



Bernd R. Müller (Autor)
Praxis der betrieblichen Finanzwirtschaft



<https://cuvillier.de/de/shop/publications/8992>

Copyright:

Cuvillier Verlag, Inhaberin Annette Jentsch-Cuvillier, Nonnenstieg 8, 37075 Göttingen, Germany

Telefon: +49 (0)551 54724-0, E-Mail: info@cuvillier.de, Website: <https://cuvillier.de>

Die internationalen Kapitalmärkte als wesentliche Refinanzierungsquelle des Volkswagen Konzerns

Jan Casper und Julian Klar

Der Volkswagen Konzern

Der Volkswagen Konzern ist gemessen am Absatzvolumen eines der weltweit führenden Mehrmarkenunternehmen der Automobilindustrie. Im Jahr 2022 erzielte der Volkswagen Konzern Umsatzerlöse von 279.232 Mio. Euro, ein operatives Ergebnis von 22.124 Mio. Euro und ein Ergebnis nach Steuern von 15.836 Mio. Euro. Die Geschäftstätigkeit des Volkswagen Konzerns umfasst zwei Geschäftsfelder: das Automobil-Segment und das Finanzdienstleistungs-Segment. Die Division Automobile gliedert sich in die drei Geschäftsbereiche Pkw, Nutzfahrzeuge und Energietechnik. Der Unternehmensbereich Finanzdienstleistungen bündelt Händler- und Kundenfinanzierung, Fahrzeugleasing, Direktbankgeschäft und Versicherungen sowie Flottenmanagement und Mobilitätsdienstleistungen.

Steuerungsprozess im Volkswagen Konzern

Eine durchgängige und enge Verzahnung der Konzern- und Markenstrategien mit der operativen Planung sorgt im Volkswagen Konzern für Transparenz bei der finanziellen Bewertung und Beurteilung von Richtungsentscheidungen. Die einmal im Jahr und grundsätzlich für fünf Jahre aufgestellte operative Mittelfristplanung ist als wesentliches Steuerungselement des Konzerns in die strategische Planung eingebettet. Die Mittelfristplanung bildet den Kern der operativen Planung und dient dazu, die Voraussetzungen für die Realisierung der strategischen Vorhaben hinsichtlich der Konzernziele zu formulieren und abzusichern. Dies gilt sowohl in technischer als auch in wirtschaftlicher Hinsicht und hier insbesondere in Bezug auf

das Ergebnis, den Cashflow und die Liquidität. Die aufeinander abgestimmten Ergebnisse der vorgelagerten Planungsprozesse münden in die finanzielle Mittelfristplanung: Die finanzielle Planung des Konzerns einschließlich der Marken und Geschäftsfelder umfasst die Gewinn- und Verlustrechnung, die Finanz- und Bilanzplanung, die Rentabilität und Liquidität sowie die Investitionen als Vorleistung für die zukünftigen Produkt- und Handlungsalternativen.¹ Daraus ergibt sich zwangsläufig die Notwendigkeit einer dezidiert geplanten Refinanzierungsstrategie, um die erfolgreiche Entwicklung sowie das langfristige Wachstum des Volkswagenkonzerns zu sichern.

Refinanzierung

Die internationalen Kapitalmärkte spielen in den letzten 20 Jahren eine immer größere Rolle in der Finanzierung von Unternehmen. Auch wenn ihr Anteil gemessen am gesamten Marktanteil in Deutschland gegenüber der öffentlichen Hand sowie Kreditinstituten geringer ist, nimmt dieser Anteil stetig zu². Der Volkswagen Konzern ist darauf angewiesen, dass er seinen Finanzierungsbedarf nicht nur über das operative Geschäft und Bankkredite, sondern auch über die Kapitalmärkte adäquat decken kann. Zum 31. Dezember 2022 beliefen sich die lang- und kurzfristigen Finanzschulden des Volkswagen Konzerns auf rund 205 Mrd. Euro.

