vorteile des besonderen Berufsweges: „Das Thema Wald ist positiv besetzt. Es ist persönlich bereichernd, schon ein ganz anderes Umfeld kennengelernt zu haben – zum Beispiel Budgetverhandlungen mit Bürgermeistern.“ Als Empfehlung will er das aber nicht verstanden wissen: „Man soll immer tun, was einen interessiert, muss aber flexibel bleiben und sich immer auch auf Neues und Unbekanntes einlassen können. Es braucht schon etwas Mut, eine Gelegenheit zu ergreifen, wenn man von der Sache zunächst keine Ahnung hat.“ Auf die Frage, ob die Flexibilität mit den Jahren etwas nachlässt: „Mit den Jahren im Job wird man erfahrener und routinierter. Das ist einerseits hilfreich. Andererseits ist es umso wichtiger, wach und aufmerksam zu bleiben und sich ständig weiterzuentwickeln. Ich lebe gerne im Hier und Jetzt.“

Zur Person Dirk Schreiber

Was wäre Ihr Plan B gewesen?

„Ich lebe meinen Plan B, und den mit viel Freude. A wäre Forstwirtschaft gewesen.“

Wie entspannen Sie sich?

„Im Wald, beim Jagen, Fischen, Joggen.“

Haben Sie ein Lebensmotto?

„Keinen Glaubenssatz. Humor bewahren hilft immer – privat wie beruflich.“

Welche Lehren aus Ihrem Werdegang würden Sie weitergeben?

„Aufmerksam und flexibel sein, Chancen ergreifen, nicht alles durchplanen – mit Ausnahme der Liquidität.“



Herausforderungen bietet dieses Hier und Jetzt weiterhin mehr als genug. Die Umsetzung des CfaR-Ansatzes, sein besonderes Anliegen, ist abgeschlossen: „Wir haben damit die Anzahl der Derivate drastisch reduziert.“ Jetzt gilt es, das Fälligkeitsprofil zu adjustieren und „Tilgungsmasse“ zu schaffen durch den Einsatz von Commercial Paper und höchste Effizienz im Cash-Management: „Wir nehmen bei Fresenius Leverage bewusst in Kauf, weil wir stabile Cashflows haben. Die müssen bestmöglich zur Tilgung genützt werden, ohne jemals auf die Asset-Seite zu rutschen – eine klassische Treasurer-Aufgabe.“ Für zusätzliche Effizienz soll der weitere Ausbau der Payment Factory sorgen, und schließlich sind auch wirklich alle Bankkonten an das TMS anzubinden, um vollständige Transparenz sicherzustellen. Wie im Wald hört wohl auch im Treasury die Arbeit nie auf und weist einige Gemeinsamkeiten auf, wie Dirk Schreiber aufzeigt:

„Die Forstwirte haben das nachhaltige Wirtschaften erfunden, da man in großem Maße externen Risiken wie z. B. Orkanshäden oder Käferkalamitäten ausgesetzt ist, die man nur dadurch eindämmen kann, dass man standortgerechte Baumarten anbaut und diese möglichst in einem Mischwald zusammensetzt. Das alles lässt sich wunderbar auf Portfoliotheorien übertragen, eigentlich eine ganz klare Diversifizierungsstrategie ...“

„Forst-at-Risk“ sozusagen! Dirk Schreiber hat Diversifizierung in jeder Hinsicht verinnerlicht – sehr hilfreich für einen guten Treasurer!



© Vossloh (2)

Vossloh: Mit Schienenbefestigungen, Weichensystemen und Dienstleistungen rund um die Schiene weltweit aktiv.

Working-Capital-Management auf Schiene gebracht

Die Autoren:



Dr. Thomas Triska
ist Head of Controlling der Vossloh AG.



Dr. Daniel Gavranovic
ist Corporate Controller der Vossloh AG.

Wie lassen sich Vorgaben im Working-Capital-Management etablieren, wenn ein Konzern völlig unterschiedliche Geschäftsfelder hat? Mit Mindeststandards im Debitoren- und Kreditoren-Management, an deren Formulierung alle Beteiligten eingebunden sind.

Im Vossloh-Konzern besteht aktuell ein hoher Finanzierungsbedarf. Um die Bonität des Konzerns zu sichern, muss die interne Finanzierungskraft gestärkt werden. Dies erfolgt unter anderem durch eine Optimierung der in den Geschäftsprozessen gebundenen Liquidität. Dazu hat der Vossloh-Konzern im Juli 2014 ein konzernweites Working-Capital-Projekt aufgesetzt und zusätzlich zwei Monate später Schwabe, Ley & Greiner beauftragt, eine Detailanalyse für zwei gezielt heterogene Geschäftsfelder (von insgesamt sechs) durchzuführen. Ziel der Beauftragung war eine möglichst umfassende Erkenntnis über die Optimierungspotenziale im Vossloh-Konzern. Von daher wurden zwei grundlegend unterschiedliche Geschäftsfelder für eine erste Analyse ausgewählt: zum einen das Seriengeschäft von Vossloh Fastening Systems (dem Geschäftsbereich Core Components zugeordnet), das Schienenbefestigungssysteme in großen Stückzahlen herstellt; zum anderen das Projektgeschäft von Vossloh Electrical Systems (dem Geschäftsbereich Transportation zugeordnet), Anbieter kundenspezifischer elektrischer Ausrüstungen für Straßenbahnen, Trolley- und Hybridbusse. SLG identifizierte bis Ende 2014 einen nicht unerheblichen Optimierungsbedarf entlang der gesamten Prozesskette im Debitoren- und Kreditoren-Management – Anlass genug, über konzernweite Regelungen zu

