

*Verbriefung von Unternehmens-, Factoring- und  
Leasingforderungen in Deutschland*

*Prof. Ulrich Hommel, Ph.D.*

*unter Mitarbeit von*

*Johannes Schmittat*

*Markus Petersen*

*Georg F. Altenkirch*

## **Haftungsausschluss**

Die in diesem Bericht enthaltenen Informationen basieren auf Quellen, die von den Autoren für präzise und verlässlich erachtet werden. Aufgrund der Möglichkeit menschlichen Irrtums oder technischen Versagens oder sonstiger Faktoren werden diese Informationen allerdings ohne jegliche Gewähr zur Verfügung gestellt. Eine Verantwortung für die Richtigkeit und Vollständigkeit dieser Informationen übernehmen die Autoren nicht. Die Autoren machen keinerlei Zusicherungen und übernehmen keinerlei Gewähr - weder explizit noch implizit - für die Genauigkeit, Vollständigkeit, Brauchbarkeit oder Eignung der Informationen für einen bestimmten Zweck. Dieser Bericht ist keine Vertrauensgrundlage für Dritte und kein Ersatz für eine eigene rechtliche, kommerzielle oder sonstige Prüfung durch Dritte. Er stellt weder ein Angebot noch eine Einladung zur Zeichnung oder zum Erwerb von Wertpapieren dar, ferner sind weder dieses Dokument noch die darin enthaltenen Angaben dazu gedacht, als Grundlage für irgendeine vertragliche oder anderweitige Verpflichtung zu dienen. Die Autoren haften nicht für unmittelbare, mittelbare oder Folgeschäden oder Verluste, die aus dem Zusammenhang mit einer Verwendung dieses Berichts, dessen Inhalts oder der darin enthaltenen Informationen entstehen könnten. Die vollständige oder auszugsweise Reproduktion wie auch die Verteilung an Dritte darf nur im Einverständnis mit den Autoren erfolgen.

## **Danksagungen**

Die Autoren danken allen Interviewpartnern, insbesondere Frau Dr. Nina-Luisa Siedler von EYLaw LutherMenold, die stets zur Beantwortung aller Fragen bereit war und diese Studie mit vielen wichtigen Hinweisen unterstützt hat, sowie Frau Marie-Jeanne Kerschkamp von Moody's Investors Service, deren Erstellung spezieller Marktstatistiken eine große Hilfe war. Des Weiteren danken wir Herrn Manfred Kiesel von der Deutschen Bundesbank, Frau Michaela Weinhold vom Deutschen Sparkassen- und Giroverband, sowie den TSI-Gesellschafterbanken WestLB, Hypovereinsbank und BayernLB für die Bereitstellung von Datenmaterial. Wir danken dem Verband Deutscher Leasing-Unternehmen sowie dem Deutschen Factoring-Verband für die Unterstützung der Erhebungen.

# Inhaltsverzeichnis

Abkürzungsverzeichnis	IV
Tabellenverzeichnis	V
Abbildungsverzeichnis	VI
1. Einleitung	1
2. Asset-Backed-Securities-Transaktionen	4
2.1 Grundlagen über Asset Backed Securities	4
2.2 Voraussetzungen für Asset Backed Securities	5
2.3 Strukturierungsformen einer typischen ABS-Transaktion	7
2.3.1 Conduit- vs. Term Deal-Verbriefung	7
2.3.2 Credit Enhancement	9
2.3.3 Single-Seller- vs. Multi-Seller-Strukturen	10
2.3.4 Single-Purchaser- vs. Multi-Purchaser-Strukturen	10
2.4 Asset Backed Securities vs. Factoring	11
2.5 Vor- und Nachteile von Asset Backed Securities	13
3. Rechtliche Hindernisse der Verbriefung von Unternehmens-, Factoring- und Leasing-Forderungen in Deutschland	16
3.1 Vorbemerkungen	16
3.2 Insolvenzrechtliche Problembereiche	17
3.3 Buchhalterischer Problembereich: Bilanzabgang	19
3.4 Steuerrechtliche Problembereiche und deren Auswirkungen auf den Verbriefungsmarkt	21
3.4.1 Umsatzsteuerliche Problembereiche	22
3.4.2 Gewerbesteuerliches Hindernis	26
3.5 Abschließende Beurteilung	29
4. Einbeziehung von ABS-Transaktionen in Finanzierungsentscheidungen und Mittelverwendung von Unternehmen	32
4.1 Der Finanzierungs-Spread als maßgebliches Kriterium für die Finanzierungsentscheidung	32
4.1.1 Vorüberlegungen zur Entscheidungssituation	32
4.1.2 Durchschnittliche Kosten der Kreditfinanzierung	33

4.1.3	Typische Kostenstruktur einer Verbriefungs-Transaktionen	34
4.2	Verwendung der durch die Verbriefung zufließenden Liquidität	37
5.	Besondere Bedeutung der Verbriefungsfinanzierung für den deutschen Mittelstand	42
5.1	Finanzierungssituation des Mittelstandes im Hinblick auf Basel II	42
5.2	Anforderungen des Mittelstands an Verbriefungstransaktionen	46
6.	Status quo und Wachstumspotenziale des ABS-Marktes in Deutschland	48
6.1	Handelsforderungen (Trade Receivables)	49
6.1.1	Verbriefung von Handelsforderungen in Deutschland	49
6.1.2	Relative Markt-Potenzialschätzung durch Vergleich mit dem französischen ABCP-Markt	55
6.1.3	Vorhandener Forderungsbestand in deutschen Unternehmen	58
6.1.4	Mögliche Entwicklungen	62
6.2	Factoring-Forderungen	68
6.2.1	Factoring-Markt in Deutschland	68
6.2.2	Ergebnisse der Erhebung	69
6.2.3	Abschätzung des Marktpotenzials der Verbriefung von Factoring-Forderungen	75
6.3	Leasing-Forderungen	77
6.3.1	Einleitende Bemerkungen zur Finanzierungssituation der Leasing-Branche	77
6.3.2	Verbriefungsvolumen von Leasing-Forderungen	78
6.3.3	Ergebnisse der Erhebung	79
6.3.4	Abschätzung des Marktpotenzials der Verbriefung von Leasing-Forderungen	91
7.	Auswirkungen der Verbriefungsstrukturen auf das Steueraufkommen	96
7.1.1	Gewerbesteuerliche Behandlung von Kontokorrentkrediten	97
7.1.2	Ablösung kurzfristigen Fremdkapitals	99
7.2	Gegenläufige Effekte	99
7.2.1	Primäreffekt	101
7.2.2	Sekundäreffekt	103
7.2.3	Tertiäreffekt	104
7.2.4	Zusammenfassung der Effekte	105
8.	Quantifizierung der Effekte	108
8.1	Verbriefung von Handelsforderungen (Trade Receivables)	109
8.1.1	Vorbemerkungen und Annahmen	109
8.1.2	Prognostizierte Szenarien	110

8.1.3	Monte-Carlo-Simulationen	113
8.1.4	Zusammenfassung	121
8.2	Verbriefung von Leasing-Forderungen	123
8.2.1	Vorbemerkungen und Annahmen	123
8.2.2	Prognostizierte Szenarien	125
8.2.3	Monte-Carlo-Simulationen	127
9.	Schlussfolgerungen	135
	Anhang	137
	Abbildungsverzeichnis des Anhangs	137
	Tabellenverzeichnis des Anhangs	138

## Abkürzungsverzeichnis

ABCP	Asset Backed Commercial Paper
ABS	Asset Backed Securities
BDL	Bundesverband Deutscher Leasing-Unternehmen e.V.
BDSG	Bundesdatenschutzgesetz
BFH	Bundesfinanzhof
BIP	Bruttoinlandsprodukt
BMF	Bundesministerium der Finanzen
BP	Basispunkt
CP	Commercial Paper
EuGH	Europäischer Gerichtshof
EURIBOR	Euro Interbank Offered Rate
GewSt	Gewerbesteuer
GewStG	Gewerbesteuergesetz
HGB	Handelsgesetzbuch
IAS	International Accounting Standards
InsO	Insolvenzordnung
KfW	Kreditanstalt für Wiederaufbau
KSt	Körperschaftssteuer
KStG	Körperschaftssteuergesetz
SPV	Special Purpose Vehicle
StÄndG	Steueränderungsgesetz
TSI	True Sale International
Tz	Textziffer
Ust	Umsatzsteuer
UstG	Umsatzsteuergesetz

## Tabellenverzeichnis

Tabelle 1: Pricing-Modell	35
Tabelle 2: Öffentliche ABCP-Transaktionen mit Handelsforderungen	51
Tabelle 3: Marktvergleich Frankreich—Deutschland	57
Tabelle 4: Ermittlung verbrieftbarer Forderungsbestand	59
Tabelle 5: Wachstumsprognose Handelsforderungen ohne Gesetzesänderung	64
Tabelle 6: Wachstumsprognose Handelsforderungen mit Gesetzesänderung	65
Tabelle 7: Durchschnittliche Verbriefungskosten, ohne Standardisierungseffekte	66
Tabelle 8: Effekte auf das Investitionsvolumen	67
Tabelle 9: Übersicht der Steuereffekte	105
Tabelle 10: Steuereffekte Handelsforderungen, Starkes Wachstum	111
Tabelle 11: Steuereffekte Handelsforderungen, Schwaches Wachstum	112
Tabelle 12: Verteilungsannahmen Monte-Carlo-Simulation, Handelsforderungen	113
Tabelle 13: Verteilungsannahmen Monte-Carlo-Simulation, Leasing-Forderungen	127

## Abbildungsverzeichnis

Abbildung 1: Conduit-Strukturierungen	11
Abbildung 2: Einsatzbereiche von Factoring, ABCP und Term Deals	12
Abbildung 3: Berechnung der Gewerbesteuerschuld	27
Abbildung 4: Verbriefungskosten in Abhängigkeit vom Verbriefungsvolumen	36
Abbildung 6: Investitionsziele	39
Abbildung 7: Verwendung aus Verbriefungen gewonnene Liquidität	40
Abbildung 8: zukünftige Relevanz der Fremdfinanzierung	45
Abbildung 9: Der ABCP-Markt 2004	50
Abbildung 10: Ausstehende europäische ABCP-Handelsforderungen	53
Abbildung 11: Volumen des ABCP-Marktes deutscher Conduits	54
Abbildung 12: Zusammensetzung französischer von Moody's gerateter Conduits (Stand Oktober 2004)	56
Abbildung 13: Verbriefungspotenzial in Deutschland	62
Abbildung 14: Prognostiziertes Wachstum, logarithmisch skaliert	66
Abbildung 15: Verbreitung des Verbriefungswissen	70
Abbildung 16: Verbriefungsgründe	71
Abbildung 17: Verbriefungsgründe nach Bankzugehörigkeit gruppiert	71
Abbildung 18: Gründe gegen die Verbriefung von Factoring-Forderungen	72
Abbildung 19: Refinanzierung Factoring-Gesellschaften	73
Abbildung 20: Refinanzierung Factoring-Gesellschaften nach Bankzugehörigkeit	74
Abbildung 21: Reaktionen auf Gesetzesänderung, Factoring-Gesellschaften	75
Abbildung 22: Verbreitung des Verbriefungswissens	80
Abbildung 23: Verbriefungserfahrungen, ungewichtet	81
Abbildung 24: Verbriefungserfahrungen, gewichtet	82
Abbildung 25: Volumen der durchgeführten/geplanten Transaktionen	82
Abbildung 26: Verbriefungsgründe	83
Abbildung 27: Verbriefungsgründe, gruppiert nach Verbriefungserfahrungen	84
Abbildung 28: Gegen die Verbriefung sprechende Gründe	86

Abbildung 29: Gegen die Verbriefung sprechende Gründe, gruppiert nach Verbriefungserfahrungen	86
Abbildung 30: Reaktionen auf Gesetzesänderung	87
Abbildung 31: Weitere nötige Änderungen	88
Abbildung 32: Forderungspotenzial	89
Abbildung 33: Anteil des verbrieften Forderungsbestands	90
Abbildung 34: Aktuelle Refinanzierung der Leasing-Gesellschaften	90
Abbildung 35: Refinanzierung gruppiert nach Zugehörigkeit zu einer Bank	91
Abbildung 36: Prognostizierte Wachstumspfade Verbriefung von Leasing-Forderungen	94
Abbildung 37: Prognostiziertes Wachstum, Verbriefung Leasing-Forderungen, logarithmisch skaliert	94
Abbildung 38: Anteil Dauerschulden an Kontokorrentkrediten	98
Abbildung 39: Verbriefung von Handelsforderungen	100
Abbildung 40: Steuereffekte in Abhängigkeit der Kostenstruktur, Kreditablösung	106
Abbildung 41: Steuereffekte in Abhängigkeit der Kostenstruktur, Kontokorrentablösung	107
Abbildung 42: Steuereffekte ohne Gesetzesänderung, Handelsforderungen	115
Abbildung 43: Steuereffekte mit Gesetzesänderung, Handelsforderungen	116
Abbildung 44: Änderung Steueraufkommen durch Gesetzesänderung, Handelsforderungen	117
Abbildung 45: Worst Case Steuereffekte ohne Gesetzesänderung, Handelsforderungen	118
Abbildung 46: Worst Case Steuereffekte mit Gesetzesänderung, Handelsforderungen	119
Abbildung 47: Worst Case: Änderung Steueraufkommen durch Gesetzesänderung	120
Abbildung 48: Auswirkungen der Verbriefungstransaktionen, Handelsforderungen	121
Abbildung 49: Auswirkungen, Monte-Carlo-Simulation, Handelsforderungen	121
Abbildung 50: Steuereffekte Leasing-Forderungen, Starkes Wachstum	125
Abbildung 51: Steuereffekte Leasing-Forderungen, Schwaches Wachstum	126
Abbildung 52: Steuereffekte ohne Gesetzesänderung, Leasing-Forderungen	128
Abbildung 53: Steuereffekte mit Gesetzesänderung, Leasing-Forderungen	129
Abbildung 54: Änderungen Steueraufkommen durch Gesetzesänderung	130
Abbildung 55: Worst Case: Steuereffekte ohne Gesetzesänderung, Leasing-Forderungen	131
Abbildung 56: Worst Case: Steuereffekte mit Gesetzesänderung, Leasing-Forderungen	132
Abbildung 57: Worst Case: Änderungen Steueraufkommen durch Gesetzesänderung	133
Abbildung 58: Auswirkungen der Verbriefungstransaktionen, Leasingforderungen	134
Abbildung 59: Auswirkungen, Monte-Carlo-Simulation, Leasingforderungen	134

## 1. Einleitung

Die vorliegende Studie befasst sich mit der Verbriefung von Unternehmens-, Factoring- und Leasingforderungen.<sup>1</sup> Unternehmen in Deutschland benötigen über die Eigenfinanzierung und den klassischen Bankkredit hinaus weitere Finanzierungsquellen, die das zukünftige Wachstum der deutschen Wirtschaft sichern und damit zur Schaffung von Arbeitsplätzen beitragen sollen. Die im internationalen Vergleich schwache Eigenkapitalausstattung der deutschen Wirtschaft und die hohe Abhängigkeit vom Bankkredit legen es daher nahe, nach alternativen Finanzierungen Ausschau zu halten. Umso mehr verwundert es, dass gerade ABS-Finanzierungen, d.h. z. B. die Verbriefung von Unternehmensforderungen und die Förderung der Refinanzierung von Leasing- und Factoring-Gesellschaften in Deutschland nicht sehr verbreitet sind.

Dies liegt bislang hauptsächlich an steuerlichen Rahmenbedingungen. Problematisch ist in diesem Zusammenhang, dass inländische Verbriefungstransaktionen im internationalen Vergleich, durch die gewerbsteuerliche Belastung aufgrund der hälftigen Hinzurechnung der Dauerschuldzinsen, strukturell benachteiligt sind. Dies hat zur Folge, dass bis dato das von deutschen Unternehmen initiierte Verbriefungsgeschäft nahezu vollständig über ausländische Verbriefungsgesellschaften abgewickelt wird – mit entsprechend negativen Auswirkungen für den Finanzplatz Deutschland, die Beschäftigung und das gesamtwirtschaftliche Einkommen.

Vor allem große Unternehmen mit einem Umsatz von mehr als € 250 Mio. weichen auf ausländische Lösungen aus. Mittelständische Unternehmen nutzen diese Optionen bislang kaum. Ihnen ist u.a. der ausländische Rechtsrahmen nicht vertraut, die oft englischsprachigen Verträge und Dokumente entsprechender Programme werden nicht akzeptiert.

Daher wurde in der Vergangenheit von vielen Seiten, so auch von den TSI-Gesellschafter-Banken, bereits eine Gleichstellung der Verbriefung von Unternehmensforderungen mit der Verbriefung von Bankkrediten – demnach die Definition eines Ausnahmetatbestands von der hälftigen Hinzurechnung der Dauerschuldzinsen - gefordert. Da der Gesetzgeber signifikante Gewerbesteuerausfälle erwartet, ist er bisher nicht auf die Gleichstellungsforderungen der deutschen Wirtschaft eingegangen. Ziel dieser Studie ist es, die steuerlichen Auswirkungen einer Gewerbesteuerfreistellung für Forderungsverbriefungen sowie das resultierende Investitionsvolumen zu quantifizieren und derivative wirtschaftliche Effekte zu identifizieren. Um mit

dieser Studie eine fundierte Grundlage für politische Diskussionen zu schaffen, wurden sämtliche Annahmen und Schätzungen vorsichtig getroffen und als solche kenntlich gemacht.

In dieser Studie wird folgendermaßen vorgegangen: Nach einem Grundlagenteil über ABS-Transaktionen werden zunächst die rechtlichen Rahmenbedingungen nach ökonomischen Gesichtspunkten analysiert und dabei die Gewerbesteuerproblematik als einziges wesentliches Hindernis für Verbriefungen in Deutschland herausgearbeitet. Danach erfolgt eine Einbeziehung von ABS-Transaktionen in die Finanzierungs- und Investitionsentscheidungen von Unternehmen. Der Finanzierungs-Spread, als Differenz der Finanzierungskosten zwischen verbrieftungsbasierter Lösung und klassischem Bankkredit, wird dabei als für mittelständische Unternehmen zentrales Entscheidungskriterium für die Selektion der Finanzierungsform identifiziert. Zusätzlich werden die Determinanten für die Verwendung der durch die Verbriefung geschaffenen Liquidität diskutiert. Zu nennen sind in diesem Zusammenhang neben der Ausschüttung an die Anteilseigner auch die Rückführung von Dauerschulden (mit der Folge möglicher Gewerbesteuerausfälle) und die Anhebung des unternehmerischen Investitionsvolumens (mit der Folge eines erhöhten Steueraufkommens). In einem Exkurs wird die besondere Bedeutung von alternativen Finanzierungsformen wie Verbriefungen für den deutschen Mittelstand, als wichtigem Element der deutschen Volkswirtschaft, analysiert.

Um schließlich zu einer Abschätzung der steuerlichen Auswirkungen zu gelangen, wird zunächst eine Marktpotenzialschätzung, jeweils mit der und ohne die Annahme, dass die Gewerbesteuerbefreiung eintritt, vorgenommen. Factoring-Forderungen werden hier aufgrund ihres geringen Volumens und ihrer daher untergeordneten Bedeutung sowie vorliegenden Umfrageergebnissen, die den Rückschluss erlauben, dass keine steuerlichen Nachteile auftreten, nur am Rande betrachtet. Die Schätzung der Marktentwicklung basiert auf einer Analyse der aktuellen Marktlage in verschiedenen Umsatzklassen. Zur Quantifizierung der steuerlichen Auswirkungen wird die theoretischen Herleitung von drei Steuereffekten vorgenommen und daraus ein Schätzmodell entwickelt. In dieses werden die Ergebnisse aus der Schätzung der Marktentwicklung eingesetzt, um mehrere Szenarien der steuerlichen Auswirkungen auf der gewerbe- und körperschaftsteuerlichen Ebene zu berechnen. Zur abschließenden Beurteilung werden die summierten Steuereffekte dem entstehenden Investitionsvolumen gegenübergestellt.

Grundlage für die Studie sind zum einen durchgeführte Erhebungen im Leasing- und Factoring-Sektor. Zum anderen wurden Experteninterviews mit 24 Interviewpartnern (hochrangigen Verbriefungsspezialisten in deutschen Banken, Juristen, Steuerberatern, Wirtschaftsprüfern sowie freien Beratern), teilweise in mehreren Runden, durchgeführt. In diesen Interviews wurde ein Überblick über den Verbriefungsmarkt vermittelt sowie Hypothesen erarbeitet und die verwendeten Schätzmodelle in ihren Annahmen bestätigt. Als weitere Datenquellen wurde sowohl auf frei verfügbare Steuer- und Bilanzstatistiken der Deutschen Bundesbank und des Statistischen Bundesamts sowie speziell für diese Studie angefertigte Auswertungen der Deutschen Bundesbank, des Sparkassen- und Giroverbandes sowie der Rating-Agentur Moody's zurückgegriffen. Des Weiteren wurden Kontokorrentkreditdaten dahingehend ausgewertet, inwieweit Kontokorrentkredite bislang vor dem Hintergrund der steuerlichen Regelungen überhaupt als Dauerschulden zu werten sind.

## **2. Asset-Backed-Securities-Transaktionen**

Dieses Kapitel gibt einen Überblick über die Grundlagen und Strukturierungsformen von Asset Backed Securities. Darüber hinaus findet eine Abgrenzung zum Factoring sowie eine Erläuterung der Vor- und Nachteile von ABS statt. In diesem Abschnitt werden die wichtigsten Begrifflichkeiten erläutert, welche nachfolgend in dieser Studie verwendet werden.

### ***2.1 Grundlagen über Asset Backed Securities***

Im Rahmen einer Asset-Backed-Securities-Transaktion (ABS-Transaktion) wählt ein Unternehmen (Originator) nach festgesetzten Kriterien Forderungen aus seinem Bestand aus und verkauft diese an eine eigens hierfür gegründete Zweckgesellschaft (Special Purpose Vehicle, kurz SPV). Die Zweckgesellschaft refinanziert sich durch die Ausgabe von verzinslichen Wertpapieren. Das Forderungsportfolio („Asset“) dient hierbei als Sicherung („Backed“) für die Wertpapiere („Securities“). Der Forderungsverkäufer erhält vom SPV den Nennwert der Forderungen abzüglich der Abschläge für die Kosten der Transaktion und die Bildung von Reserven (Credit Enhancement), die verschiedenste Risiken abdecken. In dieser Studie werden unter Asset Backed Securities einerseits kurzfristige Asset Backed Commercial Papers als auch längerfristige Wertpapiere im Rahmen von Term Deals verstanden.

Ihren Ursprung haben ABS-Transaktionen in den USA. Dort wurden in den 70er Jahren erstmals Immobilienkredite verbrieft. In den letzten Jahren wurden die Verbriefungsstrukturen auf eine Vielzahl von Assets erweitert. Nahezu jede Forderungsart eignet sich für die Verbriefung (z.B. Kreditkarten-, Handels- sowie Leasingforderungen, aber auch z.B. Zahlungsströme aus Eintrittsgeldern). Der Verbriefungsmarkt in den USA ist heute im Vergleich zu Europa sehr weit entwickelt und bei Investoren und Unternehmen als Finanzierungsform fest etabliert. Dennoch hat der europäische Markt besonders in den letzten Jahren stark aufgeholt.<sup>2</sup>

ABS-Transaktionen sind eine spezielle, alternative Finanzierungsform. Bei den betroffenen Aktiva handelt es sich um nicht liquide Assets (Vermögensgegenstände), welche durch die Verbriefung zur Finanzierung nutzbar gemacht werden. In der Regel sind die Finanzierungskosten verglichen mit anderen Finanzierungsformen sehr wettbewerbsfähig. Dies beruht darauf, dass nicht, wie beim Bankkredit, das Rating des Originators die Kosten maßgeblich beein-

flusst, sondern die Bewertung des Forderungsportfolios und deren historische Ausfallwahrscheinlichkeit für die Qualität der Wertpapiere entscheidend ist. Diversifizierte Forderungsportfolien mit ähnlichen, möglichst geringvolumigen Forderungen von einer Vielzahl von Unternehmen sorgen für hohe Risikostreuung und dementsprechend geringe Verbriefungskosten.

Der Verkauf von Forderungen wird dem Schuldner in der Regel nicht mitgeteilt (stille Zession). Der Originator führt weiterhin in eigenem Namen, aber auf Rechnung des Forderungskäufers den Einzug der Forderung (Servicing) durch. Hierdurch soll ein Eingriff in die Geschäftsbeziehung zwischen Verkäufer und Schuldner vermieden werden. Die verkauften Forderungen werden bei der Transaktion markiert, so dass im Insolvenzfall eine Zuordnung möglich ist. Um Principal-Agency-Konflikte auszuschließen, sollte der mit dem Forderungsmanagement beauftragte Sachbearbeiter idealerweise nicht darüber informiert sein, welche Forderungen verkauft wurden. Somit käme allen Forderungen die gleiche Sorgfalt bei der Bearbeitung zugute.

## ***2.2 Voraussetzungen für Asset Backed Securities***

Ein Unternehmen, das seine Forderungen per ABS-Transaktion verbriefen möchte, muss zunächst gewisse Voraussetzungen erfüllen:

### **Forderungsbestand**

ABS-Transaktionen als Finanzierungsform rechnen sich erst ab einem verbriefungsfähigen Forderungsvolumen von ca. € 10 bis € 20 Mio. (vgl. Abschnitt 4.1.3). Einzelne Programme bieten jedoch bereits heute die Verbriefung von Forderungsbeständen bis zu einer Untergrenze von € 5 Mio. an. Transaktionen dieser Größenordnung sind jedoch zurzeit noch selten.

Nicht alle vorhandenen Forderungen können verbrieft werden. Je nach Land und Güte des Schuldners werden Forderungen z.B. aus ökonomisch oder politisch unsicheren Staaten, oder aus Regionen mit unzuverlässiger Zahlungsmoral, als Ineligible Receivables (nicht verbrieftbare Forderungen) ausgeschlossen. Die hierfür geltenden Kriterien werden im Rahmen der Strukturierung der ABS-Transaktion festgelegt. Ausgeschlossen werden z.B. überfällig Forderungen oder Forderungen, die zu einer Überschreitung von Konzentrationsgrenzen einzelner Schuldner führen würden. Daher sind laut Experteninterviews im Durchschnitt ca. € 12 Mio. bis € 24 Mio. Forderungsbestand erforderlich, um € 10 bis € 20 Mio. Forderungen (Eligible Recei-

vables) verbrieften zu können. Dies entspricht ungefähr einem Jahresumsatz von € 125 bis € 250 Mio. (vgl. Abschnitt 6.1, S. 49).

### **Ausfallhistorie**

Für Investoren, die in ABS-Papiere investieren wollen, stellt der Forderungsausfall das primäre Risiko dar. Dieses gilt es zu quantifizieren und durch Credit Enhancements (vgl. Abschnitt 2.3.2) gegen Null zu reduzieren. Die Unternehmen sollten daher Informationen über die Ausfallhäufigkeit ihrer Forderungen für die letzten drei Jahre liefern können. Die Rating-Agenturen definieren einen Ausfall standardmäßig als eine Forderung, die nach mehr als 120 Tagen nicht bezahlt wurde. Der Anteil dieser Forderungen am Forderungsbestand sowie die Schwankungen des Anteilswertes (Standardabweichung) gehen in die Berechnung von Reserven ein. Liegen diese Daten nicht vor, muss zunächst ein System zur zuverlässigen Dokumentation der Ausfälle für die Zukunft implementiert werden. Alternativ können auch Kreditversicherungen genutzt werden, um eine Verbriefung nicht um einige Jahre verschieben zu müssen. Diese erhöhen allerdings die Kosten der Transaktion.

### **Dilution-Historie**

Nachträglich vom Schuldner geforderte Kaufpreisminderungen aufgrund von Mängeln oder Skonti reduzieren den Wert einer Forderung. Ebenso wie der Ausfall einer Forderung reduziert dies die für die Bedienung der ABS-Papiere zur Verfügung stehenden Zahlungsströme und muss daher ausreichend gut abgeschätzt und durch Reserven abgesichert werden können.

### **Forderungsstatistik**

Neben Ausfall- und Dilution-Historie werden Daten über die Umschlaggeschwindigkeit und das durchschnittliche Alter der Forderungen benötigt. Pro-forma sollten idealerweise des Weiteren für die letzten drei Jahre aus den Forderungsbeständen die verbrieften (Eligible) und nicht verbrieften Forderungen (Ineligible Receivables) berechnet werden.

### **Software**

Da das Servicing beim Forderungsverkäufer verbleibt, müssen die verkauften Forderungen im IT-System des Forderungsverkäufers markiert werden, um eintreffende Zahlungsströme weiterleiten zu können. Auch sollte die verwendete Software die Auswahl der zu verkaufenden Forderungen unterstützen und nach festgelegten Kriterien Forderungen auswählen. Die Anbieter von Verbriefungsstrukturen sind auf diese Probleme vorbereitet und bieten den Unterneh-

men Unterstützung bei der Installation der erwähnten Softwarepakete und der Schulung der Mitarbeiter an. Beim erstmaligen Forderungsverkauf kann dies zu hohen und unerwarteten Kosten führen, wodurch der Vorteil im Vergleich zu alternativen Finanzierungsformen sinkt und sich eventuell erst in Folgetransaktionen bemerkbar macht.

### ***2.3 Strukturierungsformen einer typischen ABS-Transaktion***

ABS-Transaktionen können sehr individuell strukturiert und an die Anforderungen des Forderungsverkäufers (Originator) angepasst werden. Zunächst sollen in diesem Abschnitt Verbriefungen über Conduit- von Term Deal-Transaktionen abgegrenzt werden. Beide zählen zu der Kategorie der ABS-Transaktionen. Conduits können als Multi-Seller-Programme oder Single-Seller-Strukturen ausgestaltet sein. Beide Formen werden im Folgenden erläutert. Anhand der Beziehung zwischen Forderungsverkäufer und SPV werden abschließend Single-Purchaser- und Multi-Purchaser-Strukturen unterschieden.

#### **2.3.1 Conduit- vs. Term Deal-Verbriefung**

Die im Verbriefungsmarkt aktiven Banken unterhalten häufig eine so genannte Conduit-Gesellschaft. Diese Gesellschaft besteht dauerhaft und wird nicht für eine spezielle Verbriefung gegründet. Eine Conduit-Verbriefung verläuft zweistufig. Zunächst kauft eine speziell für diese Transaktion gegründete Zweckgesellschaft (SPV) die Forderungen vom Forderungsverkäufer (Originator). Die Conduit-Gesellschaft kauft anschließend diese Forderungen von der Ankaufsgesellschaft oder führt dieser Liquidität über einen mit den Forderungen besicherten Kredit zu.

Die Conduit-Gesellschaft refinanziert sich über die Ausgabe von kurzfristigen Commercial Papers (CP). Diese sind besichert durch die gekauften Forderungsportfolien und werden daher als „Asset Backed Commercial Papers“ (ABCP) bezeichnet. Durch eine rollende Ausgabe der kurzfristigen ABCPs können auch langfristige Assets wie Leasing- oder Kreditforderungen über ABCP-Programme verbrieft werden.

ABCP-Programme bieten den verbriefenden Unternehmen eine Reihe von Vorteilen. Zunächst steht bereits eine Verbriefungsstruktur mit Zugang zum CP-Markt bereit. Auch verfügt das Conduit über klare Anforderungen an die Qualität der Forderungen. Je nach Ausgestaltung

des Conduits muss daher nicht jede einzelne Transaktion gerated werden. Es genügt unter Umständen eine Bestätigung des Ratings des Conduits.

Jede Transaktion verfügt über eigene Credit Enhancements und Liquiditätslinien. Ein großer Vorteil der Conduit-Programme sind die vom Conduit über alle Ankäufe zusätzlich zur Verfügung gestellten Credit Enhancements, Währungssicherungsgeschäfte und Liquiditätslinien. Die vom Conduit-Sponsor bereitgestellten Liquiditätslinien fangen Liquiditätsengpässe aus zeitlich verschobenen Zahlungsein- und -ausgängen auf. Auch soll die Bedienung auslaufender CPs bei gestörten Marktverhältnissen gesichert sein, d.h. in Situationen, in denen die Ausgabe von neuen CPs nicht möglich ist. Liquiditätslinien decken in ihrer Reinform nicht die Risiken eines Forderungsausfalles. Diese werden über Credit Enhancements (Kreditversicherungen, Barreserven, u.ä.) abgesichert.<sup>3</sup>

ABCP-Transaktionen haben standardmäßig eine Laufzeit von fünf Jahren. Da die verbrieften Forderungen je nach Forderungsart kürzere Laufzeiten haben (z.B. Handelsforderungen in der Regel 90 Tage), werden die Transaktionen revolving aus gestaltet. Der Originator verkauft in diesem Fall regelmäßig (monatlich, wöchentlich,...) neu entstandene Forderungen an das SPV. Der Forderungsbestand des Originators ist eng mit seinem Umsatz verbunden. Die Finanzierung über ABCP-Programme hat den Vorteil, dass sie flexibel an den Umsatz anpassbar ist. Steigt der Umsatz, entstehen mehr Forderungen. Diese können verbrieft werden und dadurch die Umsatzsteigerung finanzieren. Das zu Beginn der Transaktion festgelegte Maximalvolumen dieser Verbriefung wird daher in der Regel etwas höher als der momentane Forderungsbestand gewählt.

Eine Verbriefung durch einen Term Deal unterscheidet sich in mehreren Punkten von einem Conduit-Programm. Zunächst greift das verbriefende Unternehmen nicht wie im Conduit auf bestehende Strukturen zurück. Sowohl die Ankaufs- als auf die Verbriefungsgesellschaft wird speziell für die Transaktion gegründet. Teilweise wird auf die Verbriefungsgesellschaft ganz verzichtet. In diesen Fällen emittiert die Ankaufsgesellschaft die Wertpapiere direkt. Es stehen keine programmweiten Credit Enhancements und Liquiditätslinien zur Verfügung.

In einer Term-Deal-Transaktion werden längerfristige Bonds ausgegeben. Im Gegensatz zu den Conduit-Programmen, die durch die kurzfristigen ABCPs sehr flexibel auf Bestandsänderungen reagieren können, ist das Finanzierungsvolumen in einem Term Deal festgeschrieben.

Durch die individuelle, kostenintensivere Strukturierung von Term Deals sind diese erst ab einem Mindestvolumen von ca. € 100 Mio. bis € 300 Mio. ökonomisch sinnvoll.

### **2.3.2 Credit Enhancement**

So genannte Credit Enhancements dienen dazu, die Bonität des Forderungsportfolio zu steigern, um ein gewünschtes Rating zu erreichen. Die Bewertung der gewählten Credit Enhancements ist eine der Hauptaufgaben der Rating-Agenturen im Rating-Prozess. Credit Enhancements umfassen interne Maßnahmen wie Reservenbildung und Tranchierung sowie externe Maßnahmen wie z.B. Kreditversicherungen. Intern bedeutet in diesem Zusammenhang, dass das Credit Enhancement durch die Transaktionsstrukturierung selbst entsteht, externe Maßnahmen werden zusätzlich hinzugenommen. Die einzelnen Maßnahmen sollen in der Folge kurz dargestellt werden:

*Reserven* werden zur Absicherung gegen verschiedene Risiken gebildet. Sie entstehen entweder durch anfängliche, vom Forderungsverkäufer angelegte Barreserven oder durch Überbesicherung (Overcollateralization) des verbrieften Portfolios. Dies bedeutet, dass die verkauften Forderungen in ihrer Höhe das dem Forderungsverkäufer zufließende Finanzierungsvolumen überschreiten. Risiken die durch Reserven besichert werden sind u.a.: steuerliche Risiken z.B. für eine mögliche Gewerbesteuerpflicht des SPV, Verwässerungsrisiken durch Boni und Skonti des Originators gegenüber den Schuldern, Unsicherheiten in der Einschätzung des Ausfallrisikos.

Eine *Tranchierung*, d.h. die Einteilung des Transaktionsvolumens in mehrerer Gruppen unterschiedlichen Ranges (Waterfall), dient zwei Zwecken: Zum einen wird durch das First Loss Piece, welches im Rang ganz unten steht und vom Originator gehalten wird sichergestellt, dass keine Anreizprobleme hinsichtlich der Eintreibung der Forderungen bestehen. Zum anderen kann durch die Bemessung weiterer Tranchen das Rating der übergeordneten Tranchen beeinflusst werden. Die Tranchierung wird nur in Term-Deal-Transaktionen angewendet.

*Kreditversicherungen* werden hauptsächlich gegen Klumpenrisiken im Forderungsportfolio abgeschlossen, da diese eine Verbriefung verhindern könnten. Auch können über das First Loss Piece hinausgehende Ausfallrisiken über Kreditversicherungen abgefangen und das Rating der Forderungspools weiter erhöht werden. Weitere externe Maßnahmen sind Garantien Dritter sowie die Verpfändung liquider Sicherheiten.

### **2.3.3 Single-Seller- vs. Multi-Seller-Strukturen**

Die Mehrheit der Conduit-Programme ist als Multi-Seller-Verbriefung strukturiert. Das Conduit kauft Forderungen verschiedener Originatoren an und verbrieft diese am Kapitalmarkt. In der Regel werden alle angekauften Forderungen in ein Portfolio eingebracht und unterliegen in der Gesamtheit allen emittierten Papieren. Der Investor kauft Wertpapiere, die nicht mit den Forderungen eines einzelnen Originators, sondern mit dem gesamten Forderungsportfolio des Conduits besichert sind. Dies führt zu weiteren Diversifikationseffekten und steigert das Rating des Conduits und damit der ausgegebenen CPs. Andere Conduits hingegen emittieren verschiedene Serien von CPs und unterlegen die einzelnen Serien explizit mit einem speziellen, aus einer Transaktion stammenden Forderungsportfolio (serialized ABCPs).<sup>4</sup>

Reine Single-Seller-Strukturen sind selten. Sie verbrieften Forderungen von großen Unternehmen, die ihr eigenes Conduit allein zum Zwecke der Verbriefung eigener Forderungen unterhalten. Reine Single-Seller-ABCP-Programme unterscheiden sich daher von Term-Deal-Transaktionen hauptsächlich durch die Art der emittierten Wertpapiere (kurzfristige ABCP vs. langfristige Bonds) sowie der zur Steigerung des Ratings verwendeten Credit Enhancements.

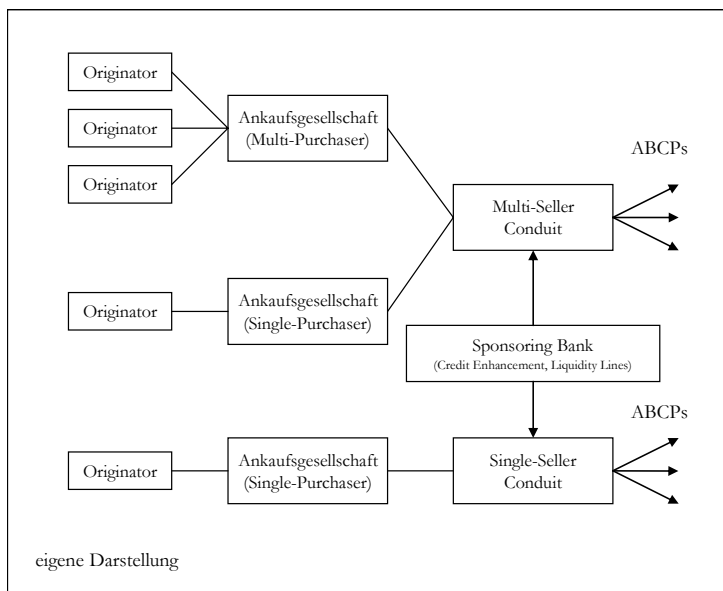
### **2.3.4 Single-Purchaser- vs. Multi-Purchaser-Strukturen**

Von einer Single-Purchaser Struktur spricht man, wenn die Ankaufsgesellschaft mit dem Zweck gegründet wurde, Forderungen von einer einzigen Gesellschaft anzukaufen. Multi-Purchaser-Strukturen zeichnen sich entsprechend dadurch aus, dass sie Forderungen mehrerer Gesellschaften ankaufen und poolen.<sup>5</sup>

Multi-Purchaser-Gesellschaften besitzen einen Kostenvorteil gegenüber Single-Purchaser-Strukturen. Auf Ebene der Zweckgesellschaft werden zwar die Forderungsportfolien der einzelnen Originatoren streng getrennt verwaltet, allerdings ist nicht ganz auszuschließen, dass im Falle eines Ausfalls von Forderungen über das Credit Enhancement hinaus, auf die Reserven eines anderen Forderungspools zurückgegriffen werden muss.

Aus Investorensicht ist die Unterscheidung zwischen Single- und Multi-Purchaser-Struktur nebensächlich, da, wie erwähnt, die meisten Conduits als Multi-Seller-Conduit die Forderungen

auf Conduit-Ebene poolen und ein Portfolio bilden. In dieses Portfolio können sowohl Forderungen aus Single- als auch Multi-Purchaser-Zweckgesellschaften eingehen (Vgl. Abbildung 1)



**Abbildung 1: Conduit-Strukturierungen**

## 2.4 *Asset Backed Securities vs. Factoring*

Als Factoring bezeichnet man den laufenden Verkauf der Forderungen eines Unternehmens an eine Factoring-Gesellschaft (Factor). Dem Unternehmen fließt hierdurch bereits vor Begleichung der Forderung durch den Schuldner Liquidität zu. In dieser Eigenschaft ähnelt das Factoring einer ABS-Transaktion. Die Unterschiede zwischen Factoring und ABS sind jedoch bedeutsam:

Im Rahmen des Factorings wird dem Unternehmen aktive Unterstützung im Forderungsmanagement gegeben. Der Forderungskäufer (Factor) bringt seine Erfahrungen im Einzug von Forderungen ein und kauft diese nicht nur an, sondern übernimmt häufig auch das Servicing vom Forderungsverkäufer. Der Forderungsverkäufer informiert seinen Schuldner über den Verkauf der Forderungen an den Factor. Diese leisten hierauf direkt an den Factor.

Factoring rentiert sich für Unternehmen mit einem Umsatz von über € 2 Mio. pro Jahr, in Ausnahmefällen auch über € 1 Mio. Umsatz. Bei geringeren Volumina überwiegen die Kosten

des Factorings seinen Nutzen. Durch die angebotenen Dienstleistungen beim Factoring (Servicing) ist dieses im Durchschnitt teurer als eine ABS-Transaktion. Die Kosten liegen zwischen 1% und 2% über vergleichbaren Kontokorrentzinsen, während eine ABS-Transaktion in der Regel günstiger als ein Bankkredit ist.

Factoring kann daher im Gegensatz zu Term Deals und ABCP-Transaktionen mit vergleichbar geringen Forderungsbeständen durchgeführt werden.

