

## Das Driver-Programm – Teil einer diversifizierten Refinanzierungsstrategie

Volkswagen Financial Services (VW FS) AG ist für die weltweite Koordination der Finanzaktivitäten des Volkswagen Konzerns verantwortlich. Die Finanzdienstleistungstochter folgt dabei einer diversifizierten Refinanzierungsstrategie, weitestgehend unabhängig von der Liquidität des Konzernbereichs Automotive. Im Rahmen der Asset-Backed-Securities (ABS)-Aktivitäten verbrieft die VW FS AG einen Teil ihrer Forderungen und verkauft diese an speziell gegründete Gesellschaften. Diese Special Purpose Vehicle (SPV) refinanzieren sich wiederum über Anleihen, die am Kapitalmarkt begeben werden.

### Bedeutung von ABS als Refinanzierungsinstrument

Das Volumen der Verbriefung von Leasing- und Bank-Forderungen wurde in den letzten Jahren konsequent ausgebaut und als Refinanzierungsquelle genutzt. Hier haben sich zwei Programme etabliert. Zum einen das seit 1996 erfolgreich aufgelegte VCL-Programm für die Verbriefung von Leasingforderungen und zum anderen seit 2004 das Driver-Programm zur Verbriefung von Kreditforderungen (Abbildung 1).

Die VW FS AG ist einer der größten Automobilfinanzierer in Europa. Ihre Bilanzsumme beträgt zirka 50 Milliarden Euro, das durchschnittliche Refinanzierungsvolumen fünf bis acht Milliarden Euro per annum. Zur Gewährleistung einer kontinuierlichen und sicheren Refinanzierung, ist eine breite Palette an nutzbaren Refinanzierungsinstrumenten zwingende Voraussetzung. Derzeit repräsentiert ABS mit zirka sechs Milliarden Euro zwölf Prozent der gesamten Refinanzierung der VW FS AG.

Bedeutende Vorteile der Forderungsverbriefung sind die günstige Refinanzierung, die regulatorische Eigenkapitalentlastung,

die Refinanzierung unabhängig vom Unternehmensrating sowie der Risikotransfer.

**Driver-Transaktionshistorie der letzten Jahre über die TSI:** Die Volkswagen Bank führt ihre ABS-Transaktionen über deutsche Zweckgesellschaften durch. Die bisherigen fünf Zweckgesellschaften tragen den Namen „Driver One GmbH“ bis „Driver Five GmbH“ und wurden von der TSI bereitgestellt. Das Driver-Programm auf Bank- und das VCL-Programm auf Leasingseite haben große Bedeutung sowohl für die VW FS AG als auch Investoren erlangt. Die Transaktion Driver One beispielsweise war die erste über die TSI abgewickelte Transaktion überhaupt (Abbildung 2).

Die Volkswagen Bank als Originator verkauft Forderungen aus Autofinanzierungen

*Birgit Fichtner, Christian Heuer, Stefan Rolf, Team Head, Asset Backed Securitisation, Volkswagen Bank GmbH, Braunschweig*

*Für den Volkswagen Konzern, so verdeutlichen die Autoren, hat sich die Verbriefung von Leasing- und Bankforderungen im vergangenen Jahrzehnt zu einem nennenswerten Instrument der Refinanzierung entwickelt. Insofern darf die mittlerweile fünfte Transaktion im Februar dieses Jahres nicht nur als gute Tat, gegenüber dem deutschen Verbriefungsmarkt, sondern auch als bewusstes Festhalten an einem bewährten Finanzierungsinstrument gewertet werden. Als wichtige Voraussetzung für künftigen Zuspruch zu Verbriefungstransaktionen stufen die Autoren die Qualität des Reporting ein. Für das eigene Haus lässt sich damit zwar eine günstige Entwicklung der Ausfälle und der Ratingstabilität zeigen, bei der Spreadentwicklung konnte sich das Unternehmen aber nur beschränkt von der allgemeinen Marktentwicklung abkoppeln. (Red.)*

in einem Gesamtvolumen von rund einer Milliarde Euro. Die Transaktion wird in zwei Tranchen am Markt platziert und teilt sich in Class A-Notes und Class B-Notes auf. Das Rating erfolgt durch zwei bis drei bekannte Ratingagenturen.

