

Ergenzinger, Till

Article

Asset Securitization als Finanzierungsinstrument für Mobilienleasinggesellschaften: Ein Beispiel aus der Praxis

Leasing - Wissenschaft & Praxis

Provided in Cooperation with:

Universität zu Köln, Forschungsinstitut für Leasing

Suggested Citation: Ergenzinger, Till (2003) : Asset Securitization als Finanzierungsinstrument für Mobilienleasinggesellschaften: Ein Beispiel aus der Praxis, Leasing - Wissenschaft & Praxis, ISSN 1611-4558, Forschungsinstitut für Leasing an der Universität zu Köln, Köln, Vol. 1, Iss. 1, pp. 25-48

This Version is available at:

<https://hdl.handle.net/10419/60272>

Standard-Nutzungsbedingungen:

Die Dokumente auf EconStor dürfen zu eigenen wissenschaftlichen Zwecken und zum Privatgebrauch gespeichert und kopiert werden.

Sie dürfen die Dokumente nicht für öffentliche oder kommerzielle Zwecke vervielfältigen, öffentlich ausstellen, öffentlich zugänglich machen, vertreiben oder anderweitig nutzen.

Sofern die Verfasser die Dokumente unter Open-Content-Lizenzen (insbesondere CC-Lizenzen) zur Verfügung gestellt haben sollten, gelten abweichend von diesen Nutzungsbedingungen die in der dort genannten Lizenz gewährten Nutzungsrechte.

Terms of use:

Documents in EconStor may be saved and copied for your personal and scholarly purposes.

You are not to copy documents for public or commercial purposes, to exhibit the documents publicly, to make them publicly available on the internet, or to distribute or otherwise use the documents in public.

If the documents have been made available under an Open Content Licence (especially Creative Commons Licences), you may exercise further usage rights as specified in the indicated licence.

Asset Securitization als Finanzierungsinstrument für Mobilienleasinggesellschaften – Ein Beispiel aus der Praxis –^{*}

von Dr. Till Ergenzinger[#]

Gliederung

1. Rahmenbedingungen
2. Asset Securitization für Leasinggesellschaften
3. Praxisbeispiel
 - 3.1 Ausgangssituation und Ziele
 - 3.2 Alternativen
 - 3.3 Umsetzung
 - 3.4 Zielerreichung
 - 3.5 Ausblick

^{*} Vortrag beim Bankseminar der Universität zu Köln am 17.06.2002.

[#] Mitglied des Vorstands der GFKL Financial Services AG, Essen.

1. Rahmenbedingungen

Der deutsche Kreditmarkt ist seit geraumer Zeit durch hohe Kreditausfälle und hohe Wertberichtigungsbedarfe gekennzeichnet. Die Schieflagen im Bankensektor nehmen zu; exemplarisch sei die Gontard & MetallBank AG als Beispiel der jüngsten Vergangenheit genannt. Die schwierige konjunkturelle Situation wird das Insolvenzrisiko der Unternehmen weiterhin erhöhen. Der von der Wirtschaftsauskunftei Creditreform prognostizierte Anstieg der Insolvenzen um 23% auf 40.000 im laufenden Jahr wird die Situation der Banken weiter verschärfen.

Verschiedene Studien belegen seit geraumer Zeit eine zunehmend restriktive Kreditvergabe des privaten Bankgewerbes, die in einem teilweisen Rückzug aus der Mittelstandsfinanzierung mündet. Die skizzierten Kreditausfälle werden diesen Prozess weiter forcieren. Konnten in der Vergangenheit sowohl die genossenschaftlichen als auch die öffentlich-rechtlichen Institute die Kreditverknappung teilweise kompensieren, werden sich mit dem Wegfall der Gewährträgerhaftung und der Modifizierung der Anstaltslast für die zuletzt genannten Institute die Refinanzierungskosten signifikant erhöhen. Hinzu kommt, daß sie künftig den Renditeforderungen des Kapitalmarktes unterliegen. Ein Umdenken bei der Kreditvergabepolitik wird die unausweichliche Folge sein.

Mit der Umsetzung von *Basel II* wird es zu einer risikogerechteren Bepreisung des Ausfallrisikos – unter anderem gekoppelt an die Eigenkapitalausstattung des Kreditnehmers – kommen. Traditionell niedrige Eigenkapitalquoten des deutschen Mittelstandes werden somit zusätzlich eine Verteuerung der Kredite hervorrufen.

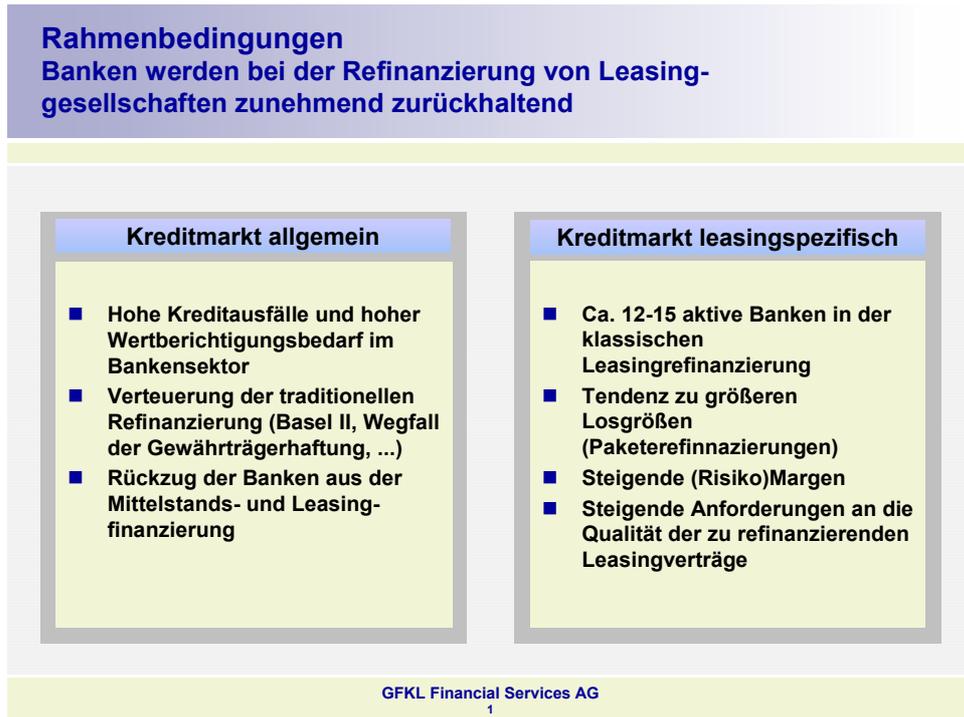


Abb. 1: Rahmenbedingungen des Kreditmarktes

Betrachtet man den Kreditmarkt aus leasingspezifischer Sicht, so stellt man schnell fest, daß es jetzt bereits lediglich zwölf bis fünfzehn aktive Institute gibt, die sich in der Refinanzierung von Leasinggesellschaften aktiv engagieren. Insbesondere die Landesbanken und größere Sparkassen refinanzieren Leasinggesellschaften über klassische Darlehen oder den regresslosen Forderungsankauf (Forfaitierung). Aber auch hier ist eine zunehmende Zurückhaltung und Verschärfung der Annahmekriterien festzustellen. Zum einen ist eine deutliche Tendenz zu Paketfinanzierungen zu beobachten. Sicherlich eine Entwicklung, die auch den Leasinggesellschaften entgegenkommt, da die administrativen Kosten gesenkt werden, obgleich für kleine Leasinggesellschaften Hürden aufgebaut werden. Zum anderen werden die Anforderungen sowohl an die Qualität der Leasingverträge als auch an die Leasinggesellschaften deutlich erhöht. Teilweise ist Grundvoraussetzung für die Refinanzierung ein Rating der Leasinggesellschaft, bspw. durch die FinanCert GmbH.