Abbildung 2 zeigt die verschiedenen Möglichkeiten Forderungen zu verkaufen. Neben dem Factoring können Asset Backed Securities in Form von kurzfristigen ABCPs oder längerfristigen Term Deals verwendet werden.

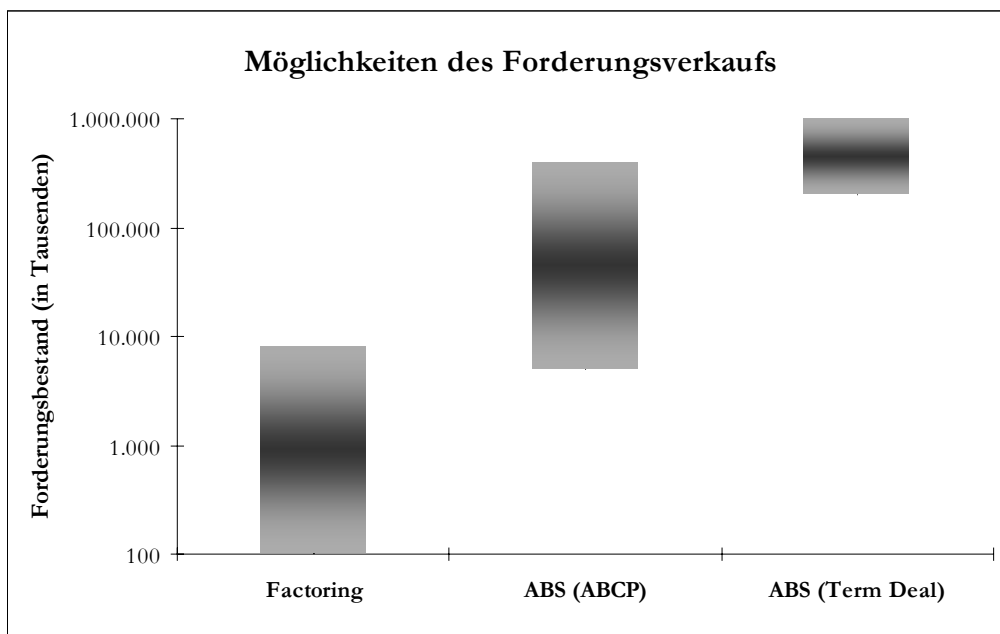


Abbildung 2: Einsatzbereiche von Factoring, ABCP und Term Deals

## ***2.5 Vor- und Nachteile von Asset Backed Securities***

Da es sich bei Asset Backed Securities um strukturierte Finanzprodukte handelt, ist eine pauschalisierte Bewertung von ABS-Transaktionen nicht möglich. Vielmehr hängen die Vor- und Nachteile von der Ausgestaltung der Transaktionen und von den jeweiligen Bedürfnissen und Charakteristika der Unternehmen ab. Die im Folgenden aufgeführten Vor- und Nachteile stellen die in den Experteninterviews angesprochenen Hauptproblembereiche sowie Vorteile von Verbriefungsprogrammen dar.

### **Vorteile**

- True Sale: Kann bei einer Verbriefung ein True Sale realisiert werden, so kann dies eine Entlastung der Bilanz des verbriefenden Unternehmens ermöglichen, wenn die gewonnene Liquidität zur Rückführung von Verbindlichkeiten genutzt wird. Die Eigenkapitalquote verbessert sich. Dies kann sich positiv auf das Unternehmensrating auswirken (vgl. Abschnitt 3.3).
- Liquiditätszufuhr: ABS-Transaktionen werden normalerweise zur Steigerung der Liquidität initialisiert. Mit ihnen kann vorher nicht liquides Kapital wieder dem Wirtschaftskreislauf des Unternehmens zugeführt werden. So können die frei gewordenen Mittel beispielsweise zu Bezahlung von vorher nicht ausgeschöpften Skonti genutzt und damit Preisabschläge realisiert werden.
- Kapitalmarktzugang: Durch die Multi-Seller-Strukturen einer ABCP-Transaktion können kritische Größen für eine Kapitalmarkttransaktion erreicht werden. So erlangen Unternehmen ohne geeignete Volumina für die Emission eigener Anleihen oder Commercial Paper mit diesem Finanzierungsinstrument Zugang zum Kapitalmarkt.
- Verbesserte Finanzierungsbedingungen: Insbesondere bei Unternehmen mit einem schlechteren Rating besteht die Möglichkeit der Verbesserung der Refinanzierungskosten. Sofern die Assets klar vom Unternehmen zu trennen sind, können diese zu wesentlich besseren Konditionen am Kapitalmarkt platziert werden, als wenn sich das Unternehmen z.B. über Bonds refinanzieren würde.
- Diversifizierung der Finanzierungsquellen: Die Abhängigkeit vom klassischen Bankkredit kann durch die Einführung von Verbriefungstransaktionen reduziert werden. Auch mag die Reaktivierung nicht liquider Assets eine Eigenkapitalaufnahme über fremde Investoren

vermeiden. Dadurch bliebe die Eigentümerstruktur unangetastet und würde den Alteigentümern die Selbstbestimmung sichern.

- Verbesserung interner Prozesse: Die Einführung von Verbriefungsprogrammen kann eine Verbesserung der operativen Prozesse mit sich bringen. Beispiele sind die verbesserte IT-Infrastruktur und Verbesserungen im Forderungsmanagement, da nur bei sehr gutem Forderungsmanagement günstige Forderungsverbriefungen möglich sind. Gerade kleinere Unternehmen verzeichnen hier häufig signifikante Effizienzsteigerungen im Vorfeld der Durchführung von Verbriefungsprogrammen. Aufgrund der höheren Anforderungen an Effizienz und Buchhaltung gibt die Teilnahme an einer Verbriefungstransaktion nach außen ein positives Signal. Dies kann wiederum zu besseren Finanzierungsbedingungen anderer Finanzierungsmittel führen.

## **Nachteile**

- Volumina und Kosten: Im Gegensatz zum Bankkredit ist bei Verbriefungstransaktionen ein gewisser Forderungsbestand (Mindestvolumen) erforderlich, um die Transaktion zu ökonomischen Preisen durchführen zu können. Das Mindestvolumen hat sich in den letzten Jahren durch Kostensenkungen gerade für Handelsforderungen stark reduziert, so dass mittlerweile Conduits auf dem Markt sind, welche bereits Volumina ab € 5 Mio. verbrieften.
- Kostenstruktur: Die undurchsichtige Kostenstruktur der ABS-Verbriefungen verhindert eine schnelle Information über die Chancen einer Verbriefung. Vielen Unternehmen ist diese Finanzierungsquelle daher noch unbekannt.
- Aufwand einer Transaktion: Gerade im Rahmen einer erstmaligen Verbriefung müssen in der Regel hohe Ressourcen mobilisiert werden. Diese betrifft nicht nur die Aufmerksamkeit des Managements und der Finanzierungsabteilung, sondern auch von Buchhaltung und IT.
- Historie: Üblicherweise brauchen Unternehmen einen gewissen Track Record, um eine Verbriefung durchführen zu können. Daher muss eine adäquate Datenqualität und Datenhistorie vorhanden sein. Diese müssen teilweise erst noch durch die Einführung teurer IT-Systeme hergestellt werden.

- Langfristige Bindung: Mit einem ABS-Programm legt ein Unternehmen typischerweise längerfristig seine Finanzierungsstrategie fest. Hohe Up-Front Fees führen erst bei längeren Laufzeiten (in der Regel fünf Jahre) zu rentablen Finanzierungskosten.

### **3. Rechtliche Hindernisse der Verbriefung von Unternehmens-, Factoring- und Leasing-Forderungen in Deutschland**

In diesem Kapitel werden die rechtlichen Rahmenbedingungen für Verbriefungen in Deutschland mit dem Ziel analysiert, Hindernisse für die Entwicklung des Verbriefungsmarktes zu identifizieren. Hier ergeben sich wesentliche Problemfelder, die in der Folge hinsichtlich ihrer Auswirkungen auf den deutschen Verbriefungsmarkt beurteilt werden:

Es bestehen erstens wesentliche Unsicherheiten hinsichtlich der insolvenzfesten Strukturierung, zweitens der bilanziellen Auswirkungen sowie drittens der steuerrechtlichen Behandlung der Verbriefungstransaktion.

Als Schlussfolgerung ergibt sich, dass zwar jedwede rechtliche und steuerliche Unsicherheit zu einer ökonomischen Verteuerung einer Verbriefung führt, die gewerbesteuerliche Belastung der Transaktion jedoch das wesentliche rechtliche Hindernis für Verbriefungen in Deutschland bildet. Dieses Kapitel dient damit als Grundlage für die Forderung dieser Studie, die an der Verbriefung beteiligten Zweckgesellschaften von der Hinzurechnung ihrer Dauerschuldzinsen im Rahmen der Bemessung ihrer Gewerbesteuerschuld auszunehmen.

#### ***3.1 Vorbemerkungen***

In Deutschland gibt es, im Gegensatz zu manchen anderen europäischen Staaten, wie z.B. Luxemburg und Italien, keine Rahmengesetzgebung für Verbriefungstransaktionen. Folglich müssen zur Strukturierung der Transaktionen bereits bestehende Rechtskonstrukte genutzt werden. Mit diesen Konstrukten können Verbriefungen entweder synthetisch oder als ein True Sale, demnach einem echten Verkauf, ausgestaltet werden. Während in einer synthetischen Verbriefung nur die wirtschaftlichen Risiken weitergegeben werden, beinhaltet der True Sale zusätzlich einen Eigentumsübergang.

Die vor allem von Banken genutzte synthetische Verbriefung macht zwar die Mehrheit der ABS-Transaktionen aus, für Unternehmensforderungen kommen sie hingegen nur selten infrage. Dies liegt darin begründet, dass Unternehmen in erster Linie an der mit dem Verkauf verbundenen Liquiditätszufuhr und nicht an einer Risikoabgabe interessiert sind. Für die Verbriefung von Unternehmensforderungen ist deshalb der True Sale die geeignetere Ausgestaltung.

Die zentrale Anforderung an einen True Sale ist der rechtswirksame und endgültige Forderungsübergang. Zu dessen Sicherstellung ist eine juristische Prüfung zahlreicher zivilrechtlicher oder sonstiger Gründe, die ihm entgegenstehen könnten, nötig. Diese kann jedoch mit angemessenem Aufwand als Gesamtprüfung in Verbindung mit Abschlägen für Zweifelsfälle erledigt werden. Ein True Sale ist demnach nach deutschem Recht strukturierbar. Wegen in Deutschland steuerlich induzierten, von Marktteilnehmern als prohibitiv eingeschätzten Kosten, finden True Sale-Verbriefungen von Unternehmensforderungen derzeit fast nur im Ausland statt.

Der rechtswirksame und endgültige Forderungsübergang ist Voraussetzung für die im nächsten Abschnitt betrachtete Insolvenzfestigkeit der Transaktion.

### ***3.2 Insolvenzrechtliche Problembereiche***

Insolvenzrechtlich existieren zwei kritische Punkte in einer ABS-Transaktion. Zum einen muss verhindert werden, dass das SPV selbst in die Insolvenz geht, zum anderen muss sichergestellt werden, dass eine Insolvenz des Originators keine direkten oder indirekten negativen Folgen für die ABS-Transaktion hat, die Transaktion dementsprechend insolvenzfest ist.

Ersteres kann durch so genannte No-Petition- und Limited-Recourse-Klauseln und die Bereitstellung einer Liquiditätslinie durch eine Bank ausgeschlossen werden. Diese Klauseln sind dem angelsächsischen Rechtskreis entliehen, aber auch nach deutschem Recht anwendbar. Durch eine No-Petition-Klausel verzichtet die Bank, welche die Liquiditätslinie bereitstellt, für eine gewisse Zeit darauf, für das Conduit einen Insolvenzantrag zu stellen. Durch eine Limited-Recourse-Klausel stimmen alle Teilnehmer der Transaktion zusätzlich einer eingeschränkten Regressmöglichkeit gegenüber dem SPV zu. Der Anreiz der Liquiditätsbank, das SPV in die Insolvenz zu entlassen, wird dadurch reduziert. Die Liquiditätslinie selbst dient dazu, im Falle von Verzögerungen bei der Eintreibung der Forderungen, die Zahlungsverpflichtungen des SPV an die Investoren erfüllen zu können und damit eine daraus resultierende Zahlungsunfähigkeit zu vermeiden. Eine Insolvenz des SPV kann also mit hinreichender Sicherheit mit den Strukturierungsmöglichkeiten, die das deutsche Rechtssystem bietet, verhindert werden.

Die als zweiter kritischer Punkt genannte Insolvenzfestigkeit der Transaktion bedeutet, dass eine Aussonderung der verbrieften Forderungen aus der Insolvenzmasse der Originators nach

§ 47 Insolvenz-Ordnung (InsO) sichergestellt werden muss. In der Regel ist eine solche Aussonderung aus der Insolvenzmasse erreichbar und eine Anfechtbarkeit nur in Sonderfällen möglich, z.B. bei Überschuldung zum Zeitpunkt der Abtretung, welche jedoch durch eine eingehende Prüfung des Originators ausgeschlossen werden kann. Eine Aussonderung der Forderungen aus der Insolvenzmasse nach § 49ff InsO indes würde nicht genügen, da der Insolvenzverwalter nach der Insolvenz-Ordnung in diesem Fall einen Gebührenabzug von bis zu 9% des Forderungsvolumens geltend machen könnte. Dieses Risiko würde die Transaktion unnötig verteuern, da es durch einen weiteren Kaufpreisabschlag oder eine Reserve gedeckt werden müsste.

In Experteninterviews wurde einheitlich die Auffassung vertreten, dass Verbriefungen in der Regel so strukturierbar sind, dass eine Aussonderung erreicht werden kann, die Verbriefung also insolvenzfest ist. In der Folge soll trotzdem auf drei Detailprobleme und deren Lösung eingegangen werden, die hinsichtlich einer insolvenzfesten Verbriefung zu beachten sind. Diese sind zum einen das Servicing in Verbindung mit einer verdeckten Abtretung, zum anderen Rechte des Insolvenzverwalters aus beidseitig nicht vollständig erfüllten Verträgen sowie die insolvenzfeste Abtretbarkeit zukünftiger Forderungen:

Das Servicing, das Verwalten und Eintreiben der Forderungen, welches in der Regel beim Originator verbleibt, führt in Verbindung mit dem Insolvenzrecht und dem Bundesdatenschutzgesetz (BDSG) zu einem weiteren Problembereich:

Bei der Auswahl der Forderungen ist darauf zu achten, dass der Datenschutz bei der Weitergabe von Kundendaten, sofern es sich um natürliche Personen handelt, nicht verletzt wird, die Forderungen jedoch im Insolvenzfall eindeutig bestimmbar sind. Eine zufällige Auswahl der Forderungen mit Verwahrung des Schlüssels zu den Kundendaten bei einem Datentreuhänder ist dafür eine in der Praxis genutzte Lösung. Nach erfolgtem Verkauf müssen die Forderungen zudem in den Systemen des Originators eindeutig gekennzeichnet werden.<sup>6</sup>

Entscheidend ist, dass im Fall einer Insolvenz des Originators das SPV auf die Kundendaten zugreifen kann, um das Servicing selbst durchzuführen. Durch ein Blanko-Offenlegungsschreiben des Originators und Verwahrung der Kundendaten durch einen Treuhänder kann der Zugriff sichergestellt werden. Im Fall der Insolvenz können so die Schuldner aufgefordert werden, direkt an das SPV zu leisten. Dieses Vorgehen ist datenschutzrechtlich statthaft. Da jedoch dieser Vorgang eine gewisse Zeit in Anspruch nimmt, ist in der Regel dennoch

mindestens eine Zahlungsrate der Schuldner gefährdet, in die Insolvenzmasse einzufließen, insbesondere wenn die Zahlungseingänge aus verbrieften Forderungen nicht von anderen unterschieden werden können. Solche Unterscheidbarkeitsrisiken können durch Einrichtung und Verpfändung eines bestimmten Einzahlungskontos vermieden werden.

Problematisch am Servicing durch den Originator ist des Weiteren, dass, sofern der Schuldner nicht über die Forderungsabtretung informiert ist (stille Zession), Aufrechnungsrisiken im Falle der Insolvenz bestehen können, wenn ebenfalls Verbindlichkeiten des Originator gegenüber dem Schuldner bestehen. Solche Risiken können durch Verzichtserklärungen bei Vertragsabschluss vermieden werden. Die nachträgliche Einholung einer solchen Erklärung ist jedoch problematisch. Die Rating-Agenturen fordern folglich eine Beurteilung und Einpreisung der Aufrechnungsrisiken.

Ein weiteres, untergeordnetes insolvenzrechtliches Problem stellen Rechte des Insolvenzverwalters aus beidseitig nicht vollständig erfüllten Verträgen (§ 103 InsO) dar, da der Insolvenzverwalter zwischen dem Erlöschen der Forderungen und der Entstehung einer neuen Forderung durch Erfüllung wählen kann. In der Praxis wird dieses Problem dadurch umgangen, dass nur solche Forderungen verkauft werden, für welche die Gegenleistung des Originators an seine Kunden bereits vollständig erbracht ist.

### ***3.3 Buchhalterischer Problembereich: Bilanzabgang***

Der Bilanzabgang der verbrieften Forderungen stellt, wie in den folgenden Abschnitten noch eingehender erläutert wird, eine wichtige Motivation des Originators für eine Verbriefung dar. Die Zulässigkeit eines Bilanzabganges ist im Rahmen der für den Originator maßgeblichen Rechnungslegungsstandards zu prüfen. Diese Standards sollten dabei idealerweise sowohl klar definierte Kriterien für Regelfälle als auch genügend Flexibilität für die Behandlung von Spezialfällen bieten.<sup>7</sup>

#### **Bilanzierung nach HGB**

Notwendige Voraussetzung für einen Bilanzabgang nach HGB ist die zivilrechtlich wirksame und endgültige Veräußerung der Forderungen an das SPV. Als hinreichende Bedingung für den Forderungsabgang verlangt der Hauptfachausschuss des IDW in einer Stellungnahme zu-

sätzlich den Übergang der Bonitätsrisiken, also den Übergang des wirtschaftlichen Eigentums, auf das SPV.<sup>8</sup>

Ob das wirtschaftliche Eigentum letztendlich übergeht, hängt davon ab, ob die wesentlichen Chancen und Risiken aus den Forderungen an das SPV übergehen. Konkret wird dies daran festgemacht, ob ein Kaufpreisabschlag fix oder variabel ist. Ein fixer Abschlag lässt das Risiko definitiv auf das SPV übergehen und ermöglicht damit den Bilanzabgang.

Im Falle eines variablen Kaufpreisabschlages ist ein Bilanzabgang nur möglich, sofern dieser angemessen ist. In der Prüfung der Angemessenheit sind nicht nur offene Abschläge wie Reservekonten, sondern auch verdeckte Abschläge, wie beispielsweise Put-Optionen des SPV oder nicht marktgerechte Servicing Fees, zu berücksichtigen. Ein angemessener (offener und verdeckter) Abschlag führt zu einem Bilanzabgang, ein nicht angemessener Abschlag hingegen belässt das wesentliche Risiko beim Originator und verhindert damit einen Bilanzabgang nach HGB.<sup>9</sup> In der Beurteilung der Angemessenheit von variablen Abschlägen liegt jedoch das Hauptproblem in der Praxis.<sup>10</sup> Der Begriff Angemessenheit oder Marktüblichkeit genügt zwar auf der einen Seite aufgrund seiner Unbestimmtheit dem oben genannten Flexibilitätskriterium, eine ausreichende Klarheit für Regelfälle entsteht jedoch erst mit einer hinreichenden Transaktionsanzahl.

Neben einem unangemessenen Abschlag könnte ein Bilanzabgang außerdem durch eine Konsolidierungsverpflichtung des Originators und des SPVs verhindert werden. Von einer Konsolidierungsverpflichtung ist nach HGB jedoch nur dann auszugehen, wenn eine einheitliche Leitung gegeben ist bzw. wenn das Kontroll-Konzept greift. Eine Kontrolle wird bei Stimmrechtsmehrheit oder anderweitiger Beherrschung des SPV durch den Originator angenommen. Diese Anknüpfungspunkte können, z.B. durch Nutzung der vorhandenen Verbriefungsplattform der TSI, umgangen werden.

Da es insgesamt über die Strukturierung des Kaufpreisabschlages und die Nutzung der vorhandenen Verbriefungsplattformen den Transaktionsparteien möglich ist, die Bilanzbefreiung mit hinreichender Sicherheit zu erreichen, stellt die HGB-Bilanzierung kein Hindernis für eine weitere Entwicklung des Verbriefungsmarktes in Deutschland dar.

## **Bilanzierung nach IAS**

Obwohl im Grundgedanken ähnlich dem HGB, sieht der Prüfungsvorgang nach IAS wesentlich komplizierter aus. Für die Zulässigkeit des Bilanzabganges stellt IAS darauf ab, welche Partei im Wesentlichen den Chancen und Risiken des Geschäfts ausgesetzt ist. Bei der Beurteilung des Übergangs der wesentlichen Chancen und Risiken sind sämtliche Risiken gleichrangig zu berücksichtigen, was bedeutet, dass die verschiedenen Risiken (Ausfallrisiko, Zinsänderungsrisiko, Risiken des Zahlungsverhaltens, etc.) in einer einheitlichen Skalierung betrachtet werden müssen. Zusätzlich darf für einen Bilanzabgang keine Verfügungsmacht über die Forderungen beim Originator zurückbleiben.<sup>11</sup>

In den mit Experten durchgeführten Interviews wurde die Ansicht vertreten, dass nach IAS i.d.R. die wesentlichen wirtschaftlichen Chancen und Risiken dem Verkäufer zugerechnet werden. Der Bilanzabgang nach IAS wird deshalb für Unternehmensforderungen als unwahrscheinlich und zusätzlich im hohen Maße abhängig von der Entscheidung des Wirtschaftsprüfers beurteilt.

Für eine im Kapitel 6 folgende Einschätzung der relativen Entwicklung des deutschen Verbriefungsmarktes im Vergleich zu anderen Ländern ist der Bilanzabgang nach IAS nur von untergeordneter Bedeutung, da IAS länderübergreifend Anwendung findet. Der Bilanzabgang nach IAS stellt kein für Deutschland spezifisches Hindernis der Verbriefung dar und wird deshalb im Rahmen dieser Studie nicht weiter betrachtet.

### ***3.4 Steuerrechtliche Problembereiche und deren Auswirkungen auf den Verbriefungsmarkt***

Wie die Boston Consulting Group bereits in ihrem Gutachten über den Verbriefungsmarkt von Kreditforderungen feststellte, zeichnet sich eine wettbewerbsfähige steuerliche Behandlung von Verbriefungen dadurch aus, „dass die steuerliche Belastung der Transaktion zu jedem Zeitpunkt eindeutig und ohne verbleibende Steuerrisiken feststellbar ist.“<sup>12</sup> Des Weiteren darf die Ansiedlung der Zweckgesellschaft im Inland nicht steuerlich gegenüber der Ansiedlung im Ausland benachteiligt werden.

Beide Voraussetzungen sind in Deutschland in Bezug auf die Verbriefung von Handels-, Leasing- und Factoringforderungen zurzeit nicht gegeben. Im Folgenden werden einzelne Problembereiche im Bereich der Umsatz- und Gewerbesteuer identifiziert und analysiert.

### **3.4.1 Umsatzsteuerliche Problembereiche**

Offene Fragestellungen in Bezug auf die Auslegung einzelner Vorschriften des Umsatzsteuerrechts für ABS-Transaktionen wurden in den letzten zwei Jahren durch mehrere Schreiben des Bundesministeriums für Finanzen (BMF) weitgehend mit positiv beantwortet. Unsicherheit besteht noch in der Auslegung des § 13c UStG auf die im Abschlag des Forderungsverkaufs enthaltene Umsatzsteuer. Eine Klarstellung, dass § 13c UStG keine Anwendung findet, ist wünschenswert.

#### **Haftung des Forderungskäufers, § 13 c UstG**

Der Gesetzgeber nahm am 15.12.2003 durch Art. 5 Nr. 14 des Zweiten Gesetzes zur Änderung steuerlicher Vorschriften (Steueränderungsgesetz 2003 – StÄndG 2003) den Paragraphen 13c (Haftung bei Abtretung, Verpfändung oder Pfändung von Forderungen) neu in das Umsatzsteuergesetz auf.

§ 13c UstG findet u.a. Anwendung, wenn ein leistender Unternehmer eine Forderung an einen anderen Unternehmer abtritt (verkauft) und die in der Forderung enthaltene Umsatzsteuer bei Fälligkeit nicht oder nicht vollständig entrichtet. In diesem Fall haftet der Forderungskäufer für die Steuerschuld des Forderungsverkäufers.

Die Einführung dieser Regelung löste bei den an ABS-Transaktionen beteiligten Parteien Verunsicherung aus. Nach dem reinen Wortlaut des Gesetzes könnte der Haftungstatbestand für ABS-Transaktionen relevant sein. Die SPVs müssten zur Absicherung der Haftung Reservekonten in Höhe der in den aufgekauften Forderungen enthaltenen Umsatzsteuer bilden. Dies würde die Transaktionen verteuern.

Bereits direkt nach Verabschiedung des StÄndG verlautete jedoch aus dem BMF, dass ABS-Gesellschaften von der Haftung aus § 13c UstG nicht betroffen seien. Diese Aussage wurde durch ein BMF-Schreiben vom 24.5.2004 bestätigt.<sup>13</sup> In Abschnitt 2.5. (Tz. 20) werden Forderungsverkäufe, in denen der leistende Unternehmer für die Abtretung der Forderung eine Ge-

genleistung in Geld vereinnahmt, in Verbindung mit Tz. 18 des selbigen Schreibens, von der Haftung ausgenommen. Als Voraussetzung muss erfüllt sein, dass der Geldbetrag in den Verfügungsbereich des Forderungsverkäufers gelangt.

Das BMF-Schreiben benennt in diesem Abschnitt hierbei wörtlich entsprechend gestaltete ABS-Transaktionen als Beispiel für die Nichtanwendbarkeit der Haftungsregelung nach § 13c UstG. Es könnte angenommen werden, dass hierdurch alle Unsicherheiten ausgeräumt wären.

Dennoch bestehen auch nach der Veröffentlichung des BMF-Schreibens Unsicherheiten über die Haftung der Zweckgesellschaft für die Umsatzsteuerschuld des Forderungsverkäufers. Zum einen ist dies auf Tz. 23 des Schreibens, zum anderen auf die im Rahmen einer ABS-Transaktion eingehaltenen Abschläge zurückzuführen.

Tz. 23 betrifft Transaktionen, in denen der Forderungskäufer seinerseits die Forderungen an Dritte abtritt. In diesem Fall würde die Haftungsregelungen nach § 13c UstG gelten. In allen ABS-Transaktionen, die Forderungen verbriefen, trifft dies regelmäßig zu, da per Definition die emittierten Papiere mit den angekauften Forderungen besichert sind. Die Rating-Agentur Standard & Poor's schätzt das Risiko einer Haftung der Zweckgesellschaft nach Tz. 23 dennoch als äußerst gering ein, da Tz. 23 ansonsten die in Tz. 20 veröffentlichte Regel für die explizit genannten ABS-Transaktionen komplett aushebeln würde. Diese Argumentation erscheint sehr schlüssig.<sup>14</sup>

Im Rahmen einer ABS-Transaktion erhält der Forderungsverkäufer in der Regel zum Zeitpunkt des Verkaufs nicht den Nennwert der verkauften Forderung, sondern nur einen um Abschläge reduzierten Anteil. Die Abschläge dienen dem Credit Enhancement und werden u.a. den Dilution- und Default-Reserven zugeführt. Je nach Strukturierung werden die Refinanzierungskosten der Zweckgesellschaft ebenfalls aus den Abschlägen gedeckt. Es geht beim Forderungsverkauf als Gegenleistung also nicht der gesamte Nennwert der Forderung in den Verfügungsbereich des Forderungsverkäufers über. Dies führt dazu, dass die Rating-Agenturen das Risiko sehen, dass die Zweckgesellschaften für die im Abschlag enthaltene Umsatzsteuer haften könnten. Sie fordern daher eine Reserve zur Deckung des möglichen Haftungsbetrages. Standardmäßig werden Handelsforderungen in revolvingender Form verbrieft. Dies wirft die Frage auf, ob die Haftung der Zweckgesellschaft für die in den Abschlägen enthaltene Umsatz-

steuer mit jedem weiteren Forderungsverkauf ansteigt. Zunächst ist dies klar zu bejahen. Standard & Poor's nennt jedoch zwei Maßnahmen die dies verhindern können.<sup>15</sup> Zum einen kann für bereits eingetriebene Forderungen das Credit Enhancement aufgelöst und an den Forderungsverkäufer zurückgeführt werden. Dies reduziert die Haftung um die im zurückgeführten Teil des Abschlags enthaltene Umsatzsteuer. Wird der Abschlag jedoch auch zur Deckung der Refinanzierungs- und Verwaltungskosten verwendet, so verbleibt ein Teil des Abschlags dauerhaft in der Zweckgesellschaft.

Eine weitere Methode zur Begrenzung der Haftung ist die regelmäßige Begleichung der Umsatzsteuerschuld durch den Forderungsverkäufer. Sobald die Umsatzsteuer abgeführt wurde, erlischt die potenzielle Haftung der Zweckgesellschaft. Die Abführung der Umsatzsteuer sollte der Forderungsverkäufer der Zweckgesellschaft regelmäßig nachweisen. Im Endeffekt kann so das Haftungsrisiko der Zweckgesellschaft wirkungsvoll begrenzt werden.

Wegen der bestehenden Unsicherheit fordern Rating-Agenturen eine Reserve in Höhe der in den Abschlägen enthaltenen Umsatzsteuer. Unter der Voraussetzung, dass die oben genannten Maßnahmen erfolgreich strukturiert werden, wäre demnach für einen 10%igen Abschlag 1,38% des Verbriefungsvolumens als Reserven zurückzubehalten. Dieses geringe Volumen ist in der Regel unkritisch für die Verbriefungstransaktion.

Zusammenfassend kann festgestellt werden, dass das BMF-Schreiben vom 24.5.2004 einen Großteil der Unsicherheit und des Risikos in Bezug auf § 13c UstG beseitigt hat. Dennoch besteht noch keine Klarheit über die Behandlung der in den Abschlägen enthaltenen Umsatzsteuer. Daher verlangen die Rating-Agenturen zurzeit ein Reservekonto in der möglichen Haftungshöhe. Dies verteuert ABS-Transaktionen in unkritischer Höhe. Dennoch ist eine Klarstellung durch das BMF wünschenswert.

## **Besteuerung der Servicing-Leistung**

Im Rahmen einer typischen ABS-Transaktion verbleibt der Forderungseinzug (Servicing) regelmäßig beim Forderungsverkäufer, welcher den Forderungseinzug in eigenem Namen und auf Rechnung des Forderungskäufers (der Zweckgesellschaft) durchführt.

Das Urteil des Europäischen Gerichtshofs (EuGH) vom 26.6.2003<sup>16</sup> sowie das anschließende Urteil des Bundesfinanzhofes (BFH) vom 4.9.2003<sup>17</sup> hoben die unterschiedliche Behandlung von echtem und unechtem Factoring im Umsatzsteuerrecht auf. Nach dieser geänderten Rechtsprechung ist das echte Factoring ebenfalls eine umsatzsteuerpflichtige Leistung.

Nach Veröffentlichung der Urteile wurde diskutiert, ob dies auch auf ABS-Transaktionen zu übertragen ist, ob also die Servicing-Leistung des Forderungsverkäufers an die Zweckgesellschaft eine umsatzsteuerpflichtige Leistung darstelle. Da die Zweckgesellschaft in der Regel nicht zum Vorsteuerabzug berechtigt ist, würde dies zu einer endgültigen Steuerbelastung führen, welche ABS-Transaktionen verteuern würde.

Das BMF grenzt in seinem Schreiben vom 3.6.2004 jedoch ABS-Transaktionen vom Factoring ab. Im Rahmen einer typischen ABS-Transaktion verbleibt das Servicing beim Forderungsverkäufer und wird eben nicht vom Forderungskäufer geleistet. Das BMF stellt darauf aufbauend fest, dass der Verkauf einer Forderung an sich zunächst steuerbar, aber nach § 4 Nr. 8 c UstG steuerfrei ist. Das Servicing stellt nun entweder einen Teil der steuerfreien Verkaufsleistung dar oder muss als (dann ebenfalls steuerfreie) Nebenleistung zum Forderungsverkauf angesehen werden. Unabhängig von der Klassifizierung des Servicing ist damit klargestellt, dass im Rahmen einer ABS-Transaktion keine zusätzliche Umsatzsteuer anfällt.

Ebenfalls klargestellt wird in dem genannten BMF-Schreiben, dass auch der Forderungskäufer (die Zweckgesellschaft) im Rahmen einer ABS-Transaktion umsatzsteuerrechtlich kein Factoring leistet, sondern unabhängig von der insolvenzrechtlichen Einstufung als True Sale einen besicherten Kredit gewährt, der nach § 4 Nr. 8 a UstG umsatzsteuerfrei ist.

Zusammenfassend kann festgestellt werden, dass die umsatzsteuerliche Behandlung des Forderungsverkaufes und der Servicing-Leistung durch das BMF zufrieden stellend geklärt wurde und keine steuerrechtlichen Hinderungsgründe für ABS-Transaktionen auf diesem Gebiet vorliegen.

### **3.4.2 Gewerbesteuerliches Hindernis**

Die gewerbesteuerlichen Vorschriften behindern zurzeit in Deutschland die Entwicklung eines Marktes für die Verbriefung von Unternehmensforderungen. ABS-Transaktionen sind so strukturiert, dass die für Transaktion gegründeten Zweckgesellschaften keinen Gewinn erwirtschaften. Durch die Refinanzierung über die Ausgabe von verzinslichen Wertpapieren (Dauerschulden) und die dadurch entstehende 50%ige Hinzurechnung der Zinsausgaben entsteht ein zu versteuernder Gewerbeertrag in nicht unerheblicher Höhe. Dies verteuert ABS-Transaktionen in Deutschland derart, dass Verbriefungen im Inland nicht stattfinden. Die Verbriefung von Unternehmensforderungen sollte daher, analog zu der Verbriefung von Bankkrediten, in Deutschland von der Hinzurechnung von Dauerschuldzinsen ausgenommen werden.

Da zentrale Abschnitte dieser Studie auf der Berechnung der Gewerbesteuer aufbauen, wird dies im Folgenden näher erläutert.

### **Ermittlung der Gewerbesteuerschuld**

Nach § 2 Abs. 1 GewStG unterliegt jeder stehende Gewerbebetrieb mit einer im Inland unterhaltenen Betriebsstätte sowie nach § 2 Abs. 2 GewStG alle Kapitalgesellschaften der Gewerbesteuer.

Die Bemessungsgrundlage (Gewerbeertrag) der Gewerbesteuer basiert auf dem nach den Einkommen- und Körperschaftsteuergesetzen ermittelten Gewinn aus Gewerbebetrieb und wird um die in § 8 GewStG (Hinzurechnungen) und § 9 GewStG (Kürzungen) genannten Beträge erhöht bzw. reduziert.

Im Rahmen einer ABS-Transaktion ist hierbei im Besonderen § 8 Nr. 1 relevant. Diese besagt, dass die Hälfte der Entgelte (Zinsen) für Dauerschulden des Betriebs dem Gewinn aus Gewerbebetrieb hinzugerechnet wird.

<b>Berechnung der Gewerbesteuerschuld</b>	
	<b>Gewinn aus Gewerbebetrieb (§ 7 GewStG)</b>
+	Hinzurechnungen (§ 8 GewStG) (u.a. 50% der <b>Dauerschuldzinsen</b> )
./.	Kürzungen (§ 9 GewStG)
=	Gewerbeertrag
x	Steuermesszahl [5%] (§ 11 GewStG)
=	Steuermessbetrag
x	Hebesatz (§ 16 GewStG)
=	<b>Gewerbesteuerschuld</b>

Abbildung 3: Berechnung der Gewerbesteuerschuld

### **Dauerschuldzinsen**

ABS-Transaktionen werden in der Regel so strukturiert, dass in der Zweckgesellschaft kein Gewinn erwirtschaftet wird, dass also die Erträge den Kosten entsprechen. Da sich die Zweckgesellschaft in einer ABS-Transaktion jedoch über die Ausgabe von Wertpapieren refinanziert und diese in der Regel den Dauerschulden zuzurechnen sind, entsteht ein positiver Gewerbeertrag in nicht zu vernachlässigender Höhe.

Die daraus resultierende Gewerbesteuerschuld verteuert die ABS-Transaktion und führte in der Vergangenheit ausnahmslos dazu, dass die Zweckgesellschaften im Ausland angesiedelt wurden.

Unter der Annahme eines durchschnittlichen effektiven Gewerbesteuersatzes von 16,67% und eines Refinanzierungszinssatzes des SPV in Höhe des 3-Monats EURIBOR von zurzeit 2,3% würde die Gewerbesteuerpflicht eine in Deutschland durchgeführte Transaktion um 19,2 Basispunkte (BP) p.a. verteuern. Bei einer Verbriefung über das Ausland fallen diese Kosten nicht an, es ist allerdings, aufgrund der unten genannten Betriebsstättenproblematik, eine Reserve oder sonstige Absicherung des Risikos in gleicher Höhe zu bilden.

Im Rahmen des Kleinunternehmerförderungsgesetzes vom 31.7.2003 wurden Zweckgesellschaften, die Kreditforderungen aus Bankgeschäften verbriefen, von der Hinzurechnung der Dauerschuldzinsen ausgenommen. Diese von der True-Sale-Initiative geforderte Gesetzesänderung, führte Ende 2004 zur Ansiedlung der ersten Zweckgesellschaft im Rahmen einer Kreditverbriefung einer Bank in Deutschland.<sup>18</sup>

Eine ähnliche Gesetzesänderung ist auch für die Verbriefung von Handels-, Leasing- und Factoringforderungen dringend nötig. Die Regierung des Landes Hessen startete im Januar 2005 eine Initiative zur Verbesserung der steuerrechtlichen Rahmenbedingungen des Verbriefungsmarktes in Deutschland und formulierte zur Einbringung in den Bundesrat einen Gesetzesentwurf, der die geforderte Gleichstellung beinhaltet.

### **Betriebsstätte in Deutschland**

Wie im vorhergehenden Abschnitt beschrieben, werden Zweckgesellschaften, die Handelsforderungen verbriefen, im Ausland angesiedelt, um eine gewerbsteuerliche Belastung zu vermeiden. Damit dies gelingt, muss die Transaktion so gestaltet werden, dass in Deutschland keine Betriebsstätte entstehen kann, da dies zu der ungewünschten Gewerbesteuerbelastung führen würde.

Es ist daher darauf zu achten, dass nicht nur der Sitz der Zweckgesellschaft im Ausland liegen muss, sondern auch jegliche, für die Zweckgesellschaft vorgenommene Tätigkeit muss im Ausland ausgeführt werden. Dies umfasst neben der Geschäftsleitungstätigkeit u.a. auch Verwaltungsaufgaben.

Unsicher ist, inwieweit das vom Forderungsverkäufer für die Zweckgesellschaft durchgeführte Servicing zu einer Betriebsstätte der Zweckgesellschaft in Deutschland führen könnte. Bisher ist zwar kein Fall bekannt, in dem diese Betriebsstättenfiktion von der Finanzverwaltung erfolgreich durchgesetzt wurde, dennoch besteht eine gewisse Unsicherheit über die zukünftige Auslegung dieses Sachverhaltes. Die Finanzverwaltung erteilt keine verbindlichen Auskünfte mehr, ob eine Verbriefungsstruktur zu einer Betriebsstätte in Deutschland führt. Die Rating-Agenturen verlangen daher im Verlauf des Rating-Prozesses eine Quantifizierung der möglichen Gewerbesteuerschuld und ausreichende Sicherheiten, um im Falle einer erfolgreichen Betriebsstättenfiktion die Bedienung der ausgegebenen Papiere zu sichern. Als Sicherheiten können z.B. Übernahmegarantien durch den Originator sowie Reserven betrachtet werden.

Diese Unsicherheit behindert die Entwicklung des Verbriefungsmarktes in erheblichem Ausmaß und verteuert inländische ABS-Transaktionen. Eine Klarstellung, dass die Betriebsstättenfiktion bei standardmäßigen Verbriefungen nicht anwendbar ist, würde den Verbriefungsmarkt stärken und ist daher anzuraten. Die im vorherigen Abschnitt geforderte, weitergehende Lösung würde gleichzeitig auch die Unsicherheit um die Betriebsstättenfiktion auflösen.

### **Probleme bei mehrstufigen Gesellschaftsstrukturen**

ABS-Transaktionen sind überwiegend mehrstufig aufgebaut. Eine Ankaufsgesellschaft erwirbt die Forderungen vom verkaufenden Unternehmen; eine Verbriefungsgesellschaft emittiert die verzinslichen Wertpapiere. Die gewonnene Liquidität kann zum einen durch einen weiteren Verkauf der Forderungen von der Ankaufsgesellschaft an die Verbriefungsgesellschaft übertragen werden. Zum anderen, und dies ist die häufiger gewählte Alternative, kann die Verbriefungsgesellschaft einen durch die Forderungen besicherten Kredit an die Ankaufsgesellschaft geben.

Letztgenannte Alternative kann unter Umständen zu Problemen mit § 8a KStG (Gesellschafter-Fremdfinanzierung) führen. Vergütungen für Fremdkapital sind nach Überschreiten von € 250.000 nicht mehr als Betriebsausgaben abzugsfähig, wenn Kreditnehmer und Kreditgeber durch Beteiligungsverhältnisse verbunden sind. Dies würde zu hohen Gewinnen und daraus folgendem Steueraufkommen in der Ankaufsgesellschaft führen.

In der Praxis stellt § 8a KStG jedoch kein Problem dar, da Ankaufs- und Zweckgesellschaft in der Regel nicht durch gemeinsame Gesellschafterstrukturen verbunden sind, sondern unterschiedlichen Stiftungen zugestiftet werden.

### ***3.5 Abschließende Beurteilung***

Abschließend werden die in diesem Abschnitt behandelten Problembereiche der Verbriefung im Insolvenzrecht, in der bilanziellen Behandlung sowie im Steuerrecht gegenübergestellt und in ihrer Bedeutung beurteilt.

In diesem Kapitel wurden Probleme in der Insolvenzfestigkeit der Transaktion betrachtet. Nach deutschem Recht können Verbriefungen die internationalen Standards hinsichtlich der Insolvenzferne der Zweckgesellschaften erreichen. Eventuell verbleibende Aufrechnungsrisiken, Rechte des Insolvenzverwalters aus beidseitig nicht vollständig erfüllten Verträgen sowie

eine teilweise fehlenden Möglichkeit der insolvenzfesten Abtretung von zukünftigen Forderungen können dabei aber einige Forderungsklassen bzw. Branchen in der Verbriefbarkeit ihrer Forderungen einschränken, eine Verbriefung per se wird jedoch nicht verhindert.