¹Vgl. Volkswagen AG, Geschäftsbericht 2022, Seite 106

²Vgl. Knüfermann, Markus (2018), Märkte der langfristigen Fremdfinanzierung, Seiten 124 ff.

Mio. €	BUCHWERT		
	kurzfristig	langfristig	31.12.2022
Anleihen	21.284	71.835	93.119
Schuldverschreibungen	17.239	18.034	35.273
Verbindlichkeiten gegenüber Kreditinstituten	18.840	23.266	42.105
Einlagengeschäft	24.107	2.642	26.749
Darlehen und übrige Verbindlichkeiten	876	677	1.554
Leasingverbindlichkeiten	1.102	5.283	6.385
	83.448	121.737	205.185

Abbildung 1: Quelle: Volkswagen AG, Geschäftsbericht 2022, Seite 358

Die Automobil- und Finanzdienstleistungssparte von Volkswagen führen die Refinanzierung getrennt voneinander durch, unterliegen aber grundsätzlich den gleichen Finanzierungsrisiken. Im Rahmen seiner Refinanzierungsstrategie verfolgt der Volkswagen Konzern eine umfassende Kapitalmarkt- und Absicherungsstrategie sowie eine konsequente Ratingstrategie. Die Refinanzierungspolitik besteht darin, Mittel mit kongruenten Laufzeiten zu beschaffen, die über Währungsräume hinweg möglichst diversifiziert sind, verschiedene Finanzierungsinstrumente und eine breite Investorenbasis einsetzen und Währungsrisiken weitgehend ausschließen. Die Zahlungsfähigkeit und die Liquidität des Volkswagen Konzerns wird jederzeit durch eine rollierende Liquiditätsplanung, eine Liquiditätsreserve in Form von Zahlungsmitteln, Zahlungsmitteläquivalenten, Wertpapieren, Darlehen und Termingeldern, bestätigten Kreditlinien und weltweit verfügbaren Anleiheemissions-Programmen unterstützt. Durch dieses umfangreiche Optionsspektrum ist das Liquiditätsrisiko für den Volkswagen Konzern als gering zu bewerten. Infolge der Dieseldramatik war der Zugang zu einzelnen Refinanzierungsinstrumenten am Geld- und Kapitalmarkt in den Jahren 2015 und 2016 für Volkswagen eingeschränkt. Seit 2017 konnte der Volkswagen Konzern den Zugang zu allen Refinanzierungsinstrumenten wieder vollständig aufbauen.

Der Volkswagen Konzern gehört laut dem Finanzmarktinformationsdienstleister Bloomberg per Stand Juni 2023 zu den größten Emittenten von Unternehmensanleihen weltweit. Mit einem ausstehendem Nominalvolumen bei erstrangig unbesicherten Anleihen von umgerechnet rund 84 Mrd. Euro ist der Volkswagen Konzern damit sogar der größte Emittent aus diesem Bereich in Europa.

