

Verbriefung von Handels- und Leasingforderungen in der Unternehmensfinanzierung

In der Hochphase der Finanzkrise wurde viel darüber diskutiert, ob und in welchem Umfang es zu einem Finanzierungsengpass für den deutschen Mittelstand kommen würde beziehungsweise ob dieser eingetreten ist. Da sich die deutsche Wirtschaft seit dem 2. Quartal 2010 mit großen Sprüngen erholt hat und die in- und ausländischen Geschäftsbanken diese Kundengruppe wieder bei hoher Wettbewerbsintensität mit Fremdkapital versorgen, ist die Diskussion über Finanzierungsengpässe weitestgehend verstummt, zumal die Finanzmärkte derzeit dominiert werden vom Thema Schuldenkrise verschiedener Staaten.

Aber gerade angesichts der Zuspitzung der Schuldenkrise im Juli/August 2011 und den teilweise gravierenden Auswirkungen auf die Liquidität einzelner Finanzmarktsegmente sollte man darüber nachdenken, ob alle notwendigen Konsequenzen aus der Finanzmarktkrise gezogen wurden. Sind die Rahmenbedingungen für eine möglichst krisenfeste Finanzierung des deutschen Mittelstands umfassend geschaffen worden, und wo besteht noch Verbesserungspotenzial?

Das ABCP-Conduit als etabliertes Finanzierungsinstrument

Es mag überraschend klingen, ein in Zeiten der Finanzkrise in Verruf geratenes Konstrukt als etabliert zu bezeichnen und dieses auch noch mit deutschen Unternehmenskunden in Verbindung zu bringen. Waren es nicht außerbilanzielle Geschäfte mit Einzweckgesellschaften (SPV) in abgelegenen Jurisdiktionen, die sich plötzlich nicht mehr am Markt finanzieren konnten und die zu beispiellosen Stützungsaktionen von Banken geführt haben? Waren diese SPVs nicht gefüllt mit teilweise exotischen Aktiva, deren Struktur und Risikogehalt die allermeisten Beteiligten nicht

zutreffend einzuschätzen vermochten? Wie so oft müssen diese Fragen differenziert betrachtet werden.

Wie funktioniert ein ABCP-Programm? Es handelt sich um eine Gruppe von Einzweckgesellschaften mit dem Geschäftszweck, verschiedene Forderungen (Assets) anzukaufen und zu dessen Finanzierung Wertpapiere (Asset Backed Commercial Paper, ABCP) am Geldmarkt zu emittieren. Die Rückzahlung dieser ABCPs erfolgt durch die Einziehung der verbrieften Forderungen, zusätzlichen Schutz bieten die Liquiditätslinien der beteiligten Bank (Sponsorbank).

Typischerweise betreibt jede in diesem Marktsegment aktive Geschäftsbank ein eigenes ABCP-Programm, das Forderungen

Werner Taiber, Mitglied des Vorstands, Jan-Peter Hülbert, und Michaela Zinser-Beck, beide Asset Based Finance, alle WestLB AG, Düsseldorf

Besicherte Finanzierungsinstrumente sind in Krisenzeiten weniger anfällig und werden aus Sicht der Autoren in ihrer Bedeutung weiter zunehmen. Auch die Verbriefung des Forderungsbestandes sehen sie dabei trotz aller Vorbehalte in Politik und Öffentlichkeit sowie einem mittlerweile sehr umfangreichen Regelungsspektrum als einen wichtigen Baustein der Unternehmensfinanzierung. Speziell den durch Aktiva besicherten Geldmarktpapieren, den sogenannten Asset Backed Commercial Papers, attestieren sie dabei eine wachsende Bedeutung für den größeren Mittelstand. Inwieweit es durch die neuen Vorschriften gelingt, die Sicherheit dieses Finanzierungsinstrumentes in dem gewünschten Maß zu erhöhen, ohne die Kosten unverhältnismäßig hoch zu treiben, machen sie an einer klugen Umsetzung von Basel III fest. (Red.)

von einer Vielzahl von Kunden ankauft und ABCPs bei einer Vielzahl von Geldmarktinvestoren platziert. Dabei ist die Einbindung von Einzweckgesellschaften aus insolvenzrechtlichen Gründen notwendig, um die bestmögliche Besicherungsstruktur für die ABCP-Investoren zu erreichen.

