



Securitisation

Forderungsverbriefung als attraktives Finanzierungsprodukt

Andreas Kullmann

Die Verbriefung von Forderungen wird zunehmend als alternatives Finanzierungsangebot von Banken für Unternehmen entdeckt. Welche Rolle die Forderungsverbriefung in Zukunft bei der Unternehmensfinanzierung spielen wird, ist noch offen. An Unternehmen, die diese Finanzierungsalternative nutzen wollen, werden einige Anforderungen gestellt.

Die sogenannte «Kreditklemme» für deutsche Unternehmen, insbesondere für den Mittelstand, wird von Marktteilnehmern teilweise diagnostiziert und teilweise bestritten. Unstrittig jedoch ist, dass es durch Basel II und das Rating zu einer Konditionenspreizung bei herkömmlichen Bankkrediten kommen wird. Unternehmen mit einem schlechteren Rating müssen mit einer Verteuerung von 80 bis 280 Basispunkten rechnen¹. Unstrittig ist auch die im internationalen Vergleich schlechte Eigenkapitalausstattung deutscher Mittelständler.

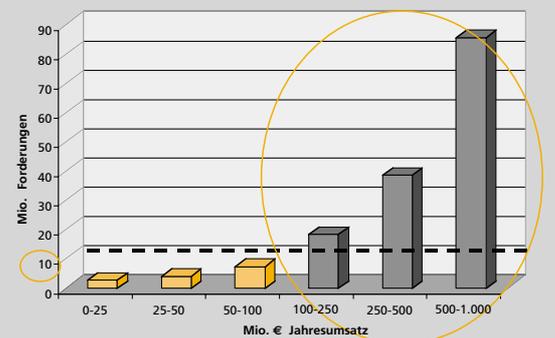
Jedoch existiert eine Fülle an alternativen Formen der Eigen- und Fremdkapitalfinanzierung, um bestehenden Finanzierungsbedarf zu decken (siehe Tabelle 1).

Tabelle 1: Übersicht Finanzierungsformen

Typ der Finanzierung	Art der Finanzierung	Kurzbewertung
Fremdkapital	Unternehmensanleihen	Mit einem Volumen ab 100 Mio. für Mittelständler ungeeignet
	Schuldscheindarlehen	Mit einem Volumen von ca. 20–100 Mio. ebenfalls in vielen Fällen überdimensioniert
	Klassischer Bankkredit	Konditionen in Zukunft Rating-abhängig
Eigenkapital	Börsengang	Aufwändig und zur Zeit wenig attraktiv
	Innenfinanzierung	Angesichts schmaler Umsatz-Renditen zur Eigenkapitalerweiterung eher langfristig zu sehen
	Beteiligungskapital	Von vielen Mittelständlern nicht gewünscht
Zwischenformen	Mezzanine	überwiegend teuer (teilweise bis 15% Garantie-Rendite)
	Leasing / Factoring	Vielfach praktiziert
	Forderungsverbriefung	Interessante Alternative bereits ab 10 Mio. Forderungsvolumen

Eine aktuelle Untersuchung der Unternehmensberatung Acrys Consult über die Potenziale der Forderungsverbriefung ergab zukunftsweisende Ergebnisse. Danach zeigt eine veröffentlichte Auswertung der Abschlüsse industrieller Kunden für das Jahr 2000 durch die IKB Deutsche Industriebank AG², dass Unternehmen mit einem Jahresumsatz von 100 Millionen Euro bereits in einer für die Forderungsverbriefung relevanten Größenklasse liegen (siehe Abbildung 1). Denn diese verfügen

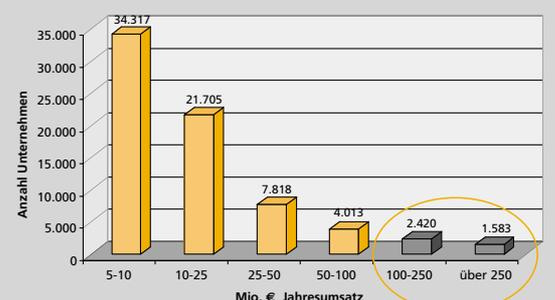
Abbildung 1: Durchschnittlicher Forderungsbestand in der mittelständischen Industrie 2000