Die Erwirkung eines Bilanzabganges der Forderungen durch eine Verbriefung ist nach HGB möglich, nach IAS gestaltet er sich hingegen wesentlich schwieriger. Der Bilanzabgang mit der Folge einer rechnerischen Eigenkapitalstärkung ist zwar eine oft genannte Motivation für Verbriefungen, die bilanzielle Darstellungsweise ändert jedoch nichts an den ökonomischen Fakten der Verbriefung. Es ist deshalb gängige Praxis, dass informierte Investoren und Analysten einen erfolgten Bilanzabgang wieder zurückrechnen. Die internationale Anwendung von IAS, mit der eingeschränkten Möglichkeit einen Bilanzabgang zu erreichen, führt nicht zu einem Standortnachteil für Verbriefungen in Deutschland.

Steuerlich ist die Lage gravierender. Steuern sowie Reserven für mögliche Steuerpflichten verteuern Verbriefungen in Deutschland gegenüber anderen Ländern erheblich. Die Problematik des § 13c UstG führt zur Bildung einer Reserve in Höhe von 16/116 eines gezahlten Abschlags. Eine Klarstellung der BMF wäre erforderlich, um das in dieser Reserve gebundene Kapital freizusetzen. In Anbetracht dieser geringen Größenordnung kann dies jedoch nicht als wesentliches Hindernis betrachtet werden.

Die Gewerbesteuerproblematik hingegen hat eine größere Auswirkung auf den Verbriefungsmarkt. Bei den oben angegebenen Annahmen verteuern sich Verbriefungen in Deutschland um 19,2 BP mit der Folge, dass Verbriefung über das Ausland abgewickelt werden. Dies ist in der Regel auch möglich. Dort muss jedoch das Risiko der „Betriebsstättenfiktion“ durch eine Reserve in Höhe der Gewerbesteuerschuld bzw. durch andere Sicherheiten des Originators, wie Übernahmeverpflichtungen eventueller Steuerforderungen, gedeckt werden.

Viele europäische Länder haben für ABS-Transaktionen eine eigene Rahmengesetzgebung geschaffen. Der Nutzen einer solchen Rahmengesetzgebung für Deutschland wäre in der jetzigen Situation jedoch begrenzt. Wie die obigen Ausführungen gezeigt haben, können mit den Konstrukten des deutschen Rechtssystems und den punktuellen Nachbesserungen, mit Ausnahme der Gewerbesteuerproblematik, alle wesentlichen Anforderungen an Verbriefungstransaktionen erfüllt werden. Die Schaffung einer Rahmengesetzgebung hingegen würde bei unsicheren Verbesserungen erhebliche Umstellungskosten für alle beteiligten Parteien hervor-

rufen. Abschließend kann also die Gewerbesteuerproblematik als ein wesentliches Hindernis für Verbriefungen in Deutschland beurteilt werden.

## **4. Einbeziehung von ABS-Transaktionen in Finanzierungsentscheidungen und Mittelverwendung von Unternehmen**

In diesem Kapitel werden Finanzierungs- und Investitionsentscheidungen unter Einbeziehung der Verbriefungsoption betrachtet. Es soll zum einen die Frage beantwortet werden, unter welchen Voraussetzungen ein Unternehmen eine Verbriefung durchführt. Ein positiver Finanzierungsspread zu alternativen Finanzierungsformen, i.d.R. dem Bankkredit, ist hierfür maßgeblich. Zum anderen soll die Frage beantwortet werden, mit welchem Ziel ein Unternehmen verbrieft, also ob die zufließende Liquidität entweder zur Rückführung von Positionen der Passivseite, i.d.R. Bankkrediten, oder als Aktivtausch zur Investitionsfinanzierung genutzt wird.

Diese Studie kommt zu dem Ergebnis, dass Unternehmen die durch Verbriefung gewonnene Liquidität zum größten Teil für Investitionen/Erhöhungen der Betriebsmittel verwenden. Die Ablösung von Fremdkapital ist ebenfalls eine verbreitete Einsatzmöglichkeit der Liquidität. Allerdings deutet vieles darauf hin, dass die Unternehmen hier zunächst die Ablösung von kurzfristigen Krediten (i.d.R. Kontokorrentkrediten) durchführen. Aufbauend auf einer Umfrage von EYLaw LutherMenold und Ernst & Young wird für die Steuerabschätzung folgende Liquiditätsverwendung angenommen: 55% Investitionen/Erhöhung Betriebsmittel, 30% Ablösung Kontokorrentkonten, 15% Ablösung langfristiger Bankkrediten (Dauerschulden)

### ***4.1 Der Finanzierungs-Spread als maßgebliches Kriterium für die Finanzierungsentscheidung***

#### **4.1.1 Vorüberlegungen zur Entscheidungssituation**

Ein Unternehmen führt eine Verbriefung durch, wenn es die Transaktion insgesamt für ökonomisch sinnvoll erachtet. D.h. ein Unternehmen entscheidet sich für eine Verbriefung, wenn die damit verbundenen Finanzierungskosten unter den Kosten für alternative externe Finanzierungen liegen, demnach ein positiver Finanzierungs-Spread vorliegt. Liegt dem Unternehmen keine alternative Finanzierung vor, wird der Finanzierungs-Spread als unendlich angenommen, so dass sich das Unternehmen in jedem Fall für die Verbriefung entscheidet. Von einer Einbeziehung weiterer Vor- und Nachteile von Verbriefungen (Kapitel 2) in die Entscheidungsfindung wird hier abgesehen, da diese nur in konkreten Einzelfällen beurteilt werden können.

Bei der Berechnung des Finanzierungs-Spreads sollte als konkreter Vergleichsmaßstab zur Beurteilung des ökonomischen Sinns eine Finanzierung herangezogen werden, die in der Laufzeit und der Fristigkeit ähnliche Eigenschaften wie eine Verbriefung aufweist.

Forderungsverbriefungen sind meist revolving aufgesetzt, d.h. es wäre durch einen Ankaufstopp des SPV theoretisch möglich, diese auszutrocknen. Solange der Originator sich jedoch an die Vorgaben der Transaktion hält und keine festgelegten Trigger überschreitet (z.B. Ausfallrate der Forderungen), ist ein solcher Ankaufstopp in der Regel vertraglich ausgeschlossen. Eine Transaktion ist unter einer Laufzeit von fünf Jahren für den Originator meist nicht wirtschaftlich, da fixe Vorabkosten bei der Bewertung einer Verbriefungstransaktion auf die gesamte Laufzeit umgelegt werden sollten, so dass ein absichtlicher vorzeitiger Verkaufstopp seitens des Originators in der Regel auszuschließen ist.

Da jedoch die Liquiditätslinie normalerweise nur auf ein Jahr abgeschlossen wird, könnte die Transaktion, analog zu einem kurzfristigen Kredit, jährlich beendet werden. Folglich ist der ökonomisch richtige Vergleichsmaßstab eine Finanzierung mit einer Laufzeit von einem Jahr.

#### **4.1.2 Durchschnittliche Kosten der Kreditfinanzierung**

Bankkredite sind die dominierende Finanzierungsquelle deutscher Unternehmen. Im Durchschnitt lag die Eigenkapitalquote von Unternehmen über € 50 Mio. Umsatz in 2002 z.B. im verarbeitenden Gewerbe bei nur 29,9% und im Großhandel bei nur 23,8%.<sup>19</sup> Etwa die Hälfte des restlichen Kapitals wird durch Bankkredite bereitgestellt.<sup>20</sup> Deshalb wird im Rahmen dieser Studie ein Bankkredit als Vergleichsmaßstab in der Finanzierungsentscheidung gewählt.

Derzeitig ist das Kreditvolumen der deutschen Unternehmen rückläufig. Von Januar 2001 bis Dezember 2004 reduzierte sich das Kreditvolumen um 6,5% von € 1.296 Mrd. auf € 1.212 Mrd.<sup>21</sup> Dieser Rückgang liegt laut dem Bank Lending Survey der Bundesbank in einer Kombination aus einem restriktiveren Kreditangebot der Banken und einer schwächeren Kreditnachfrage begründet. Vor allem im Zeitraum Januar 2003 bis April 2004 wurden die Kreditvergabe Richtlinien der Banken drastisch verschärft.<sup>22</sup> Vor diesem Hintergrund kann ein Bedarf an alternativen Finanzierungen wie Verbriefungen zumindest nicht ausgeschlossen werden.

Der durchschnittliche effektive volumengewichtete Zinssatz für Kredite über € 1 Mio. an deutsche Kapitalgesellschaften bei einer Laufzeit unter einem Jahr beträgt derzeit 3,37%. Für eine Laufzeit von 1–5 Jahren liegt er bei 3,75%.<sup>23</sup> Unter Berücksichtigung von Bearbeitungskosten von ca. 0,65%<sup>24</sup> liegt der einjährige Zinssatz bei 4,02% und der 1- bis 5-jährige Satz bei 4,4%. Um verschiedene Finanzierungsformen miteinander zu vergleichen, müssen die Finanzierungskosten nach Steuereffekten berechnet werden. Dauerschuldzinsen führen hierbei gewerbesteuerlich nur zu einem halben Tax Shield, da 50% der Dauerschuldzinsen wieder zum Gewerbeertrag hinzugerechnet werden müssen (Vgl. Abschnitt 3.4.2). Verbriefungskosten, bei Verbriefungen mit Ausland angesiedeltem SPV, sind jedoch zu 100% steuerlich abzugsfähig, besitzen also einen größeren Tax Shield. Dies bedeutet, dass eine Verbriefungstransaktion sogar unter Umständen vor Steuern teurer als ein Bankkredit sein kann und trotzdem nach Steuern die günstigere Finanzierungsalternative darstellt.<sup>25</sup>

Im Hinblick auf Basel II ist insgesamt ein differenzierteres Credit Pricing zu erwarten. In dieser Studie wird davon ausgegangen, dass die Fremdkapitalkosten der deutschen Unternehmen entsprechend ihrem Rating zwar eine größere Spreizung erfahren, die durchschnittlichen Credit Spreads über dem EURIBOR sich jedoch nicht wesentlich verändern werden.

### **4.1.3 Typische Kostenstruktur einer Verbriefungs-Transaktionen**

Die gesamten ökonomischen Kosten einer Verbriefung umfassen für den Originator Kosten für die Refinanzierung des SPV am Kapitalmarkt, die Verbriefungstransaktionskosten sowie die Kosten für Besicherungen und Opportunitätskosten einer Reservenbildung.

Zunächst werden die Refinanzierungskosten dargestellt: Durch die Übertragung der Forderungen auf das SPV werden diese vom Insolvenzrisiko des Originators gelöst. Das Rating und die erforderliche Verzinsung der über das Conduit im Markt platzierten Wertpapiere ist daher nur noch von der Bonität des Forderungsportfolios sowie der Credit Enhancements abhängig. Folglich ist es mit einem geeigneten Forderungsbestand und der richtigen Strukturierung möglich, im Vergleich zur Kreditfinanzierung, wesentlich günstigere Finanzierungsbedingungen zu erhalten. In der Regel liegen die Refinanzierungskosten des SPV bis 3,0 BP über dem EURIBOR.

Zu den Refinanzierungskosten kommen noch erhebliche Verbriefungstransaktionskosten hinzu. Diese setzen sich aus fixen Vorabkosten, fixen laufenden Kosten und den laufenden Marginkosten zusammen. Die in der Folge dargestellte Kostenstruktur basiert auf Aussagen aus Experteninterviews. Die Ergebnisse eines aus der Kostenstruktur entwickelten Schätzmodells für Verbriefungskosten verschiedener Transaktionsvolumina wurden durch Marktteilnehmer als hinreichend genau empfunden. Dies bestätigt, dass die ermittelten Kosten, zumindest in ihrer Summe, die tatsächlichen Gegebenheiten gut darstellen.

<b>Fixe Vorabkosten (in €)</b>	
Conduit-Nutzung	100.000 - 250.000
Rechtsberatung	100.000 - 150.000
Rating	25.000 - 75.000
Strukturierungskosten	75.000 - 125.000
Wirtschaftsprüfung	20.000 - 60.000

<b>Fixe laufende Kosten (in €)</b>	
Management Fees	20.000 - 30.000
Wirtschaftsprüfer	15.000 - 25.000

<b>Variable laufende Kosten (Margin Costs)</b>	
Conduit-Nutzung	15,0 - 30,0 BP
Liquiditätslinien	17,5 - 25,0 BP
sonstige Kosten	1,5 - 2,5 BP

Quelle: Experteninterviews

**Tabelle 1: Pricing-Modell**

Im Rahmen dieser Studie wird davon ausgegangen, dass Kosten für Ausfall- und Dilution-Reserven und Besicherung im Pricing-Modell nicht einzubeziehen sind. Sie mindern die dem Originator zufließende Liquidität und definieren so das Finanzierungsvolumen, die absoluten Kosten beeinflussen sie jedoch nicht. Sie sind damit bedeutsam im Vergleich zweier Verbriefungstransaktionen, nicht aber für den Vergleich mit dem klassischen Bankkredit. Steuerlich bedingte Reserven hingegen erhöhen die im Ländervergleich entscheidenden komparativen Kosten. Diese sind zwar in dem Entscheidungskalkül Verbriefung oder Bankkredit nicht maßgeblich, sie haben jedoch einen negativen Einfluss auf das gesamte verbriefbare Volumen. Die

in Reserven gebundenen Forderungen stehen demnach nicht für Investitionen oder Ablösung von Bankkrediten zur Verfügung. Eine Verringerung der erforderlichen Reserven würde daher zu einer Fixkostendegression in der Kostenstruktur führen.

Die durchschnittlichen gesamten Reserven wurden in Experteninterviews mit 6% des zu verbriefenden Forderungsbestandes angegeben.

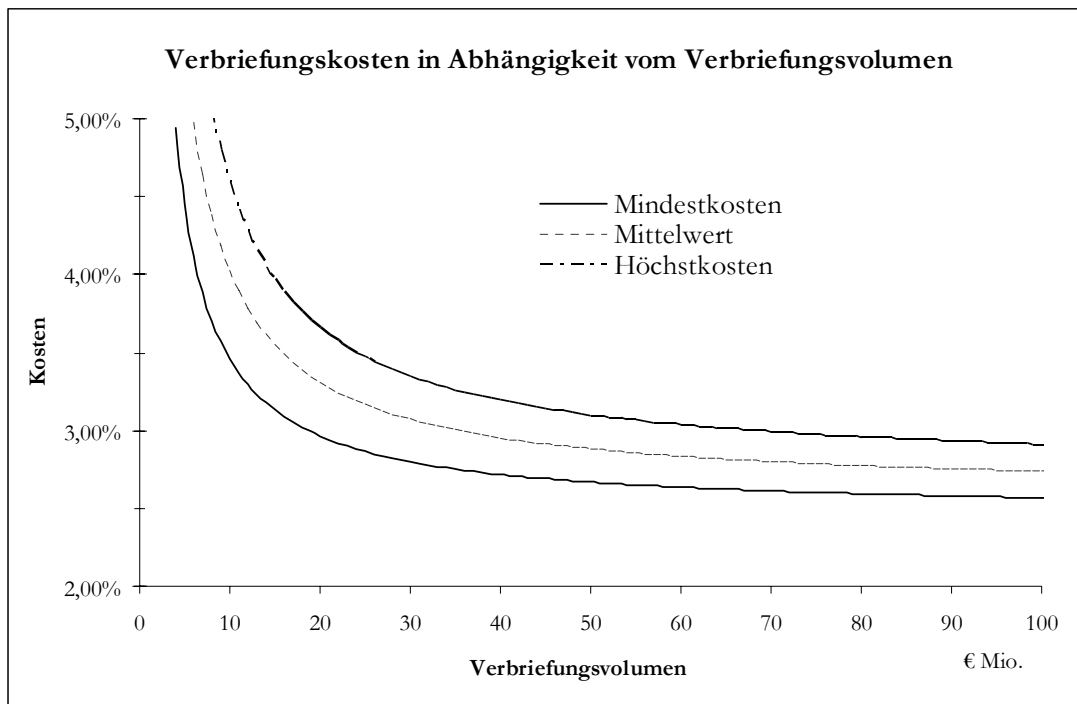


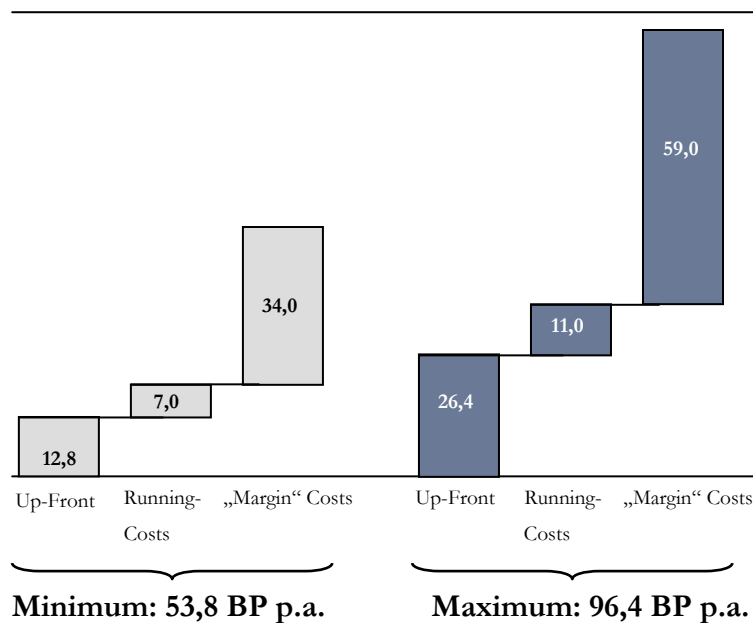
Abbildung 4: Verbriefungskosten in Abhängigkeit vom Verbriefungsvolumen

In Interviews wurde von einigen Marktteilnehmern die Auffassung vertreten, dass die in der hohen Transaktionsspezifität begründete Intransparenz in den Preisstrukturen für Verbriefungen ein Problem darstellt. Hausbanken könnten diese Intransparenz dahingehend ausnutzen, dass sie für ein Verbriefungsangebot einen Preis knapp unter den Kreditkosten des Kunden ansetzen. Eine Hinzuziehung von Beratern auf Originatorseite kann diese Informationsasymmetrie jedoch beseitigen. Da in dieser Studie von einer zunehmenden Standardisierung im Verbriefungsmarkt und damit einer Reduktion der Intransparenz ausgegangen wird, ist dieser Effekt in der Folge nicht berücksichtigt. Eine Quantifizierung wäre ohnehin schwierig.

Mit Hilfe dieses Pricing-Modells kann für jede beliebige Transaktionsgröße die ungefähre Kostenspanne abgeschätzt werden. Abbildung 5 illustriert die Ergebnisse dieser Berechnungen für

ein Verbriefungsvolumen von € 50 Mio. Aufgrund der hohen Up-Front-Kosten steigen die Verbriefungskosten, ausgedrückt als zum Verbriefungsvolumen prozentualer Anteil, bei sinkendem Verbriefungsvolumen stark an (Vgl. Abbildung 4).

**„Spread über EURIBOR“ Beispiel: Funding-Volumen €50.000.000**



**Abbildung 5: Beispielhafte Berechnung der Verbriefungskosten**

Für die Bewertung der steuerlichen Effekte werden durchschnittliche Verbriefungskosten benötigt. Aufbauend auf den in den Jahren 2003 und 2004 in Deutschland beobachteten Transaktionsgrößen wurde in Verbindung mit dem Pricing-Modell ein volumengewichteter Durchschnittskostensatz ermittelt.

Die Tabelle 1 im Anhang zeigt die Ermittlung des volumengewichteten Mittelwerts. Nach Addition des aktuellen 3-Monats-EURIBOR-Zinssatzes von 2,13% ergibt sich als gewichteter Mittelwert der Verbriefungskosten ca. 2,73% bei einem durchschnittlichen Verbriefungsvolumen von ca. € 108 Mio.

#### **4.2 Verwendung der durch die Verbriefung zufließenden Liquidität**

Da es sich bei einer Verbriefung zunächst um einen Aktivtausch von Forderungen zu Geldbeständen handelt, gibt es, von einer Ausschüttung abgesehen, prinzipiell zwei Handlungsoptionen für ein Unternehmen. Zum einen ist es möglich, die liquiden Mittel zur Rückführung von Verbindlichkeiten zu nutzen und damit die Eigenkapitalquote zu erhöhen, zum anderen können die liquiden Mittel für Investitionen genutzt werden. Der hier verwendete Investitionsbeg-

riff bezieht sich nicht auf Finanzunternehmen. Die im Rahmen dieser Studie betrachteten Leasing- und Factoring-Branchen nutzen die gewonnene Liquidität zur Refinanzierung ihres Geschäftes, Investitionen entstehen hierdurch erst auf Ebene des Leasing-Nehmers bzw. Factoring-Teilnehmers.

Bei einer Nutzung zur Rückführung der Verbindlichkeiten ist zu unterscheiden, ob langfristige Kredite, also Dauerschulden im Sinne des Gewerbesteuergesetzes, oder kurzfristige Verbindlichkeiten zurückgeführt werden.

Investitionen können entweder im Anlagevermögen oder in den Betriebsmitteln getätigt werden. Anlageinvestitionen dienen entweder dem Ersatz, der Erweiterung oder der Rationalisierung. Während Ersatzinvestitionen nicht mit dem Ziel der Veränderung der Ertragsstruktur getätigt werden, zielen Erweiterungsinvestitionen auf eine Ausweitung des Umsatzes und Rationalisierungsinvestitionen auf eine Verringerung des Aufwandes ab. Erweiterungsinvestitionen werden in der Regel mit einer Ausweitung der Beschäftigung in Verbindung gebracht, während Rationalisierungsinvestitionen entweder beschäftigungsneutral oder beschäftigungsmindernd sind. Langfristig tragen sie jedoch auch zur Sicherung der Wettbewerbsfähigkeit und damit auch zum Erhalt von Arbeitsplätzen bei.

In 2004 betragen die Ausrüstungsinvestitionen in Deutschland insgesamt € 145,6 Mrd. Der Sachverständigenrat prognostiziert für 2005 einen Anstieg des Investitionsvolumens von € 151,3 Mrd.<sup>26</sup>

Anhand der Auswertung der Unternehmensbefragung 2003/2004 der Kreditanstalt für Wiederaufbau<sup>27</sup> kann das Investitionsverhalten deutscher Unternehmen analysiert werden. Die Auswertung der KfW-Studie zeigt, dass gerade die relevante Größenklasse mit einem Umsatz über € 50 Mio. in den 12 Monaten vor der Untersuchung mit einem Anteil von 60,3% der Befragten die meisten, größeren Investitionsprojekte durchgeführt hat. Erklärtes Ziel der Investitionen größerer Unternehmen war mit 56,1% der Befragten die Ausweitung des Umsatzes. Kostenreduzierung und Ersatzinvestitionen rangierten mit 27,9% und 11,4% auf dem 2. und 3. Platz (vgl. Abbildung 6).

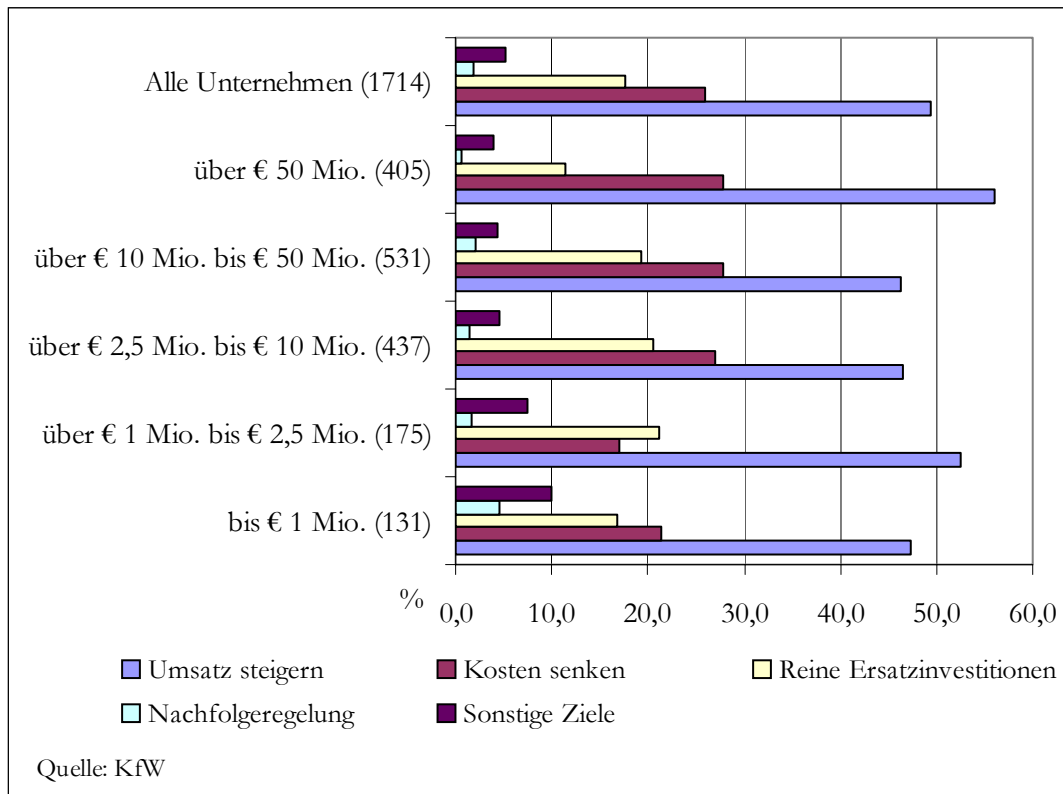
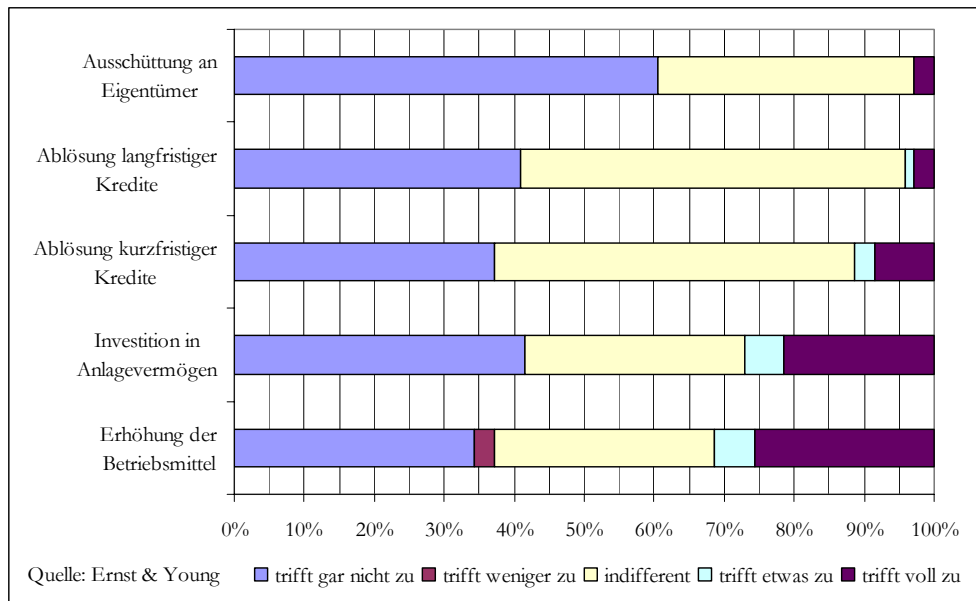


Abbildung 6: Investitionsziele

Für die gesamtwirtschaftliche konjunkturelle Entwicklung in Deutschland spielen Investitionen momentan die zentrale Rolle, da die nötigen Impulse von privater Nachfrage aufgrund der hohen Arbeitslosenzahlen nicht gesetzt werden. Gleichzeitig zeigt sich aber, dass trotz steigender Auslastung der Industriekapazitäten die Investitionen im Gegensatz zum EU-Vergleich nicht entsprechend angestiegen sind. Für 2005 sind die Investitionsprognosen zwar eher positiv, aber von einer großen Unsicherheit geprägt.<sup>28</sup>

Daraus lässt sich ableiten, dass der Investitionsstau in Deutschland sich anscheinend langsam auflöst, jedoch der nötige Wachstumsimpuls immer noch fehlt. Eine zusätzliche Liquiditätsfreisetzung, beispielsweise durch die Verbriefung illiquider Handelsforderungen, könnte diesen gesamtwirtschaftlichen Wachstumsimpuls setzen. Die neue Liquidität ermöglicht den Unternehmen eine Ausweitung ihrer wachstumsorientierter Investitionen. Eine Ablösung von Dauerschulden mit der gewonnenen Liquidität erscheint daher eher unwahrscheinlich.



**Abbildung 7: Verwendung aus Verbriefungen gewonnene Liquidität**

Im Frühjahr 2005 hat EYLaw LutherMenold und Ernst & Young im Rahmen einer Studie das Finanzierungsverhalten von Unternehmen in Deutschland untersucht. In diesem Rahmen wurde auch nach der Verwendung der in einer Verbriefung gewonnenen Liquidität gefragt.<sup>29</sup>

Die Befragung hat ergeben, dass als Verwendung der durch Verbriefungstransaktionen gewonnenen Liquidität Erhöhungen der Betriebsmittel durch 31% der Befragten und Investitionen in das Anlagevermögen durch 27% als voll oder teilweise zutreffend bezeichnet wurden. Rückführungen kurzfristiger Kredite wurde von nur 11% als voll oder teilweise zutreffend betrachtet, während Ablösungen langfristiger Kredite sowie Ausschüttungen an Eigentümer nur von 4% der Befragten als voll oder teilweise zutreffend betrachtet werden. Anhand dieser ordinal skalierten Werte lässt sich eine Rankordnung der Liquiditätsverwendung erstellen. Es ist anzunehmen, dass mehr Liquidität zur Investition in Anlagevermögen/Betriebsmittel als zur Ablösung von kurzfristigen Schulden verwendet wird. Es ist weiter anzunehmen, dass die Liquidität hierfür häufiger als zur Ablösung von langfristigen Schulden verwendet wird.

Dies zeigt, dass Verbriefungen nicht mit dem primären Ziel der Substitution von Fremdkapital durchgeführt, sondern in erster Linie zu Investitionsfinanzierung genutzt werden. Dies widerlegt die Befürchtung des Gesetzgebers und wird in den folgenden Abschnitten zur Berechnung der Gewerbesteuerereffekte verwendet.

Da für die Berechnung des Gewerbesteuereffektes die Liquidität auf die drei genannten Bereiche aufgeteilt werden muss, soll anhand der Rangordnung und der ungefähren Größenunterschiede in der Nennung der o. g. Umfrage angenommen werden, dass die Liquidität zu 55% für Investitionen/Betriebsmittelerhöhungen, zu 30% zur Ablösung von kurzfristigem und zu 15% zur Ablösung von langfristigem Fremdkapital genutzt wird. Da diese Annahmen mit großer Ungenauigkeiten behaftet sind, werden sie in Abschnitt 8.1.3 im Rahmen einer Monte-Carlo-Simulation variiert.

## **5. Besondere Bedeutung der Verbriefungsfinanzierung für den deutschen Mittelstand**

Das folgende Kapitel analysiert die Finanzierungssituation des deutschen Mittelstands, um zu einer Beurteilung der Bedeutung von Verbriefungen für den Mittelstand zu gelangen. Dazu wird zunächst der Status quo der Finanzierung des Mittelstandes dargestellt und in einem zweiten Schritt die Anforderungen des Mittelstandes an Verbriefungen betrachtet.

In der Finanzierung des Mittelstandes spielen Bankkredite derzeit eine dominierende Rolle. Problematisch daran ist, dass die Banken ihre Kreditrichtlinien für Mittelständler kürzlich wesentlich verschärft haben, was zu einem Bedarf an alternativen Finanzierungsformen wie z.B. Verbriefungen führt.

Im Mittelstand sind Verbriefungen jedoch trotz eines hohen Bekanntheitsgrades bisher wenig verbreitet. Dies liegt darin begründet, dass die Anforderungen des Mittelstandes an Verbriefungen, insbesondere hinsichtlich der Möglichkeit einer Verbriefung im Inland und hinsichtlich der Verbriefungskosten, bisher unzureichend erfüllt sind. Die geforderte Gesetzesänderung würde einen Beitrag zur Erfüllung der Anforderungen leisten und damit dem Mittelstand den Zugang zu Verbriefungen erleichtern.

### ***5.1 Finanzierungssituation des Mittelstandes im Hinblick auf Basel II***

#### **Definition Mittelstand**

Verbreitete Definitionen, wie z.B. die der Europäischen Union oder des Instituts für Mittelstandsforschung, begreifen den Mittelstand als eine Größenklasse, die Unternehmen (neben weiteren Kriterien) mit bis zu € 50 Mio. Umsatz umfasst. Es gibt jedoch zahlreiche weitere Mittelstandsdefinitionen, vor allem die der Banken, die weit über diese Umsatzgröße hinausgehen. Demnach werden auch Unternehmen mit bis zu € 500 Mio. oder teilweise sogar bis zu € 1 Mrd. Umsatz als Mittelstand klassifiziert. Im Rahmen dieser Studie soll Mittelstand als eine Größenklasse bis € 250 Mio. Umsatz verstanden werden. Unternehmen dieser Größenklasse machen etwa 99,95% aller Unternehmen in Deutschland aus.<sup>30</sup>

#### **Status quo der Finanzierung**

Eigenkapital ist mit einem Bilanzanteil von zwischen 20% und 30% eine eher untergeordnete Finanzierungsquelle für den deutschen Mittelstand. Grosse Mittelständler (€ 100 bis 250 Mio.

Umsatz) haben hierbei eine leicht höhere Eigenkapitalausstattung (29,6%) als kleinere Mittelständler (€ 2,5-50 Mio. Umsatz), dessen Eigenkapitalquote 2002 bei 22,7% lag.<sup>31</sup> Etwa die Hälfte des restlichen Kapitals wird durch Bankkredite bereitgestellt.<sup>32</sup> Dies verdeutlicht die Abhängigkeit des deutschen Mittelstands von externen Finanzierungsquellen.

Problematisch für den Mittelstand ist des Weiteren, dass Banken Kreditrichtlinien für Mittelständler bis Mitte 2004 wesentlich verschärft haben.<sup>33</sup> Mittelständische Unternehmen empfinden folglich die Kreditaufnahme als erschwert. Der meistgenannte Grund für eine Investitionskreditablehnung ist eine veränderte Geschäftspolitik der Banken.<sup>34</sup>

Insgesamt hat sich auch die Nachfrage mittelständischer Unternehmen nach Krediten seit Oktober 2004 rückläufig entwickelt.<sup>35</sup> Angesichts der Bedeutung des Bankkredites für die Finanzierung des deutschen Mittelstandes muss diese Entwicklung negative Folgen für das Investitionsverhalten mittelständischer Unternehmen haben und sich damit negativ auf die großflächige Sicherung bzw. Schaffung von Arbeitsplätzen auswirken. Im Mittelstand besteht also ein Bedarf an alternativen Finanzierungsformen wie z.B. Verbriefungen oder Leasing.

### **Bedeutung von Basel II und Rating**

Die bankenaufsichtlichen Basel II-Richtlinien beziehen unter anderem Bonitäts- und Diversifikationseffekte in die Berechnung der für das Credit Pricing entscheidenden Eigenkapitalhinterlegung von Bankkrediten ein. Obwohl die Richtlinien erst 2007 in Kraft treten, sind die Banken derzeit schon mit der Umsetzung der geforderten Maßnahmen beschäftigt. Folglich ist Basel II auch heute schon für den Mittelstand relevant.

Die genannten Bonitätseffekte beziehen sich auf die Ausfallwahrscheinlichkeit, die durch das Rating eines Unternehmens gemessen wird. Größere Unternehmen haben eine geringere Ausfallwahrscheinlichkeit als kleine und damit einen Rating-Vorteil. Ein besseres Rating führt zu einer Reduktion in der regulatorisch geforderten Hinterlegung mit Eigenkapital der Bank.

Eine weitere Reduktion der geforderten Eigenkapitalhinterlegung ist aufgrund von Diversifikationseffekten möglich. Konkret bedeutet dies ein um 25% reduziertes Risikogewicht in der Berechnung der Hinterlegung mit Eigenkapital für so genannte Retailkredite unter € 1 Mio. Volumen und eine im Durchschnitt um 17% geringere Risikogewichtung von Unternehmen unter € 50 Mio. Umsatz.

Insgesamt führt die Umsetzung der Basel II-Richtlinien zu einer risikoadäquateren Kreditvergabe. Große Teile der Mittelstandes, die durch das deutsche Bankensystem bisher mit Krediten zu günstigen Konditionen versorgt wurden, sind auf diese Herausforderung jedoch noch nicht eingestellt.<sup>36</sup> In diesem Zusammenhang verwundert es nicht, dass ca. 44% der Mittelständler ihre Eigenkapitalquote erhöhen wollen. Vor allem kleine Unternehmen sehen dazu jedoch nur eingeschränkte Möglichkeiten.<sup>37</sup> Deshalb ruhen die Hoffnungen vieler Mittelständler auf der Innenfinanzierung, als dem Hauptmittel für die angestrebte Eigenkapitalerhöhung. In ihrer absoluten Bedeutung für die Finanzierung des Mittelstandes wird diese heute und in Zukunft jedoch als unbedeutend eingeschätzt.<sup>38</sup> Dies deutet darauf hin, dass es an Alternativen zur Eigenkapitalstärkung mangelt.

Zusammenfassend kann festgestellt werden, dass nach einer Einführung der Basel II Richtlinien keine Verbesserung der Finanzierungssituation des Mittelstandes zu erwarten ist und ein Bedarf an alternativen Finanzierungsformen weiterhin bestehen wird. Mittelständische Unternehmen, die Umsätze von mehr als € 50 Mio. generieren, können in eine Finanzierungslücke geraten. Da ab dieser Größenklasse unter unten genannten Bedingungen eine Forderungsverbriefung infrage kommt, können ABS-Transaktionen insbesondere für diese Größenklasse in Zukunft von Bedeutung sein.

### **Leasing als Finanzierungsalternative**

Eine weitere Alternative zu den klassischen Bankkrediten bietet das Leasing. In einer Studie von Siemens Financial Services, in der 690 Manager von Unternehmen mit über € 50 Mio. Umsatz oder 500 Mitarbeitern befragt wurden, rangiert das Leasing in der zukünftigen Relevanz vor dem klassischen Bankkredit (vgl. Abbildung 8).<sup>39</sup> Hierbei schätzten die Befragten die zukünftige Relevanz verschiedener Finanzierungsformen von 1 = sehr wichtig bis 6 = völlig unwichtig ein. Eine Verbesserung der Rahmenbedingungen der Verbriefung von Leasing-Forderungen kann die Refinanzierungskosten von Leasing-Unternehmen senken. Unter der Annahme, dass dieser Refinanzierungsvorteil aufgrund des Wettbewerbs unter Leasing-Unternehmen an die Leasing-Nehmer weitergegeben wird, kommt damit auch der Mittelständler in den Genuss eines aktiven Verbriefungsmarktes, der selbst nicht die kritische Größe für die Verbriefung eigener Forderungen erreicht. Darüber hinaus stellt das Leasing eine interessante Finanzierungsperspektive für die gesamte deutsche Wirtschaft.

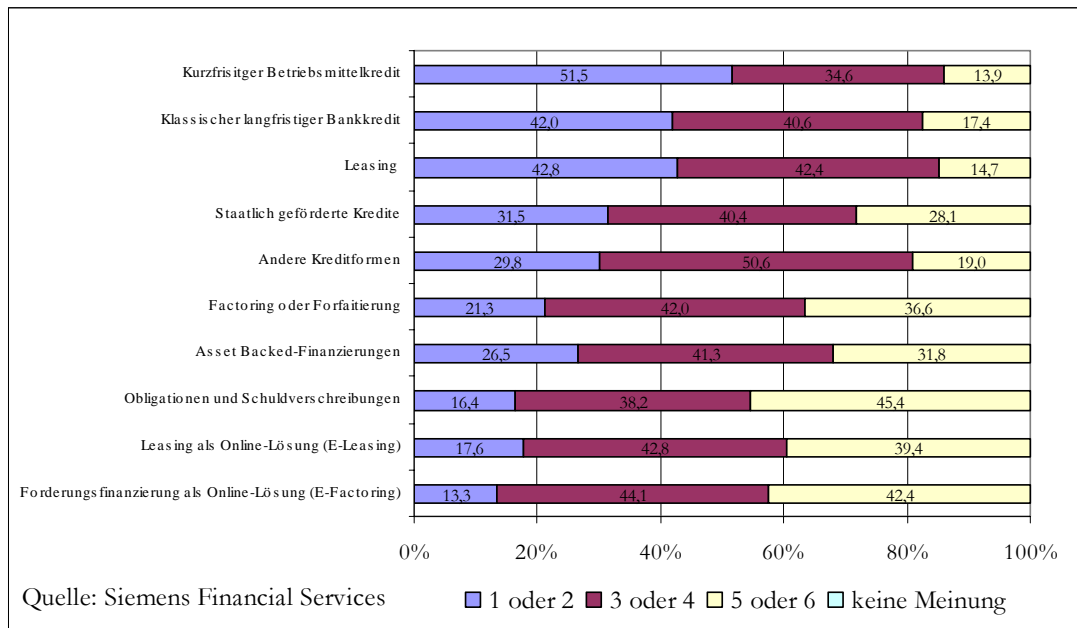


Abbildung 8: zukünftige Relevanz der Fremdfinanzierung

### Investitionen des Mittelstandes

Die Investitionsbereitschaft im Mittelstand hat sich bis Herbst 2004 stabilisiert<sup>40</sup> und die positiven Geschäftserwartungen des Mittelstandes stellen eine Ausweitung für 2005 in Aussicht<sup>41</sup>.

Insgesamt investieren kleine Unternehmen unter € 50 Mio. Umsatz aktiver als große Unternehmen. Die besonders beschäftigungsfördernde Umsatzausweitung ist mit 49,5% das dominierende Ziel von Investitionen mittelständischer Unternehmen von € 10 bis 50 Mio. Umsatz. Unternehmen über € 50 Mio. Umsatz verfolgen mit 56,1% ihrer Investitionen sogar das Ziel der Umsatzausweitung.<sup>42</sup>

Angesichts der Tatsache, dass kleine und mittelständische Unternehmen einen überproportionalen Beschäftigungsbeitrag leisten, haben Investitionen des Mittelstandes eine besondere Bedeutung.<sup>43</sup> Die in dieser Studie geforderte Gesetzesänderung trägt dazu bei, dieses Investitionspotenzial für die deutsche Volkswirtschaft zu nutzen.