Relevante Forderungsarten

Welche Forderungen können verbrieft werden? Für den größeren deutschen Mittelstand besonders relevant sind die beiden Forderungsarten Handelsforderungen sowie Leasingforderungen. Bei Handelsforderungen handelt es sich um Forderungen aus Lieferung und Leistung mit Laufzeiten üblicherweise zwischen 30 und 180 Tagen. Bei Leasingforderungen eignen sich nicht nur die großvolumigen Leasingportfolios der Finanzierungstöchter der Automobilhersteller, sondern auch breit gemischte Portfolios im Mobilienleasing.

Wer kann dieses Verbriefungsinstrument nutzen? Die Verbriefung von Handelsforderungen eignet sich für die meisten produzierenden Unternehmen, zum Beispiel aus den Bereichen Automobilzulieferer, Werkzeug- und Maschinenbau sowie Hersteller und Zulieferer aus der Konsumgüter- und Nahrungsmittelindustrie, oder allgemeiner ausgedrückt solche Unternehmen, die sich auch über das eng verwandte Finanzierungsinstrument Factoring finanzieren könnten. Bei Leasingforderungen sind es neben den großen Bank- und Hersteller abhängigen Gesellschaften auch eine ganze Reihe unabhängiger Leasinggesellschaften, die das Instrument der Verbriefung erfolgreich nutzen.

Was zeichnet dieses Finanzierungsinstrument aus, und warum konnte es selbst während der Finanzkrise zur Unternehmensfinanzierung genutzt werden?

1) Realwirtschaftlicher Bezug: Die Unternehmen als Forderungsverkäufer nutzen die ABCP-Verbriefung als reguläres Finanzierungsinstrument und damit als Alternative beziehungsweise in Ergänzung zu anderen Produkten wie Factoring oder einer Betriebsmittelkreditlinie. Die beschriebenen Forderungsarten haben gemeinsam, dass ihnen regelmäßig und unmittelbar realwirtschaftliche Transaktionen zugrunde liegen. Ein Automobilzulieferer liefert Komponenten auf Rechnung, ein Milchproduzent beliefert verschiedene Handelsgruppen und der Pkw- oder Lkw-Fuhrpark wird im Durchschnitt alle drei bis fünf Jahre erneuert und über Leasing finanziert.

2) Bilanzielle Entlastung beim Forderungsverkäufer: Je nach konkreter Ausgestaltung der Transaktionsstruktur und der Verteilung von Chancen und Risiken kann eine Bilanzentlastung erzielt werden, vor allem bei Handelsforderungsverbriefungen mit einer dem Factoring vergleichbaren Risikoverteilung.

3) Entlastung der Finanzierungslimite: Unabhängig von der bilanziellen Behandlung erreicht der Forderungsverkäufer eine Finanzierungslösung, die weitestgehend unabhängig von seiner eigenen Bonität ist und ihm entsprechende Freiräume bei Banklinien verschafft.

„Besser besichert als unbesichert“

4) Abbildung von ABCP-Conduits bei den Banken: Bereits die Einführung der Solvabilitätsverordnung nach Basel II hat dazu geführt, dass Banken eine risikoadäquate Eigenkapitalausstattung für ihre Liquiditätslinien für ABCP-Programme vorhalten müssen. Entsprechend sind heute die große Mehrheit der ABCP-Programme so strukturiert, dass die Sponsorbank gegenüber den ABCP-Investoren vollständig haftet und die Liquiditätslinien präziser als Kreditlinien zu bezeichnen wären (beziehungsweise es auch werden). Auch die verbundenen Liquiditätsrisiken sind in die Liquiditätssteuerung der Treasury-Abteilungen der Banken einbezogen.