Quelle: IKB Deutsche Industriebank AG

über den Mindestforderungsbestand von circa zehn Millionen Euro. Der durchschnittliche Forderungsbestand beträgt sieben bis 18 Prozent des Jahresumsatzes. Kombiniert man diese Zahlen mit einer Aufstellung des Statistischen Bundesamtes zu der Anzahl der Unternehmen sowie deren Jahresumsätze nach Umsatzklassen aus 2001 (siehe Abbildung 2 und 3), so entsteht das Bild eines überaus attraktiven, provisionsträchtigen Marktes für Banken. Bis zu 4.000 Unternehmen in Deutschland können potenziell die Forderungsverbriefung in Erwägung ziehen. Sie repräsentieren einen Jahresumsatz von

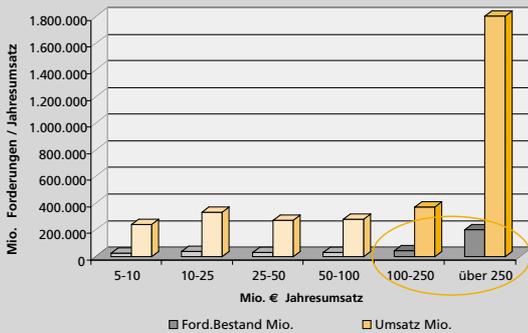
Abbildung 2: Anzahl aller Unternehmen nach Umsatzklassen 2001



Quelle: Statistisches Bundesamt, Angaben für alle umsatzsteuerpflichtigen Unternehmen in Deutschland



Abbildung 3: Gesamtforderungsbestand und Gesamtjahresumsätze nach Umsatzklassen 2001



Quelle: Statistisches Bundesamt, Angaben für alle umsatzsteuerpflichtigen Unternehmen in Deutschland, ergänzt durch eigene Berechnung der Forderungsbestände (im Durchschnitt elf Prozent des Umsatzes)

gesamt etwa 2.198 Milliarden Euro bei einem Forderungsbestand von gesamt etwa 242 Milliarden Euro. Rechnet man hierauf eine angenommene Programmgebühr von unter 100 bps (Basispunkte) pro Monat³, so besteht ein Potenzial an Provisionserträgen von bis zu 23 Milliarden Euro für die Banken – jährlich.

Um der zunehmenden Popularität von ABS-Transaktionen Rechnungen zu tragen, werden nachfolgend einige Aspekte genauer beleuchtet:

- > Grundstruktur der Forderungsverbriefung
- > Anforderungen und Abläufe
- > Kosten und Nutzen

> Grundstruktur der Forderungsverbriefung

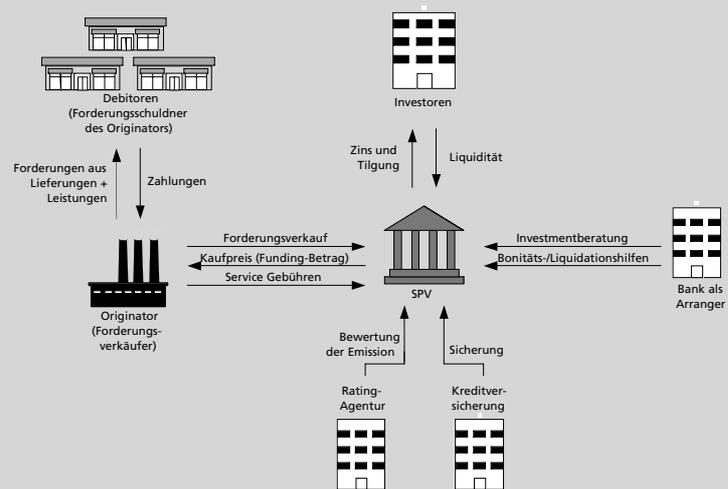
Bei der Forderungsverbriefung handelt es sich aus Unternehmenssicht um eine Platzierung von Forderungen aus Lieferungen und Leistungen am Kapitalmarkt. Sie führt zur Entstehung von sogenannten ABS (Asset Backed Securities). Je nach Ausgestaltung können dadurch verbrieftbare Vermögenswerte unmittelbar in liquide Finanzmittel transformiert und diese zur Optimierung der unternehmerischen Ziele verwendet werden. Die Bank nimmt hierbei die Funktion eines Arrangers ein und berät ihre Kunden bei allen wirtschaftlichen und rechtlichen Fragestellungen, bei der Abwicklung der Transaktion über geeignete EDV-Systeme sowie bei der Platzierung am Kapitalmarkt.