Working-Capital-relevanten Themenstellungen nachzudenken. Da die Geschäftsmodelle sowie Wertschöpfungsprozesse der Geschäftsfelder im Vossloh-Konzern sehr verschieden sind, wurden die inhaltlichen Vorgaben nicht zu eng gefasst. Ein detailliertes operatives Regelwerk, das auch noch alle Besonderheiten der Geschäftsfelder berücksichtigt, hätte überaus viel Zeit in Anspruch genommen und die ausführenden Einheiten auf der operativen Ebene zu sehr eingeengt.

Mindeststandards im Working-Capital-Management

Stattdessen hat der Vossloh-Konzern Mindeststandards im Debitoren- und Kreditoren-Management formuliert, eine „abgespeckte“ Version einer Konzernrichtlinie mit jenen Themen zur Optimierung des Working Capital, die für alle Gesellschaften des Vossloh-Konzerns relevant und bindend sind. Dies geschah in enger Abstimmung mit den Geschäftsfeldern. Um die Mindeststandards für Mitarbeiter im Vossloh-Konzern leichter verständlich zu machen, wurden diese in Form eines Fließtextes geschrieben. So wird bspw. einleitend die Bedeutung des Working-Capital-Management in klarer und verständlicher Weise jedem Mitarbeiter verdeutlicht:

„Ein positives Working Capital bedeutet, dass das Umlaufvermögen des Unternehmens die kurzfristigen Ver-

bindlichkeiten abdeckt. Dieses Working Capital muss jedoch finanziert werden, z. B. durch einen verzinslichen Kredit. Gelingt es Vossloh, das Working Capital auf ein operativ notwendiges Ausmaß zu senken (ohne dabei das operative Geschäft negativ zu beeinträchtigen), wird der Fremdkapitalbedarf und damit auch die Nettofinanzverschuldung des Vossloh-Konzerns gesenkt.“

Debitoren-Management

Im Debitoren-Management verfolgt der Vossloh-Konzern die Ziele, die Forderungen aus Lieferungen und Leistungen im Verhältnis zum Umsatz ohne negative Beeinträchtigung der Kundenbeziehung zu reduzieren und die Ausfallrisiken zu begrenzen. Für letzteres Ziel sind in der Richtlinie Rahmenbedingungen für einen Kreditlimitprozess definiert. Inhaltlich sind damit Vorgaben zur Bonitätsbeurteilung, Kreditlimitvergabe, Absicherung von Kreditrisiken und Überwachung von Kreditlimiten verbunden. Jedes Geschäftsfeld ist verpflichtet, zu diesem Zweck eine formale Organisation mit persönlichen Verantwortungsbereichen einzurichten.

Um in den Forderungspositionen die Liquidität möglichst kurzfristig zu binden, steht der gesamte Debitorenprozess von den vertraglichen Grundlagen beim Geschäftsabschluss bis zur eingehenden Zahlung im Fokus. In der Richtlinie werden eindeutige Regelungen in Verträgen und in den AGB verlangt: Wann wird eine Rechnung fällig? Welche Zahlungskonditionen sind zulässig? Was passiert bei Zahlungsverzug? Daher enthalten die Mindeststandards auch Vorgaben zu Prozessen für ein effektives Mahnwesen. Darüber hinaus geben landesübliche Zahlungsziele den Geschäftsfeldern im Vossloh-Konzern Anhaltspunkte, wie sie vertragliche Zahlungskonditionen festlegen sollen.

Kreditoren-Management

Die Mindeststandards im Kreditoren-Management verfolgen das Ziel, die Lieferantenzahlungsziele optimal auszuschöpfen, ohne dabei die Lieferantenbeziehung nachhaltig negativ zu beeinträchtigen. Auch hier gibt es für den gesamten Prozess, vom Zeitpunkt der Bestellung bis zur ausgehenden Zahlung, Vorgaben bzw. Empfehlungen für die Geschäftsfelder: vertragliche Vereinbarungen zum Bestellungszeitpunkt, zulässige Zahlungskonditionen, Anzahl der Zahläufe als auch die systemtechnische automatische Ermittlung des Fälligkeitsdatums. Dadurch soll unter anderem sichergestellt werden, dass keine Zahlungen an Lieferanten vor der berechneten Fälligkeit erfolgen.

Ergänzend setzt der Vossloh-Konzern aktuell ein Working-Capital-Berichtswesen auf, um die Umsetzung der Mindeststandards in den Geschäftsfeldern transparent messen zu können.