5) Refinanzierungsinstrument für Banken: Gerade in Zeiten von angespannten Geld- und Kapitalmärkten gilt das Motto „besser besichert finanzieren als unbesichert“. Nach diesem Grundsatz konnten sich die meisten Unternehmen selbst in

Zeiten der Finanzmarktkrise Liquidität beschaffen. Genauso gilt dieses Prinzip bei der Refinanzierung von Geschäftsbanken, da diese über ABCP-Conduits ein besichertes, kurzfristiges Refinanzierungsinstrument zur Verfügung haben.

Entwicklung der ABCP-Conduits in und nach der Finanzkrise

Seit dem ersten Einbruch des ABCP-Marktes in Deutschland beziehungsweise Europa in 2007 hat sich der Markt nicht wieder auf das Niveau vor der Finanzkrise erholt. In der Hochphase der Krise war die Platzierung von Commercial Paper bei Geldmarktinvestoren so gut wie nicht möglich. Die meisten ABCP-Programme wurden entweder über den Kauf der Papiere auf die Bilanz der Sponsorbanken oder über die Ziehung der Liquiditätslinien refinanziert. Als die ersten Investoren dann an den Markt zurückkehrten, waren die Preise entsprechend hoch.

In dieser Zeit war verständlicherweise auch der Abschluss neuer ABCP-Transaktionen rückläufig, zum einen aufgrund der Verteuerung des Produktes, zum anderen weil insbesondere im deutschen Mittelstand eine gewisse Skepsis gegenüber Verbriefung wahrzunehmen war. Zu stark war die negative Berichterstattung in den Medien und das hohe Maß an Verunsicherung an den Finanzmärkten, in dessen Konsequenz keine Differenzierung mehr vorgenommen wurde zwischen den überstrukturierten, exotischen Verbriefungsprodukten, die letztendlich einer der Krisenauslöser waren, und den realwirtschaftlichen Verbriefungstransaktionen zur Unternehmensfinanzierung.

Die Investoren sind zwar mittlerweile wieder zahlreicher vertreten, die Platzierbarkeit der ABCP und die Konditionen hängen jedoch noch stärker als vorher vom Rating und der Bonität der jeweiligen Sponsorbank des Conduits ab.

Stabilität der Verbriefungstransaktionen

Während der Krise hat sich jedoch die Stabilität der Verbriefungstransaktionen gezeigt. Insbesondere viele mittelständische Unternehmen gerieten aufgrund der konjunkturellen Entwicklung in wirtschaftliche Schwierigkeiten und hatten teilweise mit Liquiditätsproblemen zu kämpfen, da als Folge der Bonitätsverschlechterungen

unbesicherte Kreditlinien von den finanzierenden Banken zurückgefahren wurden. Verbriefungstransaktionen haben gerade in solchen Situationen den Vorteil, dass durch strukturelle Elemente die Finanzierung „krisensicherer“ gestaltet werden kann und somit den Kunden erhalten bleibt, wenn auch zu etwas restriktiveren Bedingungen.

Den meisten Unternehmen konnte so durch die Krise geholfen werden. Sollte dennoch eine Insolvenz eintreten, sind die Verluste aus Verbriefungen in der Regel sehr gering: Im deutschen Markt kam es seit Beginn der Krise zu vier Insolvenzen mit Verbriefungspositionen, in allen Fällen konnte die Finanzierung durch die Realisierung der verbrieften Forderungen nahezu vollständig zurückgezahlt werden.

Eine Verbriefungstransaktion ist daher sowohl für den Forderungsverkäufer als auch für den Käufer auch in wirtschaftlich schwierigen Zeiten ein verlässliches Finanzprodukt.

Regulatorische Änderungen für Verbriefungen

Nach der Finanzmarktkrise 2007/2008 wurden von der EU-Kommission diverse Änderungen der Bankenregulierung erlassen. Ziel dieser verstärkten Regulierungsmaßnahmen war und ist es, das erneute Auftreten einer derartigen Krise mit umfangreichen Stützungsanforderungen durch die jeweiligen Regierungen und somit Steuergeldern in Zukunft zu vermeiden.