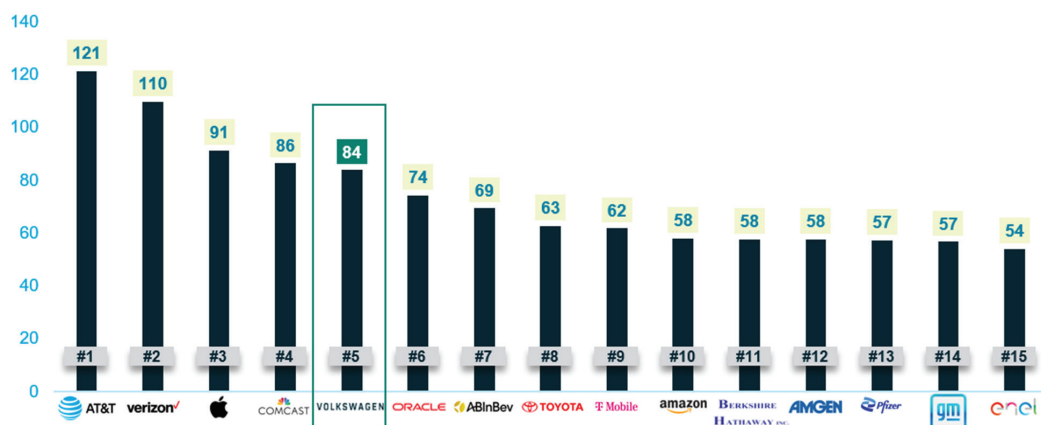


Abbildung 2: Quelle: Bloomberg

Bei der Refinanzierung durch Unternehmensanleihen bilden die erstrangigen unbesicherten Anleihen mit einem Anteil von rund 72% den wichtigsten Baustein in der Refinanzierungsstruktur. Besicherte Anleihen (Asset-Backed-Securities, ABS) folgen mit einem Anteil von rund 28% und sogenannte Hybridanleihen bilden die restlichen zehn Prozent ab.³ Im Folgenden werden die entsprechenden Instrumente kurz erläutert sowie der Kontext zur Finanzierung des Volkswagen Konzerns dargestellt.

Commercial Paper sind im Finanzierungsmix des Volkswagen Konzerns eine wichtige Option zur sehr kurzfristigen Aufnahme von Fremdkapital. Hierbei handelt es sich um Inhaberschuldverschreibungen mit abdiskontierter Verzinsung, die mit einer maximalen Laufzeit von 12 Monaten begeben werden. Je nach Jurisdiktion werden beispielsweise auch sehr kurzlaufende Anleiheemissionen mit einer Laufzeit

³Vgl. Volkswagen AG, Geschäftsbericht 2022, Seite 139

von zwei Wochen getätigt. Vor allem im europäischen Raum liegt die Fristigkeit bei Begebung der Commercial Paper seitens der Emissionsgesellschaften im Volkswagen Konzern aber einen Zeitraum von drei- bis 12 Monaten.

Zu den klassischen Unternehmensanleihen zählen insbesondere erstranging unbesicherte Inhaberschuldverschreibungen, welche mit Laufzeiten ab 18 Monaten emittiert werden können. Auch sehr lang laufende Anleihen mit Laufzeiten bis zu 30 Jahren sind möglich und wurden in der Vergangenheit auch zur Refinanzierung des Volkswagen Konzerns genutzt. Hierbei wird je nach Präferenz der Emissionsgesellschaft als auch anhand des Bedarfs der Investoren mit fest- oder variabler Verzinsung emittiert.

ABS sind ein wesentlicher Bestandteil bei der Finanzierung des Konzernbereichs Finanzdienstleistungen und werden im dazugehörigen Kapitel näher erläutert.

Pro Geschäftsjahr hat der Volkswagen Konzern sowohl aufgrund von bestehenden Fälligkeiten bei Kapitalmarktinstrumenten sowie zur weiteren Finanzierung des Wachstums innerhalb des Konzerns über alle Marken und Geschäftsfelder hinweg einen Finanzierungsbedarf von rund 30 Mrd. Euro, abhängig von der jeweiligen Entwicklung der Automobilmärkte sowie weiteren Einflussfaktoren auf die globale Wirtschaft. Da sich dieser Finanzierungsbedarf weltweit ergibt, erfolgen auch die jeweiligen Begebungen von entsprechenden Kapitalmarktinstrumenten in unterschiedlichsten Währungsräumen. Per 31. Dezember 2022 waren rund 64% aller ausstehenden unbesicherten Anleihen sowie ABS auf Euro denominiert. Der restliche Anteil entfällt neben US-Dollar (rund 14%) auf viele andere Währungen wie beispielsweise britische Pfund, japanische Yen, kanadische Dollar oder schwedische Kronen. Der größte Teil aller Refinanzierungen wird im mittleren Laufzeitenbereich durchgeführt. Dies spiegelt sich somit automatisch in der Fälligkeitenstruktur wider, denn rund 53% aller unbesicherten Anleihen und ABS werden innerhalb der nächsten ein- bis fünf Jahre zurückgezahlt. Circa 19% haben

eine Laufzeit von über fünf Jahren und der verbleibende Teil von rund 28% wird sogar innerhalb des nächsten Jahres fällig.⁴