Die Transaktion besteht darüber hinaus aus einem Nachrangdarlehen und Übersicherung. Zur weiteren Risikominimierung für den Investor wird als zusätzliche Sicherheit ein „Cash Collateral Account“ unterhalten (Abbildungen 3 und 4).

### Eingespieltes Verfahren

Nach der Driver One im Jahre 2004 hat die VW Bank mittlerweile vier weitere öffentliche Transaktionen unter dem Driver-Programm emittiert, die letzte (Driver Five) im Februar diesen Jahres (sowie zwei Privatplatzierungen). Außerhalb Deutschlands und der bewährten TSI-Plattform konnte im März 2008 mit der etablierten Bezeichnung „Driver“ in Großbritannien ebenfalls eine Transaktion über 0,5 Milliarden GBP unter dem Titel „Driver UK One“ erfolgreich platziert werden.

**Exemplarische Darstellung der Entwicklung der VW-Transaktionen seit 2004:** Betrachtet werden sollen hier die Ausfälle, die Ratingstabilität und die Spreadentwicklung am Primärmarkt.

Ausfälle: Sowohl bei den Driver- als auch bei den VCL-Programmen lässt sich im Vergleich zu den Vorgängertransaktionen eine sehr gute Performance feststellen. Die Ausfälle bleiben im Rahmen oder sogar unter den Erwartungen. Dass die Verlustkurve bei den neueren Transaktionen unter denen der Vorgänger liegt, ist ein deutliches Signal für konsequent verbesserte Prozessabläufe und die Optimierung des Portfolios (Abbildung 5).

**Ratingstabilität:** Die ABS-Transaktionen der VW-Bank zeichnen sich durch eine hohe Ratingstabilität aus. Die verkauften Portfolios haben sich ebenso wie das Gesamtportfolio der Bank und im Gegensatz zu den „Subprime-Mortgage“-Portfolios sukzessive verbessert. Das liegt zum einen sicherlich an dem sich in Deutschland verbessernden gesamtwirtschaftlichen Umfeld, zum anderen aber auch daran, dass die Bank kontinuierlich ihre etablierten Prozesse überprüft und verbessert.

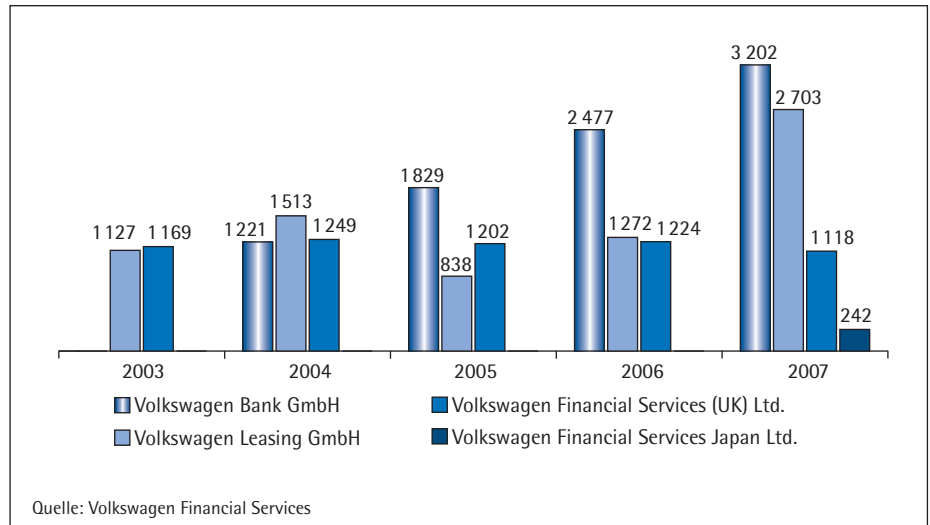
### Vertrauen von Investoren und Ratingagenturen