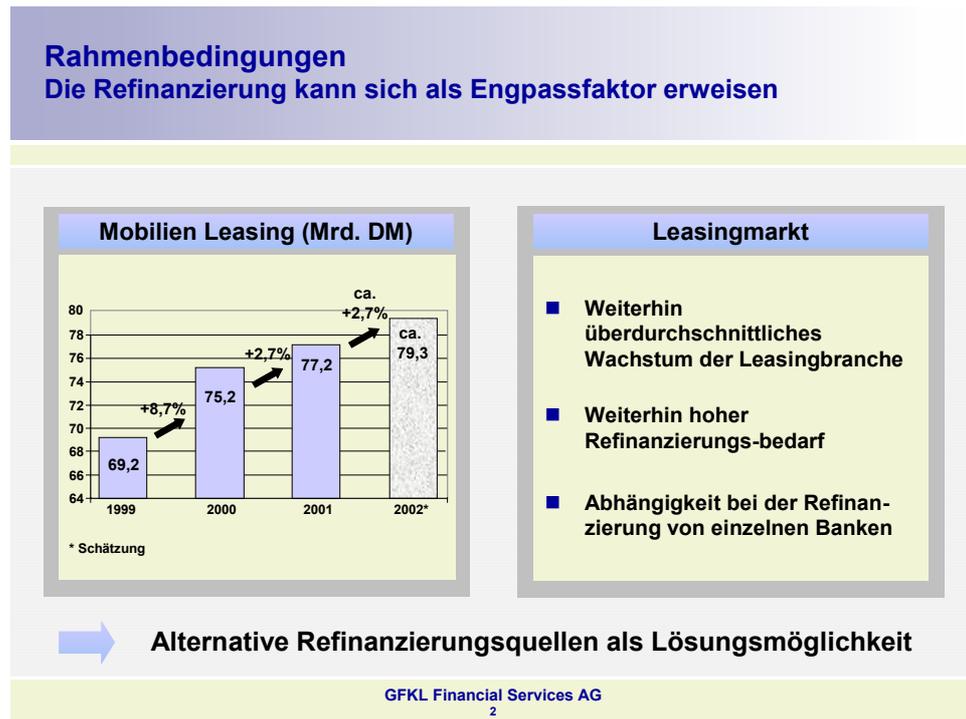


Abb. 2: Refinanzierung als Engpassfaktor des Leasingmarkts

Fazit der aufgezeigten Rahmenbedingungen für die Leasinggesellschaften ist, daß die traditionelle Refinanzierung zum einen deutlich knapper wird und zum anderen teurer. Vor dem Hintergrund des stark wachsenden Leasingmarktes – der Rückzug der Banken aus der Mittelstandsfinanzierung gibt hier zusätzlich Impulse – wird die Refinanzierung der Leasinggesellschaften zunehmend zum zentralen Engpassfaktor bei der Realisierung von Wachstumsstrategien. Bankengebundenen Leasinggesellschaften sind hier sicherlich auszunehmen, steht ihnen die Refinanzierung über die Muttergesellschaft in der Regel jederzeit offen. Aber auch hier werden die Banken neue Maßstäbe anlegen, sind doch mit Inkrafttreten der 6. KWG-Novelle die Leasingtöchter zu konsolidieren und somit die Leasingforderungen als Risikoaktiva gemäß Grundsatz I anzusehen. Damit erhöhen die Leasingforderungen das regulativ gebundene Eigenkapital und implizieren somit höhere Renditeanforderungen. Die Bankkonzerne werden künftig ihre Leasingaktivitäten zunehmend auf den Prüfstand stellen. Der Verkauf der GEFA Leasing von der Deutsche Bank AG an die Societe Generale wird hier sicherlich kein Einzelfall bleiben.

Auch herstellerabhängige Leasinggesellschaften wie bspw. die Leasingtöchter der Automobilindustrie werden durch ihre Konzernzugehörigkeit ihre Refinanzierung darstellen können. Aber insbesondere für die mittelgroßen und

kleinen unabhängigen Leasinggesellschaften kommt der Sicherstellung der Refinanzierung existentielle Bedeutung zu. Hinzu kommt, daß die Refinanzierung zeitnah dargestellt werden muß, denn der potentielle Leasingnehmer wird nicht bereit sein, Wochen auf seine Finanzierungszusage zu warten. Eine Anforderung der die Leasinggesellschaften bei der von den Kreditinstituten praktizierten Einzelprüfung von Refinanzierungsanfragen, die sich Wochen hinziehen kann, kaum nachkommen können.

Einen Ausweg aus dem skizzierten Dilemma zwischen vertrieblichen Wachstumsmöglichkeiten und refinanzierungsbedingten Restriktionen bietet die Möglichkeit der Finanzierung über den Kapitalmarkt durch Asset Securitization mit Instrumenten wie Asset Backed Securities (ABS) oder Asset Backed Commercial Paper (ABCP).

2. Asset Securitization für Leasinggesellschaften

Asset Securitization bedeutet die Aufnahme von Mitteln am Kapitalmarkt durch die Verbriefung von Forderungen, die durch physische Vermögensgegenstände besichert sind. Im Fokus steht hierbei nicht die Bonität des Forderungsverkäufers, sondern die Qualität der verbrieften Forderungen, die sich nach der Bonität der einzelnen Endschuldner sowie der Werthaltigkeit und Fungibilität der Objekte am Sekundärmarkt richtet

Asset Securitization für Leasinggesellschaften

Asset Securitization als alternative Refinanzierungsmöglichkeit

Begriffsbestimmung

- **Asset Securitization = Verbriefung von Forderungen**
- **Aufnahme von Mitteln am Kapitalmarkt durch die Verbriefung von Forderungen, die durch physische Vermögensgegenstände besichert sind (ABS/ABCP)**
- **Im Fokus steht nicht die Bonität des Forderungsverkäufers (Leasinggesellschaft), sondern die Qualität der verbrieften Forderungen:**
 - ◆ Bonität der Endschuldner
 - ◆ Wert der Objekte am Sekundärmarkt

GFKL Financial Services AG
3

Abb. 3: Asset Securitization

Für eine klassische Asset Backed-Transaktion werden Forderungen nach festgelegten Eignungskriterien ausgewählt, in Pools zusammengefasst und vom Forderungseigentümer (Originator - z.B. einem Industrieunternehmen oder einem Finanzierungsinstitut) an eine Spezialgesellschaft (Special Purpose Vehicle - SPV) verkauft. Diese eigene Ankaufsgesellschaft ist für die Trennung der Transaktion von der Bonität des Verkäufers Voraussetzung. Der Originator erhält den Barwert der verbrieften Forderungen, wobei das SPV Abschläge für die Kosten der Asset Backed-Transaktion sowie für die poolspezifisch erforderlichen Sicherungsmechanismen gegen Forderungsausfälle (Credit Enhancement) vornimmt. Das SPV refinanziert sich durch die Emission von Wertpapieren (Bonds oder Commercial Paper), die von institutionellen Investoren erworben werden. Der Originator bleibt üblicherweise weiterhin Ansprechpartner der Debitoren und fungiert als Forderungsverwalter (Servicer). Die Rückzahlung der Wertpapiere erfolgt aus dem Cash Flow der zugrunde liegenden Forderungen.

Der deutsche Markt für Asset Securitization ist im internationalen Vergleich noch als unterentwickelt zu bezeichnen. Aufgrund der eingangs skizzierten Situation im deutschen Kreditmarkt ist aber ein nicht unerhebliches Potential zu konstatieren.