Gemeinsam zum Ziel

Damit die Geschäftsfelder im Vossloh-Konzern die Mindeststandards nicht als reine Top-down-Vorgabe der Holding wahrnehmen, wurden die Projektverant-

wortlichen der Geschäftsfelder bereits seit dem Kick-off-Meeting im Februar 2015 mit SLG in den Prozess eng eingebunden. Hierdurch konnte die Akzeptanz der Richtlinie in den Geschäftsfeldern erhöht werden. Schon in einem frühen Stadium konnten bestehende Differenzen geklärt werden. Hierzu ein Beispiel hinsichtlich der Vorgaben zur Bonitätsbeurteilung von Kunden: Ein Großteil der Vossloh-Kunden sind öffentliche Auftraggeber, sodass einige der Projektverantwortlichen forderten, diesen Punkt nicht in die Richtlinie aufzunehmen. Als Ergebnis gab es den pragmatischen Kompromiss, dass eine Bonitätsprüfung nicht stattfindet, wenn die Bezahlung des Auftrags zweifelsohne durch öffentliche Gelder erfolgen wird. In allen anderen Fällen ist eine Bonitätsprüfung erforderlich.

Unsere Erfahrung hat gezeigt, dass die Einbindung der Geschäftsfelder zwar mehr Zeit in Anspruch nimmt, aber dafür zielorientierte Lösungen erreicht werden, wodurch das Ergebnis auf der operativen Ebene besser akzeptiert wird. Um die Bedeutung des Projekts zu unterstreichen, wurden die finalen Mindeststandards im Debitoren- und Kreditoren-Management im Juni 2015 durch den Finanzvorstand persönlich an die Geschäftsfelder des Vossloh-Konzerns verschickt. Insgesamt gab es bis auf einzelne Punkte, die bei konzernweiten Vorgaben (wahrscheinlich) unvermeidlich sind, überwiegend positives Feedback. Als nächstes gilt es, die Umsetzung der in der Richtlinie dokumentierten Prozesse in den Geschäftsfeldern voranzutreiben, was ein wichtiger Faktor für den Erfolg des Projekts sein wird.



Alles rund um die Bahn

Vossloh ist eines der weltweit führenden Bahntechnik-Unternehmen. Im Zentrum der Geschäftstätigkeit stehen Produkte und Dienstleistungen für die Bahninfrastruktur. Diese werden von den Geschäftsbereichen Core Components (Seriengeschäft wie Schienenbefestigungssysteme), Customized Modules (Weichensysteme) und Lifecycle Solutions (Schieneninstandhaltung) erbracht. Im nunmehr zum Verkauf stehenden Geschäftsbereich Transportation ist das Geschäft mit Lokomotiven und Nahverkehrsbahnen gebündelt. Der Konzern ist mit einem Umsatz von 1,1 Mrd. Euro (Geschäftsjahr 2014) in zirka 30 Ländern vertreten und beschäftigt mehr als 4.900 Mitarbeiter.



© Mann+Hummel

Neu im Markt für Schulscheindarlehen, und das gleich mit EUR 1,1 Mrd. Emissionsvolumen: der Ludwigshafener Filtersystemhersteller Mann+Hummel.

Es tut sich was in Europa

Der Schulschein nach deutschem Recht ist unangefochtener Platzhirsch bei Privatplatzierungen. Doch allmählich bildet sich ein europäischer Markt für Private Placements heran.

Schulscheindarlehen erfreuen sich weiterhin großer Beliebtheit. Rund EUR 11 Mrd. wurden in den ersten drei Quartalen 2015 emittiert – ein Zuwachs von 54 % gegenüber dem Vorjahr. ZF Friedrichshafen setzte mit einer Schulschein-Emission in Höhe von EUR 2,2 Mrd. einen neuen Rekord, gefolgt vom schwäbischen Auto- und Industrielieferer Mann+Hummel in Höhe von EUR 1,1 Mrd. Und es könnten dieses Jahr noch zwei bis drei weitere Schulscheintransaktionen in Milliardenhöhe bevorstehen. Ein Grund für die Zunahme dürfte sein, dass der Markt mit einer Verschlechterung der Konditionen rechnet und die Emittenten sich daher jetzt eindecken.

Der Autor:



Dr. Neil George Weiland
ist Partner der Wirtschaftskanzlei Allen & Overy LLP.

Weiterhin keine Standardisierung

Zu einer weiteren Standardisierung der Schulscheindokumentation ist es im laufenden Jahr nicht gekommen (s. a. TreasuryLog 5/2014). Die zunehmende Einschaltung externer Kanzleien bei größeren Transaktionen führt jedoch, wenn auch in beschränktem Umfang, zu einer Angleichung der Dokumentationsstandards. Der Umfang der kreditmateriellen Klauseln hängt weiterhin stark von der Bonität des Schulscheindarlehnnehmers ab: Bei Unternehmen ohne Zugang zum Kapitalmarkt, insbesondere solchen, die einen syndizierten Kredit vereinbart haben, setzt sich der Trend fort, Elemente aus dem syndizierten Kredit in die Schulscheindokumentation zu übernehmen. Im Markt scheint sich allerdings die Einsicht durchzusetzen, dass es nicht erstrebenswert ist, die Dokumentation wie eine verschlankte syndizierte Kreditdokumentation auszugestalten. So verbleibt es beispielsweise grundsätzlich beim typischen Einzelkündigungsrecht jedes Investors und es wird grundsätzlich keine Agentenfunktion vereinbart, die über die Zahlstellenfunktion hinausgeht.

Neue Finanzierungszwecke

In der Vergangenheit wurden Schulscheine überwiegend begeben, um bestehende Verbindlichkeiten abzulösen (Fristentransformation) oder eine Sockelfinanzierung für die Unternehmensfinanzierung darzustellen. In jüngster Zeit werden in Anspruch genommene Akquisitionsfinanzierungen ganz oder teilweise refinanziert. Angesichts der sehr günstigen Konditionen dienen Schulscheindarlehen im Einzelfall aber auch dazu, um konkrete oder gar nur abstrakt ins Auge gefasste künftige Akquisitionen zu finanzieren (s. Kasten S. 27).