In 2009 wurde die sogenannte Capital Requirement Directive (CRD) II und in 2010 die CRD III verabschiedet. Beide Regelwerke wurden zwischenzeitlich im Rahmen von Ergänzungen beziehungsweise Änderungen des KWG in Deutschland umgesetzt.

Einige der vorgenannten Änderungen betreffen das Verbriefungsgeschäft. So ist hier der neue § 18a,b KWG zu nennen. Hintergrund dieser neuen Regelung ist es, die Interessen von Originatoren, Sponsoren und Investoren von Verbriefungstransaktionen in Einklang zu bringen. Zu diesem Zweck soll zum einen der Originator beziehungsweise Forderungsverkäufer oder Sponsor eines ABCP-Programms einen Teil des Risikos aus einer solchen Transaktion in Höhe eines Selbstbehalts von fünf Pro-

zent kontinuierlich während der Laufzeit der Transaktion zurückbehalten.

Zum anderen wurden operationelle Anforderungen für ABS-Investoren eingeführt. So muss der Investor ein förmliches Verfahren zur Analyse und Erfassung der Informationen zu Verbriefungen aufsetzen. Außerdem muss der Investor über ein umfassendes Verständnis der strukturellen Merkmale der Transaktion und der zugrunde liegenden Forderungen verfügen. Neben weiteren zum Investitionszeitpunkt einzuholenden Informationen muss er zudem ein System zur laufenden Überwachung der Wertentwicklung des verbrieften Portfolios vorhalten sowie bestimmte Stresstests durchführen.

Übergangsfrist für bestehende Transaktionen

Die Neuregelungen gelten für Verbriefungstransaktionen, die nach dem 1. Januar 2011 neu aufgesetzt wurden. Für bis

dahin bestehende Transaktionen gilt eine Übergangsfrist bis zum 31. Dezember 2014. Falls danach Forderungen ausgetauscht oder aufgefüllt werden, gelten auch hier die Regelungen des § 18 a, b KWG. Aufgrund der Aufklärungsarbeit von Marktteilnehmern – unter anderem der TSI – wurden bestehende ABCP-Conduits mit bestehenden Transaktionen gleichgestellt und sind somit bis zum 31. Dezember 2014 von den Neuregelungen ausgenommen. Zudem gelten Liquiditätslinien zur Unterstützung von ABCP-Programmen – sofern sie auch Bonitätsrisiken abdecken – als Einhaltung des notwendigen Selbstbehalts von fünf Prozent gemäß § 18 a KWG.

Eine weitere Neuregelung greift zwar auch für ABCP-Conduits, tangiert jedoch nicht den Originator oder Investor. Im Rahmen der Änderungen der Groß- und Millionenkreditverordnung sind Banken verpflichtet, bei sogenannten „Konstrukten“ (zu denen auch Verbriefungstransaktionen gehören) auf die darunterliegenden Aktiva durch-

zuschauen und eventuell bestehende Konzernbeziehungen zu identifizieren und entsprechend zu berichten (§ 6 GroMiKV).

Dies bedeutet für die Sponsoren von ABCP-Conduits einen hohen Administrationsaufwand. Ausgenommen sind Konstrukte, die ausreichend granular sind, das heißt, der größte Schuldner hat einen Anteil von weniger als fünf Prozent am Konstrukt. Dies ist jedoch insbesondere bei mittelständischen Handelsforderungstransaktionen relativ selten, da hier häufig Schuldnerkonzentrationen existieren. Leasingtransaktionen sind in der Regel ausreichend granular.

Nicht identifizierbare Adressen können einem sogenannten „Unbekannten Schuldner“ zugeordnet werden, der 25 Prozent des haftenden Eigenkapitals eines Instituts nicht überschreiten darf.