Asset Securitization für Leasinggesellschaften Der deutsche Marktanteil ist noch relativ gering

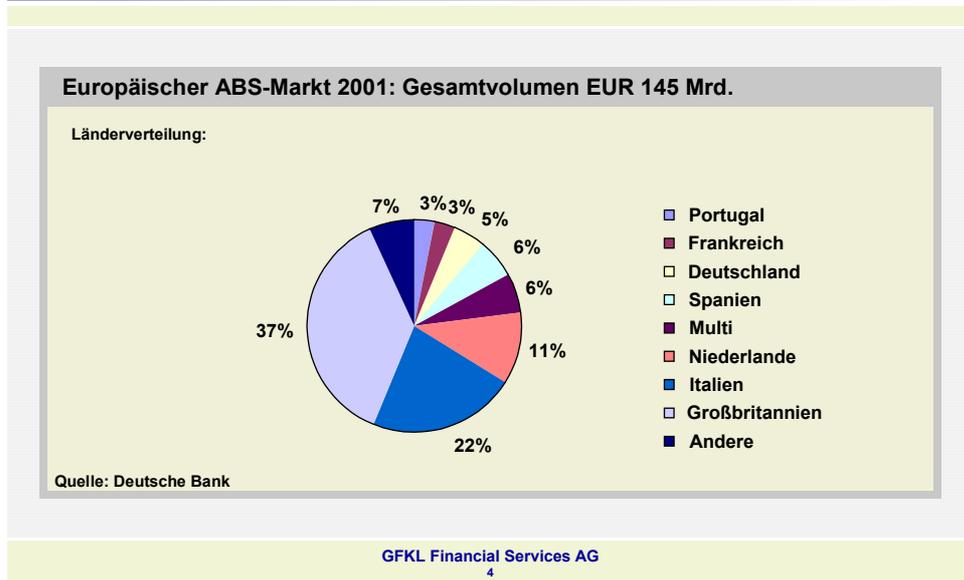


Abb. 4: Europäischer Asset Backed Securities-Markt

Bevor der Asset Backed Securities Markt für Leasinggesellschaften genutzt werden kann, ist zunächst ist zu prüfen, ob sich Leasingforderungen überhaupt für eine Verbriefung eignen. Einen ersten Anhaltspunkt geben die branchenüblichen Abtretungen bzw. Forderungsverkäufe an Banken – sowohl auf Einzelvertragsbasis als auch als Paketfinanzierung durch Bündelung mehrerer Leasingverträge, wobei letztere Variante mitunter schon als „asset securitization light“ betitelt wird. Gerade die Forderungsverkäufe/Forfaitierungen ähneln dem Konstrukt der Sekurisierung und stellen quasi eine Art Vorläufer eben dieser dar. Die Forfaitierung zeigt, dass die insolvenz sichere Abtretung der Forderungen nach § 108 InsO möglich ist und somit eine zentrale Voraussetzung für die Verbriefung erfüllt wird. Für die Verbriefbarkeit von Forderungen bedarf es aber weiterer Voraussetzungen:

- Gleichartige Forderungen in großer Menge
- Vorhersehbare, separierbare Cash Flows

Asset Securitization für Leasinggesellschaften
Leasing-Forderungsstruktur ist für eine Verbriefung geeignet

- Leasingverträge werden auch für die klassische Refinanzierung an Banken abgetreten bzw. forfaitiert
- Insolvenzsichere Abtretung nach § 108 InsO möglich
- Vorhersehbare, separierbare Cash-Flows
- Hohe Diversifikation im Small und Mid Ticket Bereich
- Gleichartige Forderungen in großer Menge

➔ **Bewertbare Portefeuilles**

GFKL Financial Services AG
5

Abb. 5: Verbriefungseignung von Leasing-Forderungen

Nur unter diesen Voraussetzungen können bewertbare Portfolios gebildet werden, d.h. Portfolios ohne Klumpenrisiken die sich anhand historischer Ausfallraten mittels statistischer Verfahren bewerten lassen. Gerade Leasingportfolios aus dem Small- und Mid Ticket-Bereich erfüllen in der Regel diese Voraussetzung.

3. Praxisbeispiel

3.1 Ausgangssituation und Ziele

Potentielle künftige Engpässe in der traditionellen Refinanzierung zeichneten sich für die GFKL Financial Services AG aufgrund des sehr starken Neugeschäftswachstums im Jahr 2000 ab. Daher wurde aktiv nach alternativen Refinanzierungsmöglichkeiten gesucht; der Fokus lag hierbei auf Möglichkeiten des Kapitalmarktzugangs.

Die GFKL sah sich grundsätzlich mit folgender Ausgangslage konfrontiert: Zum einen waren die Refinanzierungskosten über Darlehen und klassische Forfaitierung aufgrund der verlangten Risikoprämien relativ hoch, zum anderen war der administrative Aufwand aufgrund der Vielzahl der in Anspruch

genommenen Refinanzierungsinstitute verbunden mit der Refinanzierung auf Einzelvertragsbasis sehr hoch. Branchenüblich wurden auch die gleichen Leasingverträge mehreren Banken gleichzeitig zur Refinanzierung angetragen, was zu einem noch höheren administrativen Aufwand führte.

Aufgrund des hohen Neugeschäftswachstums von über 100 Prozent stand grundsätzlich ein potentiell für Verbriefungen verfügbares künftiges Portfolio von rund EUR 100 Mio. zur Verfügung. Bei der Ermittlung des verfügbaren Portfolios ist zu beachten, daß fristenkongruent refinanzierte Leasingverträge nur bedingt für eine Verbriefung zur Verfügung stehen, da die Ablösung regelmäßig mit einer Vorfälligkeitsentschädigung verbunden ist. Zur Vorbereitung auf die beabsichtigte künftige Kapitalmarktrefinanzierung nutzte die GFKL eine sog. Warehousefazilität über EUR 100 Mio., die dazu diente das für die Verbriefung erforderliche Initialvolumen anzufinanzieren.

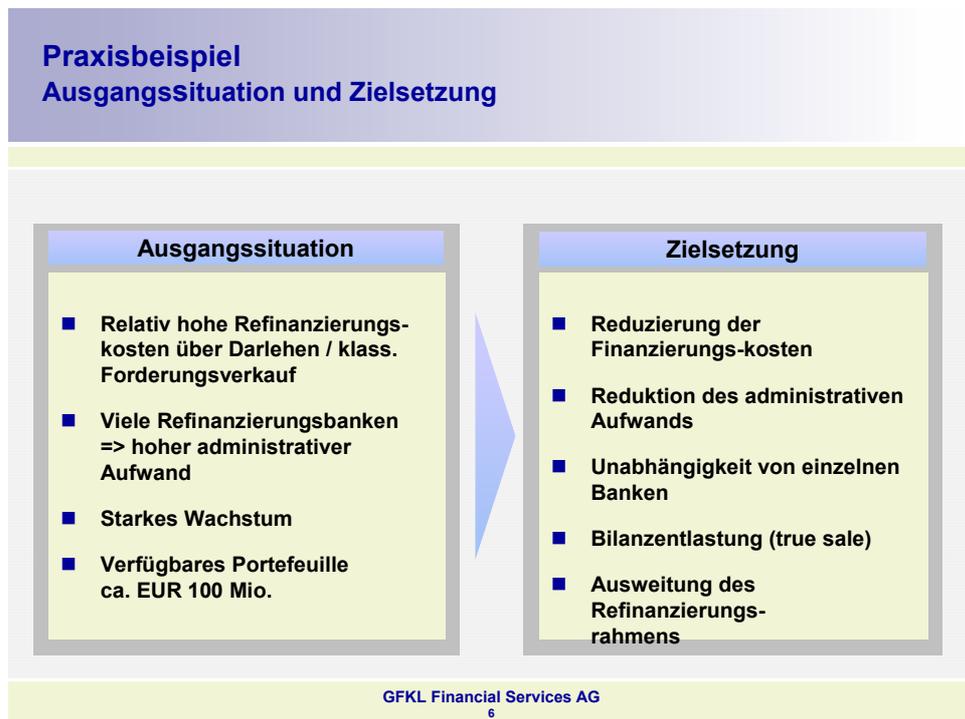


Abb. 6: Ausgangssituation und Ziel des Praxisbeispiels

Aus dieser Ausgangssituation leitet sich auch unmittelbar die Zielsetzung der GFKL ab: Über den direkten oder indirekten Kapitalmarktzugang sollte eine Unabhängigkeit von einzelnen Refinanzierungsinstituten und insbesondere deren Einzelfallentscheidung erreicht werden. Damit einhergehend war die

administrative Entlastung als Zielsetzung verbunden. Die Kapitalmarktrefinanzierung sollte effiziente und schlanke Prozesse ermöglichen.