Zusammenfassend kann festgestellt werden, dass eine Ausnahme von Verbriefungen von der Hinzurechnung von Dauerschulden bei der Berechnung der Gewerbesteuer eine systematische Benachteiligung der mittelständischen Unternehmen gegenüber Großkonzernen verringern könnte, welche bereits die Verbriefungsmöglichkeiten über ausländische Verbriefungsgesellschaften nutzen können.

## ***5.2 Anforderungen des Mittelstands an Verbriefungstransaktionen***

Im Mittelstand sind Verbriefungen trotz eines hohen Kenntnisstandes über Verbriefungstransaktionen bisher nicht weit verbreitet (vgl. Tabelle 2, Seite 51).<sup>44</sup> Dies liegt darin begründet, dass mittelständische Unternehmen besondere Anforderungen an Verbriefungstransaktionen stellen, die bisher nur unzureichend erfüllt sind. Diese können in zwei Gruppen zusammengefasst werden. Die erste Gruppe bezieht sich auf die Forderungen des Mittelstands hinsichtlich der rechtlichen Verbriefungsstruktur und die zweite Klasse bezieht sich auf die besonderen Anforderungen hinsichtlich der Verbriefungskosten.

### **Rechtliche Verbriefungsstruktur**

Für viele Mittelständler stellen die komplizierten und in englischer Sprache verfassten Vertragswerke einer ABS-Transaktion eine Hemmschwelle dar, die insbesondere wegen der sprachlichen Barriere sowie aufgrund eines eingeschränkten Verständnisses des angelsächsischen Rechtssystems von vornherein zu einer hohen Ablehnung von ABS-Transaktionen führt. Verhandlungssicheres Englisch ist im deutschen Mittelstand noch nicht selbstverständlich. Verbindliche Verträge in deutscher Sprache wären leichter zu verstehen und könnten die Akzeptanz von Verbriefungstransaktionen deutlich steigern.

Zusätzlich empfinden viele Mittelständler SPVs, die an Off-Shore-Standorten angesiedelt sind, als unseriös und schließen deshalb diese Finanzierungsalternative von vornherein aus. Dies würde erklären, dass trotz eines hohen Kenntnisstandes über Verbriefungen,<sup>45</sup> diese noch keinen nennenswerten Einzug im Mittelstand gefunden haben. Unternehmen, die diese Berührungängste abgelegt haben, bemessen ABS als Finanzierungsinstrument überwiegend eine wachsende Bedeutung zu.<sup>46</sup>

### **Verbriefungskosten**

Mittelständische Unternehmen, welche die Verbriefung bereits einsetzen, schätzen diese besonders als günstige Finanzierungsquelle. Die Verbriefungskosten spielen daher eine zentrale Rolle in der Entscheidung für Verbriefungen. Der Einsatz von ABS korreliert jedoch stark mit der Größe der Mittelständler.<sup>47</sup> Mittlere und kleine Unternehmen sind im Verbriefungsmarkt deutlich unterrepräsentiert (vgl. Tabelle 2, Seite 51). Dies hängt mit den bereits in Abschnitt 4.1.3 erwähnten Kostendegressionseffekten zusammen, die bei einer ansteigenden Transakti-

onsgröße eintreten. Vor allem eine Verteilung der bei der Transaktion auftretenden Fixkosten spielt dabei eine zentrale Rolle. Aber auch die benötigten Management-Ressourcen zur Durchführung der vorbereitenden Maßnahmen im Unternehmen, als Teil der fixen Vorabkosten, müssen beachtet und auf das Transaktionsvolumen umgelegt werden. Insbesondere die Sicherung des Forderungsbestandes und, damit verbunden, die Identifikation und eine Eliminierung von Klumpenrisiken durch Kreditversicherungen sowie die Professionalisierung des Debitorenmanagements, inklusive der Einführung der erforderlichen IT-Systeme, sind in diesem Zusammenhang zu nennen. Die Strukturierung der Transaktionen wird von Mittelständlern folglich als aufwändig eingestuft, während der laufende Betrieb als problemlos beschrieben wird.<sup>48</sup>

Werden diese fixen Vorabkosten zu den Kosten aus dem in Abschnitt 4.1.3 vorgestellten Pricing-Modell addiert, wird deutlich, dass bei kleinen Transaktionsvolumina der Finanzierungs-Spread schnell prohibitiv klein wird. Um dem breiten Mittelstand Verbriefungen zugänglich zu machen, ist es jedoch erforderlich, die fixen Kostenblöcke durch Standardisierung zu reduzieren. Diese wiederum kann nur durch eine hohe Transaktionszahl erreicht werden. Ohne Standardisierung steigt also die Transaktionszahl im Mittelstand nicht wesentlich und ohne steigende Transaktionszahl kommt keine Standardisierung zu Stande. Um diesen „Knoten“ zu durchschlagen, bedarf es einer Initialzündung.

Die in dieser Studie geforderte Gesetzesänderung könnte die nötige Initialzündung liefern und die Standardisierung herbeiführen. Zwei gewichtige Gründe sprechen dafür: Zum einen sinken bei einer Verbriefung in Deutschland die fixen Rechtsberatungs- und Strukturierungskosten und es entfallen die mit dem Risiko der „Betriebsstättenfiktion“ verbundenen Kosten.

Zum anderen würden die oben aufgeführten Vorbehalte gegenüber Verbriefungen entfallen. Verbriefungen würden einen größeren Kreis von Mittelständlern ansprechen und den benötigten Standardisierungseffekt verstärken.

Für eine Marktprognose unter der Annahme des Wegfalls der Gewerbesteuer für Verbriefungen bedeutet dies, dass zunächst große Mittelständler verstärkt verbiefen und damit die Transaktionszahl steigern. Eine steigende Transaktionszahl schließlich lässt eine Standardisierung einsetzen, welche sukzessive immer kleineren Mittelständlern die Verbriefung ermöglicht.

## **6. Status quo und Wachstumspotenziale des ABS-Marktes in Deutschland**

Das folgende Kapitel befasst sich mit dem derzeitigen Stand der Verbriefung der zu untersuchenden Asset-Klassen, Handels-, Factoring- sowie Leasingforderungen, und analysiert ferner die Entwicklung des Verbriefungsmarktes für die drei Forderungsklassen. Damit vermittelt dieses Kapitel das Verständnis für den Markt und die Marktentwicklungen und bildet die Grundlage für die spätere Analyse der steuerlichen Effekte.

Bei der Verbriefung von Handelsforderungen in Deutschland sind kleine Transaktionsgrößen sehr selten, der Bedarf an diesen wird jedoch durch die Verbriefungen in 2004 in diesem Segment deutlich.

Die Verbriefung deutscher Handelsforderungen hat ein rasantes Marktwachstum erreicht. Alleine im Jahr 2004 fanden bei einem Volumen von € 2,9 Mrd. ausstehender deutscher verbriefter Handelsforderungen Transaktionen in Höhe von € 2,2 Mrd. statt. Dies könnte insbesondere durch kleine Unternehmen noch verstärkt werden. Das Verbriefungsvolumen deutscher Handelsforderungen rangiert im europäischen Vergleich direkt hinter dem Marktführer Frankreich. Eine erste Potenzialschätzung durch einen Vergleich mit dem französischen Markt führt zu einem konservativen Potenzial von ca. € 6,4 Mrd.

In der Folge findet eine weitere Schätzung des theoretisch verbrieften Forderungsbestands unter Eingrenzung der relevanten Branchen und Unternehmensgrößen statt. Hierbei wurde auf vier Szenarien zurückgegriffen, die sich aus der Kombination Gesetzesänderung ja/nein und Wachstum stark/schwach ergeben. Dies führt zu der Prognose eines geschätzten Verbriefungsvolumens bis 2009 ohne Gesetzesänderung von € 6,8 Mrd. bis € 21 Mrd. und mit Gesetzesänderung von € 10 Mrd. bis € 32 Mrd. Der Vergleich zu den ausstehenden verbrieften deutschen Handelsforderungen in 2004 in Höhe von € 2,9 Mrd. verdeutlicht das enorme Wachstumspotenzial. Die Prognose bei einer gewerbesteuerlichen Änderung wird hierbei von der Annahme getrieben, dass dies zusätzlich zu einer Teilnahme kleinerer Unternehmen am Verbriefungsmarkt führt.

Der deutsche Factoring-Markt ist im europäischen Vergleich unterentwickelt. Eine für dieses Gutachten durchgeführte Umfrage, welche ca. die Hälfte des Markts abdeckt, zeigt den geringen Forderungsbestand im Verhältnis zu Handels- und Leasingforderungen. Darüber hinaus konnte in der Umfrage kein Zusammenhang zwischen einer Gesetzesänderung und der Ver-

briefungsentwicklung festgestellt werden. Dies ist Voraussetzung für die Abschätzung der Steuereffekte durch Gesetzesänderung. Daher, und aus der erwähnten relativ geringen potenziellen Größe des Marktes, wurde auf eine weitere Betrachtung des Factoring-Branche verzichtet.

Aufgrund der geringen Eigenkapitalquote sind Leasing-Unternehmen stark von den Refinanzierungskonditionen abhängig. Die tatsächlichen Verbriefungsaktivitäten in 2004 liegen mit € 2,75 Mrd. erst bei ca. 15 % des jährlichen Verbriefungspotenzials von € 18,8 Mrd. Da der Markt hauptsächlich durch große Unternehmen geprägt und die Marktdurchdringung bereits deutlich höher als bei Handelsforderungen ist, wurde das Wachstumspotenzial geringer als bei der Verbriefung von Handelsforderungen geschätzt. Die durchgeführten Schätzungen für die Verbriefung von Leasing-Forderungen prognostizieren ein Volumen von € 13,6 Mrd. bis € 20,9 Mrd. ohne Gesetzesänderung und € 14,5 Mrd. bis € 25,6 Mrd. mit Gesetzesänderung.

## ***6.1 Handelsforderungen (Trade Receivables)***

### **6.1.1 Verbriefung von Handelsforderungen in Deutschland**

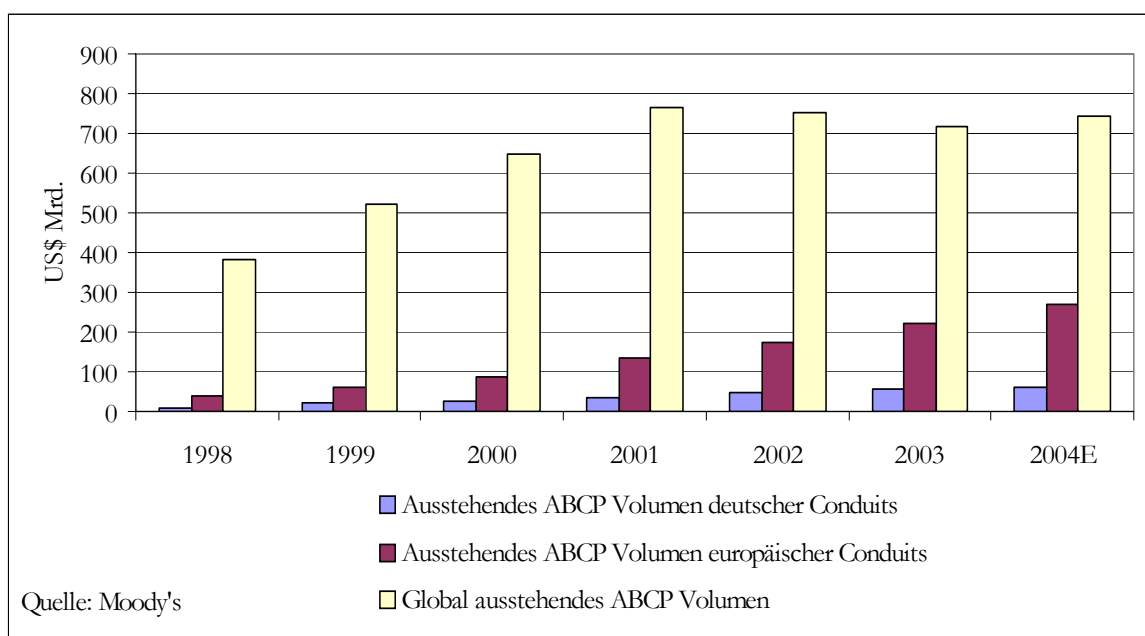
#### **Status quo**

Neben dem längerfristigen Term-Markt können Verbriefungen über den Asset-Backed-Commercial-Paper-Markt durchgeführt werden. Obwohl dieser per Definition eine Untergruppe des gesamten ABS-Marktes darstellt, wird in Marktberichten häufig zwischen ABS-Markt (Term Deal) und ABCP-Markt unterschieden. Diese Benennung wird in diesem Abschnitt zur besseren Vergleichbarkeit übernommen.

Im ABCP-Markt sind die Wertpapiere, welche von einem Conduit begeben werden, keine langfristigen Schuldverschreibungen, sondern kurzfristige Commercial Papers, welche analog zum ABS-Markt durch Assets besichert sind. Typischerweise wird eine Vielzahl von Assets in ABCP-Multiseller-Programmen in einem Pool zusammengefasst. So sind meist Asset Backed Securities selbst Bestandteil eines ABCP-Conduits (vgl. Abb. des Anhangs 1 für eine Übersicht über die Zusammensetzung deutscher Conduits).

Die Transparenz des ABCP-Marktes ist sehr gering. Da die Platzierung der Commercial Papers nicht unbedingt öffentlich stattfindet, ist die Datenlage in diesem Marktsegment wesentlich schlechter als beispielsweise bei Term-Markt-Transaktionen. Da jedoch üblicherweise alle Transaktionen von mindestens einer, meist jedoch von zwei Rating-Agenturen bewertet werden, verfügen diese über einen guten Einblick in den ABCP-Markt. Die folgenden Zahlen basieren auf Analyseberichten von Moody's sowie eigens für dieses Gutachten von Moody's freundlicherweise zur Verfügung gestellten Auswertungen.<sup>49</sup> Da Moody's nahezu den gesamten ABCP-Markt abdeckt, entsteht ein realitätsnahes Bild.

Nachdem der globale ABCP-Markt 2002 und 2003 noch ein negatives Wachstum verzeichnete, hat sich das Wachstum in 2004 positiv stabilisiert. Der deutsche und europäische ABCP-Markt hingegen zeigte bedeutende Wachstumsraten über die letzten Jahre. Das jährliche Wachstum deutscher Conduits über vier Jahre erreichte 26%, das europäischer Conduits sogar 32%. 2004 betrug somit der Anteil der europäischen Programme mit öffentlichem Rating durch Moody's bereits 36% des globalen ABCP-Marktes im Vergleich zu 13% im Jahr 2000 (vgl. Abbildung 9). Dies zeigt den enormen Aufholbedarf dieses Finanzierungsinstruments in Europa und Deutschland und die positive Resonanz der Investoren für besicherte Commercial Papers.



**Abbildung 9: Der ABCP-Markt 2004**

Die Verbriefung von Handelsforderungen findet meist über den ABCP-Markt statt. Es ist zwar prinzipiell möglich, Handelsforderungen über den Term-Markt zu verbiefen. Dies ist jedoch

aufgrund der kurzen Fristigkeiten dieser Asset-Klasse eher unüblich. Daher fanden über die letzten Jahre nur wenige Term-Markt-Transaktionen mit Handelsforderungen statt. Deutsche Assets wurden dabei nicht über dieses Instrument verbrieft.<sup>50</sup> Üblicherweise finden die Transaktionen über Multi-Seller-Strukturen statt. Die Conduits werden größtenteils von Banken gesponsert, jedoch in den letzten Jahren zunehmend auch durch andere Anbieter.

Die Anzahl von öffentlichen ABCP-Transaktionen, welche durch deutsche Handelsforderungen besichert sind, ist von 2003 auf 2004 deutlich angestiegen. Unter Transaktionen versteht man in diesem Zusammenhang die Auflage neuer Programme (Seller Additions). Die Programmlaufzeit beträgt in der Regel fünf Jahre. In diesem Zeitraum werden regelmäßig neu entstandenen Handelsforderungen vom Unternehmen auf das Conduit übertragen.

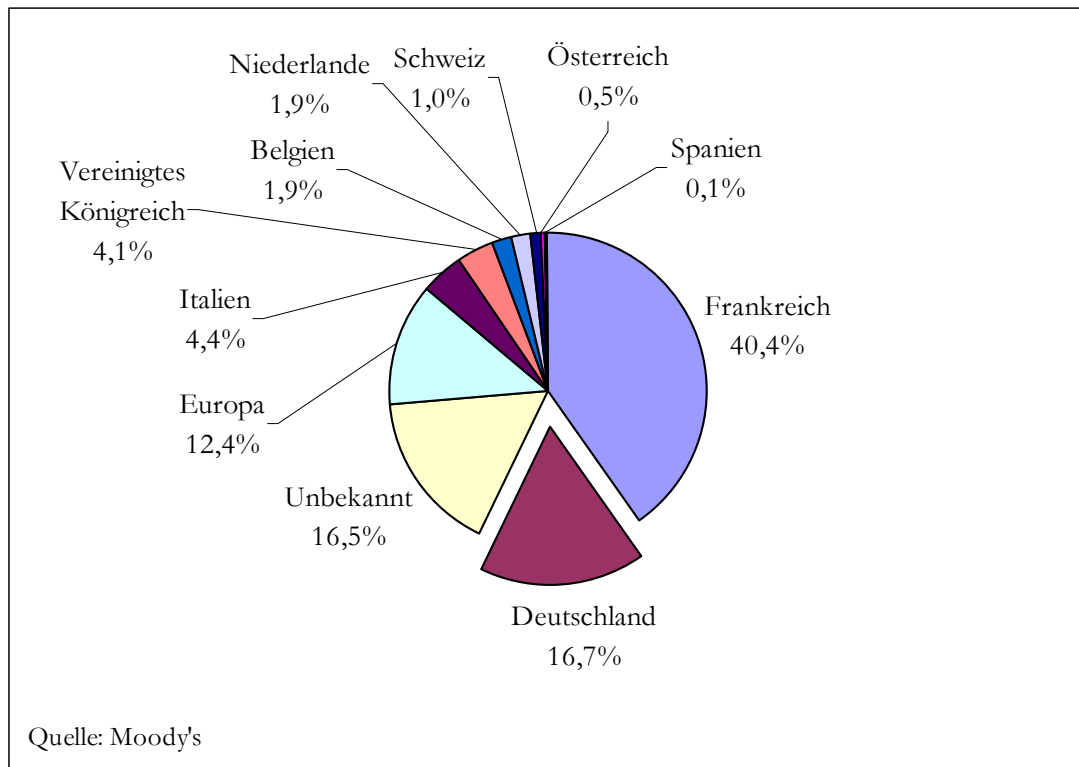
Der Volumenzuwachs neuer, öffentlicher Transaktionen mit deutschen Handelsforderungen betrug von 2003 auf 2004 121% und erreichte damit einen Stand von € 2,2 Mrd. Im gleichen Zeitraum wuchs das Volumen neuer, europäischer Transaktionen mit Handelsforderungen nur um 74% auf knapp € 6 Mrd. an. Wichtig hierbei ist auch die Entwicklung der Transaktionsgrößen. Während 2003 die kleinste Transaktion bei deutschen Handelsforderungen noch € 40 Mio. betrug, so stellte 2004 die Untergrenze € 5 Mio. dar. Insgesamt vier Transaktionen unterschritten die € 10 Mio. Grenze. Die durchschnittliche Transaktionsgröße sank von € 126 Mio. auf € 101 Mio.<sup>51</sup> Gleichzeitig stieg der Median aber von € 63 Mio. auf € 73 Mio. für deutsche Handelsforderungen. Bei europäischen Handelsforderungen sank die durchschnittliche Transaktionsgröße nur leicht von € 138 Mio. auf € 130 Mio. Der Median hingegen sank von € 115 Mio. auf € 89 Mio. (vgl. Tabelle 2).

	Öffentliche Transaktionen mit deutschen Handelsforderungen 2003	Öffentliche Transaktionen mit deutschen Handelsforderungen 2004	Öffentliche Transaktionen mit europäischen Handelsforderungen 2003	Öffentliche Transaktionen mit europäischen Handelsforderungen 2004
Mittelwert	126	101	138	130
Median	63	73	115	89
Anzahl	8	22	25	46
Min	40	5	38	5
Max	600	350	600	612
Unter € 10 Mio.	0	4	0	5

Quelle: Moody's

**Tabelle 2: Öffentliche ABCP-Transaktionen mit Handelsforderungen**

Die deutliche Reduzierung der kleinsten beobachteten Transaktionsgröße von € 40 Mio. auf € 5 Mio. ist ein Indikator für die Nachfrage nach kleinen Verbriefungsvolumina für Handelsforderungen. Diese können von kleinen und mittelständischen Unternehmen als alternative Finanzierungsquelle genutzt werden. Von den fünf europäischen Transaktionen unter € 10 Mio. in 2004 verbrieften vier Transaktionen deutsche Assets. Teilt man die deutschen Unternehmen der Branchen mit verbrieftfähigen Forderungen in drei Größenklassen, so stellt man fest, dass sich in der kleinsten Klasse verbrieftbarer Handelsforderungen, mit einem Umsatz von € 50 Mio. bis € 100 Mio, 2.763 Unternehmen befinden (vgl. Abschnitt 6.1.3 für die Klasseneinteilung). Stellt man die vier Transaktionen unter € 10 Mio. dem Potenzial von 2.763 Unternehmen gegenüber, muss festgestellt werden, dass in dieser Größenklasse bisher vernachlässigbar wenig verbrieft wurde. Auch wenn man Transaktionsgrößen für die Klasse mittelgroßer Unternehmen (Transaktionen bis € 25 Mio.) einschließt, so ergeben sich nur zwei weitere Transaktionen in 2004. Die gesunkene durchschnittliche Transaktionsgröße für deutsche Handelsforderungen zeigt bei gleichzeitigem Anstieg des Median, dass trotzdem in Deutschland die Anzahl an großen Transaktionen noch überwiegt. Im Gegensatz dazu steigt die durchschnittliche Transaktionsgröße für europäische Handelsforderungen, wenn man die deutschen Forderungen ausschließt. Somit wird deutlich, dass gerade in Deutschland ein Bedarf an kleinen Transaktionsgrößen besteht, welche auch durch den deutschen Mittelstand genutzt werden können. Die Möglichkeit der Verbriefung von Handelsforderungen wird jedoch zurzeit in Deutschland fast ausschließlich von großen Unternehmen realisiert.



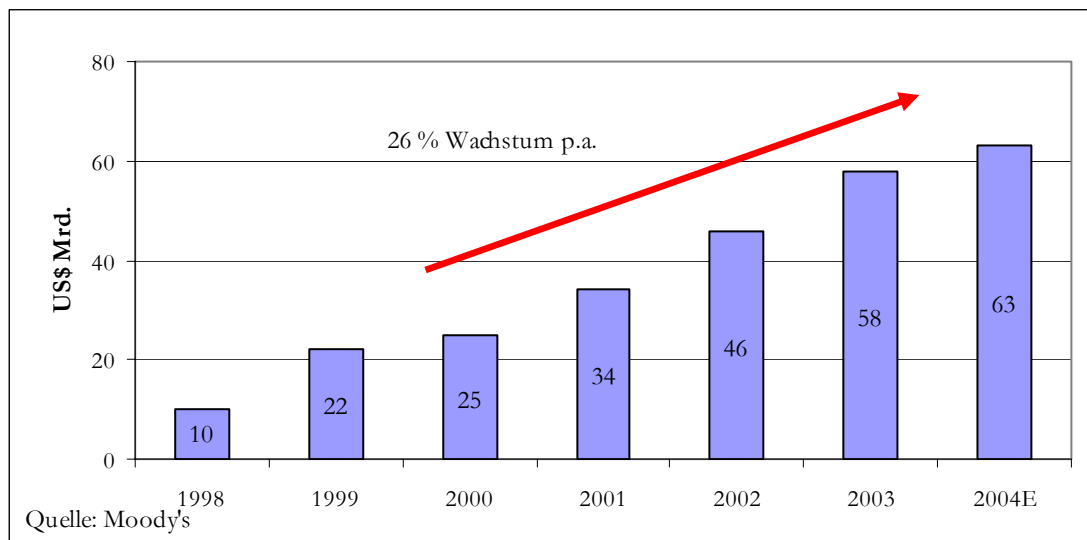
**Abbildung 10: Ausstehende europäische ABCP-Handelsforderungen**

Neben der Analyse der Transaktionen gibt die Höhe der ausstehenden verbrieften Forderungen Aufschluss über den Stand des europäischen ABCP-Marktes für Unternehmensforderungen. Anhand der von Moody's bereitgestellten Zahlen über ausstehende Handelsforderungen mit und ohne öffentlichem Rating wird der Stellenwert deutscher Unternehmensforderungen im europäischen Kontext ersichtlich (vgl. Abbildung 10).

Überraschend ist hierbei, dass Italien und Großbritannien, welche im gesamten Verbriefungsmarkt einen großen Anteil der Assets stellen, Handelsforderungen nur begrenzt verbiefen.<sup>52</sup> In Italien liegt dies sowohl an Steuergründen als auch an Unklarheiten im italienischen Insolvenzrecht.<sup>53</sup> Das geringe verbiefte Volumen in Großbritannien lässt sich auch nach Befragung von Experten nur schwer erklären. Eventuell ist dies eine Auswirkung der höheren Verbreitung von Factoring in Großbritannien.<sup>54</sup>

### **Marktwachstum:**

Über die letzten vier Jahre betrug das durchschnittliche jährliche Wachstum des ABCP-Marktes in Deutschland 26% (vgl. Abbildung 11). Dabei wird der deutschen ABCP-Markt als Markt deutscher Conduits definiert (für einen Überblick über die Volumina deutscher Conduits vgl. Abbildung des Anhangs 2).



**Abbildung 11: Volumen des ABCP-Marktes deutscher Conduits**

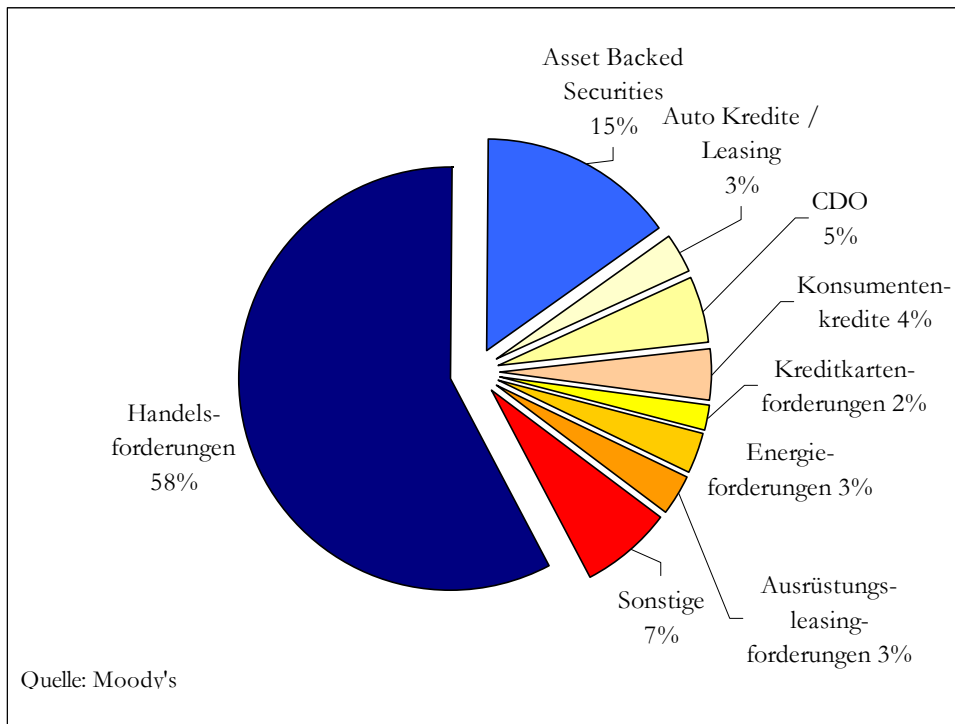
Das Wachstum im deutschen ABCP-Markt wird durch mehrere Faktoren bestimmt. Die Unternehmen profitieren von günstigeren Refinanzierungskosten im Vergleich zu Bankkrediten. Die Banken haben des Weiteren den Vorteil, ihren Kunden eine Finanzierung zur Verfügung zu stellen, ohne die eigene Bilanz zu belasten.<sup>55</sup> Im Rahmen von Basel II werden die Liquiditätslinien, welche bis jetzt größtenteils nicht mit Eigenkapital unterlegt werden müssen, unterlegungspflichtig. Dies wird die Kosten einer ABCP-Transaktion erhöhen. Allerdings besteht in Expertenkreisen keine Einigkeit über die Höhe der Kosten bzw. die genauen Auswirkungen für den ABCP-Markt. Moody's erwartet keine signifikante Änderung der Conduit-Aktivitäten, da der Hauptgrund für Conduits bestehen bleibt: Die Möglichkeit für Unternehmen sich günstig zu finanzieren und für Banken die Möglichkeit günstig Finanzierungen bereitzustellen.<sup>56</sup>

Der Anteil öffentlicher Transaktionen mit deutschen Handelsforderungen an den Transaktionen mit europäischen Handelsforderungen stieg im Jahr 2004 auf 37% (Wachstumsrate 27%). Dies belegt das überdurchschnittliche Wachstum der Verbriefungstransaktionen mit deutschen Handelsforderungen. Dieses Marktwachstum wird auch durch die von Moody's bereitgestellten Zahlen und Analyseberichte gestützt. Im Jahr 2004 betrug das Volumen deutscher, ausstehender, verbriefteter ABCP-Handelsforderungen € 2,9 Mrd. Neue Transaktionen mit öffentlichem Rating (Seller Additions) betragen in diesem Jahr alleine € 2,2 Mrd. Dies zeigt das enorme Wachstum der Verbriefung deutscher Handelsforderungen.

Moody's erwartet weiterhin ein deutliches Wachstum des ABCP-Marktes in Deutschland. Das größte Wachstumspotenzial wird in der Verbriefung von Handelsforderungen und insbesondere in der Verbriefung von Handelsforderungen durch mittelständische Unternehmen gesehen.<sup>57</sup> In diesem Zusammenhang wird das Wachstum des kleineren Marktsegments durch einen wachsenden Bekanntheitsgrad der innovativen Finanzierungsform getrieben werden.<sup>58</sup> Das noch geringe Niveau der Verbriefung von Handelsforderungen ist ein weiterer Indikator für die Entwicklungsfähigkeit des ABS-Marktes. Der Anzahl von ca. 5.500 Unternehmen (vgl. Tabelle 4), welche theoretisch eine Verbriefung von Handelsforderungen durchführen könnte, standen in 2004 nur knapp über 30 Transaktionen gegenüber.

### **6.1.2 Relative Markt-Potenzialschätzung durch Vergleich mit dem französischen ABCP-Markt**

Für eine Potenzialschätzung des deutschen Marktes für die Verbriefung von Handelsforderungen ist es möglich, die Verbriefungsdurchdringung des Forderungsbestandes, d.h. den Anteil der verbrieften Forderungen am Forderungsbestand, eines weiter entwickelten Marktes auf den deutschen zu übertragen. Im europäischen Vergleich bietet sich dazu insbesondere der französische Markt an, der mit einem ausstehenden ABCP-Volumen von ca. € 7 Mrd. den aktivsten Markt in diesem Segment darstellt (vgl. Abbildung 10). Damit kann die aktuelle Durchdringung des französischen Marktes als realistisches und umsetzbares Verbriefungspotenzial angesehen werden, sofern keine regulatorischen Hemmnisse bestehen, wie beispielsweise Steuerproblematiken in Italien. Das aktuell verbrieftes Volumen in Deutschland im gleichen Segment beläuft sich derzeit nur auf € 2,9 Mrd.<sup>59</sup>



**Abbildung 12: Zusammensetzung französischer von Moody's gerateter Conduits (Stand Oktober 2004)**

2004 betrug der Anteil von Handelsforderungen an französischen Conduits 58% (Vgl. Abbildung 12).

Bei einem derartigen Vergleich ist zu beachten, dass sich der europäische Markt insgesamt noch in einer rasanten Wachstumsphase befindet und somit auch die Verbriefungsdurchdringung des französischen Marktes noch nicht abgeschlossen ist. Für eine kurzfristige Schätzung sollte er jedoch ausreichend sein und mittel- bis langfristig als eine Untergrenze im Rahmen der Potenzialschätzungen gesehen werden.

Da keine Daten über den verbriefbaren Forderungsbestand in Frankreich vorliegen, muss sowohl für Deutschland als auch Frankreich eine Hilfsgröße ermittelt werden. Hierbei bieten sich das Bruttoinlandsprodukt, der gesamte kumulierte Umsatz in der Volkswirtschaft sowie der kumulierte Umsatz in den als verbriefungsfähig eingestuften Branchen an. Die Genauigkeit der Schätzung nimmt dabei von der erst- zur letztgenannten Referenzgröße zu. Diese Werte müssen für das in dem jeweiligen Land übliche Zahlungsverhalten (Forderungslaufzeit) adjustiert werden, um einen Proxy für den Forderungsbestand zu ermitteln. Schließlich wird das ausstehende französische Volumen zum französischen Proxy ins Verhältnis gesetzt, um die Verbriefungsdurchdringung in Frankreich zu ermitteln. Diese Maßzahl wird schließlich auf den deut-

schen Proxy angewandt. Tabelle 3 zeigt die Vorgehensweise für die drei verschiedenen Vergleichswerte. Teil A) listet die Ausgangswerte für Deutschland und Frankreich auf. Teil B) beschreibt die erste Schätzung unter Bezug auf das BIP. In Teil C) stellt der Forderungsbestand über alle Branchen, in Teil D) nur über ausgewählte Branchen die Bezugsgröße dar. Bei der Branchenselektion werden die folgenden Branchen der Eurostat Umsatzstatistik 2002 als im Wesentlichen verbriefungsfähig für Unternehmensforderungen eingestuft: Verarbeitendes Gewerbe, Energie- und Wasserversorgung sowie Handel. Ausgeschlossen wurden hingegen folgende nach Eurostat klassifizierte Branchen: Bergbau und Gewinnung von Steinen und Erden, Baugewerbe, Gastgewerbe, Verkehr- und Nachrichtenübermittlung sowie Grundstücke. Die Auswahl orientiert sich an den in Abschnitt 6.1.3 definierten Kriterien.

<b>A: Ausgangswerte</b>					
Bezugsland	BIP Schätzung 2004 <sup>1)</sup>	Umsatz 2002 <sup>1)</sup>	Umsatz in relevanten Branchen 2002 <sup>1)</sup>	Tage bis Zahlung <sup>2)</sup>	Ausstehende ABCP-Handelsforderungen <sup>3)</sup>
Deutschland	2.177.000	3.457.192	2.633.710	42	2.900
Frankreich	1.625.172	2.807.495	2.055.077	59	7.034

Quellen:

1) Eurostat [in € Mio.]

2) Creditreform 2004: Zahlungsverhalten in Europa im Jahr 2004

3) Moody's [in € Mio.]

<b>B: Bezugsgröße Bruttoinlandsprodukt</b>		
$BIP * Tage / 360 = V$	Ausstehende ABCP / V	Hochrechnung Deutschland
253.983	1,142%	
266.348	2,641%	<b>6.708</b>

<b>C: Bezugsgröße Forderungsbestand (alle Branchen)</b>		
Forderungsbestand = Umsatz * Tage / 360	Ausstehende ABCP / Forderungsbestand	Hochrechnung Deutschland
403.339	0,72%	2.900
460.117	1,53%	<b>6.166</b>

<b>D: Bezugsgröße Forderungsbestand (ausgewählte Branchen)</b>		
Forderungsbestand in den relevanten Branchen = Umsatz * Tage / 360	Ausstehende ABCP / Forderungsbestand	Hochrechnung Deutschland
307.266	0,94%	2.900
336.804	2,09%	<b>6.417</b>

**Tabelle 3: Marktvergleich Frankreich—Deutschland**

Tabelle 3 zeigt die verschiedenen Schätzwerte unter Anlehnung an den französischen Markt. Sie befinden sich in einer Bandbreite von € 6,2 Mrd. bis € 6,7 Mrd. Der Wert von € 6,4 Mrd., der durch die Schätzung über den Forderungsbestand in den verbriefungsfähigen Branchen gewonnen wurde, hat die größte Aussagekraft. Es ist zu erwarten, dass die Verbriefung deut-

scher Handelsforderungen, falls es keine strukturellen Veränderungen geben sollte, in den nächsten Jahren zumindest dieses Volumen erreicht. Davon wird in der Folge der Studie auch ausgegangen.

### **6.1.3 Vorhandener Forderungsbestand in deutschen Unternehmen**

Neben der Betrachtung der Marktsituation ist es angebracht, den für Verbriefungstransaktionen geeigneten Forderungsbestand in Deutschland zu ermitteln. Da diese Studie einen positiven Effekt der Verbriefungstransaktionen auf Investitionsverhalten und Steuereinnahmen prognostiziert, ist es angeraten, das Marktpotenzial tendenziell eher zu unterschätzen. Daher werden im Rahmen der folgenden Berechnungen alle Schätzungen konservativ ausgelegt.

Zur Ermittlung des verbiefungsfähigen Forderungsbestands in Deutschland wurde zum einen auf die Umsatzsteuerstatistik 2002 des Statistischen Bundesamtes<sup>60</sup>, zum anderen auf Auswertungen der Deutschen Bundesbank und des Giro- und Sparkassenverbandes, die für diese Studie angefertigt wurden, zurückgegriffen.

#### **Branchenselektion**

Aus der Menge aller in Deutschland aktiven Unternehmen werden zunächst diejenigen Branchen eliminiert, die für eine Verbriefung ihrer Forderungen nicht infrage kommen. Als Gründe für einen Ausschluss wurden identifiziert und in Experteninterviews bestätigt:

- Klumpenrisiken, Unternehmen mit wenigen, großen Kunden
- schlechte Bonitäten
- überwiegend Barzahlungen, d.h. nicht vorhandener Forderungsbestand
- keine Unternehmen in den relevanten Größenklassen, d.h. auch kein Forderungsbestand

**über € 250 Million Umsatz**

	Anzahl	Umsatz T€	Forderungen / Umsatz	Forderungs- bestand T€
D Verarbeitendes Gewerbe ohne 34.3 <sup>1</sup>	592	782.193.538	5,8% <sup>1</sup>	45.367.225
E Energie und Wasserversorgung	120	133.894.282	11,2% <sup>1</sup>	14.996.160
51 Handel und Großhandel (ohne Kfz)	300	306.230.574	6,5% <sup>1</sup>	19.904.987
63.4 Spedition, sonstige Verkehrsvermittlung	17	9.650.440	6,1% <sup>2</sup>	588.677
85.11 Krankenhäuser <sup>1</sup>	12	4.907.625	6,1% <sup>2</sup>	299.365
92 Kultur, Sport und Unterhaltung	20	14.325.682	6,1% <sup>2</sup>	873.867
<b>Summe</b>	<b>1.061</b>	<b>1.251.202.141</b>		<b>82.030.281</b>

**€ 100 bis € 250 Millionen Umsatz**

	Anzahl	Umsatz T€	Forderungen / Umsatz	Forderungs- bestand T€
D Verarbeitendes Gewerbe ohne 34.3 <sup>1</sup>	970	147.765.672	8,9% <sup>1</sup>	13.151.145
E Energie und Wasserversorgung	87	13.817.980	14,8% <sup>1</sup>	2.045.061
51 Handel und Großhandel (ohne Kfz)	532	80.518.029	10,0% <sup>1</sup>	8.051.803
63.4 Spedition, sonstige Verkehrsvermittlung	36	5.167.919	9,3% <sup>2</sup>	480.616
85.11 Krankenhäuser <sup>1</sup>	19	3.209.061	9,3% <sup>2</sup>	298.443
92 Kultur, Sport und Unterhaltung	24	3.744.024	9,3% <sup>2</sup>	348.194
<b>Summe</b>	<b>1.668</b>	<b>254.222.685</b>		<b>24.375.262</b>

**€ 50 bis € 100 Millionen Umsatz**

	Anzahl	Umsatz T€	Forderungen / Umsatz	Forderungs- bestand T€
D Verarbeitendes Gewerbe ohne 34.3 <sup>1</sup>	1.560	109.131.480	9,4% <sup>1</sup>	10.258.359
E Energie und Wasserversorgung	127	8.728.783	16,2% <sup>1</sup>	1.414.063
51 Handel und Großhandel (ohne Kfz)	948	65.935.416	10,5% <sup>1</sup>	6.923.219
63.4 Spedition, sonstige Verkehrsvermittlung	66	4.474.699	9,8% <sup>2</sup>	438.521
85.11 Krankenhäuser <sup>1</sup>	37	2.688.346	9,8% <sup>2</sup>	263.458
92 Kultur, Sport und Unterhaltung	25	1.709.871	9,8% <sup>2</sup>	167.567
<b>Summe</b>	<b>2.763</b>	<b>192.668.595</b>		<b>19.465.186</b>

<sup>1</sup> Verteilung extrapoliert

<sup>2</sup> Wert aus übergeordneter Klasse

**Tabelle 4: Ermittlung verbrieftbarer Forderungsbestand**

Die Auswahl anhand der Branchen ist in Tabelle des Anhangs 6, folgende, dokumentiert. Sie wurde ebenfalls in Experteninterviews diskutiert und bestätigt. Ein Ausschluss einer Branche bedeutet hierbei nicht, dass die Verbriefung von Forderungen definitiv nicht möglich wäre, sondern äußerst unwahrscheinlich ist und daher die Forderungen nicht zum Verbriefungspotenzial hinzugezählt werden sollten. Aus den Oberklassen I (Verkehr und Nachrichtenübermittlung), N (Gesundheits-, Veterinär- und Sozialwesen) sowie O (Erbring. sonst. öffentlicher u. persönlicher Dienstleistungen) wurde jeweils nur eine Unterklasse (I: 63.4 Spedition, sonstige Verkehrsvermittlung; N: 85.11 Krankenhäuser; O: 92 Kultur, Sport und Unterhaltung) als verbriefungsfähige Forderungen enthaltend identifiziert. Der Forderungsbestand dieser ausgewählten Branchen ist im Vergleich zu dem restlichen verbriefungsfähigen Forderungsbestand gering, soll jedoch der Vollständigkeit halber genannt werden. Insbesondere die Verbriefung von Krankenhausforderungen wurde in Experteninterviews als mögliche interessant Finanzierungsform der Krankenhäuser genannt. Auf eine ausführlichere Beurteilung der Verbriefungsmöglichkeiten in diesem Sektor wurde, wegen fehlender Signifikanz aufgrund seiner vergleichsweise geringen Größe, in dieser Studie verzichtet.

Die beschriebenen Kriterien führen in den drei Umsatzklassen zu dem Ausschluss von Unternehmen mit einem Umsatzanteil an der jeweiligen Größenklasse von 29,8% bis 32,9%.