Refinanzierung des Konzernbereichs Automobile

Der Konzernbereich Automobile finanziert sich im Wesentlichen über einbehaltene, nicht ausgeschüttete Gewinne sowie durch die Fremdkapitalaufnahme in Form von Schuldverschreibungen sowie Bankkrediten. Neben der Liquiditäts- und Investitionsplanung spielt auch die Refinanzierung der Fälligkeiten von ausstehenden Anleihen sowie die Finanzierung des Wachstums in bestehenden und neuen Geschäftsfeldern eine wesentliche Rolle. Allein im Geschäftsjahr 2022 betrug die Investitionstätigkeit rund 25 Mrd. Euro. Für die weitere Zukunft plant der Volkswagen Konzern weitere erhebliche Investitionen im Bereich Elektromobilität sowie der digitalen Transformation, welche ebenfalls Auswirkungen auf die Finanzierungsplanung haben. Der Konzernbereich Automobile geht für jedes Geschäftsjahr davon aus, dass der Cashflow aus dem laufenden Geschäft den erwarteten Investitionsbedarf übertreffen wird. Somit könnte auch das Wachstum des Konzernbereichs Finanzdienstleistungen über den Konzernbereich Automobile abgedeckt werden. Unabhängig davon ist der Konzernbereich Automobile in manchen Ländern auch für die Finanzierung des Geschäfts aus dem Konzernbereich Finanzdienstleistungen direkt verantwortlich. Dies gilt beispielsweise für Transaktionen im US-amerikanischen Kapitalmarkt.

Für den Konzernbereich Automobile spielen auch nachrangige unbesicherte Anleihen eine wichtige Rolle. Bei diesen sogenannten Hybridanleihen handelt es sich zwar rechtlich um Fremdkapital, aufgrund einer unendlichen Laufzeit - welche mit Kündigungsrechten seitens der Emittentin versehen sind - werden diese Anleihen aber bis zur Kündigung durch die Emittentin nach IAS 32 als Eigenkapital

⁴Vgl. Volkswagen AG, Geschäftsbericht 2022, Seite 138

klassifiziert⁵ und wirken sich damit positiv auf die Nettoliquidität⁶ des Konzernbereichs Automobile aus, einer wesentlichen Spitzenkennzahl des Konzerns. Darüber hinaus ist der Volkswagen Konzern seit dem Jahr 2020 ebenfalls regelmäßige Emittentin von sogenannten „grünen Anleihen“ (Green Bonds). Dabei handelt es sich um die oben beschriebenen herkömmlichen Unternehmensanleihen, jedoch unterliegt deren Mittelverwendung einem bestimmten, vorab definierten Zweck. Im Konzernbereich Automobile werden mit Green Bonds EU-Taxonomie konforme Investitionsausgaben refinanziert. Hierbei handelt es sich ausschließlich um Sachinvestitionen sowie kapitalisierte Entwicklungskosten (CAPEX) für vollelektrische Fahrzeuge.⁷

Refinanzierung des Konzernbereichs Finanzdienstleistungen

Die Volkswagen Financial Services AG folgt bei ihrer Refinanzierung grundsätzlich dem strategischen Konzept der Diversifizierung im Sinne einer bestmöglichen Abwägung von Kosten- und Risikoaspekten. Dies bedeutet, möglichst vielfältige Refinanzierungsquellen in den verschiedenen Regionen und Ländern mit dem Ziel zu erschließen, die Refinanzierung jederzeit zu optimalen Konditionen sicherzustellen.⁸ Im Wesentlichen erfolgt die Refinanzierung mittels Kapitalmarktprogrammen für besicherte und unbesicherte Anleihen. Daneben stehen zur Sicherung unerwarteter Schwankungen der Liquidität bestätigte und unbestätigte Kreditlinien externer Kreditinstitute und von Gesellschaften innerhalb des Konzerns der Volkswagen AG zur Verfügung. Die Kreditlinien werden grundsätzlich in Anspruch genommen. Eine zusätzliche bestätigte Kreditlinie seitens der Volkswagen AG dient ausschließlich als Liquiditätssicherungsmaßnahme; eine Inanspruchnahme ist daher grundsätzlich nicht vorgesehen.⁹ Es existiert ein