Zentrales Ziel war auch die deutliche Reduktion der direkten Refinanzierungskosten. Durch ein entsprechendes Rating der Transaktion sollten die bisher von den Refinanzierungspartnern geforderten Risikoaufschläge (spreads) möglichst weit reduziert werden.

Als weiteres Ziel ist die Bilanzentlastung zu nennen. Die Anerkennung des Forderungsverkaufes an das SPV als sog. true sale würde dazu führen, daß die Refinanzierungszinsen keine Dauerschuldzinsen darstellen. Dieses bedeutet eine weitere Kostenreduktion durch die gewerbeertragsteuerliche Entlastung.

Die angedachte Lösungsvariante war zunächst die Emission einer (einmaligen) Asset Backed Anleihe (sog. term deal) mit fester Laufzeit. Während der Anfinanzierungsphase kam dann eine zweite Alternative mit ins Kalkül: die Teilnahme an einem Asset Backed Commercial Paper Programm (ABCP-Programm).

3.2 Alternativen

Bei der Begebung einer Anleihe würde die GFKL selber als Emittent auftreten bzw. sich eines eigenen SPV bedienen. Der Kapitalmarktzugang wäre folglich direkt und es bestünde die Möglichkeit sich ein eigenes „branding“ auf dem Kapitalmarkt aufzubauen – zumindest dann, wenn man regelmäßig, d.h. alle 1-2 Jahre emittieren würde (frequent issuer).

Bei der Emission von Commercial Paper erfolgt der Kapitalmarktzugang indirekt und nicht im eigenen Namen. Hier bedient man sich typischer Weise bestehender ABCP-Programme (sog. Conduits) der Banken. Alle namhaften Kreditinstitute führen mittlerweile eigene Conduits. Diese Conduits sind als Multiseller-Programme aufgelegt, d.h. verschiedene Gesellschaften verkaufen ihre Forderungen in diese Programme.

Aufgrund der bestehenden Strukturen bei den ABCP-Programmen sind die Strukturierungskosten (up front costs) deutlich geringer als bei der Emission einer Anleihe. Während bei einem ABCP-Programm die Grundstruktur vorgegeben ist, muß bei einer Anleihe die transaktionsspezifische Struktur individuell verhandelt und festgelegt werden. Die direkten Finanzierungskosten werden primär durch das Rating bestimmt. Bondstrukturen können sowohl variable als auch festverzinslich ausgestaltet werden. Die ABCP-Programme werden grundsätzlich variabel verzinst, wobei sich die Verzinsung – ein entsprechendes Rating vorausgesetzt – am 1-Monats-Euribor orientiert. Hinzu kommt jedoch eine Gebühr für die Administration des ABCP-Programmes sowie für die Bereitstellung der erforderlichen credit enhancements. Während bei einem ABCP-Programm die Liquidität über eine Liquiditätsfazilität garantiert ist (welche in die Preisstellung der Gebühr einfließt), ist der Absatz einer Anleihe grundsätzlich nicht garantiert. Eine Platzierungsgarantie ist jedoch gegen Zahlung einer underwriting fee erhältlich.

Praxisbeispiel Alternativen (1/2)

	Commercial Paper	Anleihe
Finanzierungskosten	<ul style="list-style-type: none"> ■ Geringe up-front Kosten ■ Variabler Zins + Gebühren 	<ul style="list-style-type: none"> ■ Hohe up-front Kosten ■ Variabler oder fester Zins
Volumen	<ul style="list-style-type: none"> ■ Schwankende Volumina 	<ul style="list-style-type: none"> ■ Fester Betrag bei Emission
Platzierung	<ul style="list-style-type: none"> ■ Liquidität garantiert 	<ul style="list-style-type: none"> ■ Underwriting Fee für Platzierung
Implementierung	<ul style="list-style-type: none"> ■ Schnelle Umsetzung aufgrund bestehender Struktur 	<ul style="list-style-type: none"> ■ Struktur muss neu aufgesetzt werden

➔ Entscheidung für CP aufgrund der Möglichkeit schwankender Volumina und der bereits bestehenden Struktur

GFKL Financial Services AG
7

Abb. 7: Anleihe versus Commercial Paper

Nicht zuletzt aufgrund der höheren Strukturierungskosten bedarf es für eine Anleiheemission eines höheren Emissionsvolumens. Als Richtgröße können EUR 500 Mio. angesetzt werden. Bei ABCP-Programmen reicht ein deutlich geringeres Initialvolumen. Im Bereich von Leasingforderungen können derzeit

Volumina um die EUR 250 Mio. als üblich erachtet werden. Es sind jedoch erste Anbieter am Markt zu beobachten, die auch deutlich niedrigere Volumina akzeptieren. Während Anleihen bei Emission einen festen Betrag aufweisen, sind bei ABCP-Programmen typischerweise schwankende Volumina durch einen revolvingenden oder poolweisen Verkauf darstellbar.

Grundsätzlich entsprachen die Gestaltungsparameter eines ABCP-Programmes mehr den Bedürfnissen der GFKL als die einer Anleiheemission. Konsequenterweise entschied man sich für die Teilnahme an einem solchen. Die zentralen Vorteile liegen zum einen in der schnellen Implementierung und der damit verbundenen operativen Entlastung die durch das Aufsetzen auf bestehenden Strukturen gewährleistet wird. Zum anderen entspricht die Möglichkeit, schwankende Volumina abbilden zu können, der Neugeschäftsgenerierung der GFKL.

Grundsätzlich existieren zwei Alternativen, um in einem ABCP-Programm schwankende Volumina abbilden zu können: revolvingender oder poolweiser Verkauf.

Praxisbeispiel Alternativen (2/2)

	Revolvierend	Poolweise
Strukturierung	<ul style="list-style-type: none"> ■ Genaue Parameter werden für die Forderungen und den Pool bestimmt 	<ul style="list-style-type: none"> ■ Jeder Pool wird einzeln analysiert
Kosten	<ul style="list-style-type: none"> ■ Analysekosten nur bei Implementierung 	<ul style="list-style-type: none"> ■ Rating-Gebühren je Pool
Zinssicherung	<ul style="list-style-type: none"> ■ Strukturierung erforderlich 	<ul style="list-style-type: none"> ■ Marktswap je Pool
Reporting	<ul style="list-style-type: none"> ■ Höhere Anforderungen 	<ul style="list-style-type: none"> ■ Geringere Anforderungen

➔ **Entscheidung für revolvingenden Verkauf aufgrund der höheren Flexibilität**

GFKL Financial Services AG
8

Abb. 8: Revolvingender versus poolweiser Verkauf

Bei einem poolweisen Verkauf wird jeder zu verkaufende Pool einzeln analysiert. Analysiert werden insbesondere die Forderungen (Portfolio-Qualität) sowie die dahinter stehenden Objekte – siehe auch Gliederungspunkt *credit enhancement*. Zum einen ist dieser Prozeß für den Forderungsverkäufer sehr aufwendig, zum anderen induziert er auch zusätzliche nicht unerhebliche externe Kosten, da jeder Pool von mindestens zwei renommierten Ratingagenturen gerated werden muß.