Bei einer ABS-Transaktion verkauft ein Unternehmen (= der Originator) ein exakt definiertes Portfolio an Forderungen (= Assets) aus seinem Forderungsbestand gegen ein marktgerechtes Entgelt an eine ausschließlich zu diesem Zweck gegründete Gesellschaft («Special Purpose Vehicle», kurz SPV). Der Ankauf durch das SPV erfolgt «still», das heißt, unbemerkt von den Debitoren des Originators, und revolving (circa alle ein bis zwei Wochen) über einen Zeitraum von bis zu sieben Jahren. Das SPV wiederum refinanziert den Ankauf der Forderungen durch die Emission von Wertpapieren (= Securities), in diesem Fall von ABCP's (Asset Backed Commer-

cial Papers). Rating-Agenturen prüfen die Transaktionsstruktur hinsichtlich der Risiken für die Investoren. Eine Übersicht findet sich in Abbildung 4.



Abbildung 4: Grundstruktur der Forderungsverbriefung



Quelle: Acrys Consult GmbH & Co. KG

Die zukünftigen Zahlungsansprüche der Investoren (Kapital und Tilgung auf die Wertpapiere) werden mit den von dem SPV erworbenen Forderungen besichert (= backed). Sie werden ausschließlich aus den künftigen Zahlungsströmen befriedigt, die die Debitoren an den Originator leisten.

Das SPV übernimmt keine Dienstleistungsfunktion. Im Rahmen eines Geschäftsbesorgungsvertrages zwischen SPV und Originator erledigt der Originator weiterhin das gesamte Debitorenmanagement (zum Beispiel Inkasso oder Mahnwesen) und die Koordination der Zahlungsströme. Unabhängig davon werden die Daten im Zusammenhang mit ABS-Transaktionen beim SPV parallel auf einer IT-Abwicklungsplattform mitgeführt.

Die anzukaufenden Forderungen können aus dem zwischen dem SPV und einer Kreditversicherung (in der Regel bei True Sale Transaktionen, siehe unten) oder zwischen dem Originator und einer Kreditversicherung (in der Regel bei Non True Sale Transaktionen, siehe unten) abgeschlossenen Warenkreditversicherungsvertrag für das SPV abgesichert sein.

Die Originatoren werden üblicherweise von einer Bank als Arranger beim Abschluss von True-Sale- oder Non-True-Sale-Transaktionen beraten:

- > Bei einer True-Sale-Transaktion erfolgt ein zivil- und handelsrechtlich anerkannter Forderungsverkauf durch den Originator an das SPV, das heißt die Forderungen werden an das SPV transferiert und nicht mehr in der Bilanz des Originators ausgewiesen. Alternativ wird in diesem Zusammenhang auch der Begriff «off-balance-sheet» Transaktion verwendet.
- > Aus Sicht des Originators findet bei einer Non-True-Sale-Transaktion kein «echter» Forderungsverkauf statt. Die Vermögenswerte (Forderungsreferenzport-



folio) verbleiben vielmehr weiterhin in der Bilanz des Originators. Alternativ wird in diesem Zusammenhang auch von einer «on-balance-sheet»-Transaktion gesprochen. Für das SPV besteht aus prozessablauf-technischer Sicht kein Unterschied zur True-Sale-Transaktion.