Gleichzeitig wirken sich erstklassige Kundenbonitäten und stabile Restwerte der Volkswagen-Konzernfahrzeuge positiv auf die Portfolioqualität aus. Die institutionellen Investoren haben diese qualitative und fundamentale Differenzierung gegenüber Subprime-Forderungen verstanden und dementsprechend auch im Pricing explizit berücksichtigt. Die konsequente Folge daraus ist, dass die VW Bank in der Lage war, die Credit Enhancement Level (also die Sicherungsmechanismen) sukzessive zu reduzieren. Dies unterstreicht die hohe Qualität der ABS-Transaktionen und das bei den Investoren und Ratingagenturen aufgebaute Vertrauen (Abbildung 6).

Spreadentwicklung Primärmarkt seit der ersten Driver-Transaktion (Sekundärmarkt nicht abbildbar): Die US-Subprime-Krise hatte gravierende Auswirkungen auf den ABS-Markt, nicht nur in Bezug auf die Spreadentwicklung. Die Investorenbasis der VW Bank hat sich neu geordnet, wobei einige Investoren komplett aus den Orderbüchern verschwunden sind. Ein durchaus positiver Trend ist, dass jetzt die Anzahl der Investoren in den Orderbüchern zugenommen und gleichzeitig das durchschnittliche Ordervolumen abgenommen hat. Somit hat sich das Risiko der Abhängigkeit von wenigen großen Investoren reduziert.

Die ersten beiden Driver-Transaktionen konnten mit Spreads von neun Basispunkten auf die A-Tranche und 23 beziehungsweise 21 Basispunkten (bp) auf die B-Tranche platziert werden. „Driver Three“ realisierte zehn bp auf die A- und 19 bp auf die B-Tranche, bevor mit „Driver Four“ die bis dato besten Spreads von 6 bp (A-Class) und 18 bp (B-Class) erreicht wurden. In Folge der Marktturbulenzen, ausgelöst durch die US-Subprime-Krise, kam es zu

**Abbildung 1: Ausstehendes ABS-Volumen per 31. Dezember in Millionen Euro**



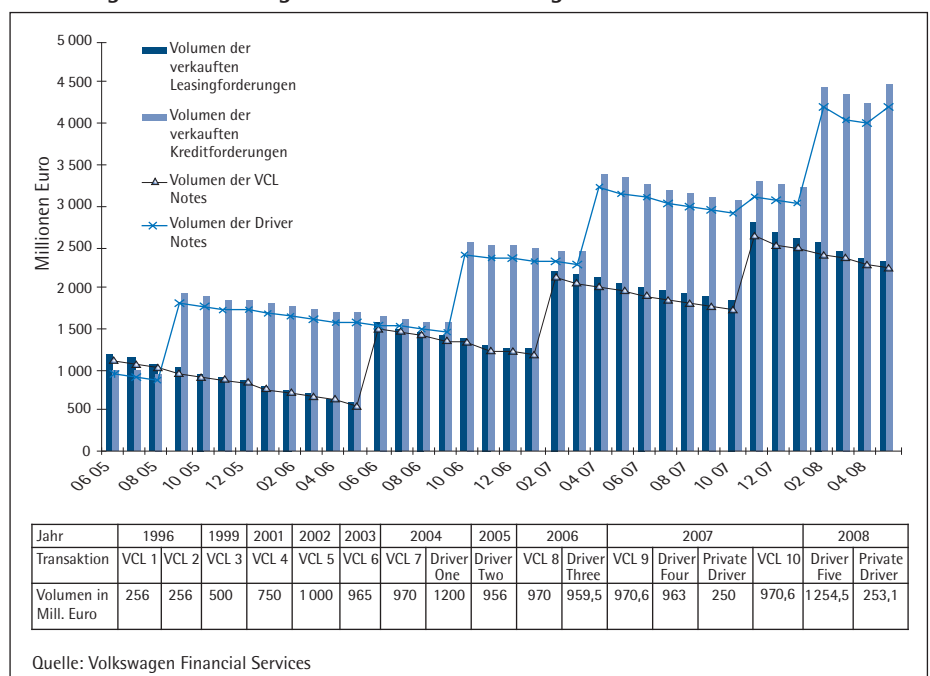
einer deutlichen Ausweitung der Spreads bei allen Assetklassen. Für die bisher jüngste „Driver-Five“-Transaktion im Februar dieses Jahres stiegen die Spreads auf 58 bp für die A-Tranche und sogar 140 bp für die B-Tranche.