### **Umsätze der identifizierten Branchen**

Für die ausgewählten Branchen wurden anhand der Umsatzsteuerstatistik die Anzahl der Unternehmen sowie deren aggregierte Umsätze ermittelt und addiert. Tabelle 4 zeigt diese Ergebnisse. Da für die Klassen 34.3 und 85.11 keine nach Größenklassen aufgeschlüsselten Werte vorlagen, wurden diese anhand der Größenverteilung in der jeweils übergeordneten Klasse extrapoliert. Beide Klassen sind jedoch aufgrund ihrer geringen Größe von untergeordneter Bedeutung.

### **Forderungsbestand in den relevanten Größenklassen**

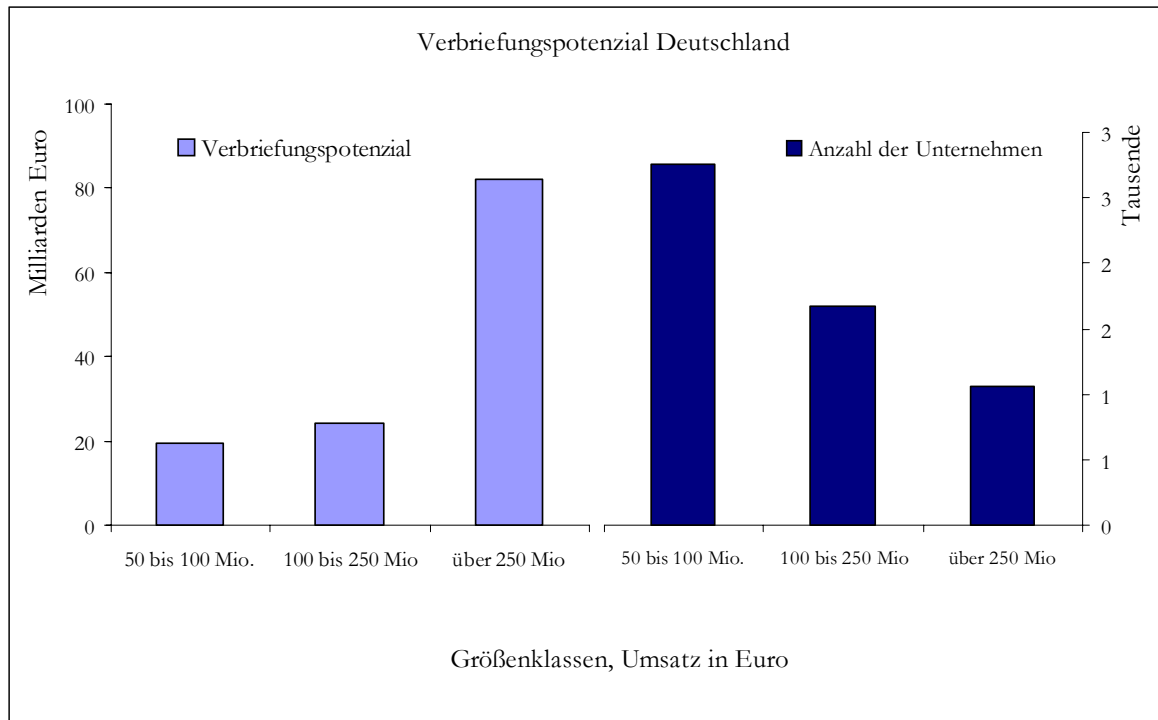
Die Deutsche Bundesbank sowie der Giro- und Sparkassenverband ermittelte für diese Studie u.a. die Verhältniszahl „Forderungsbestand zu Umsatz“ für deutsche Unternehmen, gruppiert nach Größenklassen. Da die oben erwähnte Bundesbankstatistik des Weiteren nach Branchen untergliedert ist, wurden diese Daten in den folgenden Untersuchungen verwendet und auf

aggregierter Ebene auf Plausibilität durch die Daten des Giro- und Sparkassenverbandes geprüft. Die einzelnen Verhältniszahlen liegen als mit dem Umsatz gewichtete Mittelwerte vor.

Aus datenschutztechnischen Gründen konnten die Größenklassen in der Branchenaufgliederung der Bundesbank nicht so fein wie benötigt dargestellt werden. Daher wurden die fehlenden Werte, basierend auf der Verteilung in den übergeordneten Klassen, extrapoliert. Für einige Branchen lagen keine Werte vor, hier wurde ebenfalls auf die übergeordnete Klasse zurückgegriffen.<sup>61</sup>

Betrachtet wurden drei Größenklassen von Unternehmen. Unternehmen mit über € 250 Mio., mit € 100 Mio. bis € 250 Mio. und mit € 50 Mio. bis € 100 Mio. Umsatz pro Jahr. Wie in Abschnitt 6.1.1 analysiert, verbriefen momentan nur Unternehmen aus der größten Umsatzklasse in signifikantem Umfang ihre Forderungen. Die beiden kleineren Größenklassen werden dennoch betrachtet, da hier für zukünftige Entwicklungen Verbriefungspotenzial vorhanden ist.

Die Analyse kommt zu dem Ergebnis, dass ca. 5.500 Unternehmen in Deutschland aufgrund ihres Umsatzes und des branchendurchschnittlichen Forderungsbestandes für die Verbriefung ihrer Handelsforderungen infrage kommen. Dies steht im Widerspruch zur Abschätzung von Moody's, die 30.000 potenzielle Verbriefungsunternehmen in Deutschland sehen.<sup>62</sup> Dieser Wert erscheint zu optimistisch und ist durch die vorliegende Analyse nicht zu bestätigen.<sup>63</sup> Der gesamte Forderungsbestand in den relevanten Größenklassen und Branchen beträgt ca. € 126 Mrd.



**Abbildung 13: Verbriefungspotenzial in Deutschland**

Abbildung 13 veranschaulicht die Verteilung der potenziellen Verbriefungsvolumina sowie die Anzahl der für eine Verbriefung infrage kommenden Unternehmen in den relevanten Größenklassen. Das Verbriefungspotenzial in den beiden kleineren Klassen ist nicht zu unterschätzen. Insbesondere die Anzahl derjenigen Unternehmen, die durch eine Verbriefungstransaktion ihr Finanzierungsportfolio erweitern können ist beachtlich. Ziel der Gesetzgebung in Deutschland sollte es daher sein, diesen Unternehmen den Zugang zum Verbriefungsmarkt zu erleichtern.

### 6.1.4 Mögliche Entwicklungen

Aufbauend auf der Status-quo-Analyse des Verbriefungsmarktes für Handelsforderungen in Deutschland in Abschnitt 6.1.1 werden mögliche Entwicklungspfade für die nächsten fünf Jahre aufgezeigt. Diese Prognose wird Grundlage für die Abschätzung der steuerlichen Effekt in Abschnitt 8.1 sein.

Je nach Gesetzgebung wird zum einen die Entwicklung ohne Befreiung und zum anderen mit Befreiung der Verbriefungsgesellschaften von der Hinzurechnung der Dauerschuldzinsen analysiert.

## Entwicklung ohne Gesetzesänderung

Wie in den vorhergehenden Abschnitten beschrieben, existieren nennenswerte Verbriefungsaktivitäten zurzeit nur im Segment der Unternehmen mit einem Umsatz über € 250 Mio. Kleinere Unternehmen partizipieren aus Kostengründen sowie aus Abneigung gegen die Nutzung von Verbriefungsgesellschaften im Ausland nicht am Verbriefungsmarkt. Dies wird sich ohne Gesetzesänderung nicht wesentlich ändern. Da zusätzlich die Standardisierung und die Kosteneinsparungen nach Aussage der Experteninterviews ohne einen nennenswerten Nachfrage- druck an Transaktionen in den kleinsten Verbriefungsklassen nicht weiter zu erhöhen sind, umfasst das Verbriefungspotenzial ohne Gesetzesänderung nur die Forderungen der Unter- nehmen mit einem Umsatz über € 250 Mio. Einzelne Transaktionen kleineren Volumens (un- ter € 25 Mio.) sind nicht auszuschließen und in 2004 bereits vorgekommen, in Summe sind sie jedoch zu vernachlässigen.

Diese Szenario (keine Gesetzesänderung) wird im Folgenden mit zwei Wachstumspfaden un- terlegt. Aufgrund des starken Wachstums wird angenommen, dass eine Marktdurchdringung wie gegenwärtig in Frankreich innerhalb der nächsten fünf Jahre mindestens erreicht werden kann. Es wurde daher zunächst ein pessimistischer, degressiver Wachstumspfad („Schwach- es Wachstum“) angenommen, so dass am Ende der 5-Jahres-Periode die Marktdurchdringung in etwa der heutigen Durchdringung in Frankreich entspricht.

Ein zweiter, ebenfalls degressiver Wachstumspfad („Starkes Wachstum“) schreibt die Wach- tumsraten auf einem höheren Niveau fort. Für 2005 wird eine konservative Wachstumsrate von 80% angenommen werden. Hiermit wird der aktuellen Abkühlung des gesamten ABCP- Marktes unter Beachtung des dennoch starken Trade-Receivables-Segmentes Rechnung getra- gen. Da bei Fortschreibung dieser sehr hohen Wachstumsraten in kürzester Zeit das gesamte Forderungspotenzial verbrieft würde, was aus offensichtlichen Gründen nicht realistisch ist, soll die Wachstumsrate in den folgenden Jahren stufenweise auf 20% abgeschmolzen werden. Am Ende des 5-Jahres-Zeitraumes wird in diesem Szenario so eine Verbriefung von ca. 35% des Forderungsbestandes angenommen (siehe Tabelle 5).

Die so ermittelten Wachstumspfade wurden in Experteninterviews diskutiert und als realisti- sche, mögliche Entwicklung bestätigt.

Prognose ohne Gesetzesänderung		2004	2005	2006	2007	2008	2009
	Potenzial, €	82.030.281.000	82.030.281.000	82.030.281.000	82.030.281.000	82.030.281.000	82.030.281.000
Starkes Wachstum	Wachstumsrate		80%	60%	50%	40%	20%
	Outstanding, €	2.899.830.801	5.219.695.441	8.351.512.706	12.527.269.059	17.538.176.683	21.045.812.020
	% des Potenzials	3,54%	6,36%	10,18%	15,27%	21,38%	25,66%
Schwachtes Wachstum	Wachstumsrate		40%	20%	15%	10%	10%
	Outstanding, €	2.899.830.801	4.059.763.121	4.871.715.745	5.602.473.107	6.162.720.418	6.778.992.460
	% des Potenzials	3,54%	4,95%	5,94%	6,83%	7,51%	8,26%
	Potenzial	Forderungsbestand der Unternehmen mit Umsatz über € 250 Mio.					

**Tabelle 5: Wachstumsprognose Handelsforderungen ohne Gesetzesänderung**

## Entwicklung mit Gesetzesänderung

Sollte es zu einer Gesetzesänderung kommen, werden mehrere, oben identifizierte Barrieren beseitigt. Zum einen entfällt das Risiko einer gewerbesteuerlichen Belastung durch Annahme einer Betriebsstätte in Deutschland. ABS-Transaktionen mit Verbriefungsgesellschaften in Deutschland sind außerdem einfacher zu strukturieren, da weniger Rechtsräume beachtet werden und ausländische Juristen in geringerem Maße einbezogen werden müssen. Dies senkt die Verbriefungskosten. Zusätzlich wird die Abneigung des Mittelstandes gegen die Verbriefungstransaktion über „ausländische Inselstaaten“ durch die Möglichkeit der Verbriefung in Deutschland ausgeräumt. Es ist daher davon auszugehen, dass zunächst die Klasse der Unternehmen mit einem Umsatz zwischen € 100 Mio. und € 250 Mio. mit nennenswerten Transaktionsvolumina in den Markt eintreten werden. In diesem Segment liegen die Verbriefungskosten bereits heute sehr nah an der Rentabilitätsgrenze,<sup>64</sup> so dass durch eine Gesetzesänderung mögliche Standardisierungen und der Wegfall der Unsicherheiten zu verstärkten Verbriefungstransaktionen dieser Größenklasse führen wird.

Die dadurch erhöhte Transaktionsanzahl wird zu einer weiteren Standardisierung führen, so dass mit etwas Verzögerung Verbriefungen mit einem Volumen von € 5 Mio. bis € 10 Mio. (entspricht ca. einem Umsatz von € 50 Mio. bis € 100 Mio.) möglich sein werden. Experteninterviews sowie das vorgestellte Pricing-Modell unterstützen die Aussage, dass Verbriefungen dieser Größenklasse nach realistischen Preissenkungen im Bereich des Realisierbaren liegen.

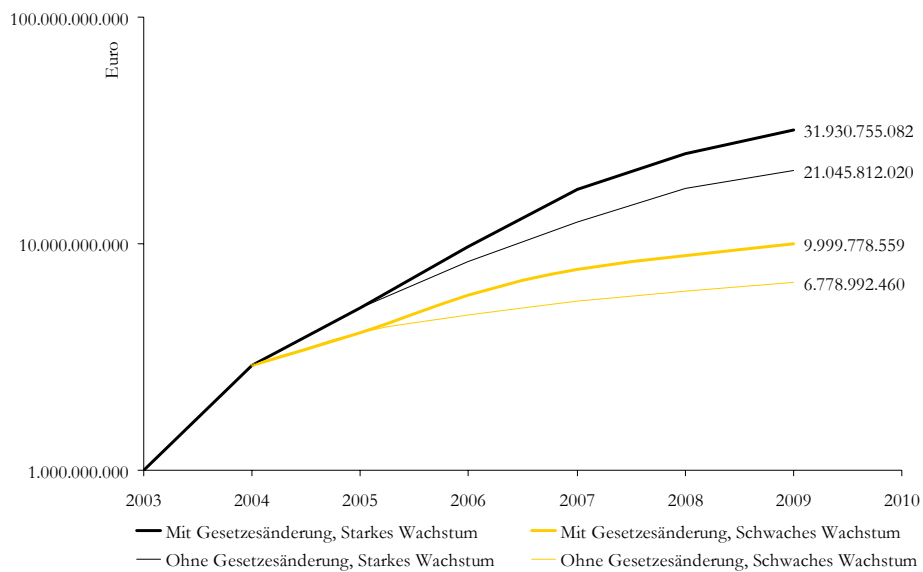
Es wird auch in diesem Szenario ein pessimistischer und ein optimistischer Wachstumspfad angenommen. Durch den Eintritt von Unternehmen weiterer Größenklassen in den Verbriefungsmarkt steigt das potenzielle Verbriefungsvolumen sukzessive an. Es wird angenommen, dass die neu in den Verbriefungsmarkt eintretenden Unternehmen die Entwicklungen der Un-

ternehmen aus den jeweils größeren Umsatzsteuerklassen mit Verzögerung nachvollziehen, jedoch durch die besseren Ausgangsbedingungen ein stärkeres Anfangswachstum ihres Vertriebungsvolumens besitzen. Daher wird die Marktdurchdringung der jeweils übergeordneten Umsatzklasse mit Verzögerung auf die untergeordneten Klassen projiziert. Zusätzlich wird in beiden Wachstumspfaden durch die Kosteneinsparungen aufgrund der angenommenen Gesetzesänderung ein zusätzlicher Wachstumsimpuls modelliert (siehe Tabelle 6).

Prognose mit Gesetzesänderung		2004	2005	2006	2007	2008	2009
Starkes Wachstum	Potenzial A, €	<b>82.030.281.000</b>	<b>82.030.281.000</b>	<b>82.030.281.000</b>	<b>82.030.281.000</b>	<b>82.030.281.000</b>	<b>82.030.281.000</b>
	Wachstumsrate		80%	70%	70%	40%	20%
	Outstanding, €	2.899.830.801	5.219.695.441	8.873.482.250	15.084.919.826	21.118.887.756	25.342.665.307
	% of Potenzial A	3,54%	6,36%	10,82%	18,39%	25,75%	30,89%
	Potenzial B, €			<b>24.375.262.000</b>	<b>24.375.262.000</b>	<b>24.375.262.000</b>	<b>24.375.262.000</b>
	Outstanding, €			861.683.450	1.551.030.210	2.636.751.357	4.482.477.306
	% of Potenzial B			3,54%	6,36%	10,82%	18,39%
	Potenzial C, €				<b>19.465.186.000</b>	<b>19.465.186.000</b>	<b>19.465.186.000</b>
	Outstanding, €				688.108.650	1.238.595.570	2.105.612.469
	% of Potenzial C				3,54%	6,36%	10,82%
Potenzial A+B+C, €	<b>82.030.281.000</b>	<b>82.030.281.000</b>	<b>106.405.543.000</b>	<b>125.870.729.000</b>	<b>125.870.729.000</b>	<b>125.870.729.000</b>	
Wachstumsrate		80,00%	86,51%	77,95%	44,27%	27,75%	
Summe Outstanding, €	2.899.830.801	5.219.695.441	9.735.165.700	17.324.058.685	24.994.234.682	31.930.755.082	
% of Potenzial A+B+C	3,54%	6,36%	9,15%	13,76%	19,86%	25,37%	
Schwachtes Wachstum	Potenzial A, €	<b>82.030.281.000</b>	<b>82.030.281.000</b>	<b>82.030.281.000</b>	<b>82.030.281.000</b>	<b>82.030.281.000</b>	<b>82.030.281.000</b>
	Wachstumsrate		40%	25%	15%	10%	10%
	Outstanding, €	2.899.830.801	4.059.763.121	5.074.703.901	5.835.909.487	6.419.500.435	7.061.450.479
	% of Potenzial A	3,54%	4,95%	6,19%	7,11%	7,83%	8,61%
	Potenzial B, €			<b>24.375.262.000</b>	<b>24.375.262.000</b>	<b>24.375.262.000</b>	<b>24.375.262.000</b>
	Outstanding, €			861.683.450	1.206.356.830	1.507.946.037	1.734.137.943
	% of Potenzial B			3,54%	4,95%	6,19%	7,11%
	Potenzial C, €				<b>19.465.186.000</b>	<b>19.465.186.000</b>	<b>19.465.186.000</b>
	Outstanding, €				688.108.650	963.352.110	1.204.190.137
	% of Potenzial C				3,54%	4,95%	6,19%
Potenzial A+B+C, €	<b>82.030.281.000</b>	<b>82.030.281.000</b>	<b>106.405.543.000</b>	<b>125.870.729.000</b>	<b>125.870.729.000</b>	<b>125.870.729.000</b>	
Wachstumsrate		40%	46,22%	30,22%	15,01%	12,47%	
Summe Outstanding, €	2.899.830.801	4.059.763.121	5.936.387.351	7.730.374.966	8.890.798.582	9.999.778.559	
% of Potenzial A+B+C	3,54%	4,95%	5,58%	6,14%	7,06%	7,94%	
Potenzial A	Forderungsbestand der Unternehmen mit Umsatz über € 250 Mio.						
Potenzial B	Forderungsbestand der Unternehmen mit Umsatz zwischen € 100 Mio. und € 250 Mio.						
Potenzial C	Forderungsbestand der Unternehmen mit Umsatz zwischen € 50 Mio. und € 100 Mio.						

**Tabelle 6: Wachstumsprognose Handelsforderungen mit Gesetzesänderung**

Da die Wachstumsraten der Volkswirtschaft im Vergleich zu den Wachstumsraten der Vertriebungsmärkte vernachlässigbar klein sind, wird das Forderungspotenzial über den Prognosezeitraum von fünf Jahren als konstant angenommen. Abbildung 14 sowie die Abbildung des Anhangs 3 veranschaulichen die gewählten Wachstumspfade.



**Abbildung 14: Prognostiziertes Wachstum, logarithmisch skaliert**

Wie oben beschrieben, würde eine Gesetzesänderung sowie die sich daran anschließende weitere Standardisierung des Verbriefungsprozesses die Verbriefungskosten senken. Dieser Effekt ist schwer quantifizierbar. Da die Anzahl der kleinen Verbriefungen jedoch parallel zunehmen wird, könnten sich die durchschnittlichen, volumengewichteten Verbriefungskosten dennoch erhöhen. Dieser zweite Effekt soll ungefähr abgeschätzt werden. Anhand durchschnittlicher Verbriefungsgrößen in den drei Größenklassen sowie des prognostizierten ausstehenden Verbriefungsvolumens können für den Prognosezeitraum, basierend auf der heutigen Kostenstruktur, durchschnittliche Verbriefungskosten ermittelt werden. Tabelle 7 zeigt die Ergebnisse dieser Berechnung. Im Szenario des „Schwachen Wachstums“ steigen die durchschnittlichen Kosten stärker an, da die kleineren Größenklassen hier ein stärkeres relatives Gewicht erhalten. Zu beachten ist, dass Tabelle 7 die Kostensenkungseffekte (Standardisierung durch SPV in Deutschland, Wegfall Betriebsstättenrisiko, ...) nicht beinhaltet, da diese, wie oben erwähnt, nur schwer quantifizierbar sind. Die prognostizierten Verbriefungskosten werden daher tendenziell zu hoch geschätzt, was zu einer konservativen Gesamtschätzung führt..

Verbriefungskosten nach Gesetzesänderung	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Schwaches Wachstum	2,73%	2,73%	2,92%	3,08%	3,13%	3,16%
Starkes Wachstum	2,73%	2,73%	2,85%	2,91%	2,95%	3,02%

**Tabelle 7: Durchschnittliche Verbriefungskosten, ohne Standardisierungseffekte**

Ohne Gesetzesänderung werden Unternehmen der beiden kleineren Größenklassen nicht nennenswert am Verbriefungsmarkt teilnehmen. Die durchschnittlichen Verbriefungskosten sollten daher nicht nennenswert steigen und werden als konstant angenommen.

### Bedeutung für das Investitionsvolumen

Vergleicht man das für 2009 prognostizierte Volumen der ausstehenden Verbriefungen mit dem heutigen, stellt die Differenz beider Werte die durch die Verbriefungstransaktion in den Unternehmen geschaffene Liquidität dar. Neue Verbriefungen erhöhen die ausstehenden Commercial Papers, auslaufende Programme reduzieren sie. Die Differenz stellt also die Zuflüsse abzüglich der Abflüsse dar. Unter Zuhilfenahme der oben begründeten Annahme, dass 55% der Liquidität für Investitionen genutzt werden, kann für die Szenarien eine Steigerung des Investitionsvolumens zwischen € 2 und ca. € 16 Mrd. innerhalb der nächsten fünf Jahre prognostiziert werden.

	Schwachtes Wachstum	Starkes Wachstum
<b>Ohne Gesetzesänderung</b>		
Outstanding 2009	€ 6.778.992.460	€ 21.045.812.020
Outstanding 2004	€ 2.899.830.801	€ 2.899.830.801
Finanzierungszunahme	€ 3.879.161.659	€ 18.145.981.219
Investitionen	€ 2.133.538.912	€ 9.980.289.670
<b>Mit Gesetzesänderung</b>		
Outstanding 2009	€ 7.061.450.479	€ 31.930.755.082
Outstanding 2004	€ 2.899.830.801	€ 2.899.830.801
Finanzierungszunahme	€ 4.161.619.678	€ 29.030.924.281
Investitionen	€ 2.288.890.823	€ 15.967.008.354
<b>Differenz durch Gesetzesänderung</b>		
Outstanding 2009	€ 282.458.019	€ 10.884.943.062
Outstanding 2004	€ 0	€ 0
Finanzierungszunahme	€ 282.458.019	€ 10.884.943.062
Investitionen	€ 155.351.911	€ 5.986.718.684
Annahme: Investitionsquote = 55%		

Tabelle 8: Effekte auf das Investitionsvolumen

Die unmittelbaren Auswirkungen der geforderten Gesetzesänderung lassen sich durch Differenzbildung der Werte mit und ohne Gesetzesänderung ermitteln. Bedingt durch die Gesetzesänderung würde in den nächsten fünf Jahren das Investitionsvolumen zwischen € 155 Mio. und knapp € 6 Mrd. steigen, d.h. es besteht die Chance, das Investitionsvolumen in Deutschland durch die Förderung des Verbriefungsmarktes um im Durchschnitt € 1,2 Mrd. pro Jahr in den nächsten fünf Jahren zu steigern.

Wie oben erwähnt, wird für 2005 ein Investitionsvolumen in Höhe von € 151,3 Mrd. in Deutschland erwartet. Eine Steigerung um € 1,2 Mrd. ist gleichbedeutend mit einer Steigerung um 0,8 %.

## ***6.2 Factoring-Forderungen***

Neben der Analyse des Marktpotenzials für die Verbriefung von Handelsforderungen soll im Rahmen dieser Studie auch das Potenzial der Verbriefung von Factoring-Forderungen untersucht sowie steuerliche Auswirkungen einer Gesetzesänderung abgeschätzt werden.

### **6.2.1 Factoring-Markt in Deutschland**

Der Factoring-Markt ist in Deutschland im Vergleich zum europäischen Ausland unterentwickelt. Erst 6% der europäischen Factoring-Umsätze stammen aus Deutschland, während Großbritannien mit 29% und Italien mit 24%, insbesondere im Verhältnis zu ihrer Wirtschaftsleistung (BIP), wesentlich mehr Forderungen an Factoren verkaufen.<sup>65</sup> Ca. 3.000 deutsche Unternehmen beteiligen sich am Factoring und übertragen ihre Forderungen an ca. 50 Factoring-Unternehmen. Im deutschen Factoring-Verband sind 20 Factoring-Unternehmen zusammengeschlossen und erwirtschaften einen Marktanteil von ca. 95%.<sup>66</sup> Sie erzielten in 2004 einen Umsatz von € 45,31 Mrd. nach € 35,08 Mrd. in 2003 (Wachstumsrate 29%).<sup>67</sup> Factoring-Unternehmen kaufen Handelsforderungen ihrer Kunden an und übernehmen in der Regel das Servicing der Forderungen. Die Verbriefung der angekauften Forderungen verläuft analog zur direkten Verbriefung durch den Forderungsverkäufer. Das Factoring-Unternehmen übernimmt eine der Ankaufs-Zweckgesellschaft ähnliche Rolle.

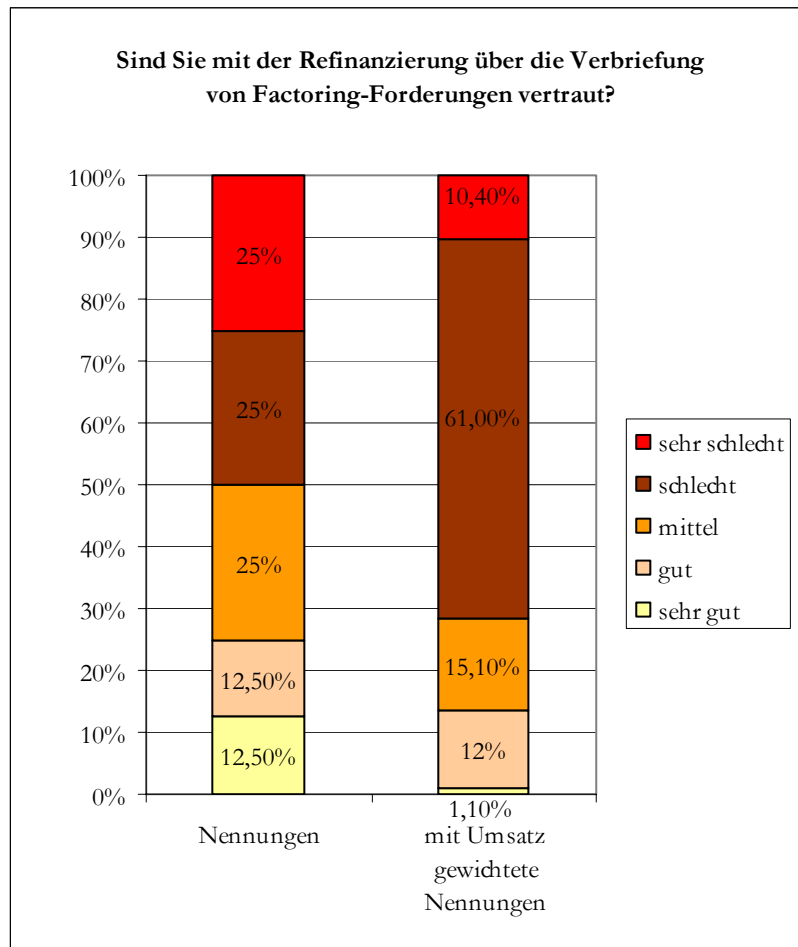
## 6.2.2 Ergebnisse der Erhebung

Um das Finanzierungsverhalten und die Einstellungen der Factoring-Unternehmen zur Refinanzierung über Forderungsverbriefungen zu untersuchen, wurde in Zusammenarbeit mit dem Deutschen Factoring-Verband in der Zeit vom 31. Januar 2005 bis zum 20. Februar 2005 eine schriftliche Umfrage unter den 20 Verbandsmitgliedern durchgeführt. Nach Ablauf der Rückmeldefrist hatten acht Unternehmen an der Umfrage teilgenommen. Ein telefonisches Nachfassen unter den Verbandsmitgliedern war nicht möglich. Die Rücklaufquote lag daher bei 40%. Allerdings decken die Umfrageteilnehmer mit einem aggregierten Jahresumsatz im Jahr 2004 in Höhe von € 22,8 Mrd. ca. 50% des deutschen Factoring-Marktes ab.

Fünf der acht teilnehmenden Unternehmen sind an eine Bank angeschlossen, drei operieren unabhängig von einer Bank. Von den acht teilnehmenden Unternehmen hat nur ein Unternehmen bereits eine Verbriefungstransaktion durchgeführt, drei weitere planen eine Verbriefung. Obwohl die Anzahl der teilnehmenden Unternehmen für statistische Testverfahren zu gering ist, werden aufgrund der hohen Marktabdeckung im Folgenden einige beschreibende Auswertungen vorgestellt. Auf die Auswertung der transaktionsbezogenen Fragen wird aufgrund der zu kleinen Teilstichprobe jedoch verzichtet.

### Wissensstand

Zunächst wurde nach der subjektiven Einschätzung der Unternehmen bzgl. ihres Wissens über die Verbriefung von Factoring-Forderungen gefragt. 25% der Unternehmen gaben an, „sehr gut“ und „gut“ mit dem Thema vertraut zu sein. Gewichtet man allerdings die Antworten mit dem Factoring-Umsatz des Unternehmens, sinkt diese Quote auf 13,1%. Von den Factoring-Unternehmen, die an der Umfrage teilgenommenen haben, sind also die kleineren Unternehmen besser über Verbriefungsmöglichkeiten informiert. Da in der Stichprobe die bankunabhängigen Unternehmen kleiner sind (durchschnittlicher Jahresumsatz € 870 Millionen) als bankabhängige Unternehmen (durchschnittlicher Jahresumsatz € 4,0 Mrd.) kann dies darauf hindeuten, dass bankabhängige Unternehmen sich bisher nicht mit dem Verbriefungsmarkt beschäftigen, da ihre Finanzierung über ihre jeweilige Muttergesellschaft gesichert ist.



**Abbildung 15: Verbreitung des Verbriefungswissen**

### **Gründe für die Verbriefung von Factoring-Forderungen**

Zur Bewertung des Marktpotenzials sind die Aussagen derjenigen Unternehmen, welche Gründe besonders für bzw. besonders gegen eine Verbriefungstransaktion sprechen, zu untersuchen. Die Unternehmen wurden daher gebeten, ihre Einschätzungen zu jeweils vier, in Experteninterviews zuvor identifizierten Gründen zu geben. Die Bewertungsskala wurde in fünf Abschnitte von eins (sehr schwach) bis fünf (sehr stark) unterteilt. Zunächst werden die Gründe für eine Verbriefung von Factoring-Forderungen analysiert (siehe Abbildung 16). Auffallend ist, dass die Senkung der Refinanzierungskosten eine untergeordnete Bedeutung spielt. Insbesondere an Banken angeschlossene Factoring-Unternehmen bewerten die Refinanzierungskosten als schwachen Grund für die Verbriefung ihrer Forderungen. Bankenunabhängige Unternehmen hingegen bewerten die Refinanzierungskosten als starken Verbriefungsgrund. Entgegengesetzte Tendenzen sind bei der Bewertung der Bilanzentlastung festzustellen. Diese be-

werten die bankabhängigen Unternehmen als stärkeren Grund als bankunabhängige Factoren (Siehe Abbildung 17).

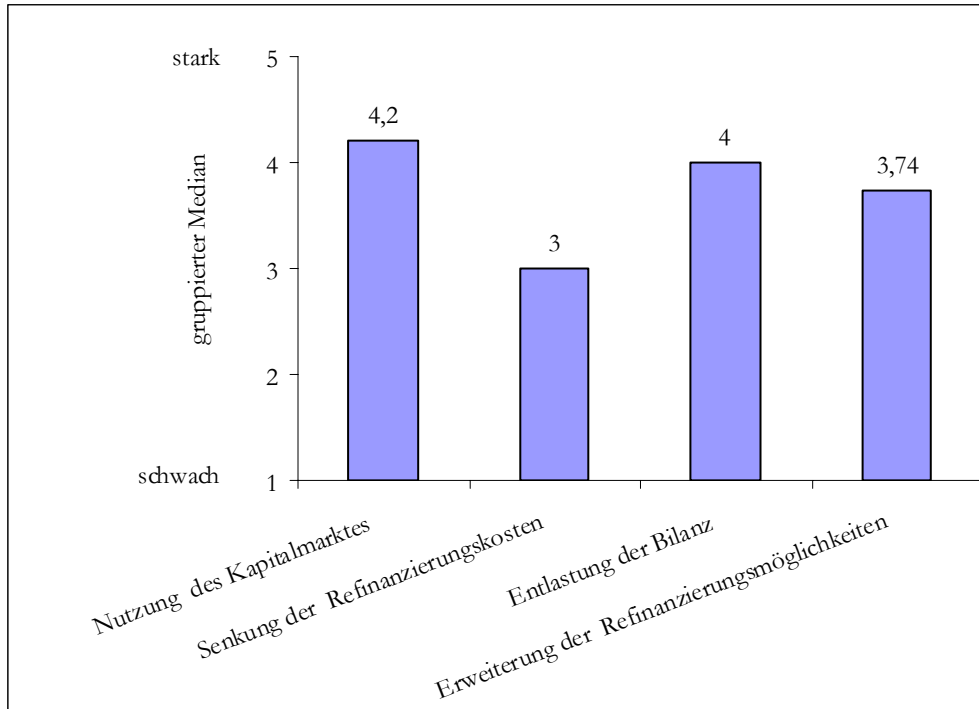


Abbildung 16: Verbriefungsgründe

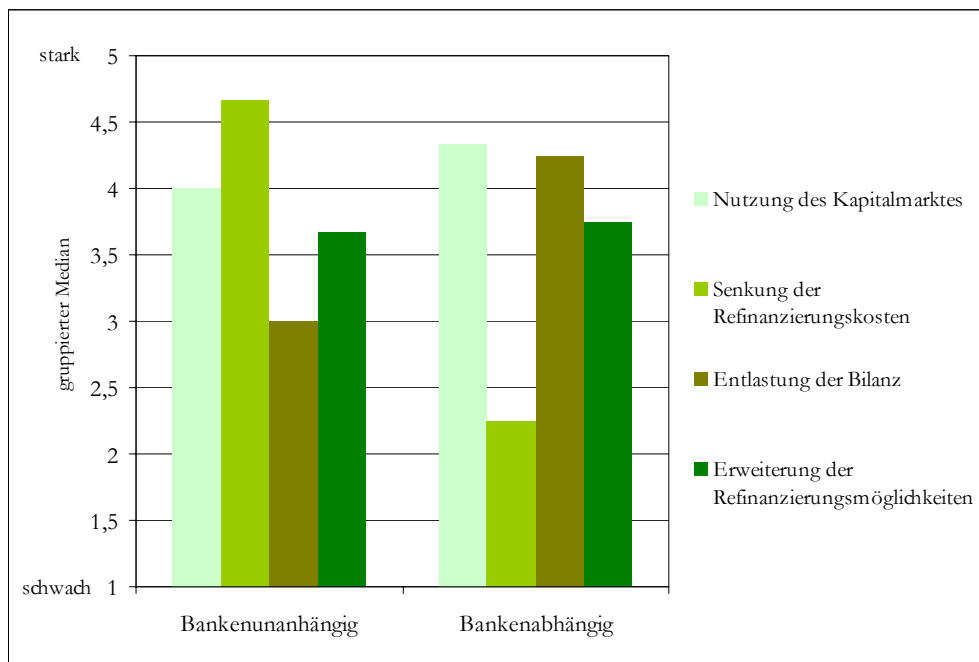


Abbildung 17: Verbriefungsgründe nach Bankenzugehörigkeit gruppiert

## Gründe gegen die Verbriefung von Factoring-Forderungen

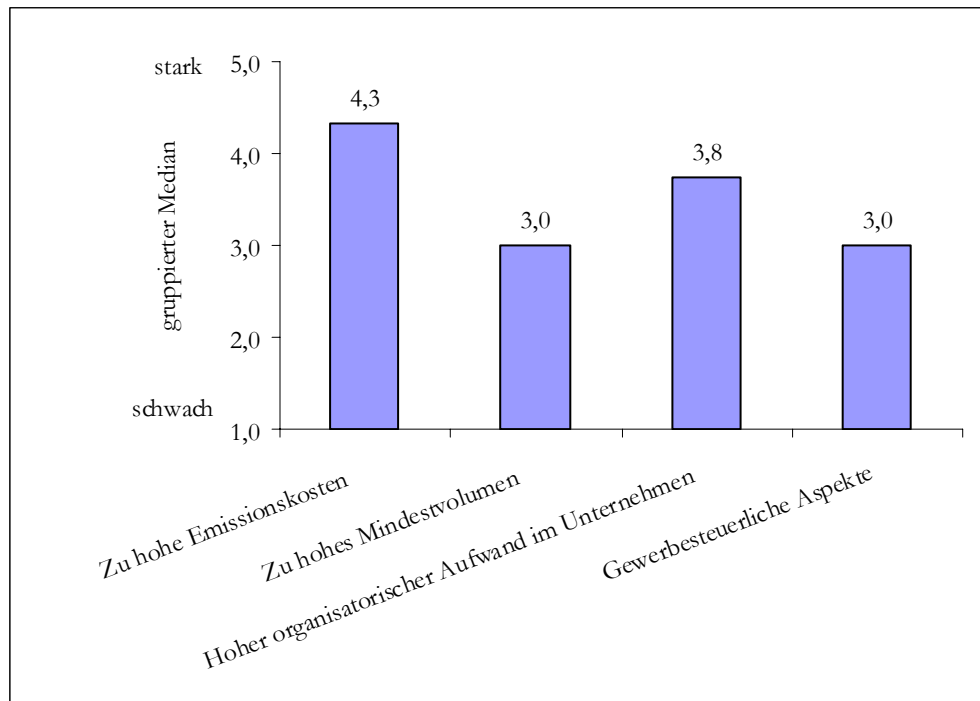


Abbildung 18: Gründe gegen die Verbriefung von Factoring-Forderungen

Die Factoring-Unternehmen wurden ebenfalls nach ihrer Einschätzung der Gründe gefragt, die ihrer Ansicht nach gegen eine Verbriefung von Factoring-Forderungen sprechen. Am stärksten wurden hierbei die Emissionskosten sowie der organisatorische Aufwand innerhalb des Unternehmens genannt. Gewerbesteuerliche Aspekte werden weder als besonders starke, noch als besonders schwache Hindernisse für die Verbriefung gesehen. Dies deutet darauf hin, dass die Verbriefungstätigkeiten über das Ausland, bedingt durch die Größe der Unternehmen und den damit verbrieften Forderungsbeständen, keine größeren Probleme aufwerfen.

## Refinanzierung der Factoring-Unternehmen

Die momentane Refinanzierung der Factoring-Unternehmen wird, laut der erhobenen Stichprobe, dominiert von der Finanzierung über Bankkredite (ca. 69%). Verbriefungstransaktionen über Term Deals wurden erwartungsgemäß nicht durchgeführt. Die kurzen Laufzeiten der angekauften Forderungen sprechen für die Nutzung von ABCP-Conduits. Diese Finanzierungsform wird von den Factoring-Unternehmen jedoch bisher auch nur in sehr geringem Maße genutzt (2,37%). Aufgrund der kleinen Stichprobe und nur einem Unternehmen aus der Stichprobe, welches bisher Forderungen verbrieft hat, sind diese Ergebnisse jedoch nicht ohne weiteres auf die Grundgesamtheit zu übertragen.

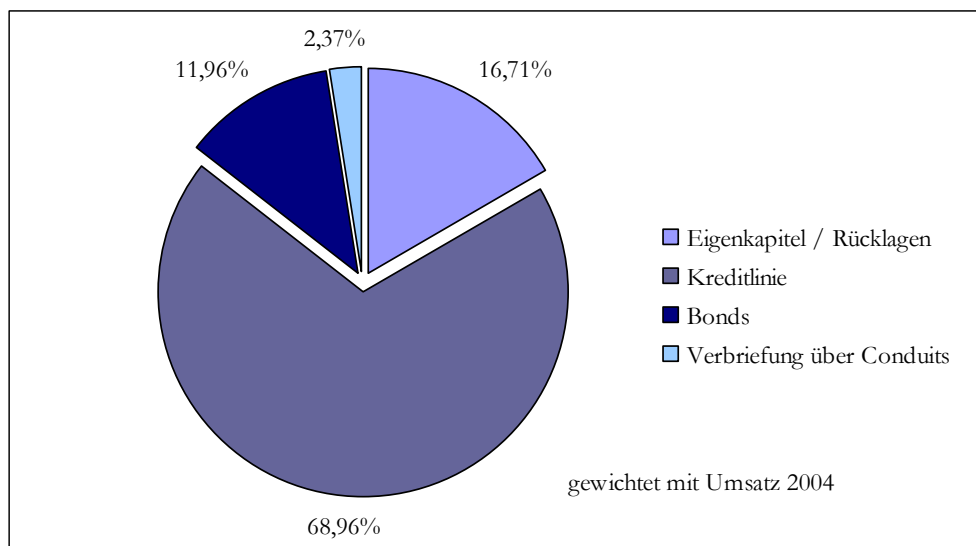
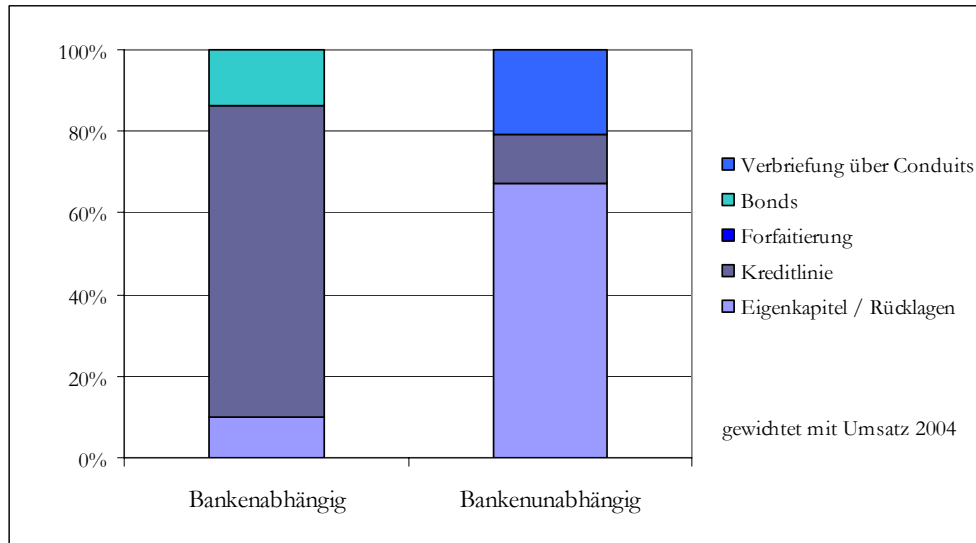


Abbildung 19: Refinanzierung Factoring-Gesellschaften



**Abbildung 20: Refinanzierung Factoring-Gesellschaften nach Bankzugehörigkeit**

Auffällig ist die unterschiedliche Refinanzierung der bankabhängigen und der bankunabhängigen Factoring-Gesellschaften. Während bankabhängige Gesellschaften sich zu über 75% über Kredite finanzieren, sind bankunabhängige Gesellschaften mit über 67% Eigenkapital ausgestattet.

