

12,50 EUR



# BONDGUIDE

Die Plattform für Unternehmensanleihen

März 2016

In Kooperation mit

GoingPublic  
—Magazin



Special

# Anleihen 2016

Chancen & Risiken investierbar machen

6. Jg.

powered by





## PLATZIERUNG & HANDEL

Von Volker Riedel, Partner,  
Dr. Wieselhuber & Partner

# Finanzierung 3.0

## Anleihen als strategischer Hebel für das Machtspiel in der Wertkette

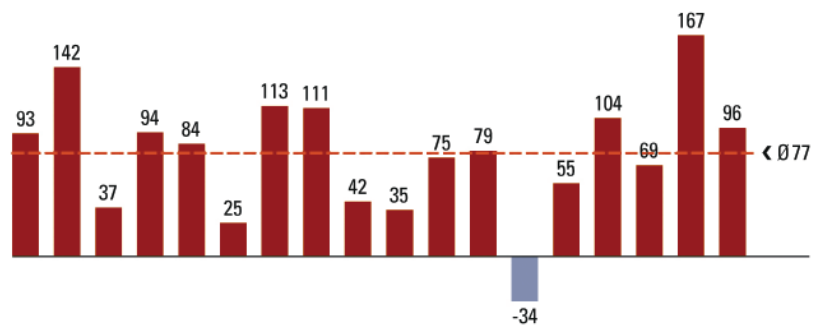
Das originäre Problem der Anleihe ist nicht das Produkt selbst, sondern der Kontext, in dem dieses Produkt platziert wird. Doch die digitale Welt bietet neue Optionen.

### Polarisierter Finanzmarkt

Das tägliche Geschäft für Finanzierer im Mittelstand? Die Suche nach der besten Bonität oder der besten Gelegenheit. Mittlerweile stehen die Finanzierer jedoch vor einem Dilemma: Einerseits sind die Märkte so transparent geworden, dass sich bei guten Bonitäten alle Finanzierungspartner einfinden. So entstehen Finanzierungsstrukturen, in denen sich Finanzierer in einem fast irrsinnigen Preis- und Verdrängungswettbewerb befinden. Andererseits steigen zunehmend die Kosten der Regulatorik und die Risikokosten des Engagements und entsprechend müssen die Prozesskosten gesenkt werden: eine echte strategische Herausforderung für das regulierte Kreditgeschäft.

Wir erleben heute einen Finanzmarkt, der sich mit seinen kapitalmarkt-basierten Finanzinstrumenten zunehmend polarisiert. Da gibt es zum einen das verheerende öffentliche Meinungsbild zu kapitalmarkt-basierten Produkten, getrieben durch tatsächliche Exzesse (Stichwort: Rating) und sogar strafrechtlich relevantes Verhalten. Im Mittelstand ist das Instrument der Anleihen oder Schuldscheine zwar angekommen, doch – zumindest in der

Abb. 1: Days Working Capital (in Tagen) ausgewählter deutscher Mittelständler



Quelle: eigene Darstellung

öffentlichen Wahrnehmung – scheint es der letzte verbliebene Weg für schlechte Bonitäten zu sein, was die rückläufige Fallzahl der Platzierungen im Mittelstand belegt.

Zum anderen horten Mittelständler säckeweise Liquidität, was sich nur mit den Folgen eines „Spättraumas“ von 2009 erklären lässt. Insbesondere große Industrie- und Handelsunternehmen ziehen sich regelmäßig kapitalmarkt-basierte Liquidität, gründen eigene Banklizenzen und bauen damit ihre Machtpositionen über die Finanzierung in ihrer Wertkette weiter aus.

### Digitalisierung: Ausweg aus der Zwickmühle?

Das Lösungswort zur Auflösung dieser verfahrenen Situation lautet: Vernetzung – konkret die Vernetzung von Wertketten. Dabei handelt es sich um ein Vorgehen, das man von vertikal integrierten Unternehmen seit Jahren kennt. Auch in oligopolistischen Branchen wie dem Automobilsektor oder dem Lebensmittel Einzelhandel wird das Zusammenspiel der Wertketten vorangetrieben. Wer die Macht in den Wertketten hat, bestimmt das Spiel. Die Macht wird häufig durch die Finanzkraft unter-

„Mittelständler horten säckeweise Liquidität, was sich nur mit den Folgen eines „Spättraumas“ von 2009 erklären lässt.“



Abb. 2: Die Finanzierung in Wertketten heute und morgen



Quelle: eigene Darstellung

strichen und drückt sich in dem gebundenen Kapital bzw. im Day Working Capital aus.