### Wiederbelebung des deutschen ABS-Marktes

Trotz des erwarteten hohen Pricings war sich die VW Bank auch ihrer Verantwortung gegenüber dem deutschen Vertriebsmarkt

bewusst und belebte mit dieser Transaktion als einziger öffentlicher True Sale den deutschen ABS-Markt wieder. Dies wurde sehr positiv von den Investoren angenommen und verbesserte weiter das etablierte gute Beziehungsmanagement der VW Bank auch und gerade in Zeiten schwieriger Marktverhältnisse. Des Weiteren wurde hierdurch ein Umdenken der Investoren angeregt, Emittenten nicht nur innerhalb einer Ratingklasse, sondern auch innerhalb der verbrieften Assets zu differenzieren (Abbildung 7).

**Abbildung 2: Entwicklung der VCL und Driver Programme**



## Das Driver-Programm – Teil einer diversifizierten Refinanzierungsstrategie

**Solide Kreditvergabe- und Bearbeitungsstandards – Moral Hazard kein Thema bei Driver-Transaktionen:** Der über die Driver-Programme verkaufte Pool enthält erstklassige Forderungen. Diese werden hier statt eines risikoadäquaten Pricings in ihrer Risikostruktur verbessert (zum Beispiel durch Anzahlungen, werthaltige Bürgschaften). Die Forderungen sind in jeglicher Hinsicht sehr granular und gut diversifiziert (zum Beispiel regionale Verteilung, Verteilung nach Branchen, Kundengröße).

Darüber hinaus müssen die von der VW Bank für den Pool ausgewählten Forderungen folgende Auswahlkriterien erfüllen: Sie müssen erstens frei von Rechten Dritter sein, dürfen zweitens zum Veräußerungs-

zeitpunkt nicht rückständig sein und drittens gegenüber einem Kreditnehmer nicht 1,5 Millionen Euro übersteigen (hohe Granularität des Portfolios; keine Konzentrationsrisiken). Des Weiteren müssen bei den ausgewählten Forderungen zum Veräußerungszeitpunkt bereits mindestens zwei Finanzierungsraten bezahlt sein. Darüber hinaus gibt es für den Pool Konzentrationslimite bezüglich Gebrauchtwagenanteil und Fremdmarkenanteil.

### Ständige Überprüfung von Bearbeitungsstandards und Prozessen

Bearbeitungsstandards und Prozesse werden ständig überprüft und gegebenenfalls verbessert. Dies umfasst das gesamte Ge-

schäftsmodell, angefangen vom Underwriting, über die Score Cards bis hin zum Inkasso und Forderungsmanagement. Durch diese Prozessoptimierungen können die Verlustraten kontinuierlich gesenkt werden und bewegen sich im Branchendurchschnitt auf einem unterdurchschnittlichen Niveau.

Zudem folgt die VW Bank den Vorgaben der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin). Bereits 1997 legte die BaFin in ihrem Rundschreiben Nr. 04 die regulatorischen Bedingungen für die Veräußerung von Kundenforderungen fest. Diese beinhalten unter anderem, dass die Forderungen per Zufallsauswahl selektiert werden. Es erfolgt also in keiner Weise eine