Beim revolvingenden Verkauf hingegen wird das Initialvolumen analysiert und dann werden Kriterien festgelegt, denen einerseits die künftig revolvingend zu verkaufenden Forderungen und zum anderen der gesamte Pool genügen müssen. Genügen die künftig generierten Forderungen/Leasingverträge diesen Anforderungen, so können sie ohne weitere (Einzel-)Prüfung verkauft werden. Analyse- und Ratingkosten fallen folglich nur einmalig bei Implementierung an.

Die Anforderungen an das monatliche Reporting sind beim poolweisen Verkauf hingegen deutlich geringer. Aufgrund des vorliegenden Rating ist der Pool bekannt und unterliegt keinen wesentlichen Änderungen.

Beim revolvingenden Verkauf wird das akzeptierte Neugeschäft lediglich durch die vorab festgelegten Ankaufskriterien gesteuert. Das verkaufte Neugeschäft an sich ist dem Forderungskäufer hingegen unbekannt. Folglich stellt er höhere Anforderungen an das Reporting.

Aufgrund der größeren Flexibilität hat sich die GFKL für eine revolvingende Struktur entschieden. Der revolvingende Verkauf gewährleistet die kontinuierliche Refinanzierung des Neugeschäftes. Letztlich schließen sich aber die beiden Alternativen nicht aus. Auch bei einer revolvingenden Struktur können zusätzlich einzelne Forderungspools verkauft werden – jedoch unter den oben skizzierten Bedingungen. Wirtschaftlich ist der poolweise Verkauf jedoch erst ab Größenordnungen von ca. EUR 50 Mio.

Die GFKL nutzt zusätzlich zum revolvingenden Verkauf auch den poolweisen Verkauf. Revolvingend verkauft sie ihr durch die beiden Tochtergesellschaften GFKL Mobilien GmbH und Universal-Leasing-GmbH monatlich generiertes

Neugeschäft. Neben dem Geschäftsbereich Leasing werden im Geschäftsbereich Financial Outsourcing zum einen Darlehens- und Leasingportfolien Dritter verwaltet und zum anderen auch eben solche Portfolien gekauft. Letztere wiederum werden unter anderem durch den poolweisen Verkauf an die ABCP-Programme refinanziert.

3.3 Umsetzung

Nachdem die Entscheidung für die ABCP-Refinanzierung gefallen war, galt es einen geeigneten Partner zu finden. Wie bereits erwähnt bieten alle renommierten Banken eigene Conduits an. Letztlich entschied sich die GFKL für das Compass-Programm der West LB, welches sie seit Juni 2001 nutzt. Diese Entscheidung ist aber nicht als Wertung gegen die anderen Programme zu verstehen, denn seit Juni 2002 nutzt die GFKL zusätzlich das Tulip-Programm der ABN Amro.

Das Compass-Programm ist ein typisches Multiseller-Programm, welches eine Vielzahl von Asset Klassen – unter anderem Handelsforderungen, Autokredite, Kreditkartenforderungen, Equipment Leasing – und verschiedene Währungen beinhaltet. Im Mai 2002 betrug das ausstehende Volumen an Commercial Paper USD 9,8 Mio., womit dieses Programm zu den größten Europas zählt.

Die GFKL verkauft monatlich revolving in dieses Programm bis zu einem Maximalbetrag von insgesamt EUR 250 Mio.

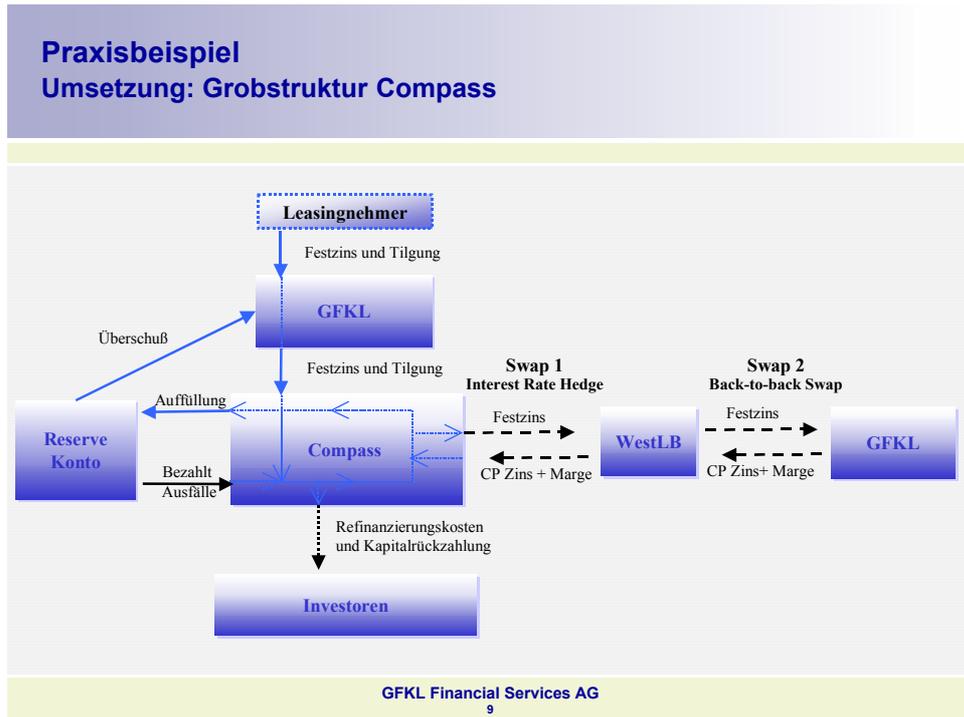


Abb. 9: Grobstruktur des Transaktionsprogramms Compass

Die vorstehende Grafik zeigt die Grobstruktur der Transaktion. Die GFKL generiert in ihrem Geschäftsbetrieb laufend Leasing- und Mietkaufforderungen, die monatlich an Compass regresslos verkauft werden. Lediglich das Veritätsrisiko verbleibt bei der GFKL. Das Servicing für die verkauften Verträge (Rateneinzug, Mahnwesen, Ablösungen usw.) der Leasingverträge wird weiterhin von der GFKL übernommen. Monatlich werden die eingezogenen Raten (Zins und Tilgung) an Compass weitergeleitet. Compass wiederum begibt monatlich revolving Commercial Paper, die über Dealer bei institutionellen Investoren platziert werden.

Aufgrund der festen Verzinsung der Leasingverträge und der variablen Verzinsung der Commercial Paper entsteht ein Zinsänderungsrisiko bei Compass. Um ein hohes Rating bei Compass sicherzustellen muß Compass dieses Risiko absichern und schließt hierzu Zinsswaps ab. Um die Unabhängigkeit des Ratings von Compass vom Counterparty Risiko GFKL zu gewährleisten, werden die Swaps nicht direkt mit der GFKL abgeschlossen, sondern mit einer zwischengeschalteten entsprechend gerateten Bank – hier West LB – abgeschlossen. Die West LB ihrerseits schließt mit der GFKL einen sog. Back-to-back-Swap ab.

Die GFKL verkauft zwar einhundert Prozent ihrer Forderungen an Compass, bekommt aber nur 94% des Nominalbetrages ausbezahlt. Die restlichen 6% fließen in ein sog. Reservekonto und dienen der Besicherung der gesamten Transaktion. In dem Rahmen, wie sich die verkauften Forderungen tilgen, fließen diese 6% an die GFKL zurück.