⁵Abzüglich Disagio und Kapitalbeschaffungskosten

⁶Die Nettoliquidität im Konzernbereich Automobile bildet den nicht durch Kreditstand finanzierten Bestand an Zahlungsmitteln, Zahlungsmitteläquivalenten, Wertpapieren und Termingeldanlagen sowie Darlehensforderungen ab.

⁷Vgl. Volkswagen AG, Geschäftsbericht 2022, Seite 138

⁸Vgl. Volkswagen Financial Services AG, Geschäftsbericht 2022, S. 18

⁹Vgl. Volkswagen Financial Services AG, Geschäftsbericht 2022, S. 18

strategischer „Funding Mix“, der die wesentlichen Refinanzierungsquellen und den Grad ihrer Nutzung grob vorgibt. Auf dieser Basis wird die kurz- und langfristige Refinanzierung in geeigneten Finanzmarktprodukten vorgenommen. Im Konzernbereich Finanzdienstleistungen wurden im September 2023 erstmals Green Bonds emittiert, welche zur Finanzierung des Geschäfts von Leasingverträgen von vollelektrischen Fahrzeugen dienen.

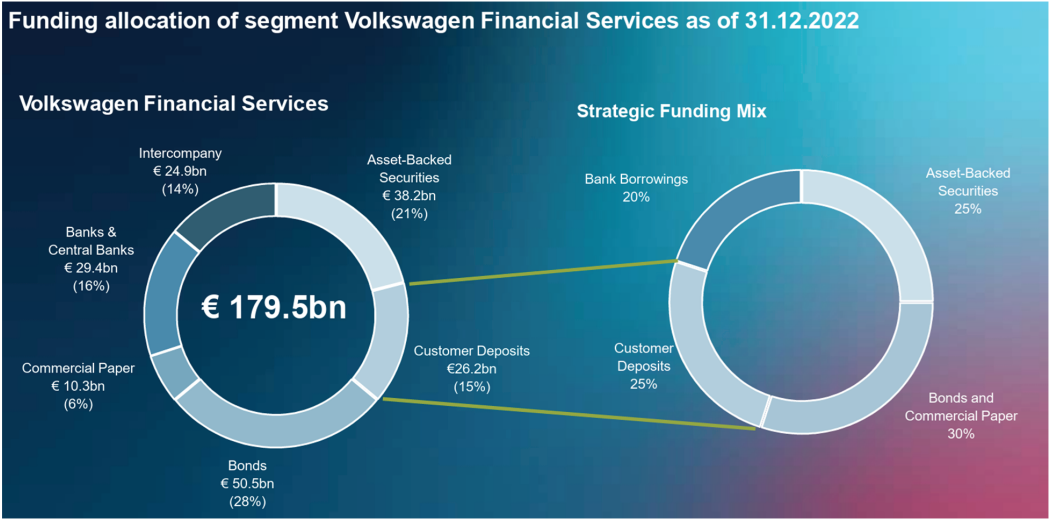


Abbildung 3: Quelle: Volkswagen Financial Services AG

Aus der Umsetzung des strategischen Grundsatzes ergibt sich ein vielschichtiges Bild was die Refinanzierungsaktivitäten verschiedener Emittenten aus der Volkswagen Financial Services Gruppe betrifft. Die Aktivitäten der Volkswagen Finanzdienstleistungen erstrecken sich auf etwa fünfzig Länder. Eine weitestgehend eigenständige Refinanzierung dieser Gesellschaften in ihren jeweiligen Ländern ist das Ziel. Je nachdem welche Möglichkeiten die Kapitalmärkte dieser Länder bieten wird der Refinanzierungs-Mix umgesetzt. Er orientiert sich immer an den strategischen Refinanzierungsquellen Anleihen (inkl. Commercial Paper), ABS, Bankkredite und Kundeneinlagen. Ein Transfer von Kapital aus Deutschland und aus dem Euro in andere Länder und Währungen ist grundsätzlich risikobehaftet und in der Regel mit zusätzlichen Kosten z. B. für die Währungsabsicherung oder durch

eine etwaige Besteuerung verbunden. Innerhalb des Euro-Raumes stellt dies kein Problem dar, aber ein Transfer von Kapital, z. B. nach Brasilien oder Australien, stellt eine größere Herausforderung dar. Deshalb stellen derartige Transfers die Ausnahme dar und werden nur in Fällen genutzt, in denen eine lokale Refinanzierung je nach Situation nicht möglich ist.