Zudem wurde § 1 b KWG eingeführt, der sowohl den Begriff „Verbriefung“ als auch



Neue Perspektive in der Forderungsverbriefung

CORELUX – die sichere und moderne Lösung für Kunden und Investoren

Der Verkauf von Forderungen und Forderungsportfolios ist ein bewährter Baustein der Unternehmensfinanzierung. Mit CORELUX bietet die BayernLB ihren Kunden eine Ankauf- und Refinanzierungsplattform für Forderungsportfolios im Rahmen von Verbriefungen. Ein effizientes Instrument zur Liquiditäts-, Risiko- und Eigenkapitalsteuerung. Und eine attraktive Anlagemöglichkeit für Investoren. Übrigens: CORELUX berücksichtigt bereits die verschärften regulatorischen Anforderungen für Verbriefungen und gehört damit zu den Vorreitern in diesem Marktsegment.

► www.bayernlb.de/verbriefungen

den Begriff „Wiederverbriefung“ definiert. Eine Wiederverbriefungstransaktion ist eine Verbriefungstransaktion, deren Portfolio mindestens eine Verbriefungsposition enthält. Wiederverbriefungen werden mit einer erhöhten Eigenkapitalunterlegung „bestraft“, die gegebenenfalls derartige Transaktionen erheblich verteuert. Die Definition von Wiederverbriefung ist sehr kurz gehalten und erfordert daher ein gewisses Maß an Konkretisierung in der Bankpraxis. Insofern gab es im Markt eine große Unsicherheit, ob nicht auch Strukturen darunter fallen, die die Hintereinanderschaltung mehrerer SPVs umfassen, wie es zum Beispiel in manchen ausländischen Legislaturen erforderlich oder bei manchen Conduits der Fall ist.

Erhebliche Auswirkungen der CRD IV

Ebenso fraglich war die Behandlung von sogenannten „Co-Purchasing“-Strukturen, bei denen eine Verbriefungstransaktion auf pari-passu-Basis zwischen mehreren Conduits syndiziert wird. Derartige im Markt durchaus übliche Strukturen wären demnach ebenfalls mit einer höheren Eigenkapitalunterlegung belastet worden, obwohl sie keinesfalls im eigentlichen Sinne Wiederverbriefungen darstellen. Allerdings konnte auch dieses Thema – unter Mithilfe der TSI – sachgerecht geklärt werden.

Die größten Auswirkungen auf den gesamten Bankensektor wird jedoch die Capital Requirement Directive IV haben, die im Wesentlichen die Beschlüsse des Basel Committee on Banking Supervision aus Dezember 2010 („Basel III“) widerspiegelt. Derzeit befindet sich die CRD IV in der Konsultationsphase, die Umsetzungsphase wird voraussichtlich mehrere Jahre dauern (ab Ende 2012 bis 2019).

Die Auswirkungen auf den Verbriefungsmarkt sind derzeit noch nicht abzusehen, insbesondere da die Vorschriften noch nicht endgültig verabschiedet worden sind. Da die vorgeschlagenen Neuregelungen im Rahmen von CRD IV/Basel III insgesamt über höhere Eigenkapital- und Liquiditätsanforderungen auf eine Stabilisierung des Bankensystems abzielen, muss man davon ausgehen, dass sich tendenziell auch die Anforderungen für Verbriefungsprodukte erhöhen werden und dieses zu einer Verteuierung der Finanzierungsbedingungen für Unternehmen führen wird.

Vor dem Hintergrund der Vermeidung einer erneuten Finanzkrise und deren hohen Kosten für die Weltwirtschaft sind die regulatorischen Änderungen der letzten Jahre grundsätzlich nachvollziehbar und zu befürworten. Ob es sich hier um Überregulierung handelt oder nicht, ist letztendlich eine Frage des Standpunktes. Fest steht jedoch, dass Verbriefungen bereits heute, also vor der Umsetzung von CRD IV/Basel III zu denjenigen Bankgeschäften mit dem höchsten Regulierungsgrad gehören, das zeigen unter anderem die zahlreichen Vorschriften in der Solvabilitätsverordnung sowie die oben dargestellten Neuregelungen gemäß §§ 1 b, 18 a, b KWG.