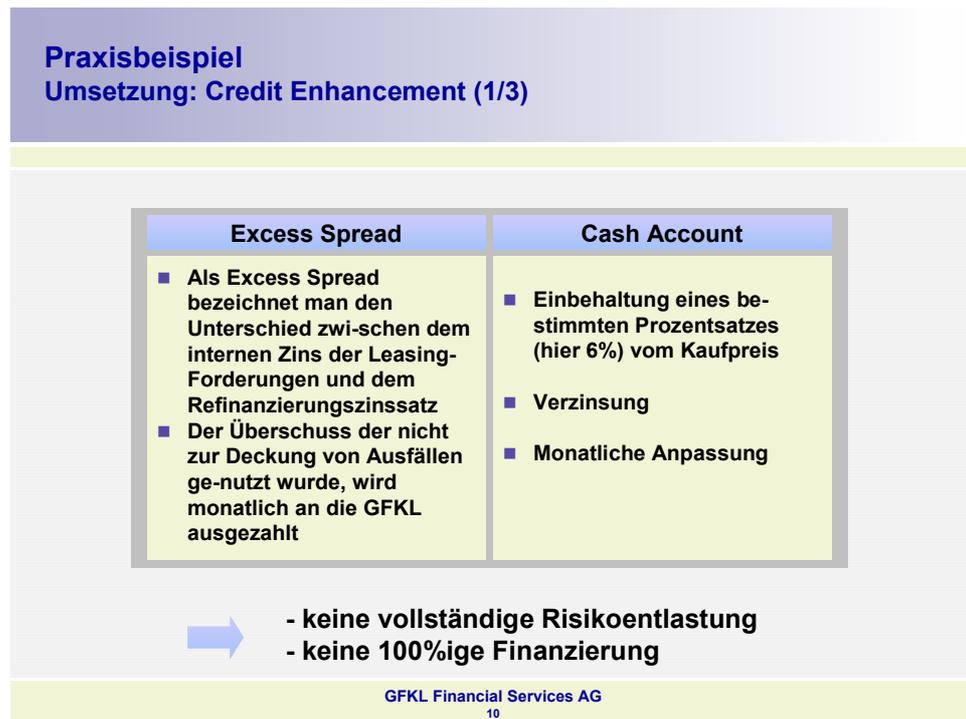


Abb. 10: Credit Enhancement I

Dieser 6-prozentige Einbehalt und der gesamte Mechanismus des Reservekontos sind Teil der recht komplexen Besicherungsstruktur (credit enhancement) des ABCP-Programmes. Diese Barreserve in Höhe von 6%, die letztlich aus dem Eigenkapital der Leasinggesellschaft zu stellen ist, haftet trotz des regresslosen Forderungsverkaufes an Compass für Verluste aus den zugrundeliegenden Leasingverträgen. Die Haftung ist jedoch auf diese 6% (sog. first loss) beschränkt. Eine Rückkauf- oder Nachschußverpflichtung besteht nicht.

Die Leasinggesellschaft (GFKL) haftet jedoch noch mit einer weiteren Komponente dem sog. excess spread. Der excess spread ist die Zinsmarge, also die Differenz zwischen Kundenzins (Leasingvertrag) und ABCP-Refinanzierungszins. Die gesamte Leasingrate wird an Compass weitergeleitet und zur Tilgung und Verzinsung der Commercial Paper verwendet. Evtl.

auftretende Verluste der Leasingverträge werden zunächst durch die Zinsmarge aufgefangen, reicht diese nicht aus, so wird der 6-prozentige Einbehalt zur Verlustabdeckung herangezogen.

Durch diesen Mechanismus wird für den Forderungsverkäufer das maximale Risiko auf die Höhe seiner Zinsmarge zzgl. des eingesetzten Eigenkapitals (hier 6%) begrenzt. Die Käufer/Investoren der Wertpapiere (Commercial Paper) tragen das darüber hinausgehende (Ausfall-)Risiko, sofern es nicht in Teilen durch weitere credit enhancements wie bspw. letter of credit abgedeckt wurde.

Wichtiges Zwischenergebnis ist, daß aufgrund des beschriebenen Besicherungsmechanismus weder eine vollständige Refinanzierung noch eine vollständige Risikoübernahme durch das ABCP-Programm erfolgt.

Letztlich hängt die Höhe des zur Verfügung zu stellenden Eigenkapitals von mehreren Faktoren ab, die im wesentlichen auf die Portfolioqualität und die Prozesse der Leasinggesellschaft fokussieren. Die Faktoren werden von Rating-Agenturen analysiert und beurteilt.