### **Reaktion auf Gesetzesänderung**

Wie Abbildung 21 dargestellt, wird sich das Verbriefungsverhalten der Factoring-Gesellschaften durch die geforderte Gesetzesänderung nicht wesentlich verändern. Kein Unternehmen gab an, sein Verbriefungsvolumen aufgrund einer Gesetzesänderung im Gewerbesteuerbereich erhöhen zu wollen. Allerdings würden drei der befragten Unternehmen die Verbriefungsgesellschaften in Deutschland ansiedeln.

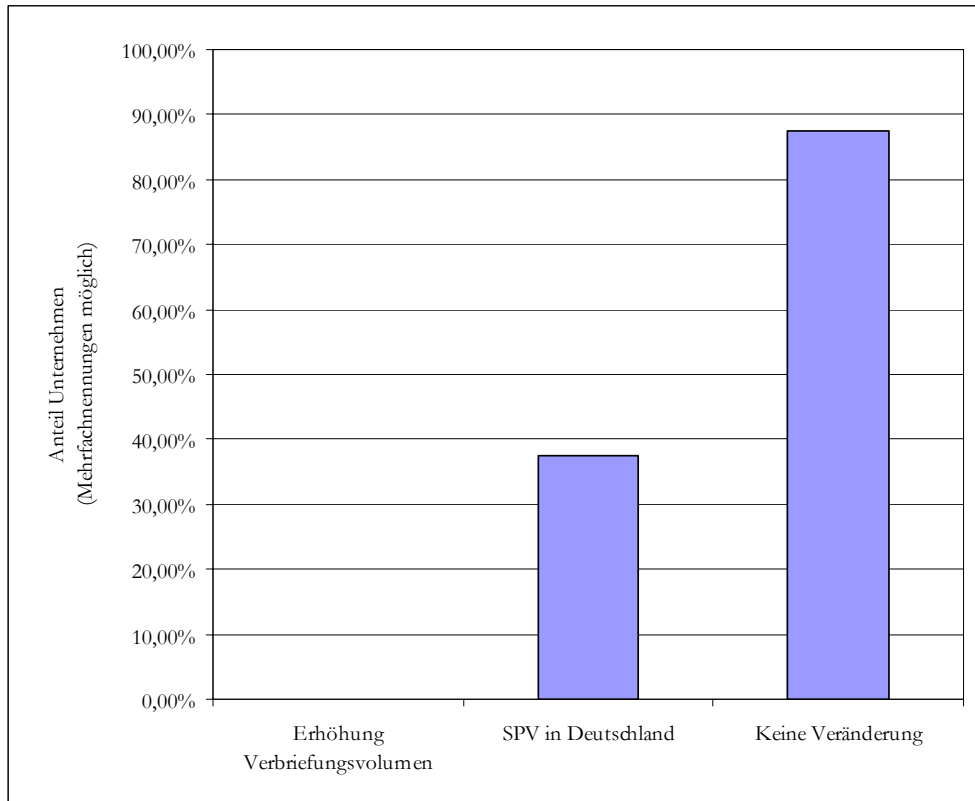


Abbildung 21: Reaktionen auf Gesetzesänderung, Factoring-Gesellschaften

### 6.2.3 Abschätzung des Marktpotenzials der Verbriefung von Factoring-Forderungen

Von einer weiteren Analyse des Verbriefungsmarktes für Factoring-Forderungen aus Deutschland und der steuerlichen Auswirkungen einer Gesetzesänderung wird im Folgenden aus Relevanzgründen abgesehen. Dies wird wie folgt begründet:

Die befragten Unternehmen hatten Ende 2004 einen Forderungsbestand von € 2,3 Mrd. Hochgerechnet auf den gesamten Factoring-Markt in Deutschland entspricht dies einem Forderungsbestand von ca. € 4,6 Mrd. Aufbauend auf der Erhebung kann festgestellt werden, dass zurzeit Factoring-Forderungen aus Deutschland im unteren dreistelligen Millionenbereich verbrieft sind.

Der Forderungsbestand der Factoring-Gesellschaften ist im Verhältnis zum im Abschnitt 6.1.3 ermittelten Forderungsbestand deutscher Unternehmen sehr gering (< 4%). Das sich daraus ergebende Marktpotenzial ist daher ebenfalls vergleichsweise gering. Dies gilt, selbst wenn auf-

grund der Geschäftstätigkeit der Factoring-Gesellschaften ein höherer Verbriefungsanteil am Gesamtbestand angenommen würde. Des Weiteren würde sich das Verbriefungsvolumen der Factoring-Gesellschaften, wie oben erwähnt, laut Umfrageergebnis allein durch eine Gesetzesänderung nicht ändern. Es kann also kein Zusammenhang zwischen Gesetzesänderung und gesteigerter Verbriefungsaktivität hergestellt werden. Dies macht eine Abschätzung der Steuer-effekte unmöglich. Abschließend kann festgestellt werden, dass bankenabhängige Unternehmen aufgrund ihrer gesicherten Finanzierung eher seltener zu einer Verbriefung ihrer Forderungen tendieren als bankenunabhängige Unternehmen.<sup>68</sup> Diese finanzieren sich jedoch zurzeit nur zu sehr geringem Anteil über Kredite. Da deshalb nur eine geringe Ablösung von Dauerschulden zu erwarten ist, sind die absolut auftretenden Gewerbesteuereffekte gering.

## ***6.3 Leasing-Forderungen***

### **6.3.1 Einleitende Bemerkungen zur Finanzierungssituation der Leasing-Branche**

Leasing-Unternehmen sind geschäftsbedingt mit einer geringen Eigenkapitaldecke ausgestattet (ca. 6,6%, siehe unten). Sie hängen damit besonders stark von den Bedingungen und Stimmungen auf ihren Refinanzierungsmärkten ab. Leasing-Unternehmen refinanzieren sich zum Großteil durch die Forfaitierung ihrer Forderungen oder über die Aufnahme von Bankkrediten.

Die Bereitschaft der Banken zur Kreditvergabe an Leasing-Unternehmen ist in den letzten Jahren merklich gesunken. Nur noch ca. zehn Banken sind im Kreditgeschäft mit Leasing-Unternehmen aktiv.<sup>69</sup> Basel II und die ratingabhängige Kreditvergabe führen zu Kreditverteuerungen bei schwächer aufgestellten Leasing-Unternehmen. Laut den Ergebnissen der Experteninterviews wird die Refinanzierung über Bankkredite besonders für kleinere Leasing-Unternehmen immer schwieriger.

Bankenabhängige Leasing-Unternehmen betrifft die Problematik der Kreditvergabe weniger stark. Da diese jedoch in die Bankbilanz konsolidiert werden müssen, wird eine Eigenmittelunterlegung nach Basel II fällig. Die im Leasing-Geschäft vorliegenden Sicherheiten reduzieren zwar die Eigenmittelunterlegung, die besondere Kompetenz der Leasing-Gesellschaften in Bezug auf die Objektauswahl, -bewertung und -verwertung findet jedoch keinen Einfluss.<sup>70</sup> Tendenziell trennen sich Banken daher zurzeit von ihren Leasing-Geschäften.

In Folge suchen Leasing-Gesellschaften nach alternativen Refinanzierungsformen für das laufende Geschäft. Bestehende Leasing-Verträge sind meist bereits durch Forfaitierung oder Kredite refinanziert. Eine Ablösung dieser Refinanzierung ist nur selten möglich oder gewünscht, da eine vorzeitige Kündigung von Kreditverträgen in der Regel zu hohen Vorfalligkeitsentschädigungen führen würde.

### 6.3.2 Verbriefungsvolumen von Leasing-Forderungen

Im Gegensatz zu der Verbriefung von Handelsforderungen erlaubt die Höhe des verbriefungsfähigen Neugeschäftes sowie die im Schnitt vierjährige Laufzeit eines Mobilien-Leasing-Vertrags großen Leasing-Unternehmen, ihre Forderungen in Form von Term Deals zu verbrieften. Ende Februar 2005 ermittelte Moody's ein Volumen von \$ 3.769 Mio. (ca. € 2.900 Mio.) an ausstehenden Term-Deal-Verbriefungen sowie in 2004 Transaktionen mit einem Volumen von € 1.360 Mio.<sup>71</sup>

Die Teilnahme an Conduit-Programmen bietet den Leasing-Gesellschaften jedoch einen nicht zu unterschätzenden Vorteil. Ein Umfrageteilnehmer wies explizit darauf hin, dass revolvingende ABCP-Programme mit vorher definierten Auswahlkriterien (Eligibility Criteria) bei Abschluss des Leasing-Vertrages bereits die Refinanzierung garantieren können. Die Leasing-Gesellschaft kann so bereits in der Verhandlungsphase des Leasing-Vertrages die Refinanzierung sicherstellen. Die revolvingende Struktur der Conduit-Programme ermöglicht des Weiteren Schwankungen im Refinanzierungsvolumen.

Bei anderen Refinanzierungsquellen kann es bis zum Abschluss des Refinanzierungsgeschäfts zu Verzögerungen für den Leasing-Nehmer kommen. Dies ist bei der Einhaltung der Auswahlkriterien bei ABCP-Programmen ausgeschlossen. Eine Vorfinanzierung bis zum nächsten möglichen Ankaufstermin muss jedoch durch Eigenkapital oder Kontokorrentkreditlinien vorgenommen werden. Im Jahr 2004 wurden laut Moody's ca. € 1.390 Mio. Leasing-Forderungen über ABCP-Programme verbrieft.<sup>72</sup> Über die Höhe der ausstehenden Programme gibt es leider keine Informationen. Da die Zuführung an neuen Programmen in etwa der Größe der neuen Term-Deal-Transaktionen entspricht, kann angenommen werden, dass die ausstehenden ABCP Programme ebenfalls eine ungefähre Höhe von € 2.900 Mio. besitzen.

Alle im letzten Jahr beobachteten Transaktionen hatten Transaktionsvolumina im dreistelligen Millionenbereich. Dies deutet darauf hin, dass ebenso wie im Markt für die Verbriefung von Handelsforderungen in der großen Mehrheit nur große Leasing-Unternehmen aktiv sind. Gerade kleinere Leasing-Gesellschaften suchen jedoch, wie oben erwähnt, neue Refinanzierungsquellen. Diesen muss der Verbriefungsmarkt erschlossen werden.

Zu beachten ist bei der Refinanzierung über ABS-Transaktionen, dass die vom SPV einbehaltenen Abschläge das Refinanzierungsniveau senken. Werden z.B. 7% einbehalten, müssen diese zunächst aus dem Eigenkapital des Leasing-Unternehmens gedeckt werden und fließen erst nach erfolgter Zahlung des Leasing-Nehmers zurück an das Leasing-Unternehmen.

### **6.3.3 Ergebnisse der Erhebung**

In Zusammenarbeit mit dem Bundesverband Deutscher Leasing-Unternehmen e.V. (BDL) wurde für diese Studie im Zeitraum vom 18. Januar bis zum 2. März eine Umfrage unter den Verbandsmitgliedern des BDL zum Thema „Verbriefung von Leasing-Forderungen“ durchgeführt. Der Fragebogen wurde per Post an 196 Unternehmen gesandt. Nach telefonischem Nachfassen nahmen 23 Unternehmen an der Umfrage teil. Die Rückmeldequote liegt daher bei 12%. Allerdings muss beachtet werden, dass die 23 teilnehmenden Unternehmen im Jahr 2004 zusammen ein Neugeschäftsvolumen von € 16,7 Mrd. auf sich vereinen. Der BDL schätzt das Neugeschäft 2004 insgesamt auf € 47,1 Mrd, die Stichprobe umfasst daher 35,4% des Marktes. Neben konkreten Fragen zu Verbriefungsthemen wurden statistische Daten (Neugeschäft, Bankenzugehörigkeit) erhoben.

Da Leasing-Unternehmen, die bereits auf dem Verbriefungsmarkt aktiv sind, einen größeren Bezug zum Erhebungsthema und ein höheres Interesse an einer Teilnahme besitzen, ist es nicht auszuschließen, dass die Stichprobe eine Verzerrung in Richtung der verbriefenden Unternehmen besitzt. Ohne genaueres Wissen über die Nichtteilnehmer ist diese Verzerrung nicht zu korrigieren, sie wird jedoch im Rahmen der Interpretation der Ergebnisse einbezogen.

## Wissensstand

Zunächst wurde die subjektive Einschätzung der Unternehmen bzgl. ihres Wissens über die Verbriefung von Leasing-Forderungen abgefragt. 60,9% der Unternehmen gaben an, „sehr gut“ und „gut“ mit dem Thema vertraut zu sein. Gewichtet man allerdings die Antworten mit dem Neugeschäftsvolumen des Unternehmens, steigt diese Quote auf 87,8%. Große Unternehmen sind daher wesentlich besser über die vorhandenen Verbriefungsmöglichkeiten informiert.

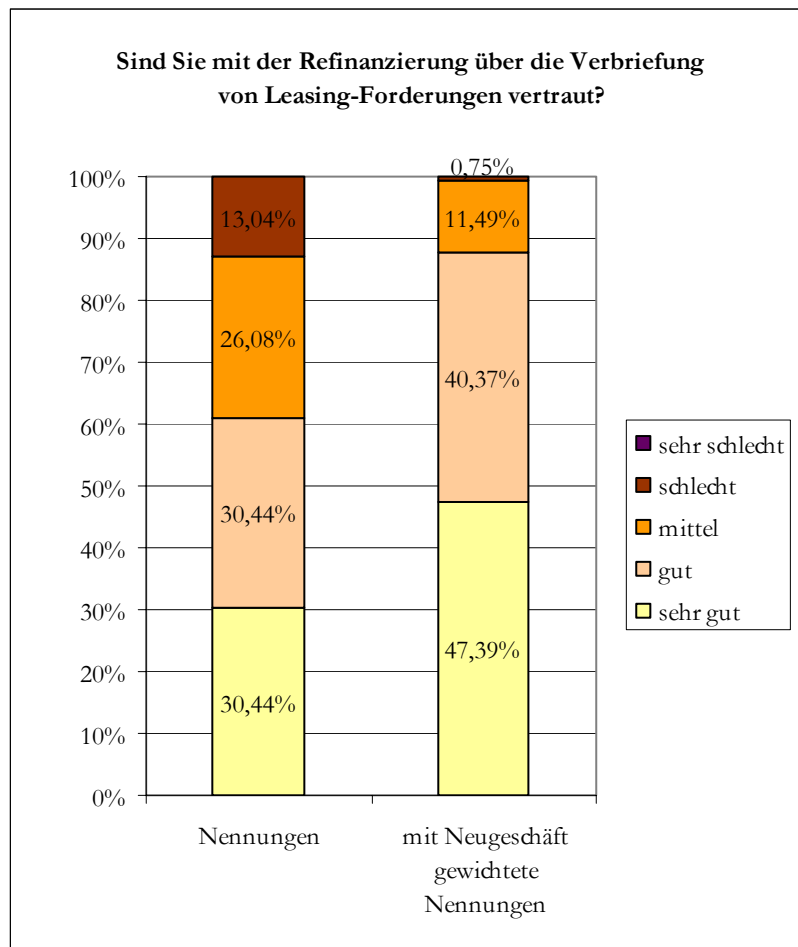


Abbildung 22: Verbreitung des Verbriefungswissens

## Verbriefungserfahrungen

Auf die Frage, ob sie bereits eine Verbriefungstransaktion durchgeführt hätten, antworteten 43,5% der Unternehmen mit „Nein“ und 34,8% mit „Ja“. Die verbleibenden 21,7% planen, in Zukunft eine Verbriefungstransaktion durchzuführen. Gewichtet man diese Antworten nun ebenfalls mit dem Neugeschäft aus dem Jahr 2004, sinkt der Anteil „Nein“ auf nur noch 8,7%. Dies bedeutet, dass kleinere Unternehmen sich wesentlich weniger im Verbriefungsmarkt engagieren als größere Unternehmen. Dieses Ergebnis war zu erwarten, da der Aufwand einer Verbriefungstransaktion sich nur für größere Verbriefungsvolumina rechnet. Aufgrund der erwähnten Verzerrung der Stichprobe könnte der Anteil der Unternehmen, die keine Verbriefungstransaktion planen, in Grundgesamtheit größer sein als das genannte Ergebnis angibt.

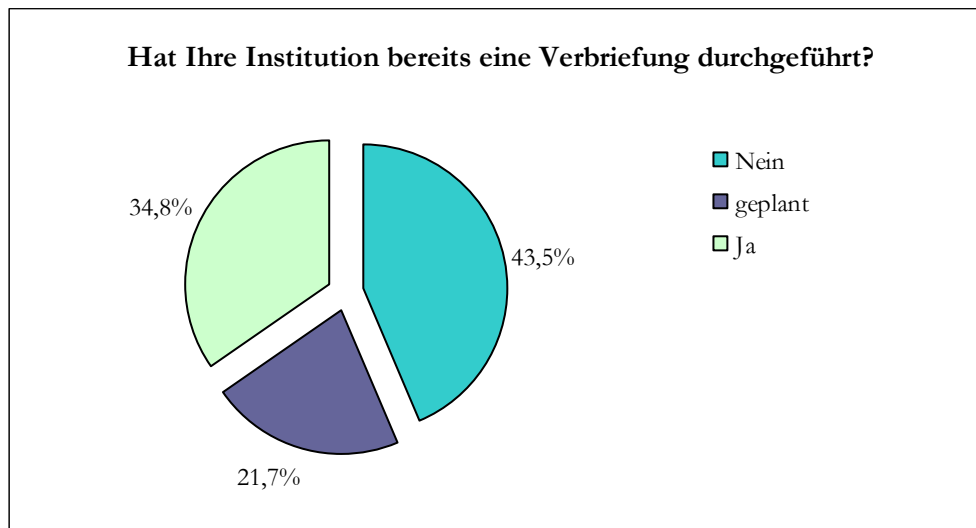
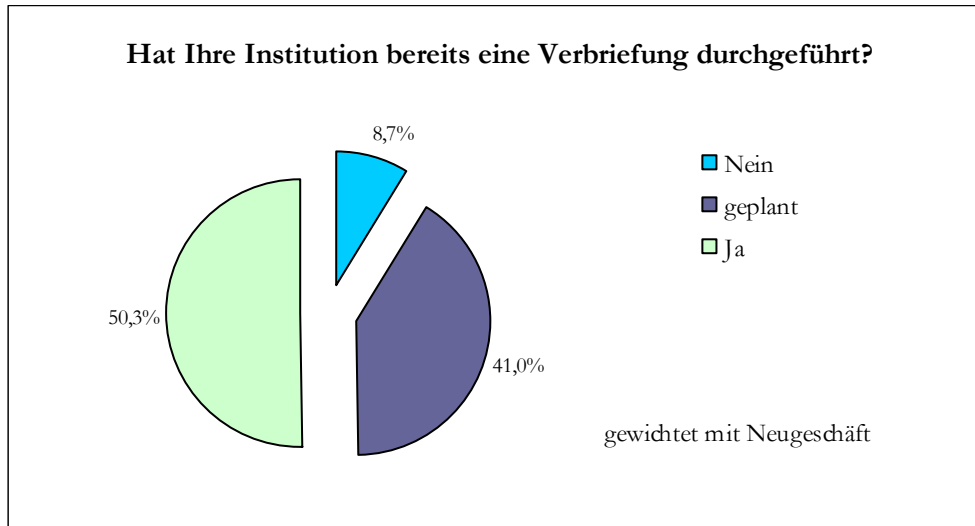


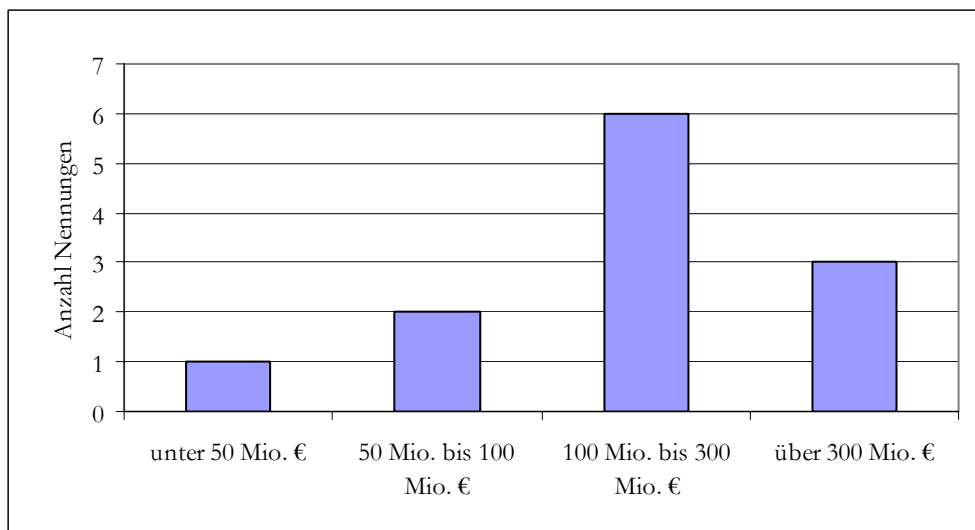
Abbildung 23: Verbriefungserfahrungen, ungewichtet



**Abbildung 24: Verbriefungserfahrungen, gewichtet**

## Volumen der Transaktionen

Der Durchschnitt aller durchgeführten und geplanten ABS-Transaktionen lag bei 75% der Unternehmen über € 100 Mio. Nur ein Unternehmen gab an, dass eine geplante Transaktion unter € 50 Mio. Transaktionsvolumen liegen wird.



**Abbildung 25: Volumen der durchgeführten/geplanten Transaktionen**

## Gründe für die Verbriefung von Leasing-Forderungen

Von besonderem Interesse sind die Aussagen der Unternehmen, zu den Gründen, die besonders für bzw. besonders gegen eine Verbriefungstransaktion sprechen. Die Bewertungsskala wurde in fünf Abschnitte von eins (sehr schwach) bis fünf (sehr stark) unterteilt. Zunächst werden die Gründe für eine Verbriefung analysiert. Hierbei fällt auf, dass die Entlastung der Bilanz für Leasing-Unternehmen eine untergeordnete Rolle spielt. Die Erweiterung der Refinanzierungsmöglichkeiten ist aus Sicht der Leasing-Unternehmen ein besonders starker Grund für die Verbriefung ihrer Forderungen. Dies bestätigt die Aussage, dass im Leasinggewerbe nach Alternativen zu den klassischen Refinanzierungsquellen gesucht wird. Die Nutzung des Kapitalmarktes sowie die Senkung der Refinanzierungskosten werden ebenfalls als starke Gründe für die Verbriefung genannt.

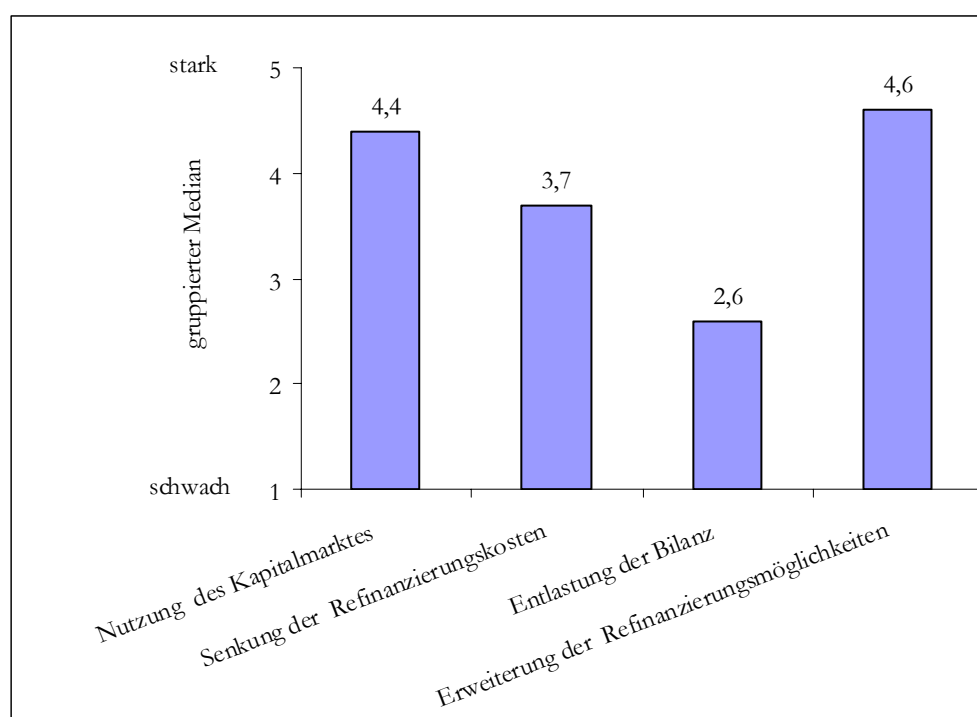


Abbildung 26: Verbriefungsgründe

Die Refinanzierungskosten werden jedoch von den Unternehmen, die mit Verbriefungstransaktionen sehr gut vertraut sind, wesentlich positiver eingeschätzt als von Unternehmen, die ihr Wissen nur mit „gut“ bis „schlecht“ eingeschätzt haben. Nonparametrische Unterschiedstests ergaben einen signifikanten Gruppenunterschied.<sup>73</sup> Dies deutet darauf hin, dass die Refinanzierungskosten sich mit wachsendem Informationsgrad als günstiger denn angenom-

men herausstellen. Hier besteht daher Handlungsbedarf auf Seiten der Programm-Sponsoren. Den Leasing-Unternehmen sollten die tatsächlichen Kosten besser kommuniziert werden. Dieses Ergebnis bestätigt jedoch auch, dass ABS-Transaktionen auch im Leasing-Bereich einen klaren Kostenvorteil gegenüber anderen Refinanzierungsformen wie dem Bankkredit oder der Forfaitierung besitzen.

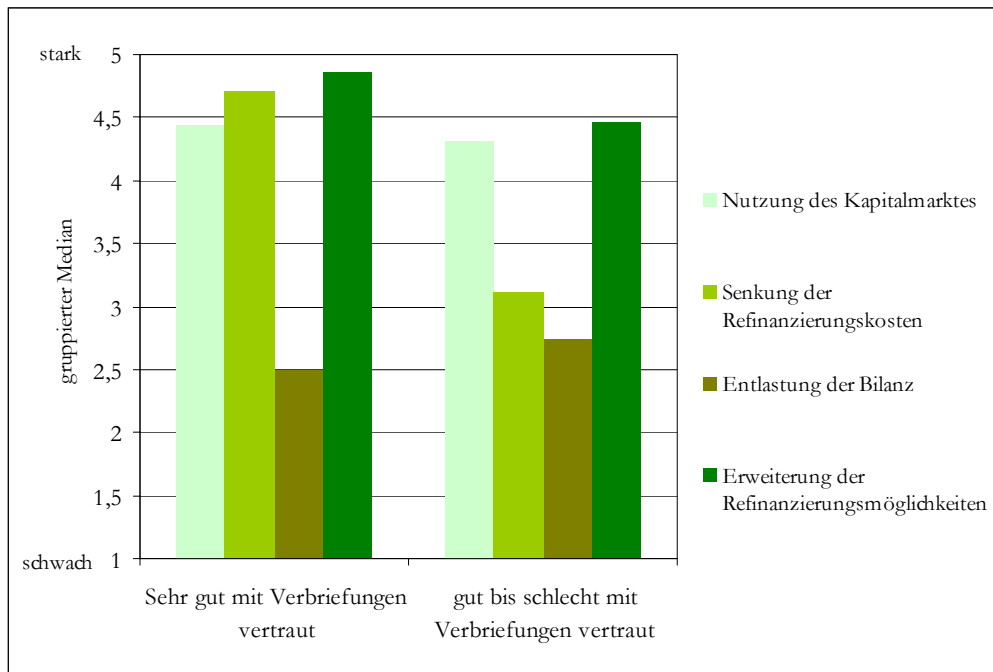


Abbildung 27: Verbriefungsgründe, gruppiert nach Verbriefungserfahrungen

## **Gründe gegen die Verbriefung von Leasing-Forderungen**

Die Leasing-Unternehmen wurden ebenfalls nach ihrer Einschätzung der Gründe gefragt, die ihrer Ansicht nach gegen eine Verbriefung von Leasing-Forderungen sprechen. Am stärksten wurden hierbei die Emissionskosten sowie der organisatorische Aufwand innerhalb des Unternehmens genannt. Untersucht man die Antworten gruppiert nach Unternehmen, die „sehr gut“ und solchen, die „gut“ bis „schlecht“ mit Verbriefungstransaktionen vertraut sind, stellt man zunächst fest, dass „sehr gut“ informierte Unternehmen alle Gründe gegen eine Verbriefung schwächer einschätzen als schlechter informierte Unternehmen.

Nonparametrische Unterschiedstests weisen nur den Unterschied in der Bewertung des Mindestvolumens als nicht signifikant aus.<sup>74</sup> Der von den „sehr gut“ informierten Unternehmen als schwach eingestufte Hinderungsgrund „Verbriefungskosten“ bestätigt die Aussage, dass die Kosten einer Verbriefung im Vorfeld höher als angemessen angenommen werden. Am weitesten geht die Bewertung der Gewerbesteuer bei beiden Gruppen auseinander. „Sehr gut“ informierte Unternehmen sehen gewerbesteuerliche Aspekte nur als schwaches Argument gegen die Verbriefung von Leasing-Forderungen. Dies bestätigt die Aussage, dass die Gewerbesteuerbelastung den Verbriefungsmarkt zwar behindert, aber nicht essenziell in seinem Wachstum aufhalten kann, da Verbriefungstransaktionen über das Ausland möglich sind.

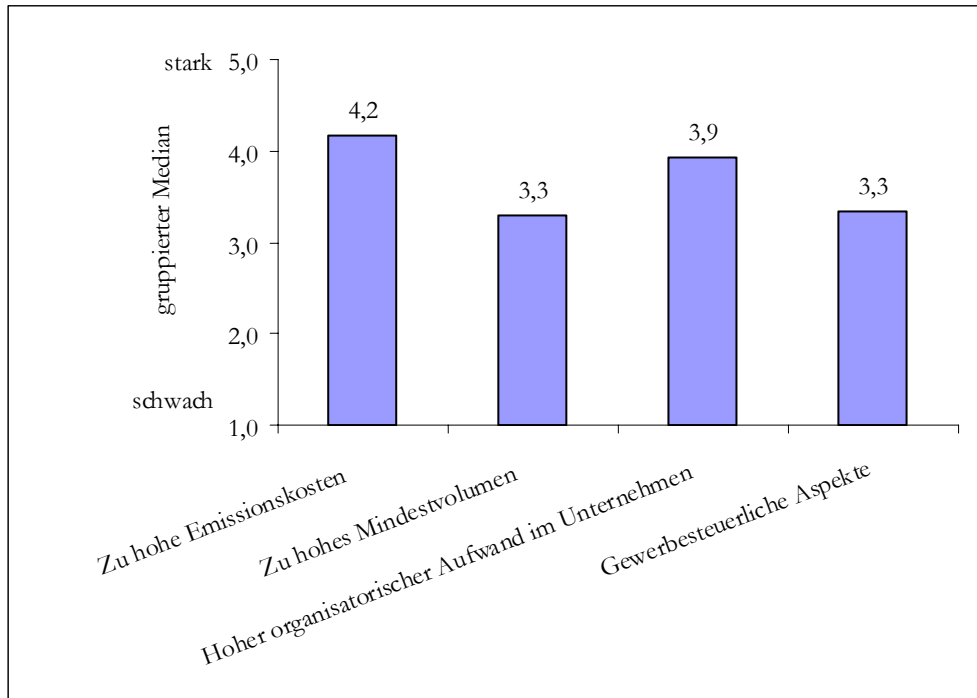


Abbildung 28: Gegen die Verbriefung sprechende Gründe

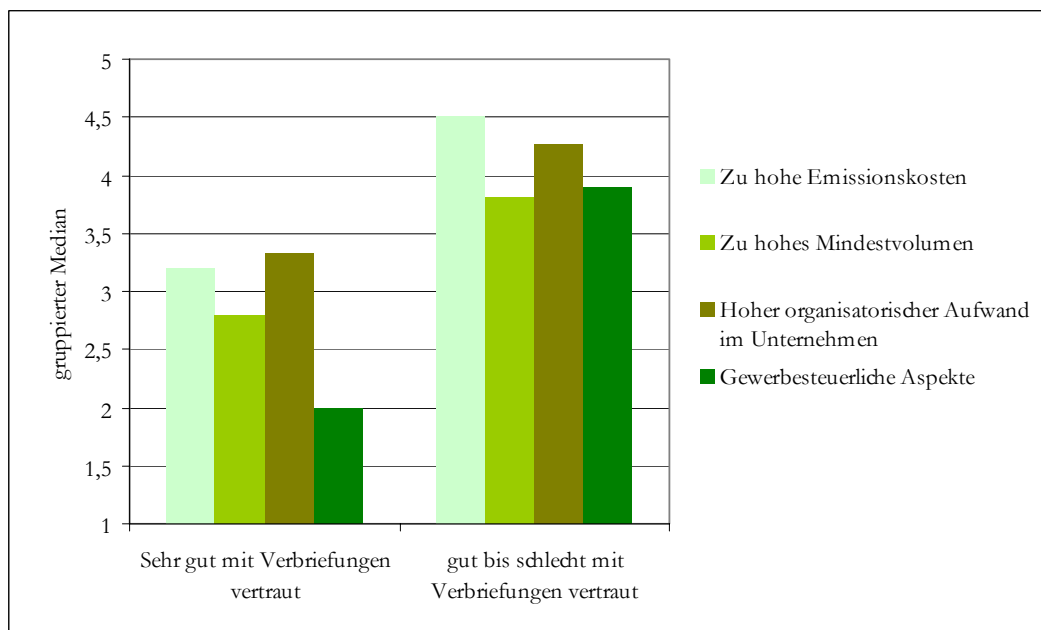


Abbildung 29: Gegen die Verbriefung sprechende Gründe, gruppiert nach Verbriefungserfahrungen

## Reaktionen auf Gesetzesänderung

Die Unternehmen wurden befragt, wie sie auf die Befreiung der Verbriefungsgesellschaften von der Hinzurechnung der Dauerschuldzinsen bei der Gewerbesteuerermittlung reagieren würden. Knapp 70% der Leasing-Unternehmen würden in diesem Fall die Verbriefungsgesellschaften in Deutschland ansiedeln. Die Strukturierung über das Ausland ist komplizierter und daher etwas teurer. Der Finanzplatz Deutschland würde durch die verstärkte Ansiedlung der Verbriefungsgesellschaften in Deutschland an Attraktivität gewinnen. Das Umfrageergebnis zeigt klar, dass Leasing-Unternehmen eine Verbriefung über Deutschland bevorzugen. Gut 25% der befragten Unternehmen würden ihr Verbriefungsvolumen ausweiten. Dies zeigt zwei Dinge: Zum einen wird die Verbriefung über das Ausland bereits intensiv genutzt. Zum anderen würde eine Gesetzesänderung den Verbriefungsmarkt in Deutschland weiter stimulieren.

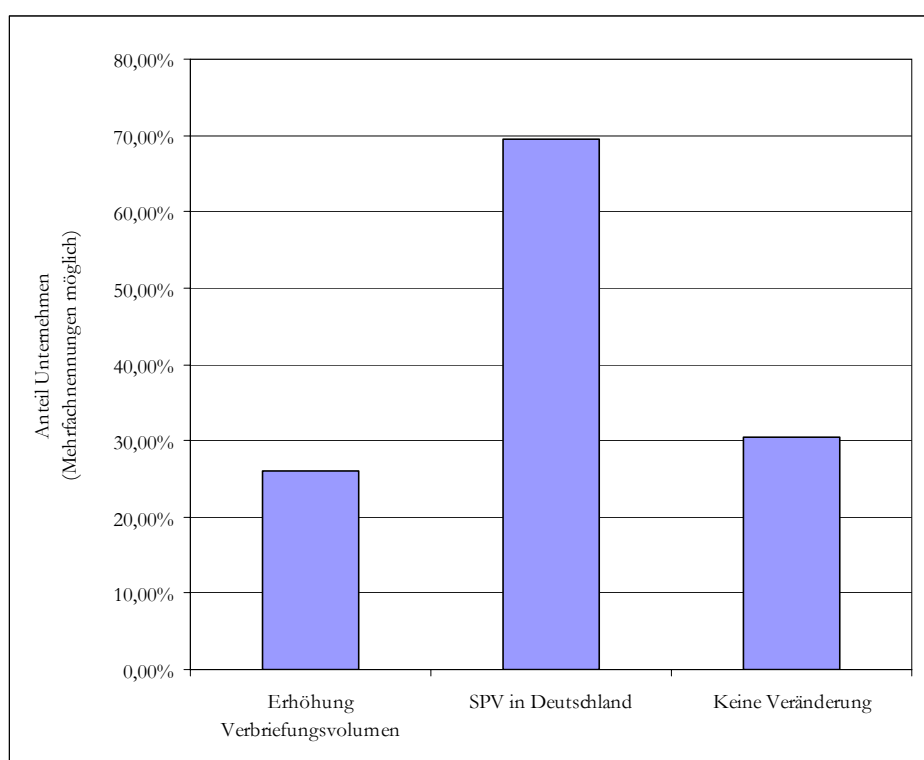


Abbildung 30: Reaktionen auf Gesetzesänderung

## Weitere Rahmenbedingungen

Neben der angesprochenen Gesetzesänderung im Gewerbesteuerrecht werden weitere notwendige Rahmenbedingungen gefordert. Die befragten Leasing-Unternehmen führten hierbei speziell Dokumentationen in deutscher Sprache an. Der Bearbeitungs- und Beratungsaufwand innerhalb der verbriefenden Unternehmen ist bei komplizierten, in Englisch verfassten Verträgen nicht zu unterschätzen. Erwartungsgemäß wurde besonders von kleineren Leasing-Unternehmen eine Senkung des Mindestvolumens, ab dem sich eine Verbriefungstransaktion rechnet, gefordert. Wünschenswert wäre es, wenn eine wachsende Standardisierung sowie Verbriefungsmöglichkeiten über Deutschland diese Teilnahmebarriere in der nahen Zukunft weiter senken würden.

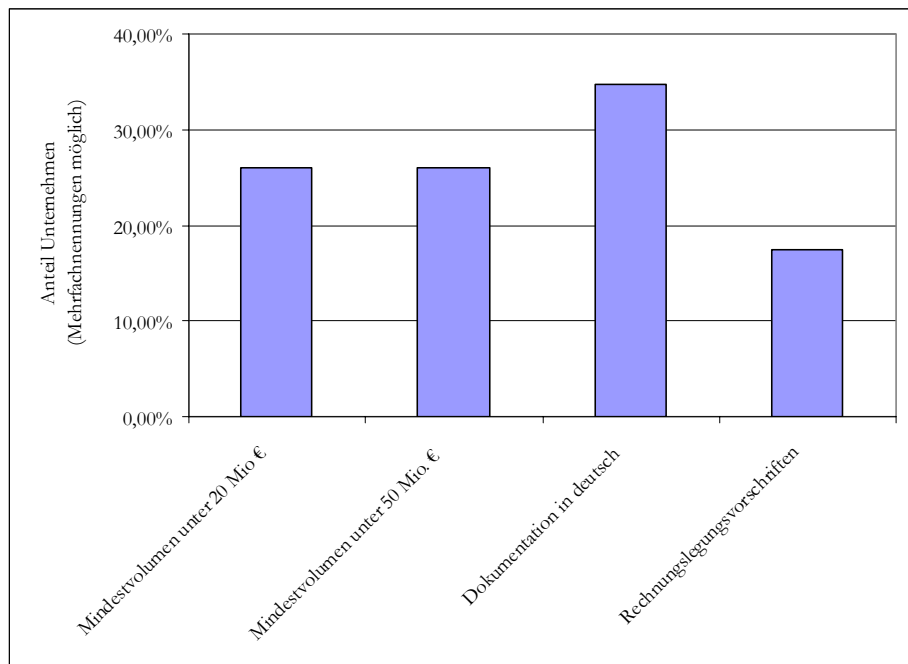


Abbildung 31: Weitere nötige Änderungen

## Verbriefter Forderungsbestand

Die Unternehmen wurden befragt, welcher Anteil ihres Neugeschäfts für Verbriefungstransaktionen geeignet wäre.<sup>75</sup> Im Ergebnis halten die Leasing-Gesellschaften 40% ihrer durch das jährliche Neugeschäft entstandenen Forderungen für verbrieft. Da Forderungen aus Immobilien-Leasing nur in Ausnahmefällen verbrieft sind und diese am Neugeschäft im Jahre 2004 in Höhe von ca. € 47 Mrd. ungefähr € 7 Mrd. ausmachen, lässt sich berechnen, dass der verbrieftfähige Anteil der Forderungen aus dem Mobilien-Leasing bei ca. 47% liegt.

Da jedoch nicht in jedem Leasing-Unternehmen das Wissen vorhanden ist, welche Forderungen sich definitiv für die Verbriefung eignen, kann dieser Wert nur als Anhaltspunkt gesehen werden.