> Anforderungen an den Originator und seine Forderungen

Primär müssen die Forderungen aus Lieferungen und Leistungen bestimmten Eignungskriterien («Eligibility Criteria») genügen. Für die Verbriefung geeignete Forderungen sind zum Beispiel solche, die

- > dem Originator von Kunden (Debitoren) geschuldet werden und im gewöhnlichen Geschäftsbetrieb der jeweiligen Originatoren in Deutschland generiert wurden,
- > innerhalb der vereinbarten Zahlungsfristen vollständig bezahlt werden müssen (mit einer Zahlungsfrist von zum Beispiel höchstens 30 Tagen),
- > keine überfälligen oder notleidenden Forderungen sind,
- > rechtswirksam, verbindlich und durchsetzbar sind,
- > in den vereinbarten Währungen bestehen,
- > deren ursprünglich vereinbarte Laufzeit nicht verlängert wurde, oder
- > nicht von Debitoren stammen, deren Verbindlichkeiten gegenüber dem Originator einen vereinbarten Prozentsatz am Gesamtportfolio überschreiten (Debitoren-Konzentrations-Limit).

Forderungen, die nicht den im Transaktionsvertrag vereinbarten Kriterien entsprechen, werden als «non eligible» bezeichnet und nicht vom SPV angekauft.

Ferner müssen die Kreditvergabepraxis und das Forderungsmanagement beim Originator bestimmte Voraussetzungen erfüllen, die im Rahmen einer Due Diligence durch die Bank beziehungsweise beauftragte Service-Partner geprüft werden. Hierzu gehören zum Beispiel eine Posten- und nicht Debitoren-orientierte Buchungspraxis bei relevanten Geschäftsvorfällen⁴, ein ordnungsgemäßes und zeitnahes Mahnwesen oder auch eine regelmäßige Datensicherung. Für die Prüfung der Forderungsqualität und der Fälligkeitsstruktur ist insbesondere eine einwandfreie Daten-Historie von circa zwei Jahren unumgänglich. An die Dokumentation der Forderungen (Verträge, Schriftverkehr), den Einsatz der internen Revision und ein zeitnahes Controlling und Reporting werden hohe Qualitätsanforderungen gestellt. Schließlich ist auch sicher zu stellen, dass das Buchhaltungssystem über eine Möglichkeit verfügt, die von einer Abwicklungsplattform zurück übermittelte Information über angekaufte Forderungen auch zu verarbeiten, das heißt die angekauften Forderungen als «verkauft» zu markieren. Dies verhindert einen Doppelverkauf und unterstützt bei True-Sale die Bilanzkompensation.

> Anforderungen an die Bank und das SPV

Basis für eine effiziente Abwicklung von ABS-Transaktionen ist eine auf dieses Geschäft zugeschnittene IT-Abwicklungsplattform. So werden Transaktionskosten gezielt minimiert, die Abwicklung beschleunigt und die notwendige Transparenz über die Transaktion für alle

Beteiligten geschaffen. Denn je höher die Datenqualität und die Informationstransparenz und je schneller die Auswahl der für die Verbriefung in Frage kommenden Forderungen (sogenannte Asset-Selection), umso größer ist die Wirtschaftlichkeit für den Originator. Und der wirtschaftliche Nutzen ist wiederum für den Originator ausschlaggebend bei der Auswahl seiner Finanzierungsformen oder des dazu notwendigen Arrangers.

Charakteristisches Problem von ABS-Transaktionen ist jedoch die Vielfältigkeit der Systemumgebungen von Originatoren und die stetige Weiterentwicklung von ABS-Vertragskonstellationen. Deshalb sollte beim Aufbau einer Abwicklungsplattform darauf geachtet werden, dass diese mittels einer flexiblen Daten-Input-Schnittstelle und einer generischen Logik diese Vielfältigkeiten abbilden kann und dennoch aus Effizienzgesichtspunkten Standards setzt. Für die Datenanlieferung seitens des Originators ist darüber hinaus aus Sicherheits- und Datenschutzgründen zu empfehlen, die Schnittstelle Internet-basiert und mit Zugriffs-Zertifikaten zu gestalten. Eine Datenanlieferung beispielsweise über Spreadsheets und E-Mail oder ISDN sollte vermieden werden.