Der paneuropäische Private-Placement-Markt

In den USA existiert seit Langem ein Private-Placement-Markt, der sich durch eine große Tiefe, erfahrene Investoren und standardisierte Dokumentation auszeichnet. Dieser wird in signifikantem Umfang von europäischen Unternehmen angesprochen. Häufig führt dies jedoch zu unerwünschten Kosten für Währungssicherungsgeschäfte und stets zur Verwen-

Beliebt bei guten Schuldern

Schulscheindarlehen bieten bonitätsstarken Emittenten erhebliche Vorteile gegenüber Bankkrediten: lange Laufzeiten, verbreiterte Investorenbasis, schlank Dokumentation, geringe Kosten, kein Ratingerfordernis, keine „Mark-to-market“-Bilanzierung, keine Prospektspflicht. Die Platzierung erfolgt vorwiegend bei Finanzinstituten. Die Internationalisierung hält emittenten- wie investorenseitig weiter an und unterstreicht die Attraktivität des deutschen Schulscheinmarktes.

dung von US-Recht unterliegender Dokumentation.

Dies, ganz überwiegend aber Erwägungen, dass das seit der Finanzkrise geänderte regulatorische Umfeld dazu führen kann, dass kleinere und mittelgroße Unternehmen zunehmend auf Schwierigkeiten stoßen werden, sich über Banken zu finanzieren, hat dazu geführt, dass Investoren und andere wesentliche Marktteilnehmer, teils unter passiver Begleitung von Regulatoren, versuchen, einen paneuropäischen Private-Placement (PP)-Markt zu etablieren, der sich komplementär zum US-PP-Markt versteht. Diese Entwicklung trägt auch dem Interesse von Investoren an langfristigen gezogenen Aktiva und dem Wunsch aller Beteiligten nach einer Diversifikation der Finanzierungsmöglichkeiten Rechnung. Während in Frankreich (Euro PP Notes) und insbesondere in Deutschland (Schuldscheinmarkt) leistungsfähige lokale PP-Märkte bestehen, sind diese in anderen Ländern, wie etwa dem Vereinigten Königreich, erst im Werden begriffen. Ein einheitlicher paneuropäischer PP-Markt existiert bislang nicht. Um einen solchen zu fördern, haben einige Länder (Frankreich und Italien) die quellensteuerliche Behandlung von Private Placements privilegiert bzw. sind im Begriff, dies zu tun (Vereinigtes Königreich). Außerdem hat die LMA im Januar 2015 mit der Veröffentlichung von Standarddokumenten für paneuropäische PP-Transaktionen (Loan bzw. Note Format) zur Standardisierung von Dokumentation beigetragen, was für die Entstehung eines einheitlichen Marktes unentbehrlich ist. Die von der International Capital Markets Association geführte „Pan-European Private Placement Working Group“ (der eine Vielzahl von Marktteilnehmern angehören) hat im Februar 2015 den „Pan-European Corporate Private Placement Market Guide“ veröffentlicht. Auch in Frankreich sind Leitfäden und standardisierte Dokumente veröffentlicht worden.

Substitution von Banken bald auch in Deutschland?

Umfragen legen den Schluss nahe, dass deutsche mittelständische Unternehmen derzeit grundsätzlich auf klassischen Bankkredit und (bei ausreichender Bonität) auf Schuldscheindarlehen zurückgreifen können. Die Private-Placement-Dokumentation der LMA scheint daher – abweichend von anderen europäischen Ländern – bislang in Deutschland nicht oder nur sehr eingeschränkt verwendet worden zu sein. Anders als in anderen europäischen Ländern findet eine Substitution von Banken als Kreditgebern in Deutschland derzeit wohl nur in bestimmten, typischerweise margenträchtigeren Szenarien statt, wie etwa Leveraged Buyout und Infrastrukturprojektfinanzierungen.

Dies mag sich freilich künftig ändern, insbesondere, wenn die Kreditmärkte weniger liquide sind als heute und die Banken regulatorische Kosten in stärkerem Umfang weitergeben, als dies heute der Fall ist,

Neuer Trend: Schuldscheindarlehen für Akquisitionen

Bei der Finanzierung künftiger Akquisitionen kann ungewiss sein, ob die Akquisition sich auch materialisiert. So können bei einer Akquisition, die zum Zeitpunkt der Darlehensaufnahme vereinbart wurde, etwa für deren Vollzug kartellrechtlich erforderliche Genehmigungen nicht erteilt werden, oder es wird von einer nur abstrakt erwogenen Akquisition völlig Abstand genommen. Da der Darlehensnehmer das nicht mehr erforderliche Darlehen vollständig vorzeitig zurückzahlen können muss, sehen diese Schuldscheine eine vertragliche vorzeitige Rückzahlungsmöglichkeit vor, bezogen auf die andernfalls nicht vorzeitig rückzahlbaren Tranchen mit fixem Zinssatz (Bei Tranchen mit variablem Zinssatz besteht nach maßgeblichem deutschen Recht ein gesetzliches vorzeitiges Rückzahlungsrecht). Um sicherzustellen, dass den Investoren hieraus kein Nachteil entsteht, ist dieses Recht typischerweise mit einer „Make whole“-Klausel gekoppelt, die an vergleichbare Regelungen in Anleihen angelehnt ist. Sie stellt sicher, dass die Investoren den Zins, den sie in Ermangelung einer vorzeitigen Rückzahlung während der Laufzeit des Schuldscheins erhalten hätten, auch (abgezinst) vereinnahmen (Dies kann für den Darlehensnehmer zwar durchaus kostspielig sein, verhindert jedoch, dass er die Mittel bevorraten muss, ohne sie zu benötigen). Auch diese Flexibilität erhöht die Attraktivität des Schuldscheins.