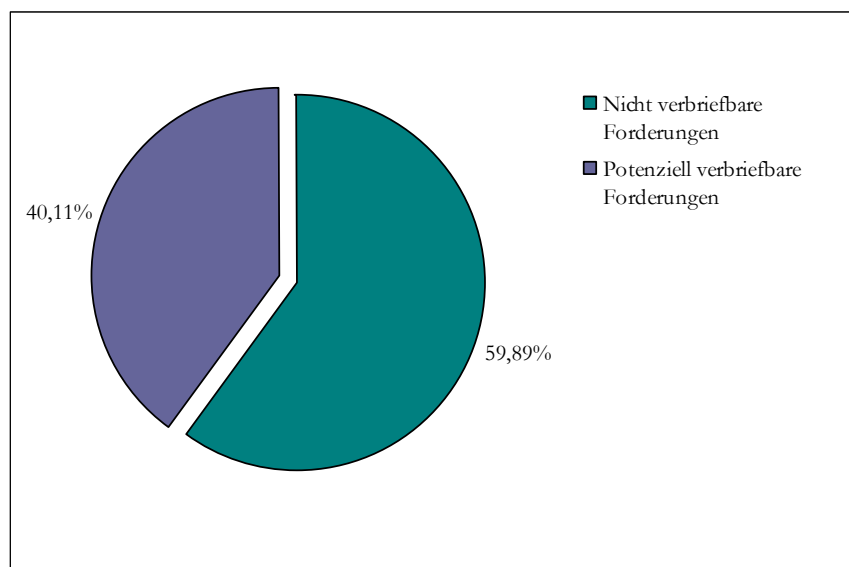
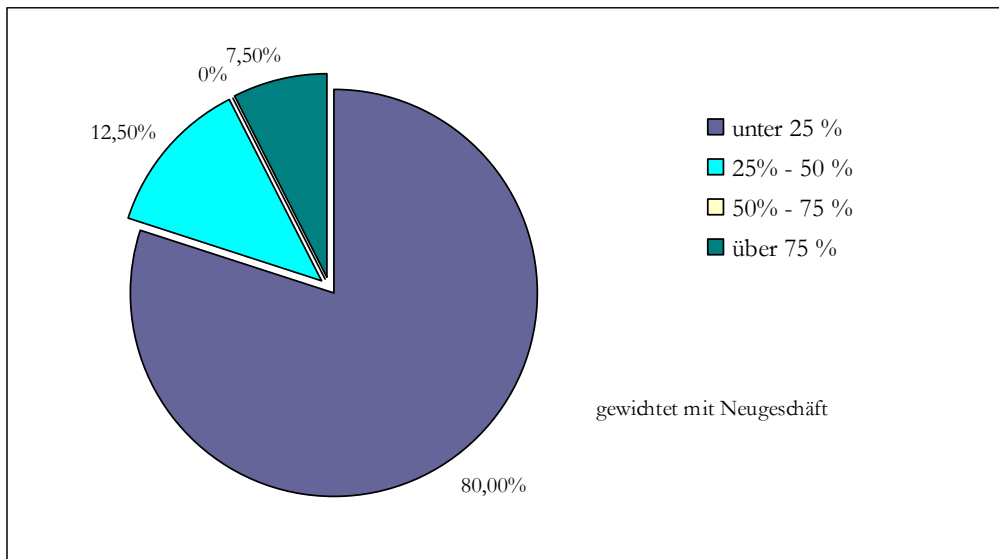


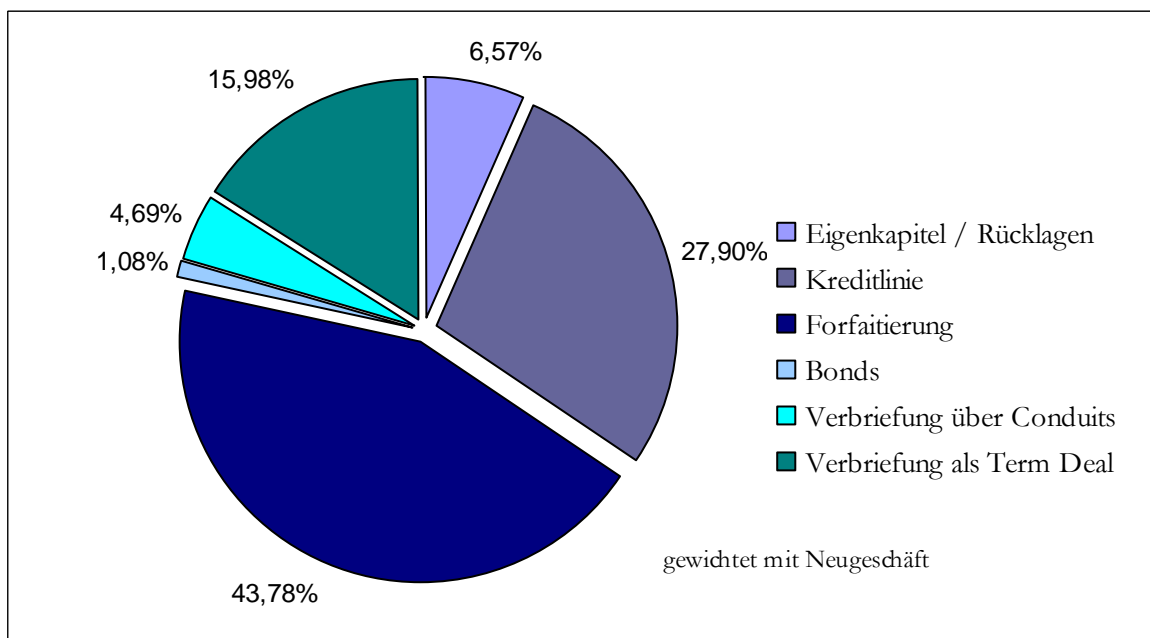
Abbildung 32: Forderungspotenzial

Die Unternehmen wurden weiterhin befragt, welcher Anteil ihres Forderungsbestandes im Rahmen einer ABS-Transaktion bereits verbrieft wurde. Gewichtet mit dem Volumen des Neugeschäfts werden zurzeit zu 80% unter einem Viertel des Forderungsbestandes verbrieft. Nur selten wurden mehr als 50% der Forderungen verbrieft. Dies bestätigt die Einschätzung, dass im Durchschnitt nur 40% der Forderungen überhaupt verbrieftfähig sind.



**Abbildung 33: Anteil des verbrieften Forderungsbestands**

Als weiterer Ansatzpunkt zur Abschätzung des Verbriefungspotenzials wurden die aktuellen Refinanzierungsmöglichkeiten abgefragt. Wichtigste Refinanzierungsform ist mit knapp 44% die Forfaitierung, gefolgt vom Bankkredit mit 28%. Knapp 21% der Refinanzierung werden in der Stichprobe bereits über die Verbriefung von Forderungen bereitgestellt.



**Abbildung 34: Aktuelle Refinanzierung der Leasing-Gesellschaften**

Interessant ist hierbei die Abgrenzung zwischen Unternehmen, die an eine Bank angeschlossen sind, und solchen, die unabhängig von einer Bank arbeiten. Erwartungsgemäß sind banken-

unabhängige Leasing-Gesellschaften aktiver im Verbriefungsmarkt und refinanzieren sich bereits zu knapp 29% über ABS-Transaktionen. Bankabhängige Gesellschaften nutzen die Refinanzierung über Kredite entgegen der Erwartung in geringerem Ausmaß als bankunabhängige Gesellschaften. Die Forfaitierung wird hingegen von bankabhängigen Gesellschaften als das stärkste Refinanzierungsmittel genutzt. Dies erscheint plausibel, da der Forderungsankauf im Rahmen einer Forfaitierung häufig von Banken durchgeführt wird.

Prognostiziert man den in der Stichprobe vorhandenen Refinanzierungs-Mix auf das jährliche Neugeschäft von ca. € 47 Mrd. ergäbe sich ein jährliches Term-Deal-Emissionsvolumen von € 7.526 Mio. sowie Conduit Transaktionen in Höhe von € 2.209 Mio. Dies ist mehr, als laut Marktberichten im letzten Jahr verbrieft wurde. Es bestätigt die Vermutung, dass die Stichprobe verzerrt ist. Der tatsächliche Anteil der Refinanzierung über ABS-Transaktionen ist geringer.

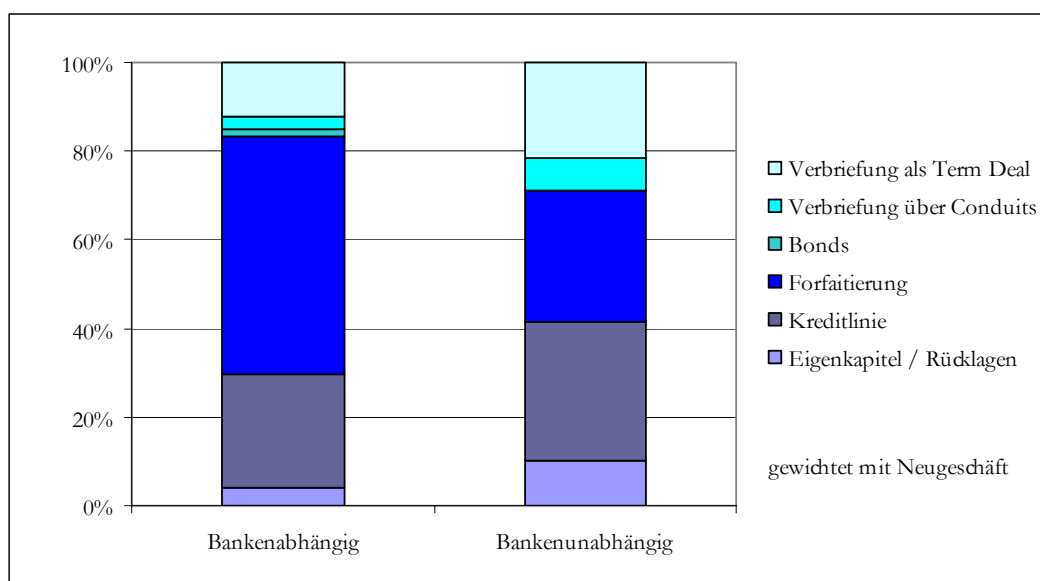


Abbildung 35: Refinanzierung gruppiert nach Zugehörigkeit zu einer Bank

### 6.3.4 Abschätzung des Marktpotenzials der Verbriefung von Leasing-Forderungen

Im Folgenden soll zunächst eine ungefähre Abschätzung des vorhandenen Forderungsbestands in Leasing-Gesellschaften durchgeführt werden. Da hierüber keine Statistiken vorliegen, muss über Hilfsgrößen auf den ungefähren Forderungsbestand geschlossen werden. Wie oben

erwähnt, sind nur Forderungen aus dem Mobilien-Leasing für Verbriefungstransaktionen geeignet. Vereinfachend soll angenommen werden, dass das Neugeschäft der Summe der entstehenden Leasing-Forderungen entspricht und jedes Jahr ein in etwa konstantes Neugeschäftsvolumen erreicht wird. Jedes Jahr entstehen nun durch das Neugeschäft neue Forderungen, welche sich über die Vertragslaufzeit bis auf Null reduzieren. Durch Multiplikation des Neugeschäftes mit der halben durchschnittlichen Vertragslaufzeit in Jahren erhält man eine gute Approximation des vorhandenen Forderungsbestands.

Das Neugeschäft im Mobilien-Leasing-Bereich lag 2004 bei ca. € 40 Mrd. Die durchschnittliche Vertragslaufzeit im Mobilien-Leasing liegt laut Einschätzung des BDL bei ca. 48 Monaten = vier Jahren. Dies führt zu einem ungefähren Forderungsbestand aus Mobilien-Leasing in Höhe von € 80 Mrd. Wie oben erwähnt schätzen die Leasing-Gesellschaften ca. 47% dieser Forderungen als verbriefungsfähig ein. Dies entspricht in etwa einem Forderungsbestand von € 38 Mrd.

Auf eine Unterscheidung zwischen ABCP-Programmen und Term-Deal-Verbriefung wird im Rahmen der Marktpotenzialschätzung verzichtet und nur die Summe beider Verbriefungsarten betrachtet. Die Verteilung auf beide Verbriefungstechniken würde für die weitere Analyse keine Mehrwert schaffen und durch weitere zur Aufteilung nötige Annahmen die Ungenauigkeiten eher erhöhen.

Die tatsächlichen Verbriefungsaktivitäten (ABCP + Term Deal) in 2004 liegen mit € 2,75 Mrd. erst bei ca. 15 % des aus dem Neugeschäft 2004 entstandenen Verbriefungspotenzials von € 18,8 Mrd. (47% von € 40 Mrd.).<sup>76</sup> Hier besteht noch Wachstumspotenzial.

Da den Autoren keine Vergleichszahlen aus dem Ausland vorliegen und die erhobene Stichprobe aufgrund der Verzerrung keine verlässlichen Aussagen über Reaktionen auf eine Gesetzesänderung erlaubt, kann die folgende Prognose des zukünftigen Marktwachstums nur mögliche Entwicklungsbereiche aufzeigen und ist weniger fundiert als die Schätzung des Wachstums der Verbriefung von Handelsforderungen.

Die möglichen Entwicklungen sollen anhand zweier Szenarien dargestellt werden. Es wird davon ausgegangen, dass der Verbriefungsmarkt wegen des Bedarfs an alternativen Refinanzie-

rungsformen in beiden Szenarien wächst, ein Mal stärker, ein Mal schwächer. Analog zur Marktabschätzung des Verbriefungsmarktes für Handelsforderungen wird angenommen, dass eine Gesetzesänderung durch Wegfall der Unsicherheit bzgl. einer Betriebsstätte in Deutschland dem Verbriefungsmarkt der Leasing-Forderungen einen zusätzlichen Wachstumsschub geben wird. Dies wird durch das Umfrageergebnis, dass ca. 25% der teilnehmenden Unternehmen ihr Verbriefungsvolumen nach einer Gesetzesänderung erhöhen würden, gestützt.

Da keine Statistik über die Größenverteilung der in Deutschland aktiven Leasing-Unternehmen vorliegt, können die Effekte eines reduzierten Mindestvolumens nicht getrennt von anderen Effekten gezeigt werden. Da jedoch nach Einschätzung des BDL 55% des Neugeschäftes von 5% der Gesellschaften abgewickelt wird, haben die kleineren Gesellschaften einen eher geringen Einfluss auf das gesamte Verbriefungsvolumen. Dennoch werden diese nach einer Gesetzesänderung und daraus folgender Kostenersparnis und Standardisierung einen erleichterten Zugang zum Verbriefungsmarkt erlangen. Dies wird zu einer leichten, für diese Analyse jedoch nicht signifikanten Erhöhung des Verbriefungspotenzials führen. Abbildung 36 zeigt die prognostizierten Entwicklungsmöglichkeiten der Refinanzierungsvolumina mit und ohne Gesetzesänderung jeweils unterteilt in zwei Szenarien.

Das Wachstum der Verbriefung von Leasing-Forderungen wurde hierbei geringer prognostiziert als das Wachstum der Verbriefung von Handelsforderungen. Dies ist damit zu begründen, dass die Marktdurchdringung im Leasing-Geschäft mit ca. 15 % des Potenzials bereits wesentlich größer ist als bei den Handelsforderungen. Der Verbriefungsmarkt von Leasing-Forderungen hat also noch Wachstumspotenziale, ist jedoch bereits weiter entwickelt als der Verbriefungsmarkt für Handelsforderungen. Die entwickelten Wachstumspfade wurden ebenfalls in Experteninterviews diskutiert und in ihrer Größenordnung bestätigt.

Da nur Leasing-Forderungen aus dem Mobilien-Leasing-Geschäft für eine Verbriefung geeignet sind und dieser Markt seit 2002 wieder wächst, wurde für das Verbriefungspotenzial eine moderate jährliche Wachstumsrate von 2% angenommen.

Prognose ohne Gesetzesänderung		2004	2005	2006	2007	2008	2009
	Potenzial, €	38.000.000.000	38.760.000.000	39.535.200.000	40.325.904.000	41.132.422.080	41.955.070.522
Starkes Wachstum	Wachstumsrate		40%	33%	25%	18%	10%
	Outstanding, €	5.800.000.000	8.120.000.000	10.759.000.000	13.448.750.000	15.802.281.250	17.382.509.375
	% des Potenzials	15,26%	20,95%	27,21%	33,35%	38,42%	41,43%
Schwachtes Wachstum	Wachstumsrate		30%	20%	15%	12%	10%
	Outstanding, €	5.800.000.000	7.540.000.000	9.048.000.000	10.405.200.000	11.653.824.000	12.819.206.400
	% des Potenzials	15,26%	19,45%	22,89%	25,80%	28,33%	30,55%

Prognose mit Gesetzesänderung		2004	2005	2006	2007	2008	2009
Starkes Wachstum	Potenzial, €	38.000.000.000	38.760.000.000	39.535.200.000	40.325.904.000	41.132.422.080	41.955.070.522
	Wachstumsrate		40,00%	39%	30%	19%	11%
	Outstanding, €	5.800.000.000	8.120.000.000	11.286.800.000	14.672.840.000	17.497.361.700	19.422.071.487
	% of Potenzials	15,26%	20,95%	28,55%	36,39%	42,54%	46,29%
Schwachtes Wachstum	Potenzial, €	38.000.000.000	38.760.000.000	39.535.200.000	40.325.904.000	41.132.422.080	41.955.070.522
	Wachstumsrate		30,00%	24%	18%	13%	11%
	Outstanding, €	5.800.000.000	7.540.000.000	9.349.600.000	11.032.528.000	12.488.821.696	13.862.592.083
	% of Potenzials	15,26%	19,45%	23,65%	27,36%	30,36%	33,04%

Abbildung 36: Prognostizierte Wachstumspfade Verbriefung von Leasing-Forderungen

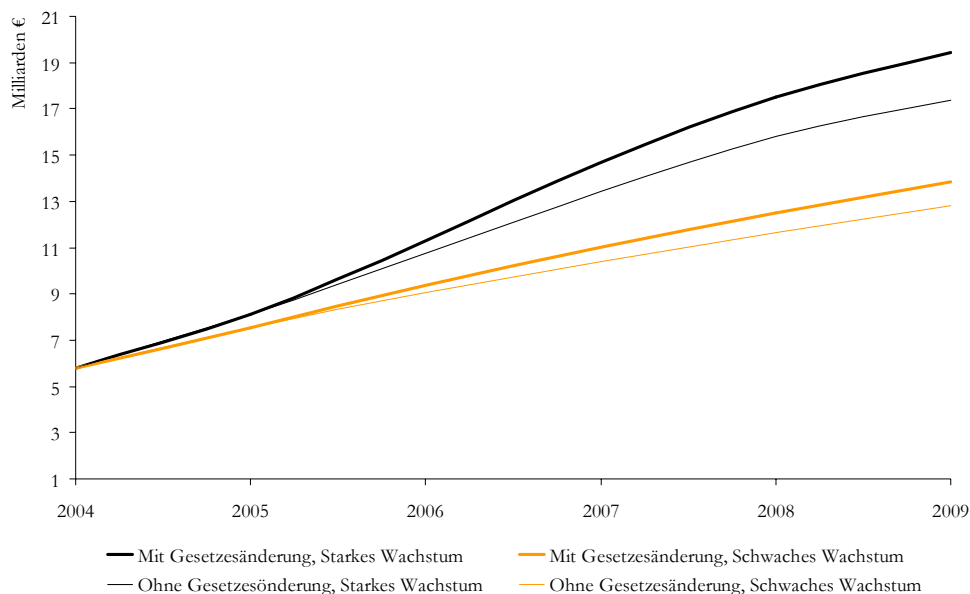


Abbildung 37: Prognostiziertes Wachstum, Verbriefung Leasing-Forderungen, linear skaliert

## Refinanzierungsmix

Die prognostizierte Steigerung des Verbriefungsvolumens wird zu einem Rückgang der bisherigen Finanzierungsformen Kredit und Forfaitierung führen. Zum einen kann über den oben erwähnten Rückzug der Banken aus dem Leasing-Refinanzierungsgeschäft argumentiert werden, dass das Kreditvolumen stark abnehmen wird. Zum anderen kann allerdings auch über die Refinanzierungskosten argumentiert werden. Da diese stark einzelfallabhängig sind, kann

keine allgemeingültige Aussage getroffen werden. Aus Experteninterviews konnten wir jedoch eine ungefähre Größenordnung ermitteln. Darlehens- und Forfaitierungskosten sind im Durchschnitt etwa gleich hoch, wobei die Forfaitierung durch den Übergang des Ausfallrisikos etwas teurer ist. Dies spricht dafür, dass aus Kostengründen auch die Forfaitierung, als hier teuerste Fremdfinanzierungsform, teilweise durch Verbriefungstransaktionen ersetzt werden wird. Wie oben beschrieben, stützt die Umfrage diese Hypothese, da als ein wichtiger Vorteil der ABS-Transaktionen ihre geringen Kosten gesehen werden.

Die Refinanzierungskosten durch die Verbriefung von Leasing-Forderungen liegen nach Auskunft von Marktteilnehmern im Leasing-Geschäft zwischen 40 und 60 Basispunkten über EURIBOR. Das oben vorgestellte Pricing-Modell unterstützt diese Aussage. Die im Vergleich zu der Verbriefung von Handelsforderungen geringen Kosten sind hauptsächlich auf die hohen Volumina und guten Sicherheiten zurückzuführen. Die Forfaitierungskosten hängen stark von der Bonität des Leasing-Nehmers ab, liegen, ebenfalls nach Auskunft von Marktteilnehmern, jedoch im Durchschnitt zwischen 100 und 200 Basispunkten über EURIBOR.

## **7. Auswirkungen der Verbriefungsstrukturen auf das Steueraufkommen**

Die Bundesregierung hat es sich zum erklärten Ziel gesetzt, den Verbriefungsmarkt in Deutschland zu fördern. Die von der TSI geforderte und im Rahmen des Kleinunternehmerförderungsgesetzes durchgeführte Ausnahme von der hälftigen Hinzurechnung der Dauerschuldzinsen für Zweckgesellschaften, welche die Bankkredite verbriefen, war ein erster Schritt in diese Richtung. Die bereits oben erwähnten BMF-Schreiben zur Anwendung verschiedener Umsatzsteuerregeln mit expliziter Erwähnung von ABS-Transaktionen unterstützen das gesetzte Ziel.

Die Verbriefung von Handelsforderungen ist in Deutschland durch die Hinzurechnung von 50% der Dauerschuldzinsen auf Ebene der Zweckgesellschaft nicht wettbewerbsfähig. Eine Gleichstellung mit der Verbriefung von Bankkrediten wird mit dem Hinweis auf nicht zu finanzierende Gewerbesteuer ausfälle abgelehnt. Der Gesetzgeber befürchtet, dass durch die Verbriefung gewonnene Liquidität zur Ablösung von Dauerschulden genutzt und so den Gewerbeertrag senken würde.

In diesem Abschnitt wird zunächst analytisch anhand der Berechnung der Steueraufkommen gezeigt, dass neben dem vom Gesetzgeber befürchteten negativen Effekt weitere positive, bisher in der öffentlichen Diskussion nicht beachtete, Effekte existieren. Es wird nachgewiesen, dass die positiven Effekte den negativen Effekt in bestimmten Situationen übertreffen und so durch die Verbriefungstätigkeit kein Steuerausfall, sondern vielmehr Steuererhöhungen entstehen können.

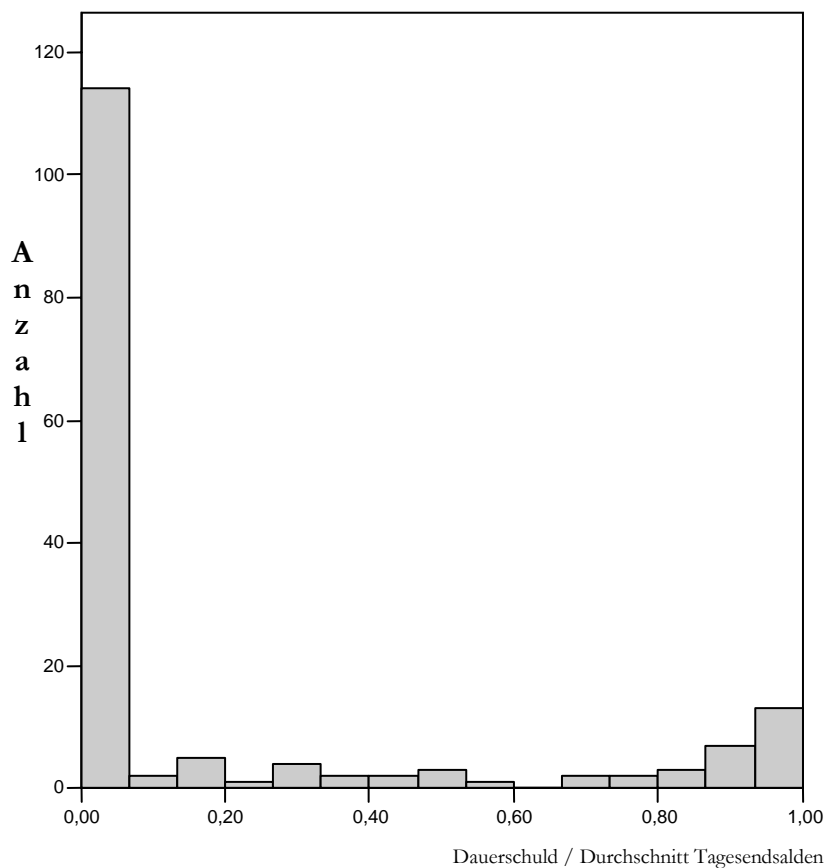
Des Weiteren wird die Ablösung von Kontokorrentkrediten auf ihre Dauerschuldfolgen anhand einer Untersuchung von exemplarisch vorliegenden Kontokorrentdaten untersucht. Die vorliegenden Tagesendsalden deuten darauf hin, dass der Dauerschuldanteil der Kontokorrentkredite gering ist und bei ca. 30% liegt.

### 7.1.1 Gewerbesteuerliche Behandlung von Kontokorrentkrediten

Eine der Verwendungsmöglichkeiten der durch ABS-Transaktionen gewonnenen Liquidität besteht in der Ablösung von kurzfristigen Kontokorrentkrediten. Gewerbesteuerlich werden Kontokorrentkredite unter Umständen als Dauerschulden gewertet, so dass die Zinsen hälftig zum Gewerbeertrag hinzugerechnet werden müssen. Zur Vorbereitung der Diskussion der Effekte wird daher untersucht, welcher Anteil eines Kontokorrentkredits als Dauerschuld zu werten ist.

Ein Kontokorrentkredit wird mit dem acht-höchsten Tagesendsaldo als Dauerschuld gewertet. Erreicht ein Unternehmen, an acht Tagen im Jahr einen positiven Tagesendsaldo, wird ein Kontokorrentkredit als Ganzes nicht zu den Dauerschulden gezählt.

Da über das Kontokorrentkredit-Management der Unternehmen in Deutschland bisher keine Erhebungen existieren, wurde eine eigene Auswertung durchgeführt. Eine TSI-Gesellschafter-Bank stellte hierfür eine repräsentative, zufällige Stichprobe ihrer Kontosalden zur Verfügung. Die Stichprobe hatte in der für die Verbriefung relevanten Größenklassen über € 50 Mio. Jahresumsatz einen Umfang von 260 Konten. Untersucht wurde zum einen der Mittelwert der Tagesendsalden, zum anderen der acht-höchste Tagesendsaldo jedes Kontos. Zunächst wurden die Konten mit positivem Jahresdurchschnittssaldo aussortiert. Zur Vermeidung von Verzerrungen wurden die jeweils 5% größten und 5% kleinsten Konten ebenfalls eliminiert. Ausgewertet wurden daher 161 Konten mit je 260 Tagesendsalden. Es wurde nun für jedes Konto der für die Dauerschuldberechnung relevante Tagesendsaldo (Dauerschuldanteil) ermittelt. Abbildung 38 zeigt die Häufigkeitsverteilung des Dauerschuldanteils im Verhältnis zum durchschnittlichen Tagesendsaldo.



**Abbildung 38: Anteil Dauerschulden an Kontokorrentkrediten**

Bei 112 Konten lag der acht-höchste Tagesendsaldo im positiven Bereich oder genau auf Null, es fielen also keine Dauerschulden an. Bei 18 weiteren Konten bewegte sich die Dauerschuldhöhe zwischen 0% und 50% des durchschnittlichen Saldos.

In Addition aller Konten betrug der Mittelwert der Tagesendsalden ca. € 179,9 Mio., die Höhe des Dauerschuldanteils € 48,6 Mio. Dies entspricht einem Verhältnis von ca. 27% und bedeutet, dass die in der Stichprobe enthaltenen Unternehmen ihre Kontokorrentkredite so managen, dass volumengewichtet nur 27% des über das Jahr durchschnittlichen Kreditvolumens als Dauerschulden im gewerbesteuerlichen Sinne gewertet werden. Ungewichtet liegt dieser Anteil sogar nur bei ca. 19%.

Auch wenn die Stichprobe relativ klein ist, soll dieses Ergebnis als grobe Tendenz in die Ermittlung der steuerlichen Effekte in den folgenden Abschnitten eingehen.

### 7.1.2 Ablösung kurzfristigen Fremdkapitals

Entscheidet sich ein Unternehmen für die Ablösung kurzfristigen Fremdkapitals, hat es in der Regel die Wahl zwischen der Reduzierung von kurzfristigen Bankschulden (=Kontokorrentkrediten) oder der beschleunigten Zahlung von Verbindlichkeiten aus Lieferung und Leistung und damit der Inanspruchnahme von Skonti. Letzteres wird ein Unternehmer nur tun, wenn die Kosten einer Nichtinanspruchnahme höher sind als die Kontokorrentzinsen der Bankverbindlichkeiten. In diesem Fall treten keine negativen Primäreffekte auf, da Skonti keine Dauerschulden darstellen. Positive Sekundäreffekte treten jedoch in voller Höhe in der Differenz zwischen Verbriefungskosten und aufs Jahr gerechneten Einsparungen aus Inanspruchnahme der Skonti auf.

Zur Vereinfachung der Entscheidungssimulation wird im Folgenden angenommen, dass ein Unternehmer die durch ABS-Transaktionen gewonnene Liquidität nur zur Ablösung von Kontokorrentkrediten verwendet. Hierdurch werden die steuerlichen Auswirkungen tendenziell wieder negativer eingeschätzt, entsprechen also dem Grundsatz der konservativen Schätzung.

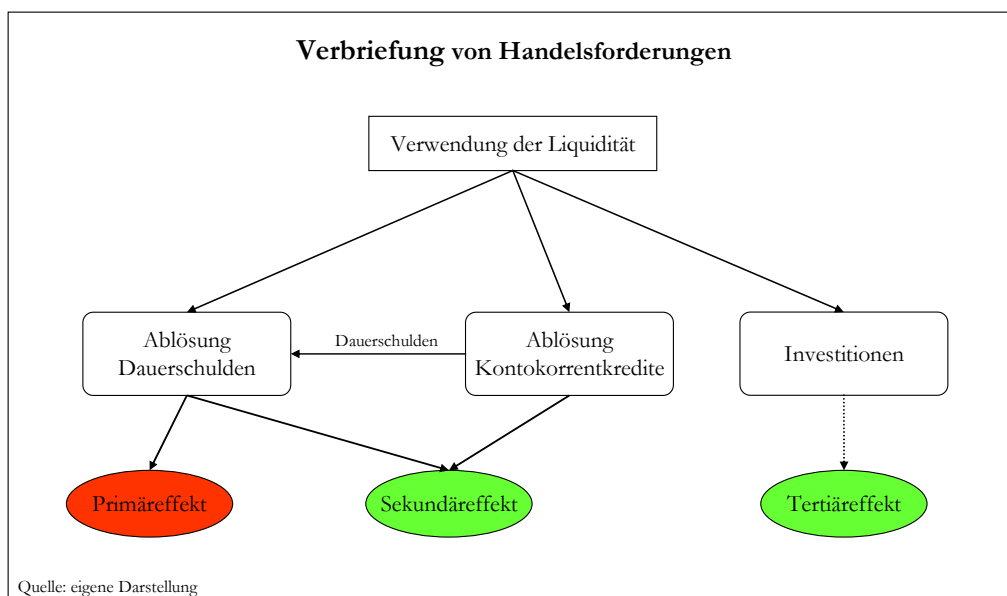
### 7.2 Gegenläufige Effekte

Die steuerlichen Effekte einer Verbriefungstransaktion hängen stark von der Verwendung der gewonnenen Liquidität ab. In Abschnitt 4.2 wurden die Alternativen diskutiert. Im Folgenden werden darauf aufbauend die steuerlichen Effekte der Verwendungsalternativen analysiert.

Eine Verbriefungstransaktion hat mehrere Effekte auf die Steuerschulden eines Unternehmens. Zunächst führt eine Ablösung von Dauerschulden (in der Regel Bankkredite) zu einem Gewerbesteuerausfall, da die Refinanzierung über eine ABS-Transaktion im Ausland nicht der Gewerbesteuer unterliegt. Dieser Effekt wird im Folgenden als *Primäreffekt* bezeichnet. Die Beurteilung der Gewerbesteuereffekte muss jedoch weiter greifen. Da eine ABS-Transaktion günstiger als ein vergleichbarer Bankkredit ist, reduzieren sich für das verbriefende Unternehmen die Refinanzierungskosten. Der Gewinn vor Steuern steigt. Dies führt zu einem ansteigenden Gewerbesteueraufkommen. Dieser Vorgang soll im Folgenden als *Sekundäreffekt* bezeichnet werden. Verwendet ein Unternehmen die zugeflossene Liquidität zur Ablösung von Kontokorrentkrediten, so sind zwei Fälle zu unterscheiden. Ist der Kontokorrentkredit aufgrund steuerlicher Vorschriften als Dauerschuld zu werten, ist seine Ablösung mit der Ablösung von Dauerschulden gleichzusetzen. Handelt es sich hingegen um die Ablösung kurzfristi-

ger Finanzierungsmittel, tritt kein Primäreffekt auf. Eine Reduzierung der Hinzurechnung von Dauerschuldzinsen findet nicht statt. Allein der Sekundäreffekt steigert in diesem Fall das Steueraufkommen des Unternehmens.

Wird die durch ABS-Transaktionen frei werdende Liquidität nicht zur Ablösung von bestehenden Schulden genutzt, sondern beispielsweise in die Ausweitung der Produktionsanlagen investiert, so führt dies zu einem zu steigender Beschäftigung, zum anderen aber auch zu Umsatz- und Gewinnsteigerungen. Die positiven Folgen dieser Liquiditätsverwendung werden im Rahmen dieser Studie als *Tertiäreffekt* bezeichnet. Primär- und Sekundäreffekt sind quantitativ zu beschreiben. Da die steuerlichen Auswirkungen von Investitionstätigkeiten von sehr vielen Unbekannten abhängen, kann dieser Tertiäreffekt nur qualitativ dargestellt werden.



**Abbildung 39: Verbriefung von Handelsforderungen**

Neben den Effekten auf das Gewerbesteueraufkommen werden auch die Auswirkungen auf andere Steuerarten, insbesondere die Körperschaftsteuer, analysiert. Da für eine Verbriefungstransaktion, wie oben festgestellt, zurzeit nur Unternehmen mit einem Umsatz von über € 50 Mio. pro Jahr infrage kommen und diese umsatzgewichtet zu ca. 63% als Kapitalgesellschaft organisiert sind<sup>77</sup>, beschränkt sich die folgende Analyse auf die körperschaftsteuerlichen Auswirkungen. Im Falle einer als Personengesellschaft organisierten Unternehmung sind die Effekte auf die Entwicklung der Steuereinnahmen positiver zu werten. Zum einen wird der Primäreffekt durch eine teilweise Anrechnung der gezahlten Gewerbesteuer auf die Einkommens-

teuer relativiert, zum anderen ist der Sekundäreffekt durch, im Vergleich zur Körperschaftsteuer, höhere Einkommensteuersätze wesentlich ausgeprägter. Die Einschränkung auf die Betrachtung der Kapitalgesellschaften führt also im Ergebnis tendenziell eher zu einer Überschätzung der Steuerausfälle bzw. eine Unterschätzung eventueller Mehreinnahmen.

### 7.2.1 Primäreffekt

Zur Separation der einzelnen Effekte wird zunächst angenommen, dass die theoretischen Zinskosten einer ABS-Transaktion (d.h. alle Kosten umgelegt auf die Laufzeit im Verhältnis zum Verbriefungsvolumen) denen eines Bankkredites entsprechen. Des Weiteren wird angenommen, dass die dem Unternehmen zufließende Liquidität der ABS-Transaktion zu 100% zur Ablösung von Dauerschulden (Bankkrediten) genutzt wird. Dies führt dazu, dass sich der Gewinn vor Steuern des Unternehmens nicht verändert. Die Zinskosten des Bankkredites werden durch die Kosten der ABS-Transaktion ersetzt.

Der Gewerbeertrag sinkt um 50% der entfallenden Dauerschuldzinsen.<sup>78</sup> Die Gewerbesteuer-schuld des Unternehmens ändert sich um:

$$(7.1) \quad PE_{GewSt} = -50\% \cdot i_{DS} \cdot V_{ABS} \cdot t_{GewSt,eff}$$

mit :

$PE_{GewSt}$  : Primäreffekt Gewerbesteuer

$i_{DS}$  : Zinssatz Dauerschuldzinsen

$t_{GewSt,eff}$  : effektiver Gewerbesteuersatz

$V_{ABS}$  : Volumen der ABS – Transaktion

Das Unternehmen reduziert seine Gewerbesteuerzahlungen. Dies ist der vom Gesetzgeber befürchtete Effekt. Da die Gewerbesteuer jedoch nicht nur ihre eigene Bemessungsgrundlage, sondern auch die der Körperschaftsteuer und Einkommensteuer senkt, müssen die Auswirkungen auf diese Steuerarten ebenfalls untersucht werden. Wie erwähnt, betrachtet diese Studie nur Kapitalgesellschaften und die Auswirkungen auf die Körperschaftsteuer. Annahmegemäß ersetzen die Kosten für die Verbriefungstransaktion die Kreditkosten in gleicher Höhe. Da die Gewerbesteuerausgaben jedoch aufgrund der sinkenden Dauerschuldzinsen zurückgehen,

steigt in gleichem Masse die Bemessungsgrundlage der Körperschaftsteuer. Einschließlich des Solidaritätszuschlages ergibt sich eine Körperschaftsteuerbelastung von 26,375%. Sinkt die Gewerbesteuerschuld eines Unternehmens also um eine Einheit, steigt die Körperschaftsteuer-schuld um 0,26375 Einheiten.

$$(7.2) \quad PE_{KSt} = 50\% \cdot i_{DS} \cdot V_{ABS} \cdot t_{GewSt,eff} \cdot t_{KSt}$$

mit :

$t_{KSt}$  : Körperschaftsteuersatz inkl. Solidaritätszuschlag

$PE_{KSt}$  : Primäreffekt Körperschaftsteuer

Beide Effekte sind gegenläufig und werden im Rahmen dieser Studie als „Primäreffekte“ bezeichnet. In Summe haben die Primäreffekte folgende Auswirkung auf das gesamte Steueraufkommen:

$$(7.3) \quad PE = -50\% \cdot i_{DS} \cdot V_{ABS} \cdot t_{GewSt,eff} \cdot (1 - t_{KSt})$$

mit :

$PE$  : Summe Primäreffekte  $PE_{GewSt}$  und  $PE_{KSt}$

Betrachtet man das gesamte Steueraufkommen von Bund, Ländern und Gemeinden, wird der befürchtete Steuerausfall zumindest durch die gegenläufige Entwicklung der Körperschaftsteuer zu gut einem Viertel kompensiert. Die Gewerbesteuer steht zum größten Teil den Kommunen zu, die Körperschaftsteuer hingegen dem Bund und den Ländern. Im Rahmen dieser Studie sind sowohl das Gewerbesteueraufkommen als auch die gesamten Steuereinnahmen von Bund, Ländern und Kommunen Untersuchungsgegenstand. Positive Effekte auf Bund- und Länderebene können an die Gemeinden weitergegeben werden.

Wird die gewonnene Liquidität nicht zu 100% zur Ablösung von Dauerschulden genutzt, sondern nur zu einem Prozentsatz  $\alpha$ , so reduzieren sich beide Primäreffekte um diesen Faktor. Die Gewerbesteuerschuld ergibt sich als:

$$(7.4) \quad PE_{GewSt} = -50\% \cdot i_{DS} \cdot V_{ABS} \cdot t_{GewSt,eff} \cdot \alpha$$

mit :

$\alpha$  : Anteil Ablösung Dauerschulden

Das Körperschaftsteueraufkommen steigt gleichzeitig um folgenden Wert:

$$(7.5) \quad PE_{KSt} = 50\% \cdot i_{DS} \cdot V_{ABS} \cdot t_{GewSt,eff} \cdot t_{KSt} \cdot \alpha$$

In Summe ergibt sich für den Primäreffekt:

$$(7.6) \quad PE = -50\% \cdot i_{DS} \cdot V_{ABS} \cdot t_{GewSt,eff} \cdot (1 - t_{KSt}) \cdot \alpha$$

Der Primäreffekt entsteht sowohl bei der Ablösung von Bankkrediten als auch bei dem Anteil der Kontokorrektkredite, die als Dauerschulden zu werten sind.

### 7.2.2 Sekundäreffekt

Basierend auf den Informationen, die in den Experteninterviews weitergegeben wurden, sowie auf dem in Abschnitt 4.1.3 vorgestellten Pricing-Modell, sind die Kosten einer ABS-Transaktion in der Regel geringer als die eines vergleichbaren Kredites. Das Unternehmen reduziert also seine Refinanzierungskosten. Dies führt zu hier als Sekundäreffekte bezeichneten Auswirkungen auf das Gewerbesteuer- und Körperschaftsteueraufkommen.

Sekundäreffekte ergeben sich, soweit Fremdkapital (Dauerschulden und Kontokorrentkredite) abgelöst und durch ABS-Transaktionen ersetzt werden. Der Anteil der durch Verbriefungs-transaktionen gewonnenen Liquidität, die zu Investitionszwecken verwendet wird, löst weder Primär- noch Sekundäreffekte aus. Nur wenn Fremdkapital abgelöst wird, können durch den günstigeren Refinanzierungssatz Kosten eingespart werden. Für Investitionen genutzte Liquidität erzeugt zusätzliche Zinskosten. Dieser Effekt wird als Tertiäreffekt bezeichnet und im folgenden Abschnitt untersucht.

Durch die Reduzierung der Refinanzierungskosten steigt der Gewinn vor Steuern des Unternehmens um die eingesparten Zinskosten. Die Einsparung ergibt sich als Differenz zwischen Fremdkapitalkosten und den Kosten der ABS-Transaktion in dem Masse, wie Fremdkapital abgelöst wird. Multipliziert mit dem effektiven Gewerbesteuersatz ergibt sich das zusätzliche Gewerbesteueraufkommen:

$$(7.7) \quad SE_{GewSt} = (i_{DS} - i_{ABS}) \cdot V_{ABS} \cdot \alpha \cdot t_{GewSt,eff}$$

Das Körperschaftsteueraufkommen steigt ebenfalls, allerdings reduziert nun der Betriebsausgabenabzug des Gewerbesteueraufkommens den Anstieg.

$$(7.8) \quad SE_{KSt} = (i_{DS} - i_{ABS}) \cdot V_{ABS} \cdot \alpha \cdot (1 - t_{GewSt,eff}) \cdot t_{KSt}$$

Die Sekundäreffekte lassen sich wie folgt zusammenfassen:

$$(7.9) \quad SE = (i_{DS} - i_{ABS}) \cdot V_{ABS} \cdot \alpha \cdot ((1 - t_{KSt}) \cdot t_{GewSt,eff} + t_{KSt})$$

Sekundäreffekte treten sowohl bei der Ablösung von Bankkrediten als auch in voller Höhe bei der Ablösung von Kontokorrentkrediten auf. Wird ein Teil der frei werdenden Liquidität also zur Ablösung von Kontokorrentkrediten verwendet, entstehen nur für denjenigen Teil des Kontokorrentkredites, der als Dauerschuld gewertet werden muss, negative Primäreffekte, in der gesamten Höhe der Ablösung jedoch positive Sekundäreffekte.