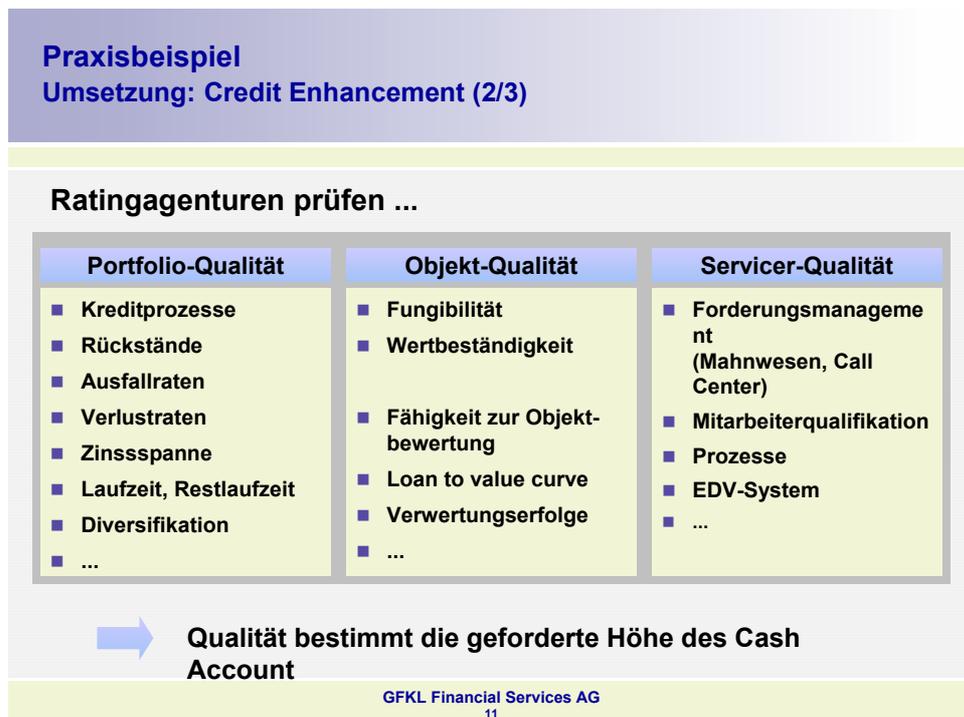


Abb. 11: Credit Enhancement II

- Zentraler Qualitätsindikator für das Portfolio sind niedrige und stabile historische Ausfall- und Verlustraten. Diese historischen Daten werden typischerweise für die verschiedenen Produktgruppen (Leasing, Mietkauf, Darlehen, ...), Objektklassen (Autos, LKW, Maschinen, ...) und Kalenderjahre des Vertragsbeginns getrennt analysiert.
- Ein gut funktionierendes Forderungsmanagement sowie eine effiziente Verwertungsabteilung wirken sich i.d.R. positiv auf die Ausfallraten aus. Bei der Bewertung einer Verbriefung nehmen Rating-Agenturen eine umfassende Analyse der Arbeitsabläufe mit besonderem Fokus auf EDV-Systeme, Erfahrung der Mitarbeiter und Mahnwesen vor. Hierzu gehört auch die Fähigkeit den Wert und künftigen Wertverlauf des Sicherheiten- bzw. Objektportfolios abschätzen zu können. Die Kenntnis des Verhältnisses von Objektwert zu offenem Finanzierungsbetrag im Zeitablauf (Loan to Value Curve) ist für ein effizientes Risikomanagement unerlässlich.
- Effiziente, standardisierte Kreditprozesse einschl. objektiver und dokumentierter Kreditentscheidungen (bspw. mittels des Einsatzes eines robusten Kredit-Scoring-Modells) werden erwartet.
- Die Werthaltigkeit und die Fungibilität der den Leasingforderungen zugrunde liegenden Objekte sind besonders wichtig. Forderungsportfolios, die durch Fahrzeuge besichert sind, lassen sich effizienter verbrieften als solche, die durch andere Objekttypen besichert sind. Dies liegt vor allem in der leichten Wiederverwertbarkeit begründet. Konzentrationen von Objekttypen sind jedoch unter Risikoaspekten zu vermeiden, ein entsprechender Diversifikationsgrad des Portfolios ist erforderlich – ebenso geographisch und leasingnehmerbezogen.
- Der Zinsüberschuß (verfügbare Zinszahlungen nach Deckung von Kosten und Zinsen auf die verbrieften Wertpapiere) wird verwendet, um potentielle Verluste abzudecken. Somit nimmt der Zinsüberschuß ebenfalls Einfluß auf die erforderliche Eigenkapitalausstattung: Je höher der Außenzins, desto niedriger die Eigenkapitalanforderung.
- Ferner nehmen die Reputation des Forderungsverkäufers, die Bewertung des Branchen- und des konjunkturellen Umfeldes sowie evtl. vorhandene Erfahrungen aus von früheren, vergleichbaren Transaktionen Einfluss auf die Bewertung.

Die Ratingagenturen bestimmen in Abhängigkeit ihrer Analyseergebnisse der oben genannten Elemente, das für die Verbriefung erforderliche Eigenkapital und die Höhe der Refinanzierungskosten.

Einfluß nehmen hierbei noch die Ankaufsbedingungen (eligible receivables) sowie die definierten sog. Trigger Events oder Termination Events, bei der Erreichen es zu einem Ankaufstop des ABCP-Programmes kommt.

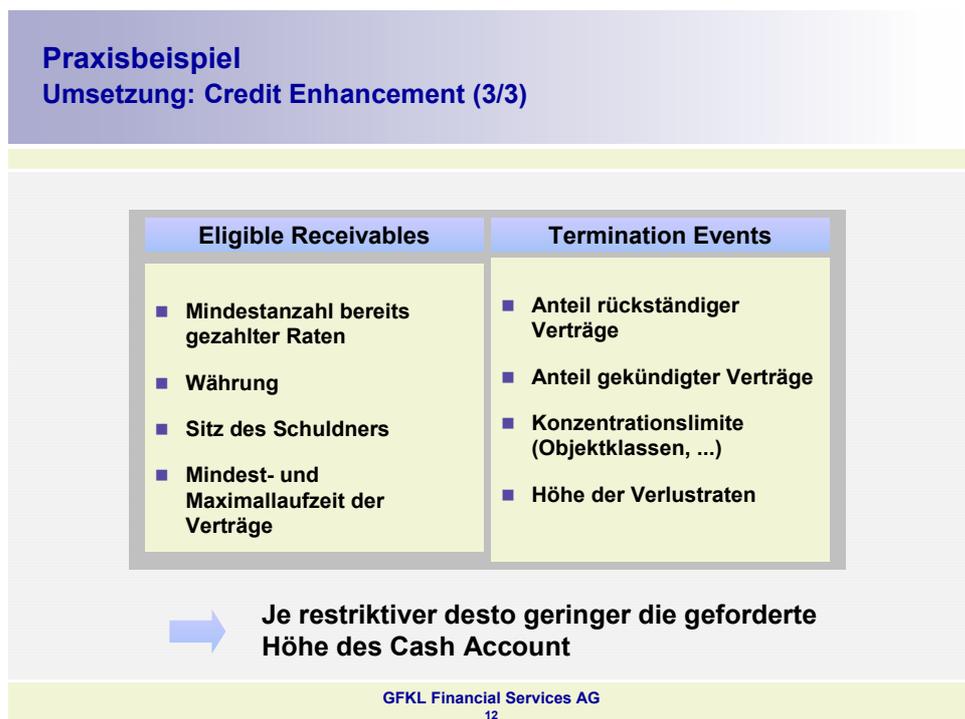


Abb. 12: Credit Enhancement III

Die Ankaufsbedingungen legen fest, welchen Anforderungen die anzukaufenden Forderungen genügen müssen, z.B. hinsichtlich maximaler Laufzeit, Sitz des Schuldners, Währung usw. Mittels der Trigger Events werden portfoliobezogene Standards anhand von Kennzahlen festgelegt, die über die gesamte Laufzeit der Transaktion einzuhalten sind, z.B. maximaler Anteil rückständiger und ausgefallener Forderungen, Mindestobjektdiversifikation oder Mindesteigenkapitalanteil. Sofern einzelne Leasingforderungen den Ankaufsbedingungen genügen und durch deren Verkauf in das ABCP-Programm die Termination Events eingehalten werden, so können diese ohne zusätzliche Einzelprüfung über das ABCP-Programm finanziert werden.

Ein zentrales Kriterium der Ankaufsbedingungen ist, daß mindestens eine Rate des Leasingvertrages erfolgreich eingezogen worden sein muß. Dieses hat weniger Bonitätsgründe, sondern mehr technische Gründe, da dieses Auswirkungen auf das gesamte Reporting gegenüber sowie den Abrechnungsmechanismus mit dem ABCP-Programm hat. Aufgrund dieses Kriteriums bedarf es einer durchschnittlich ca. einmonatigen Vorfinanzierung aller Verträge. Diese Vorfinanzierung wird in der Regel über Kontokorrentlinien bei unterschiedlichen Banken abgewickelt. Aus diesen Linien wird dann monatlich in das ABCP-Programm hinein verkauft.

Aufbau und Management dieser Vorfinanzierungslinien ist eine wichtige Anforderung, um an ABCP-Programmen teilnehmen zu können. Die wesentlichen Herausforderungen gehen aber noch deutlich weiter.

Zu einem muß die Leasinggesellschaft periodische Reports produzieren, um die Performance des Portfolios zu überwachen. Diese Reports enthalten insbesondere Informationen über die aktuellen Kündigungsquoten, Ausfälle und recoveries sowie die Portfoliostruktur (Objekte, Verzinsung, Branchen, Regionen usw.). Neben diesen aktuellen Reportinganforderungen ist Grundvoraussetzung für die Teilnahme an einem ABCP-Programm, daß den Ratingagenturen sehr weitgehende historische Portfolioinformationen zur Verfügung gestellt werden, die mindestens 3 Jahre zurück reichen. Insbesondere werden Kohortenanalysen gefordert, die das Geschäft einzelner Jahre im Zeitablauf vergleichbar machen sowie sog. roll rate reports, die auf Einzelvertragsbasis Wanderungen der Verträge zwischen verschiedenen Vertragsstadien (1 Rate rückständig, 2 Raten rückständig, gekündigt, abgerechnet usw.) dokumentieren. Diese nur ausschnittsweise skizzierten Reportinganforderungen verdeutlichen, welche hohe Anforderungen sowohl an das Controlling als auch an die EDV gestellt werden.

Eine weitere zentrale Herausforderung ist die Bereitstellung des sog. cash account. Im Gegensatz zur Darlehensrefinanzierung oder klassischen Forfaitierung werden nur ca. 93 – 95% der nominalen Leasingforderungen sofort ausbezahlt; die Differenz erst rätierlich über die Restlaufzeit. Diese

Liquiditätslücke ist entweder über Eigenmittel oder anderweitige Fremdmittel zu finanzieren.