insbesondere weil das kompetitive Umfeld dies gestattet. Schließlich sollte die normative Kraft der in anderen Ländern teils schon verwendeten neuen Standarddokumentation der LMA nicht unterschätzt werden. Soweit Unternehmen künftig nicht mehr in der Lage sind, sich über einen klassischen Bankkredit oder einen Schuldschein zu finanzieren, könnte daher eine Finanzierung über den im Werden begriffenen paneuropäischen Private-Placement-Markt erfolgen (wobei den Banken auch hier eine wichtige Mediatorenrolle zukommen kann, wenn der Darlehensnehmer nicht unmittelbar mit den Endinvestoren kontrahieren möchte). Diese Entwicklung könnte auch durch regulatorische Erleichterungen gefördert werden. So hat die deutsche Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht im Mai 2015 bestimmten Alternativen Investmentfonds in Abkehr von ihrer langjährigen Verwaltungsauffassung unter engen Prämissen die Vergabe von Darlehen sowie deren Restrukturierung/Prolongation grundsätzlich gestattet. Es bleibt abzuwarten, wie dies bei einer künftigen Gesetzesnovellierung des deutschen Kapitalanlagegesetzbuchs (KAGB) geregelt wird.

Im Ergebnis wird die Zukunft weisen, ob ein einheitlicher europäischer PP-Markt erfolgreich etabliert werden kann und ob dieser in Deutschland neben dem etablierten lokalen PP-Schuldscheinmarkt von echter Relevanz sein wird. Selbst wenn dem so sein sollte, dürfte der deutsche Schuldscheinmarkt aber ein wichtiger lokaler Bestandteil eines europäischen Private-Placement-Marktes bleiben und nicht durch diesen substituiert werden.

Unverwüstliches Instrument

Wie beurteilen Banken den aktuellen Schuldscheinmarkt? Wer sind die Marktteilnehmer und was zeichnet die Emissionen aus? Und gibt es Tendenzen zur Aufweichung der Rahmenbedingungen? Eine Umfrage.

Dieses Jahr wird wohl das Jahr des Schuldscheindarlehens. Für das erste Halbjahr 2015 rechnen einige Bankenexperten mit etwa 50 % mehr Volumen gegenüber 2014 – und das, ohne die bisherige Rekordemission des Autozulieferers ZF Friedrichshafen in Höhe von EUR 2,2 Mrd. einzubeziehen. Insgesamt soll 2015 das bisher höchste Volumen im Schuldscheindarlehen-Markt für Corporates mit sich bringen, knapp unter dem des bisherigen Rekordjahres 2008 (für das BMW mit einer EUR-1,35-Mrd.-Emission verantwortlich zeichnete). Zwischen EUR 18 Mrd. und EUR 20 Mrd. liegen die Schätzungen der von Schwabe, Ley & Greiner befragten Banken, mit einer durchschnittlichen Transaktionsgröße pro Schuldscheindarlehen von EUR 170 Mio. Gründe für den anhaltenden Boom bei Schuldscheindarlehen: „Investoren verfügen über viel Liquidität, die sie in Zeiten niedriger Zinsen zu attraktiven Renditen anlegen möchten“, sagt Veronika Wöss von UniCredit, „und viele Emittenten nutzen das Zinsniveau, um variable wie festverzinsliche Tranchen von Schuldscheindarlehen zu kündigen und durch Neuemissionen mit längeren Laufzeiten und aktuellen Marktkonditionen zu ersetzen.“



Veronika Wöss, UniCredit:
„Neuemissionen zu besseren Konditionen.“

Hoher Anlagedruck

Welche Veränderungen beobachten die Schuldschein-Fachleute bei den Emissionen, Emittenten und Investoren? Die Emissionsvolumina bewegen sich nach wie vor im Durchschnitt von EUR 100 Mio., es wird jedoch die Aufnahmefähigkeit des Marktes sowohl nach oben als auch nach unten ausgereizt, wobei viele kleine Platzierungen von weniger als EUR 50 Mio. nicht breit vermarktet werden und keinen Eingang in die Statistiken finden. Das Laufzeitensegment liegt zwischen fünf und sieben Jahren, bei Unternehmen mit starker Bonität durchaus auch länger. Vor allem Versicherungen fragen vorwiegend zehn Jahre Laufzeiten nach. Der Euro bleibt die dominante Währung, vereinzelt werden auch Tranchen

in US-Dollar angeboten. Bei nahezu allen Transaktionen beobachten die Banken zwei- bis dreifache Überzeichnungen.