Aufgrund der großen Zahl an Gesellschaften innerhalb der Volkswagen Finanzdienstleistungen und der Vielzahl lokaler Kapitalmärkte ergibt sich mit Blick auf die genutzten Währungen, die bei der Emission von Anleihen im unbesicherten Kapitalmarkt verwendet wurden, ein sehr differenziertes Bild. Hier beispielhaft für das Geschäftsjahr 2022:

KAPITALMARKT GESCHÄFTSJAHR 2022

Emittent	Monat	Volumen und Währung	Laufzeit
Volkswagen Financial Services N.V., Amsterdam	Januar	500 Mio. EUR	2 Jahre
Volkswagen Financial Services N.V., Amsterdam	Januar	500 Mio. GBP	6 Jahre
Volkswagen Financial Services N.V., Amsterdam	Januar	600 Mio. CZK	2,5 Jahre
Volkswagen Financial Services N.V., Amsterdam	Januar	1 Mrd. SEK	2 Jahre
Volkswagen Financial Services AG, Braunschweig	Januar	1 Mrd. EUR	3 Jahre
Volkswagen Financial Services AG, Braunschweig	Januar	1 Mrd. EUR	6 Jahre
Volkswagen Financial Services Polska Sp. z o.o., Warschau	März	400 Mio. PLN	2 Jahre
Volkswagen Financial Services Polska Sp. z o.o., Warschau	März	200 Mio. PLN	2 Jahre
Volkswagen Financial Services N.V., Amsterdam	April	350 Mio. GBP	5 Jahre
Volkswagen Financial Services N.V., Amsterdam	April	303 Mio. HKD	3 Jahre
Volkswagen Financial Services Australia Pty. Ltd., Chullora	April	250 Mio. AUD	3 Jahre
Volkswagen Leasing S.A. de C.V., Puebla	Mai	2 Mrd. MXN	3 Jahre
Volkswagen Financial Services N.V., Amsterdam	Juni	20 Mrd. JPY	3 Jahre
Banco Volkswagen S.A., São Paulo	Juni	376,05 Mio. BRL	2 Jahre
Banco Volkswagen S.A., São Paulo	Juni	376,1 Mio. BRL	3 Jahre
Banco Volkswagen S.A., São Paulo	Juni	247,85 Mio. BRL	4 Jahre
LM Transportes Interestaduais Serviços e Comércio S.A., Salvador	September	225 Mio. BRL	3 Jahre
LM Transportes Interestaduais Serviços e Comércio S.A., Salvador	September	775 Mio. BRL	5 Jahre
Volkswagen Financial Services Polska Sp. z o.o., Warschau	Oktober	220 Mio. PLN	1 Jahr
Volkswagen Financial Services Polska Sp. z o.o., Warschau	Oktober	189 Mio. PLN	3 Jahre
Volkswagen Leasing S.A. de C.V., Puebla	November	1,053 Mrd. MXN	3 Jahre
Volkswagen Financial Services N.V., Amsterdam	November	300 Mio. EUR	2 Jahre
Volkswagen Financial Services N.V., Amsterdam	Dezember	300 Mio. GBP	4 Jahre
Volkswagen Doğuş Finansman A.Ş., Istanbul	Dezember	500 Mio. TRY	2 Jahre