Abbildung 3 und 4: Grundstruktur der Driver- und VCL-Programme

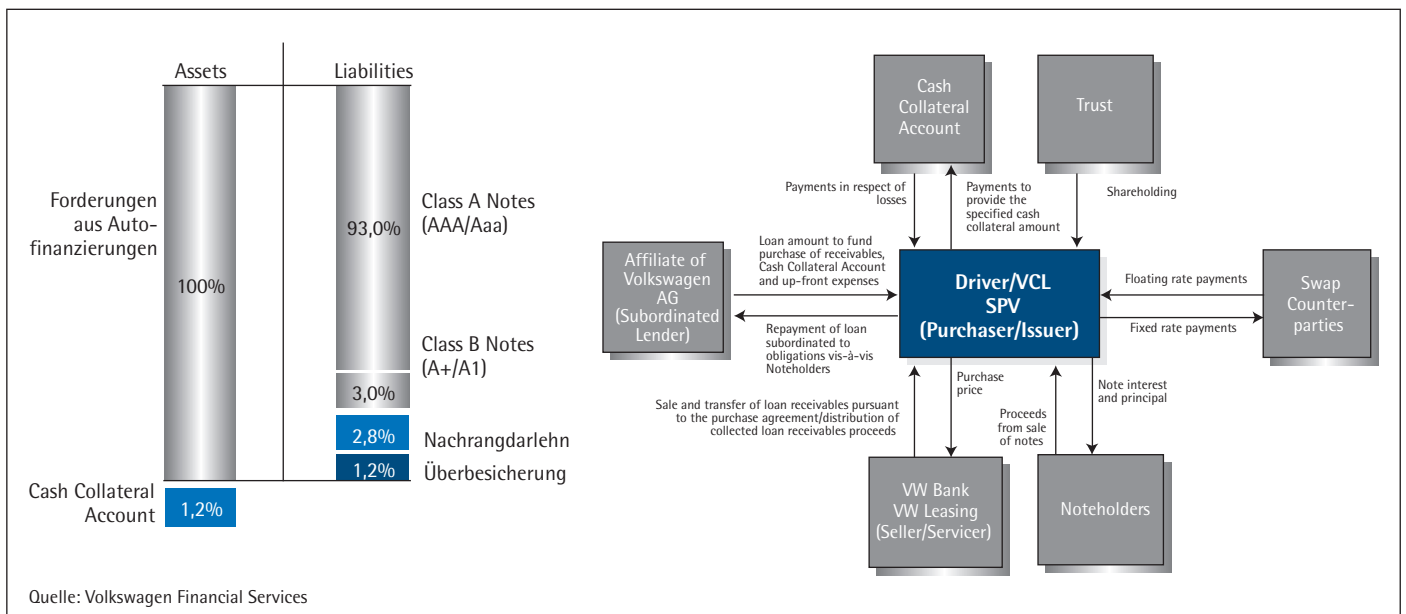


Abbildung 5: Excellente historische Performance

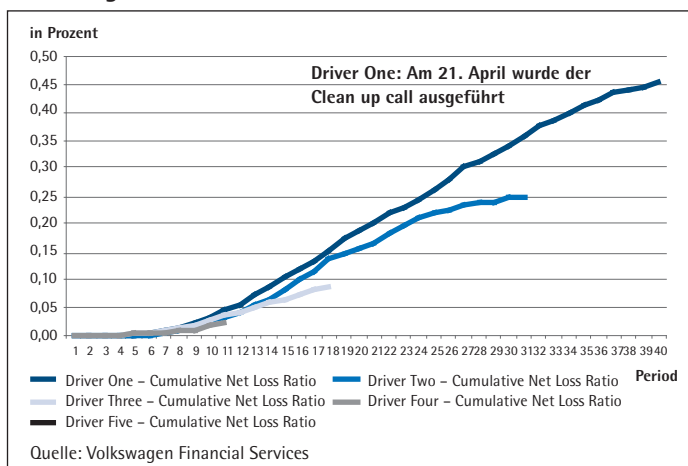
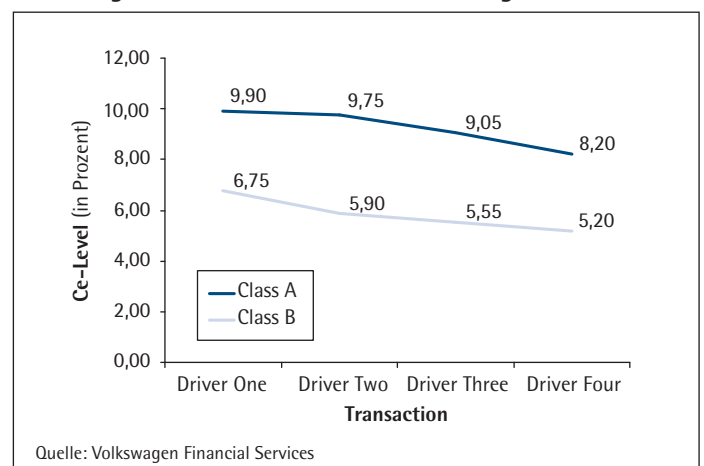