„Der Markt unterscheidet weiterhin zwischen Unternehmen mit starker Bonität, die keine finanziellen Covenants vereinbaren, und Unternehmen, die in der Regel ein bis drei Finanzkennzahlen einhalten müssen“, beurteilt Sven Döbeling von SEB die Emittenten, „vermehrt setzt sich hier jedoch die Margenerhöhung in Kombination mit den finanziellen Covenants statt des Kündigungsrechts durch.“

Ein anderer Beobachter sieht einen so hohen Anlagedruck der Investoren, dass sich auch „aggressivere Strukturen“ ohne Covenants bei schwächerer Bonität vermarkten lassen. Sprich, es gibt ein (wenn auch gegenüber 2014 unverändertes) Angebot von Emittenten im Cross-over- bzw. im Non-Investmentgrade-Bereich. Unter den Emittenten machen zunehmend nicht-deutsche Unternehmen aus Österreich, der Schweiz, Frankreich und Skandinavien von dem etablierten und leicht verständlichen Produkt Schuldscheindarlehen Gebrauch. Der typische Emittent aber bleibt – wenn man sich auf einen solchen einigen will – nach wie vor das bonitätsstarke Unternehmen des gehobenen Mittelstandes mehrheitlich ohne Rating, mit dem Ziel, die Unternehmensfinanzierung zu sichern oder Investitionen oder Akquisitionen zu finanzieren. „Dass auch Gesellschaften in Umbruchsituationen sehr erfolgreich am Schuldscheinmarkt aktiv werden können, beweist die Transaktion von ZF Friedrichshafen, die im Zusammenhang mit einer Übernahme steht“, unterstreicht Thomas Gathemann aus dem Erste Group Debt Capital Markets Team.



Sven Döbeling, SEB: *„Margenerhöhung statt Kündigungsrecht der Investoren bei finanziellen Covenants.“*

Zu den Investoren aus Deutschland und Europa gesellen sich asiatische, arabische und südamerikanische Banken; ihr Zeichnungsverhalten ist heterogen und Spread-getrieben, abhängig von den Refinanzierungsbedingungen der Muttergesellschaften.



Thomas Gathemann, Erste Group: „Finanzierung auch für Gesellschaften im Umbruch.“



Paul Kuhn, BayernLB: „Schwache Bonität kritisch in der Zukunft.“

Markt für Profis

Und wie teilt man die wiederholt geäußerte Kritik, dass die „Bonitätsuntergrenze“ im Schuldscheinmarkt derzeit zu stark sinkt? Hier reichen die Reaktionen von besorgt bis gelassen. Zwar sinke naturgemäß mit nachlassender Bonität auch die Vermarktbarkeit von Schuldscheinen; jedoch sei angesichts des momentanen Anlagedrucks und wenig konkurrierender Schuld-scheindarlehens-Angebote eine schwache Bonität keine unüberwindbare Hürde für die Vermarktung. Bei der nächsten großen Angebotswelle könne sich eine schwache Bonität als kritisch erweisen, meint Paul Kuhn von der Bayrischen Landesbank, nämlich wenn „die Investoren eine große Auswahl haben und die Limits voll sind.“ Andererseits: Es besteht offensichtlich eine Nachfrage nach schwächeren Bonitäten unter den Schuldschein-Investoren, ausnahmslos kundige Anleger wie Banken und Versicherungen. „Letztlich ist es wichtig, dass es ein breites Angebot an Bonitäten,

Branchen und Laufzeiten gibt“, meint Sven Döbeling, und Veronika Wöss betont, dass ein „Yield-pick-up“ derzeit nur „durch geringere Bonität oder längere Laufzeit“ erreicht werden kann. Thomas Gathemann warnt nicht zuletzt aufgrund fehlender Kreditgeber-mehrheitsregelungen vor komplexen bzw. schwierigen Restrukturierungsprozessen, wenn ein Schuldschein-emittent in Schieflage geraten sollte.

In die Verlängerung gehen? Gern.

Aufgrund des guten Marktumfeldes nutzen viele Emittenten, sich im Rahmen eines „Fälligkeiten-Managements“ zu refinanzieren. Wie viele es sind, lässt sich wegen des intransparenten Marktes nicht seriös feststellen. Die Unternehmen machen von ihrem Recht Gebrauch, Tranchen vorzeitig rückzuführen und die vorzeitige Tilgung mit länger laufenden und billigeren neuen Tranchen zu refinanzieren bzw. sonstige Finanzverschuldung zu refinanzieren. Die Investo-

REVAL[®]
Single Solution. Total Visibility.™

EINE PLATTFORM.
ZWEI PAKETE.
UNBEGRENZTE MÖGLICHKEITEN.