Abbildung 4: Quelle: Volkswagen Financial Services AG

Mit der gleichen strategischen Ausrichtung werden ABS-Transaktionen in vielen Ländern regelmäßig genutzt. Genau wie im unbesicherten Kapitalmarkt erfordert die

Begebung von ABS die Erstellung einer an den Bedingungen des jeweiligen Landes und der Zielgruppe für den Kauf der Wertpapiere ausgerichteten Dokumentation. Dies sind die in der folgenden Übersicht aufgeführten Kapitalmarktprogramme, welche die rechtliche Grundlage für die Begebungen darstellen.

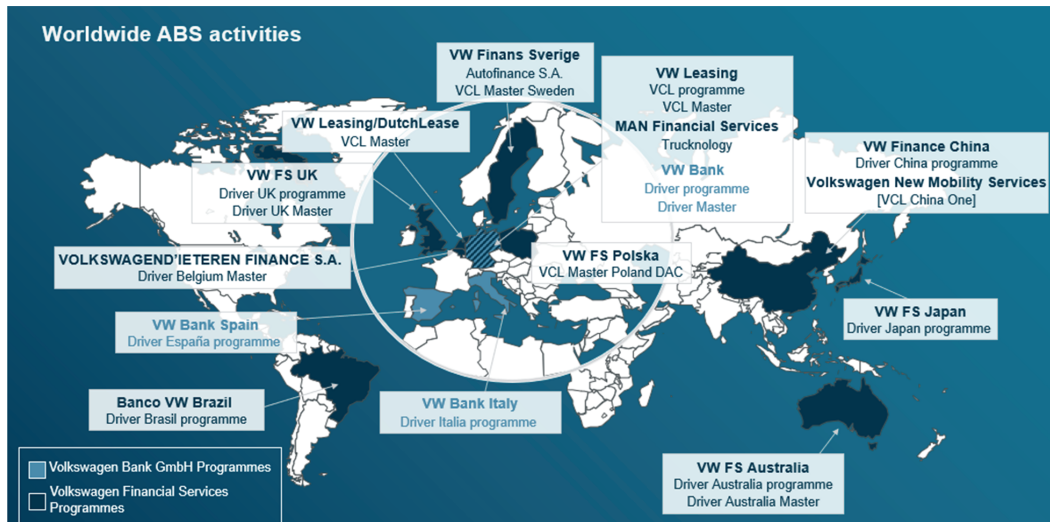


Abbildung 5: Quelle: Volkswagen Financial Services AG

Im Falle von ABS handelt es sich bei den Investoren überwiegend um internationale Banken sowie einige große institutionelle Investoren. Bei unbesicherten Anleihen ist die Käuferschicht deutlich breiter und kann auch auf Privatkunden ausgeweitet werden. Den Großteil der Anleihen erwerben aber professionelle Anleger, vornehmlich private Vermögensverwalter für ihre diversen Sondervermögen (Fonds), Versicherungen, staatliche / öffentliche Vermögensverwalter und Banken.

Die Nutzung von ABS als Refinanzierungsquelle ist direkt mit der Entwicklung des zugrundeliegenden Geschäftsfeldes verbunden. Finanzierungs- und Leasingverträge sind die Vermögenswerte auf deren Werthaltigkeit die ABS basieren. Bereits seit Jahrzehnten steigt die Zahl der Finanzierungs- und Leasingverträge im Vergleich zum Barkauf eines Fahrzeugs an. Dieser Trend ist in nahezu allen Ländern der Welt, in denen die Volkswagen Financial Services Gesellschaften aktiv sind, zu beobachten. Die deutlich gestiegenen Volumina der ABS-Transaktionen