Abbildung 6: Credit Enhancement Driver Program



gezielte Auswahl besonders guter oder besonders schlechter Forderungen, sodass Moral Hazard kein Thema bei Driver-Transaktionen darstellt.

Die Produktpalette der VW Bank ist auf Kundenloyalität ausgerichtet, wie etwa am Produkt „Auto Credit“ erkennbar. Der Kunde kann hier eine Finanzierung mit einer erhöhten Restrate wählen. Am Vertragsende hat er die Möglichkeiten, entweder die Restrate aus eigenen Mitteln zu begleichen, das Fahrzeug an den Händler zum Betrag der Restrate zurückzugeben oder die Schlussrate weiter zu finanzieren. Diese Möglichkeit der Anschlussfinanzierung, die die VW Bank aktiv anbietet, widerspricht dem Moral-Hazard-Gedanken. Ziel der Bank ist es vielmehr, aktiv Kunden an Händler und Marke zu binden.

#### Transparenzstandards – TSI-Zertifizierung:

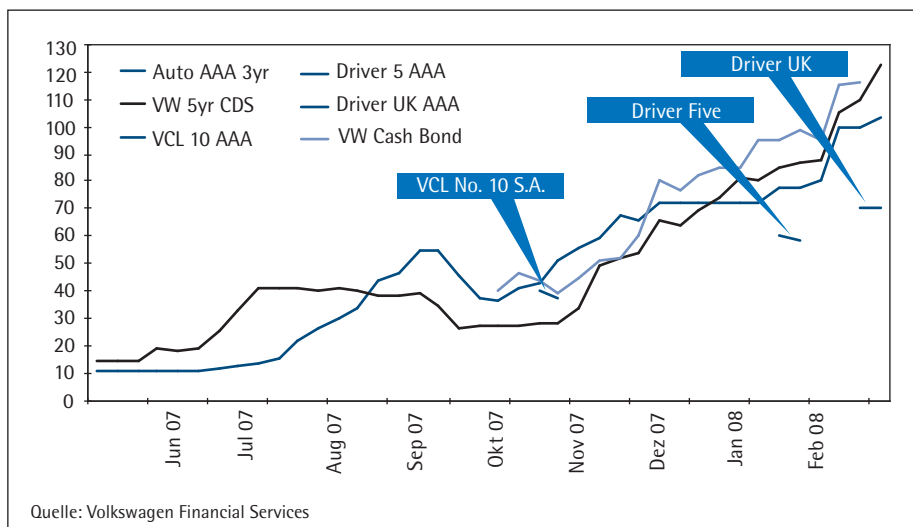
Die VW Bank fokussiert insbesondere die Bedürfnisse ihrer Investoren und ist sich bewusst, dass Transparenz eine der wichtigsten Voraussetzungen bei der Investitionsentscheidung darstellt. Zu den Driver-Programmen wurde ein umfangreiches Reporting mit den höchsten qualitativen und quantitativen Ansprüchen entwickelt. Diese Reports haben das höchste Grading von Fitch erhalten (Five Star). Das Driver-Programm nutzt die etablierte TSI-Plattform, die ein Synonym für höchste Anforderungen an Qualität und Quantität der Transaktionsinformationen und -strukturen ist. Somit hat die TSI mit ihren Zertifizierungsanforderungen die Themen der aktuellen Transparenzdebatte frühzeitig erkannt und für TSI zertifizierte Transaktionen sichergestellt.