3.4 Zielerreichung

Insgesamt läßt sich konstatieren, das die eingangs formulierten Ziele der GFKL fast vollständig erreicht werden konnten.

**Praxisbeispiel
Zielerreichung (1/2)**

Ziele

- Reduzierung der Finanzierungskosten ☐
- Bilanzentlastung ☐
- Reduktion des administrativen Aufwands ☐
- Unabhängigkeit von einzelnen Banken ☐
- Ausweitung des Refinanzierungsrahmens ☐

GFKL Financial Services AG
13

Abb. 13: Erreichte Ziele

Die direkten Finanzierungskosten konnten signifikant gesenkt werden. Der Emissionszins der Commercial Paper bewegt sich in der Regel sehr nahe am 1-Monats Euribor. Einschließlich der variablen Kosten für das Programm bewegen sich die Refinanzierungskosten bei ca. 40 Basispunkten über den kapital- und laufzeitgewichteten Euro-Renditen von Inhaberschuldverschreibungen. Ins Kalkül einzubeziehen ist ggf. die Eigenfinanzierung der cash reserve mit dem jeweiligen gesellschaftsindividuellen Verzinsungsanspruch bzw. deren Fremdfinanzierung. Die einmaligen Up-front-Kosten sind hier noch nicht berücksichtigt.

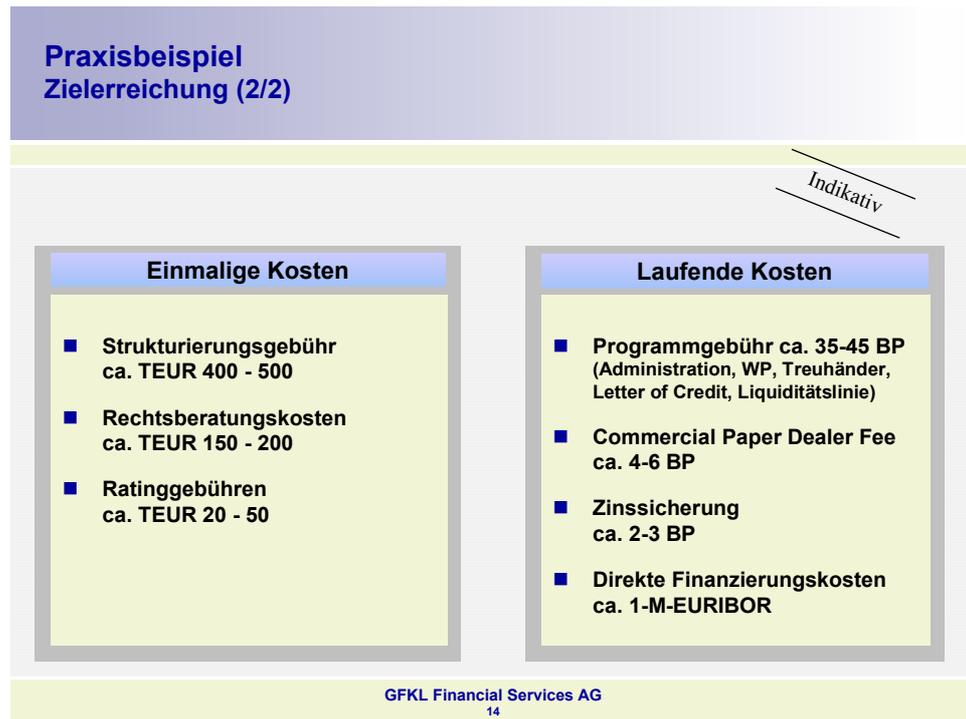


Abb. 14: Einmalige und laufende Kosten

Beide ABCP-Programme entsprechen sowohl gem. HGB als auch gem. IAS den Anforderungen an einen echten Forderungsverkauf (true sale). Dieses führt zu einer nicht unerheblichen Kostenentlastung durch den Entfall der Dauerschuldzinshinzurechnung bei der Ermittlung der Gewerbeertragssteuer.

Interne Prozesse konnten aufgrund der Möglichkeit des quasi automatisierten Verkaufs der Forderungen in die ABCP-Programme erheblich verschlankt werden. Sicherlich bleibt zu berücksichtigen, daß das beschriebene erforderliche Kapitalmarktreporting zusätzlichen Aufwand generiert. Gerade dieses Reporting kann aber auch für das eigene Risikomanagement nutzbar gemacht werden.

3.5 Ausblick

Die GFKL wird auch künftig ihre Refinanzierungsbasis weiter diversifizieren und ausbauen, um zum einem dem künftig erwarteten Neugeschäft Rechnung zu tragen und dessen Refinanzierung schon jetzt langfristig zu sichern ohne dabei von einzelnen Refinanzierungspartnern oder -instrumenten abhängig zu sein.

Hierzu wurde bereits die ABCP-Linie mit der West LB um EUR 50 Mio. auf EUR 300 Mio. aufgestockt. Eine dritte ABCP-Linie über EUR 250 Mio. mit einer renommierten internationalen Bank wird derzeit verhandelt und steht kurz vor dem Abschluss. Zusätzlich wird in Ergänzung zu den ABCP-Programmen über die Emission einer ABS-Anleihe nachgedacht. Diese würde zum einen die ABCP-Linien entlasten zum anderen die direkte Kapitalmarktrefinanzierung ermöglichen.

Des weiteren werden innovative Finanzierungsstrukturen konzipiert, die die Refinanzierung der cash reserve ermöglichen. Angedacht sind Bondstrukturen verbunden mit einem private placement.



Abb. 15: Ausblick

Für kleinere und mittlere Leasinggesellschaften wird die künftige Sicherstellung der Refinanzierung zur Existenzfrage werden. Es sei die These erlaubt, daß die Mehrheit dieser Gesellschaften, sofern sie keinen Kapitalmarktzutritt bekommt, mittelfristig aus dem Markt austreten bzw. fusionieren wird.

Vor diesem Hintergrund mögen einige der oben skizzierten Anforderungen und Herausforderungen eine gewisse Ernüchterung aufkommen lassen, nehmen sie

doch fast schon den Charakter einer unüberwindbaren Marktzugangsbarriere an. Unterschiedlichste Gestaltungsvarianten einer Transaktion in Verbindung mit dem auf die individuellen Bedürfnisse des Forderungsverkäufers abgestimmten Rückgriff auf das Leistungsspektrum externer Dienstleister, ermöglichen den scheinbar in weite Ferne gerückten Kapitalmarktzugang:

- Im Rahmen von ABCP-Programmen können die Forderungsverkäufe unterschiedlicher Gesellschaften gepoolt werden, wodurch die Mindestvolumina des einzelnen signifikant sinken.
- Service Provider können vom Inkasso der Leasingforderungen, über das Mahnwesen, die Sicherstellung und Verwertung von Objekten bis hin zur gesamten Buchhaltung einschließlich des umfangreichen Reportings für die Ratingagenturen alle oder einzelne Elemente der Wertschöpfungskette übernehmen. Oftmals können hierdurch zusätzlich nicht unerhebliche economies of scale and scope gehoben werden. Das Spektrum möglicher Outsourcing-Bereiche ist weit gefächert und umfaßt selbst den Kreditentscheidungsprozess bspw. mittels Einsatzes eines Scoring-Modells. § 25a Kreditwesengesetz (sog. Outsourcing-Richtlinie) stellt für Leasinggesellschaften keine Restriktion dar.
- Eigenkapitalinvestoren, z.B. Investmentbanken, können den Eigenkapitalanteil partiell oder komplett übernehmen – mit entsprechender Auswirkung auf das Liquiditätserfordernis sowie das Chancen- und Risikoprofil des Forderungsverkäufers.