Produkte werden smarter. Produkte und Prozesse steuern sich zunehmend autonom bzw. treffen Entscheidungsroutrinen auf Basis festgelegter Algorithmen. Doch wer entwickelt diese Algorithmen? Das sind Mathematiker und Softwarespezialisten. Dabei handelt es sich nicht um refinanzierbare Investitionen, sondern vielmehr um immaterielle Wirtschaftsgüter oder investive Kosten. Diese Entwicklungsarbeiten und Servicegeschäfte werden heute hauptsächlich über die GuV oder mit liquidem Eigenkapital finanziert – ein klassischer Kredit ist dafür kaum zu bekommen. Lager oder Working Capital hingegen werden meist mit klassischen Bankkrediten finanziert, wobei die Schnittstelle zu den Lieferanten oder Kunden teilweise über die Kreditversicherer unterlegt wird.

Was aber passiert, wenn die Ware durch verkettete Systeme zunehmend in Fluss kommt – d.h. die Reichweiten sinken, aber der Umschlag steigt? Kosten, aber auch Losgrößen in der gesamten Wertkette müssen reduziert werden, da kein Kunde bereit ist, neben dem originären Produktpreis auch noch hohe Logistikkosten zu bezahlen. Gerade bei fraktalen Wertketten ist das eine große Herausforderung, denn sie müssen zunehmend zusammenarbeiten, Informationen austauschen und sich vernetzen. Ist diese Hürde jedoch genommen, sinkt die Kapitalbindung in der Wertkette und damit sinken auch die Logistikkosten.

Ein veränderter Finanzierungsanfall schafft jedoch eine weitere Barriere: Die Lagerhaltung verschiebt sich zunehmend an den Anfang, die Kundenindividualisierung des Produktes zunehmend an das Ende einer Wertkette. Klassische Finanzierungsformen tun

sich schwer, aus der juristischen Klemme der objektbezogenen Besicherung auszubrechen und Wertketten bzw. über mehrere Unternehmen hinweg Finanzmittel zur Verfügung zu stellen. Für die Finanzierung einer ganzen Wertkette bieten sich stattdessen kapitalmarktbasierende Finanzierungsformen an. Klar ist: Die Digitalisierung treibt auch zunehmend unterschiedliche Finanzierungsbedarfe.

### Finanzierungsanlässe im zeitgemäßen Kontext

Vereinen Unternehmen aufgrund eines komplexen Produktes viele kleinere Komponenten und Bauteile, so kann explizit die direkte Finanzierung der Lieferanten eine Alternative sein, um die Belieferung sicherzustellen. Müssen Beschaffungsmärkte gesichert oder vertikale Lieferanten integriert werden, so wird Kapital für Übernahmen benötigt. So wie es heute im Projektgeschäft Arbeitsgemeinschaften (ARGE) gibt, die ein zeitlich befristetes Projekt gemeinsam bearbeiten und finanzieren, können sich solche Zweckgemeinschaften auch zur Finanzierung einer Wertkette bilden und sich am Kapitalmarkt refinanzieren. Diese Zweckgemeinschaften könnten aber auch die Entwicklung von Software und Vernetzung zum Ziel haben, um die Datentransparenz und damit die Lieferfähigkeit zu erhöhen – die wiederum finanziert werden müssen.

All diese Finanzierungsanlässe haben jedenfalls eines gemeinsam: Sie existieren bereits, gehören in vielen Fällen zum Unternehmensalltag. Ähnlich wie digitale Geschäftsmodelle müssen sie aber in einen anderen Kontext gesetzt werden und zunehmend für kleinere Finanzierungslose geeignet sein. Unter Einrechnung der eingesparten Kosten der Wertkette wird die Höhe der Zinskosten dann nur noch eine sekundäre Rolle spielen.