#### Reports über die eigene Internetseite

Die Reports werden den Investoren nicht nur über Bloomberg, sondern auch über die eigene Internetseite ([www.vwfsag.de](http://www.vwfsag.de)) zur Verfügung gestellt. Sollte es darüber hinaus zusätzlichen Informationsbedarf von Seiten der Investoren oder Ratingagenturen geben, wird versucht, dies auch zu erfüllen.

**Bewertung des regulatorischen Umfeldes in Deutschland:** Das regulatorische Umfeld in Deutschland gibt einen klaren Rahmen vor, innerhalb dessen sich Verbriefungsunternehmen bewegen können. Das erwähnte Rundschreiben 04/97 der BaFin enthält klare Bedingungen für

**Abbildung 7: ABS-Transaktionen der Volkswagen Financial Service AG in einem turbulenten Marktumfeld**



den Forderungsverkauf durch Finanzinstitute:

- Kriterien für die Auswahl der Forderungen sind das Zufallsprinzip und die repräsentative Auswahl.
- Die verbiefende Bank bleibt gegenüber Kunden Kreditgeber und führt die Kreditbearbeitung durch.
- Die Anforderungen zur Wahrung des Bankgeheimnisses sind erfüllt/gewahrt.
- das KWG und die Mindestanforderungen Kredit gelten auch für verbiefte Portfolios.

Nur bei Erfüllung dieser Anforderungen kann eine Eigenkapitalentlastung erzielt werden, da die Forderungen dann nicht mehr gemäß der Solvabilitätsverordnung mit Eigenkapital unterlegt werden müssen.

#### Einfluss der „Sippenhaft“

Der durch die BaFin gesteckte Rahmen wirkt beispielsweise wie oben beschrieben Moral Hazard entgegen, da eine gezielte Auswahl von Forderungen nicht zulässig ist. Allerdings ist es wichtig, dass die Subprime-Krise nicht zu einer Überregulierung des Verbriefungsmarktes führt. Unsicherheitsfaktor bleibt derzeit der im Oktober 2007 vom Bundeskabinett beschlossene Entwurf eines Gesetzes zur Begrenzung der mit Finanzinvestitionen verbundenen Risiken (Risikobegrenzungssetzung).

Die Finanzkrise wirkt auf die VW Bank durch gestiegene Risikoaufschläge bei der Geldaufnahme an den Finanzmärkten. Diesem Einfluss der „Sippenhaft“ kann sich die VW Bank nur teilweise durch ihre Diversifikationsstrategie entziehen. Die Verteuerung der Refinanzierung ist nicht durch höhere Risiken in der Bank verursacht, sondern findet ihren Ursprung in der Vertrauenskrise gegenüber Banken. Die Bank selbst betreibt kein „Subprime“-Kreditgeschäft und trägt keine Risiken aus dem Baufinanzierungsgeschäft. Sie ist auch nicht in sogenannten „Subprime-Bonds“ investiert.

#### Qualitätsbewusstsein gestiegen

Die Märkte werden in den nächsten Monaten noch volatil bleiben. Insbesondere die anhaltende Unsicherheit auf dem amerikanischen Bankensektor für Immobilienkredite lässt zurzeit keine dauerhafte Beruhigung erwarten. Das heißt nicht, dass nicht mehr emittiert werden kann, speziell für etablierte Originatoren wie die VW Bank. Investoren schauen inzwischen stärker auf die Qualität des Emittenten und der verbrieften Assets. Die VW FS AG wird ABS als strategisches Refinanzierungsmittel auch weiterhin in sich bietenden Marktsegmenten nutzen, zum Beispiel über die etablierte Driver-Plattform und private Platzierungen. Somit wird es auch eine Driver Six und weitere Transaktionen unter dem TSI-Zertifikat geben, die ein hohes Ansehen im Verbriefungsmarkt genießen.