Verbriefungen werden heute vollständig in den verschiedenen Risiko- und Berichtssystemen von Banken abgebildet. Das betrifft sowohl klassische Bereiche wie das Management von Kredit-, Liquiditäts- und Marktpreisrisiken, aber auch beispielsweise die Erfassung und das aufsichtsrechtliche Reporting von Einzeckgesellschaften. Die Verbriefung als hochreguliertes Bankgeschäft ist somit klar abzugrenzen von verschiedenen Formen des sogenannten „Shadow banking“, dessen Ausprägung und potenzielle Risiken aktuell in verschiedenen Formen diskutiert wird.

Steuerliches Umfeld für ABCP-Verbriefungen in Deutschland

Angesichts der zahlreichen Maßnahmen einerseits zur Regulierung und Überwachung von Verbriefungsprodukten und andererseits zur Förderung des Verbriefungsmarkts in Deutschland durch die Politik und die Finanzindustrie wird deutlich, dass sich alle Beteiligten darüber einig sind, dass Verbriefung als Finanzierungsinstrument für Industrie und Banken gewünscht ist und dass Verbriefung in Deutschland stattfinden soll. Vor diesem Hintergrund wäre es wünschenswert, dass auch die steuerlichen Rahmenbedingungen in Deutschland im Sinne einer Gleichstellung bei der Verbriefung von Bankforderungen sowie Handels- und Leasingforderungen angepasst werden.

Einzeckgesellschaften für die Verbriefung von Bankforderungen können in Deutschland als GmbH oder Unternehmergesellschaft (UG) mit beschränkter Haftung gegründet werden, jedoch müssen für die Verbriefung von Handels- und Leasingforderungen nach wie vor Einzeckgesellschaften in Luxemburg, Irland oder

anderen Rechtsgebieten genutzt werden. Zwar bietet die TSI ihre bei Investoren zunehmend auf Akzeptanz stoßenden Zertifizierungsprodukte auch für ausländische Einzeckgesellschaften an, eine grundlegende Klar- und Gleichstellung durch den deutschen Gesetzgeber wäre aber dennoch zu begrüßen.

Bankenprivileg auf Leasingunternehmen ausgeweitet

Eine andere Gleichstellung wurde jedoch zwischenzeitlich geschaffen: Mit dem Jahressteuergesetz 2009 wurde das sogenannte Bankenprivileg (§ 19 GewStDV) rückwirkend für den Veranlagungszeitraum 2008 unter anderem auf Leasingunternehmen ausgeweitet. Diese wurden somit wie Banken von der gewerbesteuerlichen Hinzurechnung von Finanzierungsaufwendungen befreit. Allerdings war zunächst Voraussetzung, dass die Leasinggesellschaft nachweislich ausschließlich Finanzierungsleasing betreibt. Da jedoch das Geschäft von Leasingunternehmen eine breite Palette von Dienst- und Serviceleistungen umfasst, stellte diese Anforderung ein großes Hemmnis dar. In 2010 reagierte der Gesetzgeber darauf und änderte den § 19 Abs. 3 GewStDV dahingehend, dass die Umsätze des Unternehmens nun zu mindestens der Hälfte auf Finanzdienstleistungen entfallen müssen. Dies gilt erstmals für den Erhebungszeitraum 2011.

Eine sinnvolle Finanzierungsalternative

Die Verbriefung ist eine sinnvolle Finanzierungsalternative für Industrie und Handelsunternehmen sowie Leasinggesellschaften. Sie bietet deutliche Vorteile gegenüber einer herkömmlichen Kreditfinanzierung und hat daher zu Recht einen festen Platz im Finanzproduktrepertoire der Banken, insbesondere vor dem Hintergrund der immer größer werdenden Bedeutung von besicherten Finanzierungen.

Eine Erholung des Marktes für ABCP ist sichtbar. Die diversen Neuregelungen als Konsequenz der Finanzmarktkrise werden gewisse Veränderungen bewirken – letztendlich diesem Finanzierungsinstrument jedoch noch mehr Sicherheit verleihen. In welchem Umfang dies mit höheren Kosten verbunden sein wird, ist noch von der endgültigen Umsetzung von Basel III abhängig.