Stellen Sie Ihr individuelles Paket zusammen, wie Sie es brauchen



Nutzen Sie unser vordefiniertes Reval Core Paket, um sofort durchzustarten



CASH- & LIQUIDITÄTS-MANAGEMENT



RISIKO-MANAGEMENT



HEDGE ACCOUNTING & COMPLIANCE



PARTNER COMMUNITY

BESUCHEN SIE WWW.REVAL.COM UND ERFAHREN SIE MEHR ÜBER REVALS NEUE CLOUD TREASURY- UND RISIKOMANAGEMENT (TRM) PLATTFORM

ren ihrerseits können ihr Investment zu günstigen Bedingungen bei den Emittenten verlängern und somit ihren Anlagedruck abmildern, meint Christoph Zender, Leiter von Corporate Capital Marktes der LBBW: „Auch in dieser Hinsicht ist der Schuldscheindarlehen-Markt ‚mature‘, in dem Sinne, dass die Erwartungshaltungen von Emittenten und Investoren kompatibel sind.“



Christoph Zender, LBBW:
„Schuldscheinmarkt ist ‚mature‘.“

Spreads und Fees: Banken im Bieterkrieg

Was die aktuellen Spreads betrifft, dürfte der Boden (fast) erreicht sein. Bei zu aggressiv gepreisten Transaktionen „wollen oder können“ viele Investoren sich nicht mehr an Schuldscheindarlehen beteiligen, beobachtet Thomas Gathemann von der Erste Group. Und noch etwas: Aufgrund der relativ hohen Spreizung im Spread von Emittenten, die nicht mehr eindeutig dem Investmentgrade-Universum angehören, werde es für Investoren immer schwieriger, anhand des angebotenen Credit Spreads auf die Bonität des Emittenten zu schließen. Wenn auch Zinsen, Spreads und somit auch die All-in-Kosten insgesamt sehr attraktiv seien und der Schuldscheindarlehen-Markt weniger volatil auf Marktbewegungen reagiere, sei er dennoch nicht gänzlich unabhängig von Einflussfaktoren wie wirtschaftliche Entwicklung, politische Stabilität oder Zinsanhebungszyklen in den USA, räumt Veronika Wöss ein.

Hohe Standardisierung, Raum für Anpassungen

Wie flexibel ist nach Ansicht der Banker die Dokumentation des Schuldscheindarlehens? Der Aufbau in der Dokumentation hat sich nicht wesentlich verändert: Enthalten sind Klauseln wie Negativerklärung, Pari passu, Kontrollwechselvereinbarung, Cross Default, Steuer- und sonstige Erhöhte-Kosten-Klausel, Beschränkung der Vermögensübertragung. Klaus Distler, zuständig für Primary Markets bei der Helaba, erklärt die gleichzeitige Flexibilität des Instruments:

„Gleichzeitig können die individuellen Anforderungen berücksichtigt und die Dokumentation letztendlich auf den Emittenten zugeschnitten werden.“ Zu sehen sei das im Rahmen des gesamten Finanzierungsportfolios des Unternehmens: „Ein Schuldscheindarlehen-Emittent, der auch Anleihen im Rahmen eines ‚Debt Issuance Programmes‘ auflegt, wird sicherstellen wollen/müssen, dass die Dokumentationen nicht auseinander laufen. Ebenso das mittelständische Unternehmen, das die Dokumentation des syndizierten Kredits mit der des Schuldscheindarlehens in Einklang bringen muss.“ Inhaltlich entwickeln sich Formulierungen zugunsten der Darlehensnehmer; so weichen finanzielle Covenants einer Margenerhöhung oder verschwinden bei sehr guten Risiken ganz; die Cross-Default-Regelung weicht einer Cross-Acceleration-Klausel, oder die Erhöhte-Kosten-Klausel wird als zahnlose „Sprechklausel“ definiert.



Klaus Distler, Helaba: „Individuelle Anforderungen berücksichtigt.“

Dokumentation: lieber flexibler Standard

Die Loan Market Association (LMA) hat zwar einen Leitfaden für die Dokumentation des Schuldscheindarlehens erarbeitet, kommt aber nicht so recht durch mit dem Ansinnen, einen einheitlichen Standard zu schaffen. Wünschen die Marktteilnehmer überhaupt einen solchen? Der Tenor lautet nein. Der bisher geschaffene „Standard mit Flexibilität“ sei genau das, was am Schuldscheindarlehen, verglichen mit anderen Kreditarten, geschätzt werde – unkomplizierte und schlanke Dokumentation. Skeptisch zeigen sich die Experten in Bezug darauf, was eine Standardisierung womöglich mit sich bringen würde, nämlich eine Aufblähung des Vertragswerkes, längere Verhandlungen und mehr Anwaltskosten. Und Paul Kuhn von der Bayerischen Landesbank gibt zu bedenken: „Darüber hinaus würden viele wichtige Emittenten das Produkt Schuldscheindarlehen meiden, sollten verbindliche Vorgaben wie eine einheitliche Cross-Default-Regelung bestehen.“

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: Klaus Distler, Sven Döbeling, Thomas Gathemann, Dr. Daniel Gavranovic, Adrian Koller, Paul Kuhn, Dr. Edith Leitner, Roland Nüssel, Jochen Schwabe, Dr. Till Spillmann, Dr. Rüdiger Theiselmann, Dr. Thomas Triska, Dr. Neil George Weiland, Emanuel Welten, Cornelia Wenny, Martin Winkler, Veronika Wöss, Christoph Zender Produktion und Anzeigenverwaltung: INDUSTRIEMAGAZIN Verlag GmbH, Lindengasse 56, 1070 Wien, Österreich, Harry Leitner, Tel.: +43-1-585 9000-13, Fax: +43-1-585 9000-16, E-Mail: harry.leitner@industriemagazin.at Artdirektion: INDUSTRIEMAGAZIN Verlag GmbH (Marlene Mikes) Layout: INDUSTRIEMAGAZIN Verlag GmbH Lektorat: Mag. Irene Bregenzer Druck: Die Stadtdruckerei, Eduardgasse 6-8, 1180 Wien, Österreich Auflage: 18.000 Stück. Namentlich gekennzeichnete Beiträge müssen nicht der Meinung der Redaktion entsprechen.