Eine Abwicklungssoftware muss ferner in der Lage sein, die für den Forderungsankauf typische Behandlung von Geschäftsvorfällen beim Originator automatisch und Einzelposten-basiert zu «verbuchen» sowie die Verwaltung von Reserven zu managen. Denn das Forderungsvolumen, welches der Originator dem SPV zum Kauf andient, entspricht nicht der Höhe des Kaufpreises beziehungsweise des Liquiditätszuflusses für den Originator. Zum einen wird ein Teil der angebotenen Forderungen nicht den Ankaufskriterien entsprechen. Zum anderen werden zum Schutz des Investors vom Ankaufsvolumen bestimmte vertraglich vereinbarte Reservebeträge abgezogen, so dass dieser mit einem hohen Grad an Sicherheit die von ihm aufgewendete Finanzierung zuzüglich aller Finanzierungskosten, Gebühren und Aufwendungen aus den Zahlungseingängen auch wieder zurück erhält. Der Originator hat zwei Möglichkeiten, diese Reserven gegenüber dem SPV zu bedienen:

- > Der Kaufpreis der angekauften Forderungen wird ihm nicht zu 100 Prozent als Funding-Betrag zur Verfügung gestellt, sondern es wird ein bestimmter Prozentsatz, der sogenannte Discount, einbehalten, und/oder
- > der Originator leistet einen Prozentsatz der Forderungshöhe als Bareinlage.

Der Umfang der Reserven richtet sich dabei nach den Kriterien der Rating-Agenturen und muss ausreichend bemessen sein. Die Praxis unterscheidet zum Beispiel folgende Reserverarten:

- > Die Verlustreserve (Default Reserve) dient zur Abdeckung des Ausfalls von Forderungen.
- > Die Verwässerungsreserve (Dilution Reserve) soll die Fälle abdecken, in denen durch die Begleichung der Forderungen durch die Debitoren ein geringerer Betrag Erlöst wird als vom SPV angekauft, und es sich nicht um einen Forderungsausfall handelt.
- > Die vom Originator an das SPV vorab zu entrichtende Kostenreserve (Carrying Cost Reserve) deckt die



Gebühren und Auslagen der Bank, des SPV und der Rating-Agentur.

Eine vereinfachte Rechnung zeigt einen exemplarischen Weg vom Forderungsvolumen bis zum Auszahlungsbetrag für den Originator auf (siehe Tabelle 2).

An weiterem Funktionsumfang ist für die Plattform ein automatisierter Mechanismus für die Selektion von angebotenen Forderungen inklusive der Überwachung von Kennzahlen und Limits (zum Beispiel Debitoren-Konzentrations-Limit) sowie das Reporting für den Originator (Ankaufsbericht), die Rating-Agentur und den Investor zu berücksichtigen. Die Transaktionsparameter wie Selektionskriterien, Reserven, Kennzahlen oder Limits können je nach Vertrag unterschiedlich ausfallen und müssen daher flexibel einstellbar sein.

Für die Gestaltung der Transaktionsverträge für jeden Originator empfiehlt es sich, diese nach Möglichkeit einem weitreichenden Standard zu unterwerfen und auf exotische Besonderheiten zu verzichten. Dies beschleunigt die Due Diligence sowie die Anbindung der Originator-Buchhaltung an eine Abwicklungsplattform und senkt die Transaktions-Kosten. Bei einem ausreichend standardisierten Vorgehen kann ein Zeitraum von der Entscheidung zur Forderungsverbriefung bis zum Liquiditätszufluss von wenigen Monaten erreicht werden.

> Kosten und Nutzen

Für die Bank bzw. das SPV bestehen die Kosten im Wesentlichen aus dem Aufbau des SPV, einer internen ABS-Beratungsmannschaft und einer IT-Abwicklungsplattform. Die Gesamtkosten hierfür bewegen sich – je nach Größe – im unteren einstelligen Millionenbereich. Der Nutzen generiert sich vor allem durch attraktive Provisionserträge statt schmaler Kreditmargen. Ferner lassen sich ein positives Image bei Bestands- und potenziellen Neukunden, ein erweitertes Leistungsangebot ohne Eigenkapitalbelastung und Obligo sowie eine erhöhte Kundenbindung (sogenanntes Loyalty Building) erzielen.