TreasuryLog ist auch online zu lesen auf www.slg.co.at/Publikationen

Deutsche Telekom AG senkt Kosten mit dem vwd data manager treasury

Durch die Umstellung auf die vwd group Marktdatenlösung spart die Deutsche Telekom AG im Treasury erheblich Kosten bei optimaler Datenabdeckung.

Ausgangssituation

Die Deutsche Telekom AG, eines der global führenden Telekommunikationsunternehmen, nutzt seit über fünf Jahren Marktdatenterminals der vwd group in ihrer Treasury-Abteilung – insbesondere im Middle- und Backoffice z. B. zur Finanzkontrolle und bei der Erstellung von Reportings. Die Umstellung auf den vwd market manager erfolgte damals nach einer ausführlichen Bedarfsanalyse mit dem Ziel, Kosten einzusparen.

Lösung

Dieses Jahr entschied sich die Deutsche Telekom dafür, auch in der Datenfeed-Belieferung auf die vwd group umzustellen. Bedarfsgerecht und damit sehr kosteneffizient erhält die Deutsche Telekom seit April 2015 über den vwd data manager treasury nur die tatsächlich benötigten Daten und änderte die Belieferung von Realtime auf Intraday-Snapshot. Die Daten werden über eine Rohmarktdaten-Schnittstelle von der vwd group als Files eingespielt und fließen direkt in das Inhouse-Treasury-System von Reval, wo sie verarbeitet werden. Mit Einführung dieses Treasury-Systems wurde auch eine Zentralisierung im Treasury gestartet, um Tätigkeiten in den Tochtergesellschaften der Deutschen Telekom im Konzern-Treasury zu bündeln. Kernuser sind eine Gruppe von etwa 20 Anwendern, die in der Zentrale der Deutschen Telekom damit sehr intensiv arbeiten und weitere etwa 100 Anwender in Accounting und Tochtergesellschaften, die ebenfalls diese Daten für ihre Arbeit nutzen.

„Im Treasury selbst wird keine Realtime-Datenversorgung benötigt. Dies war ein Luxus, den wir abgeschafft haben, um massive Einsparungen auf Marktdatenseite zu realisieren.“

Jürgen Kistner,
Leiter Finance Control & Back Office
Deutsche Telekom AG



Die vwd group beliefert das Unternehmen dreimal täglich mit unterschiedlichen Datensätzen:

- Devisen-Fixings von Nationalbanken
- Devisen-, Geldmarkt- und Zins-Swapwerte
- LIBOR- und EURIBOR-Sätzen inkl. Eonia

„Wir haben damit nun eine Datenabdeckung von 99 % und das ist absolut ausreichend. Hinzu kommt, dass die Deutsche Telekom nicht nur Standards nutzt, sondern auch mit Cross Currency Basis Spreads und Tenor Basis Spreads zur Bewertung von Zins-Derivaten arbeitet. Auch diese Daten sind über den vwd Datenfeed optimal abgedeckt.“

Jürgen Kistner

Eine weitere Anforderung, die umgesetzt ist, war die Datenverschlüsselung über PGP (Pretty Good Privacy). PGP ermöglicht es, Daten so zu verschlüsseln, dass nur ein individualisierter Empfänger sie lesen kann.

„Ich muss zugeben, dass wir am Anfang Zweifel hatten, ob die vwd group alle Daten liefern kann. Und wir waren sehr zufrieden festzustellen, dass es keine Abdeckungslücken gab.“

Jürgen Kistner

FAZIT

Die Deutsche Telekom ist heute ein zufriedener Kunde der vwd group, der mit dem vwd data manager treasury erheblich Kosten einspart.

Wesentliche Kriterien der Entscheidung für die vwd group waren:

- Datenabdeckung
- Tagesaktuelle und umfassende Fixings, Zins- und Devisendaten
- Automatischer Datenimport in das Inhouse-Treasury-System
- Bedarfsgerechte und damit kosteneffiziente Auswahl an Datenpaketen
- Datenverschlüsselung nach PGP
- Gute Erfahrungen mit dem vwd market manager

IHR ZUGANG ZU WELTWEITEM KAPITAL. ETWAS, AN DEM WIR JEDEN TAG ARBEITEN.

Ihre Anforderungen an anspruchsvolle Finanzierungs-
lösungen sind so individuell wie Ihre Unternehmensstrategie.
Sie erwarten genaue Analysen und globale Expertise,
kompetent und bedarfsgerecht. HSBC bietet Ihnen die
komplette Palette klassischer und innovativer Finanzierungs-
alternativen über den gesamten Kapitalmarkt. Unsere
Kunden schenken uns wiederholt ihr Vertrauen für öffentliche
Emissionen und Privatplatzierungen in allen wesentlichen
Währungen. Mit unserer internationalen Strukturierungs-
und Platzierungskompetenz öffnen wir Ihnen den Weg zu
weltweiten Unternehmensfinanzierungen.

Was können wir für Sie tun?

www.wachstum.hsbc.de

Düsseldorf · Baden-Baden · Berlin · Dortmund · Frankfurt · Hamburg
Hannover · Köln · Mannheim · München · Nürnberg · Stuttgart