Für den Originator entstehen Kosten zum einen durch einmalige IT-Aufwände für beispielsweise die Datenextraktion aus der Finanzbuchhaltung, eventuell den Aufbau eines Forderungsnebenbestandes oder für Anpassungen am Buchungssystem. Die zu entrichtende ABS-Programmgebühr deckt die Refinanzierungskosten des SPV sowie die Gebühren und Auslagen der Bank. Ferner sind noch Aufwendungen für Anwälte im Zusammenhang mit der Transaktionsvertragsgestaltung sowie für Rating und Wirtschaftsprüfung zu kalkulieren. Die Nutzenaspekte für das Unternehmen sind sehr vielfältig. Durch die Bilanzverkürzung nach HGB bei True-Sale-Forderungsverkauf erhöht sich die Eigenkapitalquote, was wiederum ein besseres Rating und Spielraum für weitere Fremdfinanzierungen verschaffen kann. Insgesamt liegt der Konditionsvorteil gegenüber einer herkömmlichen Kreditfinanzierung erfahrungsgemäß bei ungefähr 20 bis 30 bps pro Jahr³. Dies bedeutet zum Beispiel bei einem Volumen von 50 Millionen Euro eine Ersparnis von etwa 1,05 Millionen Euro auf eine Transaktionslaufzeit von sieben Jahren. Ferner verbinden



Tabelle 2: Berechnungsbeispiel

Konten	Betrag	Erläuterung
Angebote Forderungen	110	Forderungsbuchbestand
Nicht geeignete Forderungen	- 10	Non eligible wegen Nichterfüllung der Kriterien
Verkaufter Forderungsbetrag	= 100	Bruttoforderungswert
Abschlag für Reserven	- 15	15% des Bruttoforderungswertes
Deckungsbetrag	= 85	Deckungsbetrag am Ankaufstichtag
Funding-Betrag	= 85	Auszahlungsbetrag = Liquiditätszufluss

sich mit der Forderungsverbriefung eine größere Unabhängigkeit von Banken, eine vorzeitige Liquiditätsgewinnung, eine indirekte Erweiterung der Investorenbasis und eine Straffung des Forderungsmanagements. Während das Forderungsportfolio einem externen Rating unterzogen wird, kann in der Regel auf ein Rating des Unternehmens selbst verzichtet werden.

Je nach den individuellen Rahmenbedingungen und Zielen ist die Forderungsverbriefung damit insgesamt ein für Unternehmen wie für Banken äußerst attraktives Finanzierungsprodukt.

Fußnoten:

- 1 Siehe Fischer, T. R. / Bongartz, U., «Erfolgsstrategien im Kreditgeschäft», in Die Bank Nr. 12 / Dezember 2003, Seite 814-815.
- 2 Vgl. IKB Deutsche Industriebank AG, «Unternehmensfinanzierung im Wandel – Neue Finanzierungswege für mittelständische Unternehmen», Seite 30.
- 3 Die Programmgebühr ist vom Unternehmen für die ABS-Transaktions-Beratung und -Abwicklung zu entrichten, und zwar entweder auf das Forderungsvolumen oder den zufließenden Liquiditätsbetrag.
- 4 Hierzu gehören Posten-Schließung durch Zahlungseingang, Teilzahlungen, A-Konto-Zahlungen, Storni, Gutschriften, Boni, Forderungsausfall / Abschreibung, Gutscheine, etc.
- 5 In einer bereits am 14.10.86 erstellten Finanzierungsrechnung kommt das US-Unternehmen GMAC sogar auf einen Vorteil von 130 bps gegenüber einer Unternehmens-Schuldverschreibung. Vgl. hierzu Rosenthal, J. / Ocampo, J., «Securitization of Credit», Inside the New Technology of Finance, New York (John Wiley & Son), Seite 233.



Autor



Andreas Kullmann ist seit über zwölf Jahren im Banken- und Beratungssektor tätig, seit Ende 2000 als Geschäftsführer der Firma Acrys Consult GmbH & Co. KG, einem mittelständischen Beratungspartner für Unternehmen der Finanzwirtschaft und Industrie mit Büros in Frankfurt, New York und Zug.