Effekte auf den Gewinn der Kredit gebenden Bank werden nicht betrachtet. Da ABS-Transaktionen jedoch auch für die Banken sehr profitabel sind und den Gewinn eines Kredites laut Experteninterviews tendenziell eher überschreiten, dürften die Effekte hier eher positiv sein, werden jedoch im Sinne der konservativen Schätzung nicht betrachtet.

### 7.2.3 Tertiäreffekt

Wird die durch ABS-Transaktionen gewonnene Liquidität nicht zur Ablösung von Dauerschulden verwendet, kann sie für Investitionen genutzt werden. Unter der Annahme, dass Investitionen nur dann getätigt werden, wenn das Projekt einen positiven Net Present Value (NPV) besitzt, kann festgestellt werden, dass die zusätzlichen Einnahmen des Unternehmens höher als die Finanzierungskosten sind. Dies bedeutet, dass der Effekt der Investition auf den Gewinn des Unternehmens positiv sein wird und so weitere Steuereinnahmen induziert. Ausrüstungsinvestitionen führen in der Regel des Weiteren zu einer Erhöhung der Leistung und damit zu höheren Umsatzsteuereinnahmen. Der gesamte Tertiäreffekt kann allerdings nur

schwer quantifiziert werden, da zu viele Variablen geschätzt werden müssten. Er sollte jedoch in Entscheidungen einbezogen werden und eventuelle Steuerausfälle qualitativ relativieren.

#### 7.2.4 Zusammenfassung der Effekte

	Primäreffekt	Sekundäreffekt	Tertiäreffekt
Gewerbsteuer	–	+	(+)
Körperschaftsteuer	+	+	(+)
Umsatzsteuer	0	0	(+)
∑ Steuern	–	+	(+)

Tabelle 9: Übersicht der Steuereffekte

Tabelle 9 beschreibt die Wirkungsrichtung der einzelnen Effekte. Allein der Primäreffekt auf das Gewerbesteueraufkommen ist negativ. Dieser negative Primäreffekt ist ab einem gewissen Verhältnis zwischen Verbriefungskosten und Kreditkosten kleiner als die Summe der positiven Primär- und Sekundäreffekte. Dieses Zusammenspiel wird im Folgenden untersucht. Zunächst wird die Ablösung von langfristigen Krediten, anschließend die von Kontokorrentkrediten betrachtet.

Der Primäreffekt und der Sekundäreffekt auf das Gewerbesteueraufkommen heben sich exakt auf, wenn die Verbriefungskosten, dargestellt als Zinssatz, 50% des Dauerschuldzinssatzes entsprechen. Dies ergibt sich aus Gleichsetzung der Gleichungen (7.4) und (7.7). Es folgt:

$$(7.10) \quad i_{ABS} = 50\% \cdot i_{DS}$$

Analog kann ein Grenzverhältnis zwischen ABS-Refinanzierungskosten und Dauerschuldzinssatz für den Effekt auf das gesamte Steueraufkommen des Unternehmens berechnet werden. Das Gleichsetzen der Formeln (7.6) und (7.9) ergibt nach Vereinfachung folgende Beziehung:

$$(7.11) \quad i_{ABS} = \left(1 - \frac{50\% \cdot (1 - t_{KSt}) \cdot t_{GewSt,eff}}{(1 - t_{KSt}) \cdot t_{GewSt,eff} + t_{KSt}}\right) \cdot i_{DS}$$

Der Körperschaftsteuersatz beträgt inklusive Solidaritätszuschlag 26,375%. Bei einem Hebesatz von 400%<sup>79</sup> ergibt sich ein effektiver Gewerbesteuersatz von 16,67%. Setzt man diese Werte in Gleichung (7.11) ergibt sich:

$$(7.12) \quad i_{ABS} = 84,12\% \cdot i_{DS}$$

Sind die Kosten der ABS-Transaktion also um ca. 16% günstiger als vergleichbare Dauerschulden, entsteht ein positiver Gesamtsteuereffekt. Dieser vergrößert sich bei einer weiteren Senkung der ABS-Kosten. Abbildung 40 verdeutlicht diesen Zusammenhang grafisch anhand einer exemplarischen Rechnung.

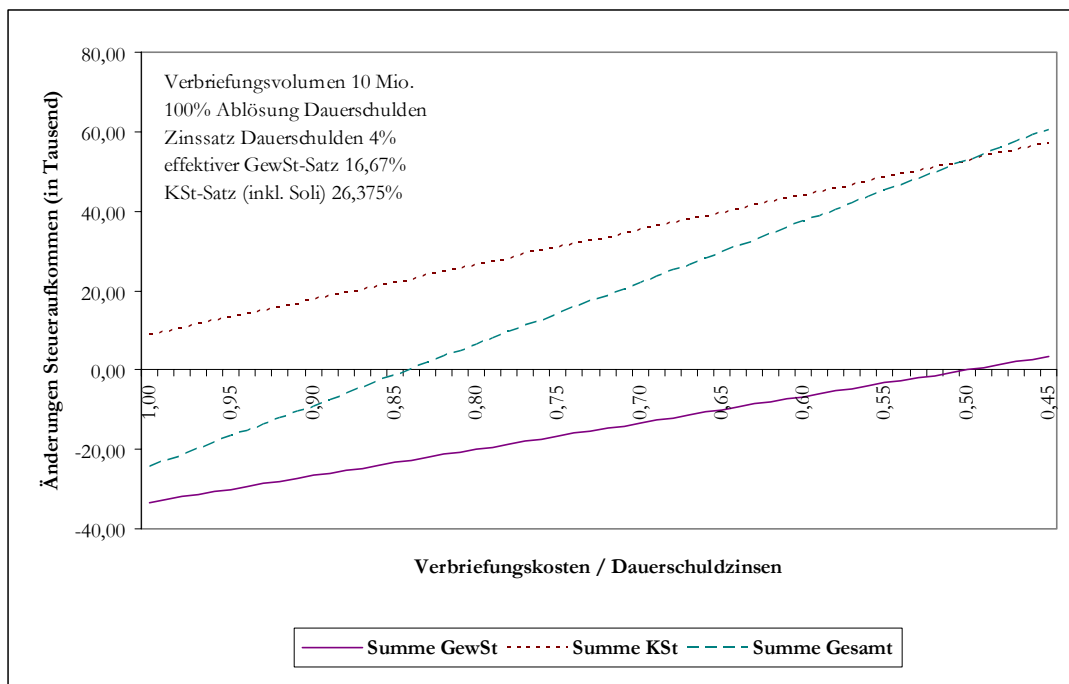


Abbildung 40: Steuereffekte in Abhängigkeit der Kostenstruktur, Kreditablösung

Die Ablösung von Kontokorrentkrediten führt, wie oben beschrieben, nur mit dem Dauerschuldanteil zu Primäreffekten, jedoch zu 100% zu Sekundäreffekten. Daher verschiebt sich der Quotient aus Verbriefungskosten und Dauerschuldzinsen, bei dem sich die Effekte aufheben.

Es gilt:

$$(7.13) \quad -50\% \cdot i_{KK} \cdot t_{\text{GewSt,eff}} \cdot \alpha \cdot V_{\text{ABS}} = (i_{KK} - i_{\text{ABS}}) \cdot V_{\text{ABS}} \cdot t_{\text{GewSt,eff}}$$

Vereinfachen und Umstellen ergibt:

$$(7.14) \quad i_{\text{ABS}} = (1 - 50\% \cdot \alpha) \cdot i_{\text{KK}}$$

Einsetzen des oben ermittelten Dauerschuldanteils von 27% ergibt ein Verhältnis von Vertriefungskosten zu Kontokorrentkosten von 86,5%.

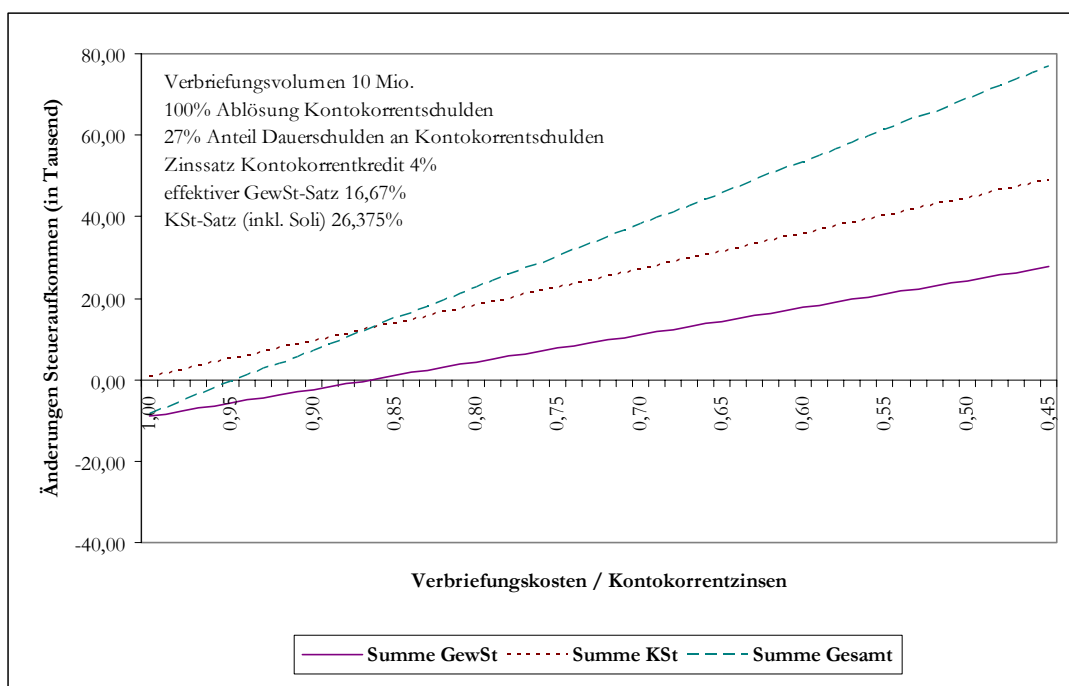


Abbildung 41: Steuereffekte in Abhängigkeit der Kostenstruktur, Kontokorrentablösung

Abbildung 41 zeigt die Effekte der Substitution eines Kontokorrentkredites durch ABS-Transaktionen. Im Vergleich zu Abbildung 40 schneiden die Geraden die X-Achse weiter links, d.h. die positiven Sekundäreffekte überwiegen die negativen Primäreffekte bereits bei kleinerem Spread zwischen den Refinanzierungsformen.

## 8. Quantifizierung der Effekte

Aufbauend auf den bisherigen Ergebnissen zur Marktentwicklung sowie den analysierten Auswirkungen auf das Steueraufkommen wird im Folgenden anhand möglicher Szenarien die Auswirkungen einer Befreiung der Verbriefungsgesellschaft von der Hinzurechnung ihrer Dauerschuldzinsen abgeschätzt. Hierbei wird die Verbriefung von Handelsforderungen von der von Leasing-Forderungen getrennt betrachtet.

Wie im vorhergehenden Teil bereits theoretisch festgestellt, können die positiven Sekundäreffekte die befürchteten negativen Steuerausfälle übertreffen und so im Saldo einen positiven Effekt entstehen lassen. Für die Beurteilung der Folgen einer möglichen Gesetzesänderung ist jedoch nicht der absolute, durch die Verbriefungsaktivitäten auftretende Effekt maßgeblich, sondern vielmehr die Differenz zwischen den Effekten aus der Entwicklung ohne Gesetzesänderung und der Entwicklung nach einer Gesetzesänderung. Nur diese Differenz ist durch Entscheidungen des Gesetzgebers zu beeinflussen. Zur Verbreiterung der Informationslage werden in dieser Studie jedoch sowohl die Effekte der beiden möglichen Entwicklungspfade als auch deren Differenz dargestellt.

Die Abschätzung der identifizierten Effekte wird anhand verschiedener Szenarien sowie darauf aufbauenden Monte Carlo-Simulationen durchgeführt.

Diese Studie kommt zu dem Ergebnis, dass die Verbriefung von Handelsforderungen keine oder nur, im Verhältnis zum Finanzierungsvolumen, geringe gewerbsteuerliche Ausfälle hervorruft. Die Gesetzesänderung hätte ebenfalls nur geringe Gewerbesteuerausfälle zur Folge. Der Gesamteffekt ist in beiden Szenarien positiv. Unabhängig vom Vorzeichen der Steuereffekt ist festzuhalten, dass die Ausfälle/Mehreinnahmen im Verhältnis zu der für Investitionen bereitgestellten Liquidität äußerst gering ausfallen.

Die Verbriefung von Leasing-Forderungen ist nach Aussage dieser Studie ebenfalls unschädlich für das Steueraufkommen. Mindereinnahmen im Gewerbesteuerbereich werden von größeren Mehreinnahmen im Körperschaftsteuerbereich kompensiert. Werden unwahrscheinlichere Szenarien angenommen, die zu höheren Steuerausfällen führen, ist festzustellen, dass die Steuerausfälle im Verhältnis zur durch die Leasing-Unternehmen zur Verfügung gestellten Investitionssumme vernachlässigbar klein sind.

## ***8.1 Verbriefung von Handelsforderungen (Trade Receivables)***

### **8.1.1 Vorbemerkungen und Annahmen**

Zur Abschätzung der Steuereffekte wird auf die Prognosen und Abschätzungen der vorherigen Abschnitte eingegangen. Diese werden im Folgenden zusammengefasst:

Das Wachstum des Verbriefungsmarktes für Handelsforderungen wurde anhand der Marktanalyse in zwei Szenarien sowie Entwicklungen mit und ohne Gesetzesänderung prognostiziert. Diese Entwicklungspfade werden zur exemplarischen Ermittlung der Steuereffekte herangezogen werden.

Um Primär- und Sekundäreffekte abzuschätzen, sind zum einen die Kreditkosten, zum anderen die Verbriefungskosten sowie der Quotient aus beiden relevant. Abbildung 40 auf Seite 106 zeigt klar, dass die Steuereffekte unso positiver ausfallen, je kleiner der Quotient aus Verbriefungskosten und Kreditkosten wird. Im Sinne der konservativen Schätzung sollte dieser Quotient daher nicht überschätzt werden.<sup>80</sup> Die Kreditkosten sind daher tendenziell geringer, die ABS-Kosten höher zu schätzen.

Folglich wird der in Abschnitt 4.1.3 beschriebene, von der Deutschen Bundesbank genannte, volumengewichtete Kreditzinssatz in Höhe von 4,4% als Referenzzinssatz gewählt. Dieser Zinssatz ist sehr gering und gerade für Unternehmen der Größenklasse € 50 Mio. bis € 250 Mio. Umsatz als Untergrenze anzusehen. Da jedoch keine genaueren Daten bzgl. der Kreditkosten nach Größenklasse vorliegen und eine Unterschätzung der Kreditkosten eher konservativ zu werten ist, wird dieser Wert im Rahmen der Steuerabschätzung verwendet. Die durchschnittlichen Verbriefungskosten ohne Gesetzesänderung werden, wie im Abschnitt 6.1.4 be-

schrieben, als konstant angenommen. Die Verbriefungskosten nach einer Gesetzesänderung werden, durch zunehmende Teilnahme der kleineren Unternehmen, als steigend angenommen, also im Sinne der konservativen Schätzung eher zu hoch geschätzt.

Für die Kontokorrentkosten gilt ähnliches wie für die Kreditkosten. Da negative Primäreffekte nur in Höhe des Dauerschuldanteils, positive Sekundäreffekte jedoch bei Ablösung von Kontokorrentkrediten in voller Höhe anfallen, gilt es, den Kontokorrentzinssatz ebenfalls sehr konservativ abzuschätzen. Als Anhaltspunkt wird der von der Deutschen Bundesbank genannte kurzfristige Zinssatz in Höhe von 4,02% (inkl. 0,65% Bearbeitungsgebühr) verwendet. Liegen die Kontokorrentzinsen im Einzelfall höher (insbesondere bei kleinen Unternehmen wahrscheinlich), führt dies zu einem höheren Finanzierungs-Spread zur ABS-Refinanzierung und damit zu positiveren Steuereffekten.

### **8.1.2 Prognostizierte Szenarien**

Die Liquiditätsverwendung durch die Unternehmen orientiert sich an den Umfrageergebnissen der oben genannten Studie von EYLaw LutherMenold und Ernst & Young und wird, wie dort beschrieben, mit 55% Investition/Erhöhung Betriebsmittel, 30% Ablösung Kontokorrentkredite und 15% Ablösung Dauerschulden angenommen.

Tabelle 10 und Tabelle 11 zeigen die Ergebnisse der Abschätzung der Steuereffekt basierend auf den oben genannten Annahmen für die Szenarien „Starkes Wachstum“ sowie „Schwachtes Wachstum“ jeweils mit und ohne Gesetzesänderung. Primär- und Sekundäreffekte werden auf Basis der in Abschnitt 7.2 vorgestellten Formeln berechnet. Der positive Tertiäreffekt wird, wie erwähnt, nicht quantitativ geschätzt, sondern geht in die abschließende Beurteilung qualitativ ein.

Szenario							
Starkes Wachstum		Kontokorrent DS-Anteil	27,00%		eff. Gewstsatz 16,667%		
		Kontokorrent Zinssatz	4,02%		KSt Satz + Soli 26,375%		
		Bankkredit Zinssatz	4,40%				
Ohne Gesetzesänderung		2004	2005	2006	2007	2008	2009
Outstanding, €		2.899.830.801	5.219.695.441	8.351.512.706	12.527.269.059	17.538.176.683	21.045.812.020
Wachstum %			80%	60%	50%	40%	20%
Wachstum €			2.319.864.641	3.131.817.265	4.175.756.353	5.010.907.624	3.507.635.337
Dauerschulden	15%	434.974.620	782.954.316	1.252.726.906	1.879.090.359	2.630.726.502	3.156.871.803
Kontokorrent	30%	869.949.240	1.565.908.632	2.505.453.812	3.758.180.718	5.261.453.005	6.313.743.606
Investition	55%	1.594.906.940	2.870.832.493	4.593.331.988	6.889.997.983	9.645.997.176	11.575.196.611
ABCPC Kosten		2,73%	2,73%	2,73%	2,73%	2,73%	2,73%
Primäreffekt GewSt		-2.381.824	-4.287.283	-6.859.652	-10.289.478	-14.405.270	-17.286.323
Primäreffekt KSt		628.206	1.130.771	1.809.233	2.713.850	3.799.390	4.559.268
Sekundäreffekt GewSt		3.074.607	5.534.293	8.854.868	13.282.303	18.595.224	22.314.268
Sekundäreffekt KSt		4.054.541	7.298.173	11.677.078	17.515.616	24.521.863	29.426.235
GewSt Gesamt		692.783	1.247.010	1.995.216	2.992.824	4.189.954	5.027.945
KSt Gesamt		4.682.747	8.428.944	13.486.311	20.229.466	28.321.253	33.985.503
Steuern Gesamt		5.375.530	9.675.954	15.481.527	23.222.291	32.511.207	39.013.448
Mit Gesetzesänderung		2004	2005	2006	2007	2008	2009
Outstanding, €		2.899.830.801	5.219.695.441	9.735.165.700	17.324.058.685	24.994.234.682	31.930.755.082
Wachstum %			80%	87%	78%	44%	28%
Wachstum €			2.319.864.641	4.515.470.259	7.588.892.985	7.670.175.997	6.936.520.400
Dauerschulden	15%	434.974.620	782.954.316	1.460.274.855	2.598.608.803	3.749.135.202	4.789.613.262
Kontokorrent	30%	869.949.240	1.565.908.632	2.920.549.710	5.197.217.606	7.498.270.405	9.579.226.524
Investition	55%	1.594.906.940	2.870.832.493	5.354.341.135	9.528.232.277	13.746.829.075	17.561.915.295
ABCPC Kosten		2,73%	2,73%	2,85%	2,91%	2,95%	3,02%
Primäreffekt GewSt		-2.381.824	-4.287.283	-7.996.138	-14.229.400	-20.529.425	-26.226.850
Primäreffekt KSt		628.206	1.130.771	2.108.981	3.753.004	5.414.636	6.917.332
Sekundäreffekt GewSt		3.074.607	5.534.293	9.483.697	16.009.403	22.405.710	26.893.833
Sekundäreffekt KSt		4.054.541	7.298.173	12.506.325	21.111.893	29.546.821	35.465.392
GewSt Gesamt		692.783	1.247.010	1.487.558	1.780.002	1.876.285	666.983
KSt Gesamt		4.682.747	8.428.944	14.615.306	24.864.897	34.961.457	42.382.723
Steuern Gesamt		5.375.530	9.675.954	16.102.864	26.644.900	36.837.742	43.049.706
Differenz		2004	2005	2006	2007	2008	2009
Effekt auf GewSt			0	-507.658	-1.212.822	-2.313.669	-4.360.962
Effekt KSt			0	1.128.995	4.635.431	6.640.205	8.397.220
Gesamteffekt			0	621.337	3.422.609	4.326.536	4.036.258

Tabelle 10: Steuereffekte Handelsforderungen, Starkes Wachstum

Szenario							
Schwachtes Wachstum		Kontokorrent DS-Anteil	27,00%		eff. GewStsatz	16,667%	
		Kontokorrent Zinssatz	4,02%		KSt Satz + Soli	26,375%	
		Bankkredit Zinssatz	4,40%				
Ohne Gesetzesänderung		2004	2005	2006	2007	2008	2009
Outstanding, €		2.899.830.801	4.059.763.121	4.871.715.745	5.602.473.107	6.162.720.418	6.778.992.460
Wachstum %			40%	20%	15%	10%	10%
Wachstum €			1.159.932.320	811.952.624	730.757.362	560.247.311	616.272.042
Dauerschulden	15%	434.974.620	608.964.468	730.757.362	840.370.966	924.408.063	1.016.848.869
Kontokorrent	30%	869.949.240	1.217.928.936	1.461.514.724	1.680.741.932	1.848.816.125	2.033.697.738
Investition	55%	1.594.906.940	2.232.869.717	2.679.443.660	3.081.360.209	3.389.496.230	3.728.445.853
ABCP Kosten		2,73%	2,73%	2,73%	2,73%	2,73%	2,73%
Primäreffekt GewSt		-2.381.824	-3.334.553	-4.001.464	-4.601.683	-5.061.852	-5.568.037
Primäreffekt KSt		628.206	879.488	1.055.386	1.213.694	1.335.063	1.468.570
Sekundäreffekt GewSt		3.074.607	4.304.450	5.165.340	5.940.141	6.534.155	7.187.571
Sekundäreffekt KSt		4.054.541	5.676.357	6.811.629	7.833.373	8.616.710	9.478.381
GewSt Gesamt		692.783	969.897	1.163.876	1.338.458	1.472.303	1.619.534
KSt Gesamt		4.682.747	6.555.846	7.867.015	9.047.067	9.951.773	10.946.951
Steuern Gesamt		5.375.530	7.525.742	9.030.891	10.385.524	11.424.077	12.566.485
Mit Gesetzesänderung		2004	2005	2006	2007	2008	2009
Outstanding, €		2.899.830.801	4.059.763.121	5.936.387.351	7.730.374.966	8.890.798.582	9.999.778.559
Wachstum %			40%	46%	30%	15%	12%
Wachstum €			1.159.932.320	1.876.624.230	1.793.987.615	1.160.423.616	1.108.979.977
Dauerschulden	15%	434.974.620	608.964.468	890.458.103	1.159.556.245	1.333.619.787	1.499.966.784
Kontokorrent	30%	869.949.240	1.217.928.936	1.780.916.205	2.319.112.490	2.667.239.575	2.999.933.568
Investition	55%	1.594.906.940	2.232.869.717	3.265.013.043	4.251.706.231	4.889.939.220	5.499.878.207
ABCP Kosten		2,73%	2,73%	2,85%	2,91%	2,95%	3,02%
Primäreffekt GewSt		-2.381.824	-3.334.553	-4.875.949	-6.349.470	-7.302.603	-8.213.482
Primäreffekt KSt		628.206	879.488	1.286.032	1.674.673	1.926.062	2.166.306
Sekundäreffekt GewSt		3.074.607	4.304.450	5.783.044	7.143.747	7.970.024	8.422.362
Sekundäreffekt KSt		4.054.541	5.676.357	7.626.207	9.420.590	10.510.217	11.106.723
GewSt Gesamt		692.783	969.897	907.095	794.276	667.421	208.880
KSt Gesamt		4.682.747	6.555.846	8.912.238	11.095.263	12.436.279	13.273.029
Steuern Gesamt		5.375.530	7.525.742	9.819.334	11.889.539	13.103.700	13.481.909
Differenz		2004	2005	2006	2007	2008	2009
Effekt auf GewSt			0	-256.781	-544.181	-804.883	-1.410.654
Effekt KSt			0	1.045.224	2.048.196	2.484.505	2.326.078
Gesamteffekt			0	788.443	1.504.014	1.679.623	915.424

Tabelle 11: Steuereffekte Handelsforderungen, Schwaches Wachstum

Zur Beurteilung der Effekte einer Gesetzesänderung sind die Entwicklungen ohne und mit einer solchen Änderung zu vergleichen. In den Tabellen ist diese Differenz in den untersten Zeilen dargestellt. Es ist zu bestätigen, dass eine Gesetzesänderung einen negativen Einfluss auf die Gewerbesteuerzahlung der Unternehmen hätte. Allerdings ist diese Reduzierung mit € 1,5 Mio. bzw. € 4,6 Mio. äußerst gering und wird von Körperschaftsteuermehreinnahmen übertroffen. Des Weiteren ist zu beachten, dass der Primär- und Sekundäreffekt auf die Gewerbesteuer in Summe bis auf das letzte simulierte Jahr positiv ist. Dies bedeutet, dass die Verbriefungsaktivitäten an sich, zumindest in den dargestellten Szenarien, bisher keinen negativen

Einfluss auf das Gewerbesteueraufkommen haben. Der Umschwung im Jahr 2009 resultiert aus den mit dem Anstieg der kleineren Verbriefungsvolumina steigenden ABCP-Kosten. Wie beschrieben, ist diese Abschätzung sehr konservativ, da aus Mangel an Daten die Kreditkosten als konstant angenommen werden.

### 8.1.3 Monte-Carlo-Simulationen

Die oben gezeigten Beispielrechnungen basieren auf Annahmen, deren Genauigkeit angegriffen werden könnte. Daher wurde für jede Input-Variable eine Wahrscheinlichkeitsverteilung angenommen. Tabelle 12 zeigt die gewählten Verteilungen:

Variable	Verteilung	Verteilungsmerkmale		Bemerkungen
Kontokorrentzinsspread über EURIBOR	Lognormal	Mittelwert: 1,89%	Standard Abweichung: 0,38%	
Kreditzinsspread über EURIBOR	Lognormal	Mittelwert: 2,27%	Standard Abweichung: 0,46%	
ABCP Kosten über EURIBOR	Lognormal	Mittelwert: 0,89%	Standard Abweichung: 0,18%	
Dauerschuldanteil Kontokorrentkredit	Beta	Mittelwert: 27%	Minimum: 13,5%, Maximum: 40,5%	Summe normiert auf 100%
Liquiditätsnutzung: Ablösung Dauerschulden	Beta	Mittelwert: 15%	Minimum: 0%, Maximum 100%	
Liquiditätsnutzung: Ablösung KKKredite	Beta	Mittelwert: 30%	Minimum: 0%, Maximum 100%	
Liquiditätsnutzung: Inv./Betriebsmittel	Beta	Mittelwert: 55%	Minimum: 0%, Maximum 100%	Korrelation = 1
Outstanding ohne Gesetzesänderung	Beta	Mittelwert: € 13,9 Mrd. Minimum € 6,8 Mrd, Maximum: € 21,0 Mrd.		
Outstanding mit Gesetzesänderung	Beta	Mittelwert: € 20,9 Mrd. Minimum: € 10,0 Mrd, Maximum: € 31,9 Mrd.		

**Tabelle 12: Verteilungsannahmen Monte-Carlo-Simulation, Handelsforderungen**

Für die Zinssätze und die ABCP-Kosten wurde eine lognormale Verteilung angenommen, da negative Kosten ausgeschlossen werden können. Als Mittelwerte wurden die im vorherigen Abschnitt als beste Abschätzung gewählten Werte übernommen. Die Standard-Abweichung wurde mit jeweils 20% des Mittelwertes breit angenommen, um der Unsicherheit der Schätzung Rechnung zu tragen.

Die übrigen Variablen wurden Beta-verteilt simuliert, da hier sowohl eine Unter- als auch eine Obergrenze angenommen werden muss. Die Mittelwerte wurden ebenfalls aus dem vorherigen Abschnitt übernommen. Die Verteilungsbreite des Dauerschuldanteils der Kontokorrentkredite wurde aufgrund der bestehenden Unsicherheit mit 100% des Mittelwertes angenommen. Die Verteilungen der Liquiditätsnutzung wurden jeweils über die gesamte Bandbreite von 0% bis 100% aufgespannt, wobei der Mittelwert der Verteilungen auf die im vorherigen Abschnitt geschätzten Werte gesetzt wurde. Da die gewonnene Liquidität definitionsgemäß vollständig

verwendet werden muss, wurden die Variablen in jedem Durchlauf so linear transformiert, dass ihre Summe 100% betrug.

Mit diesen Daten wurden Monte-Carlo-Simulationen mit 250.000 Durchläufen gestartet. Simuliert wurde hierbei nur das Ende des Prognosezeitraums, d.h. das Jahr 2009, da hier die Effekte aufgrund des Marktwachstums am größten sind.

### 8.1.3.1 Wahrscheinliche Entwicklungen

In diesem Abschnitt werden zunächst die als wahrscheinlich angesehenen Entwicklungen dargestellt. Im folgenden Abschnitt werden anschließend die Auswirkungen eines „Worst Case“ (schlechtestes Szenario), eines für die Steuereinnahmen extrem schlechten Falles, ausgewertet.

### Steuereffekte ohne Gesetzesänderung

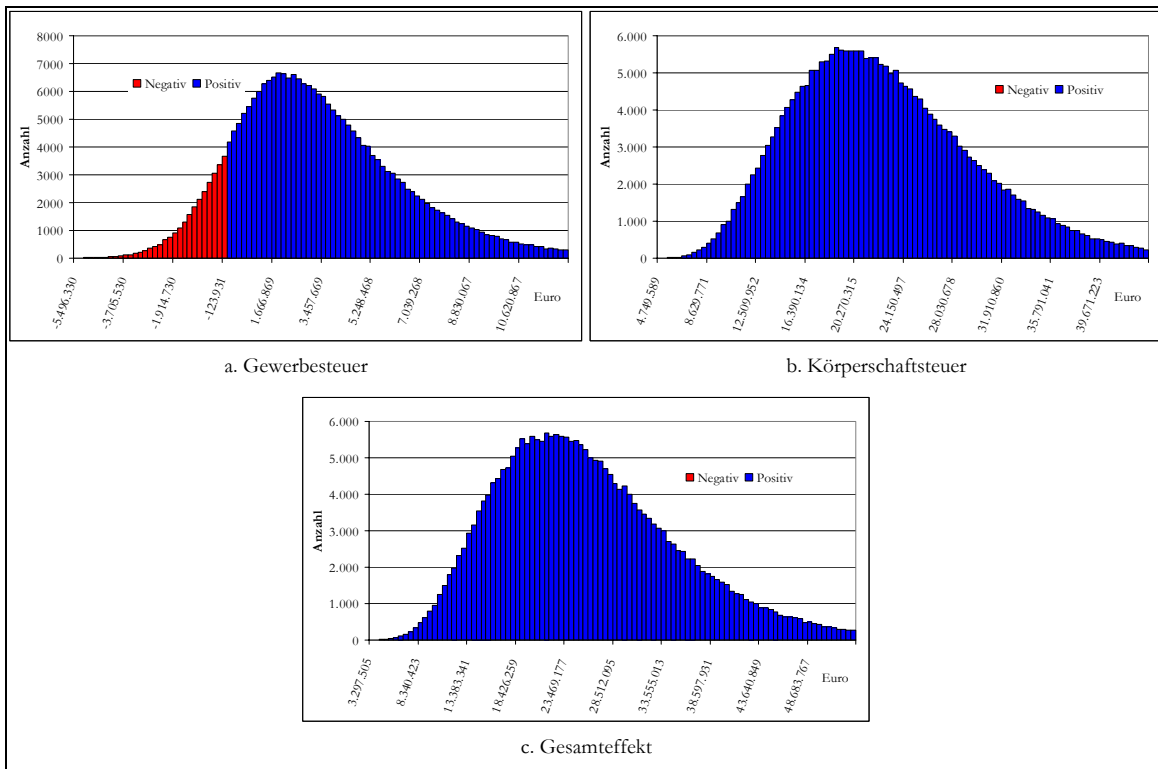


Abbildung 42: Steuereffekte ohne Gesetzesänderung, Handelsforderungen

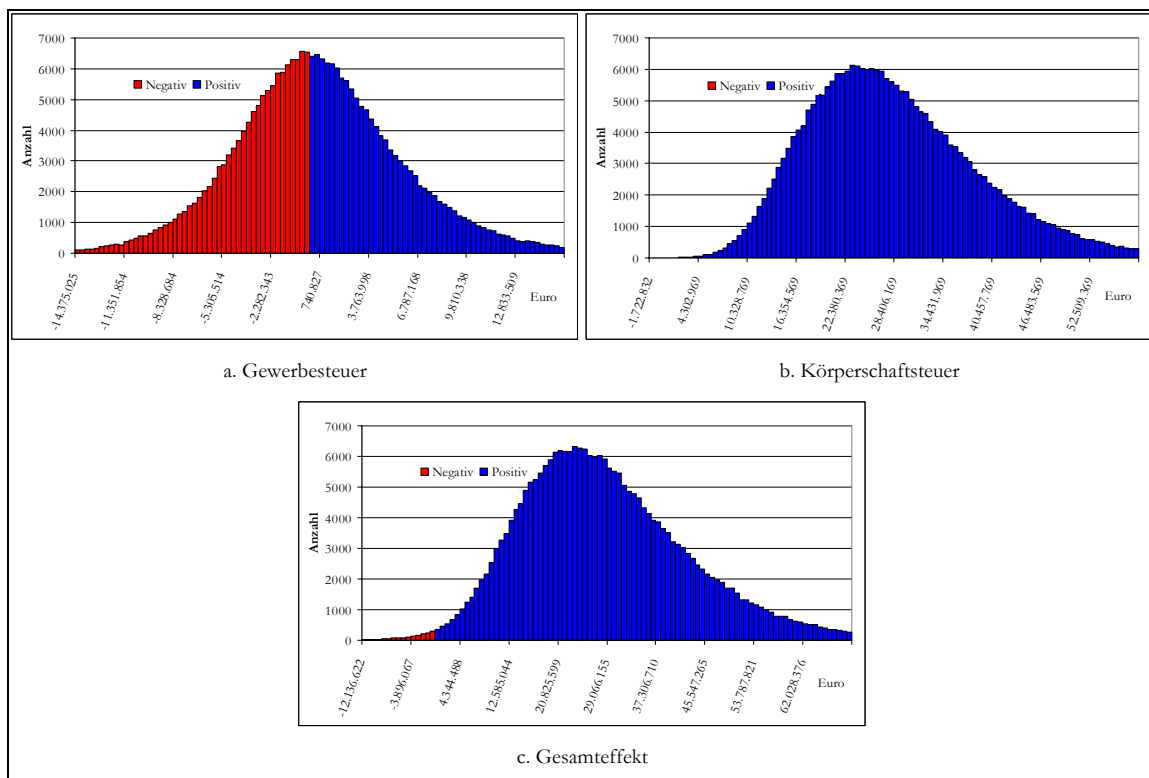
Ohne die Einführung einer Gesetzesänderung verbriefen nur größere Unternehmen über im Ausland angesiedelte Verbriefungsgesellschaften. Die steuerlichen Auswirkungen dieser Verbriefungen sind durch hohe Sekundäreffekte insgesamt positiv. Die positiven körperschaftsteuerlichen Effekte übertreffen die negativen Gewerbesteuereffekte bei weitem, so dass der Gesamteffekt positiv ist.

### Steuereffekte mit Gesetzesänderung

Als Folge einer Gesetzesänderung könnten auch Unternehmen aus dem großen Mittelstand mit über € 50 Mio. Umsatz pro Jahr Verbriefungstransaktionen durchführen. Wie oben prog-

nostiziert, wird das kumulierte Volumen der Transaktionen steigen, während die durchschnittliche Transaktionsgröße sinken wird. Aufgrund der konservativen Schätzungen muss angenommen werden, dass der Spread zwischen Kredit- und ABS-Finanzierung im Durchschnitt kleiner wird (siehe oben). In der Folge sinken die steuerlichen Sekundäreffekte.

Die folgenden Abbildungen zeigen die zu erwartenden steuerlichen Effekte des Verbriefungsmarktes unter der Annahme, dass eine Gesetzesänderung durchgeführt wird.



**Abbildung 43: Steuereffekte mit Gesetzesänderung, Handelsforderungen**

Die Effekte auf die Gewerbesteuereinnahmen können, je nach Auswahl der Annahmen, sowohl positiv als auch negativ sein. Positive und negative Ausschläge halten sich die Waage, so dass die durchschnittlichen Gewerbesteuereffekte fast gleich Null sind. Dies entspricht den in Tabelle 10 und Tabelle 11 dargestellten Szenarien. Die Gewerbesteuerausfälle sind jedoch auch bei für die Steuereffekte negativerer Abschätzung aller Variablen sehr gering. Nur in 1% aller simulierten Fälle lagen sie über € -12 Mio. Die Auswirkungen auf das Körperschaftsteueraufkommen sind ausnahmslos positiv.

## Differenz durch Gesetzesänderung

Der Gesetzgeber sollte jedoch bei der Beurteilung einer Gesetzesänderung nicht die absoluten Effekte, sondern nur die von ihm beeinflussbaren Differenzeffekte betrachten. Von besonderer Bedeutung ist es daher, wie sich das gesamte Steueraufkommen durch eine Gesetzesänderung ändern würde, wie also die Differenz aus der Entwicklung mit und ohne Gesetzesänderung ausfiel. Dies wird in den folgenden Abbildungen dargestellt:

Abbildung 44c zeigt die Häufigkeitsverteilung der Änderungen des Steueraufkommens durch die Gesetzesänderung. Aufbauend auf den oben beschriebenen Annahmen kann festgestellt werden, dass die geforderte Gesetzesänderung mit hoher Wahrscheinlichkeit zu einer Steigerung des Steueraufkommens führen wird. Der Mittelwert der Verteilung liegt bei ca. € 2,6 Mio. Fallen alle Annahmen gleichzeitig negativ für das Steueraufkommen aus, so sinken die Steuerverluste nur in 10% aller Fälle unter € -6,8 Mio. In 10% der Fälle sind allerdings auch Steuer-mehreinnahmen von mehr als € 11,8 Mio. möglich.

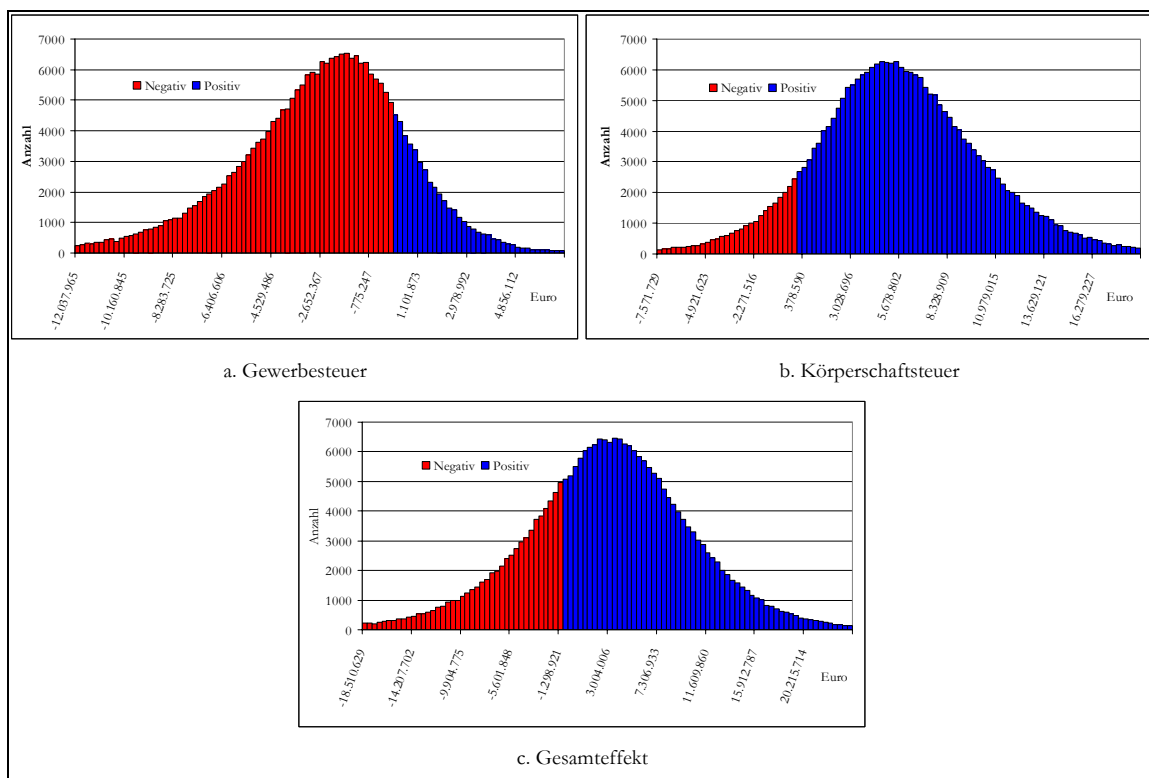


Abbildung 44: Änderung Steueraufkommen durch Gesetzesänderung, Handelsforderungen

Die Änderungen des gesamten Steueraufkommens teilen sich auf die Gewerbesteuer und die Körperschaftsteuer auf. Die Effekte auf die Gewerbesteuer sind hierbei eher negativ, die auf die Körperschaftsteuer eher positiv.<sup>81</sup> Die für den Gesetzgeber bedeutenden Gewerbesteuerfälle belaufen sich nur in 10% aller simulierten Fälle auf über € -7,1 Mio., sind also sehr gering.

### 8.1.3.2 Worst Case

Um zu zeigen, dass die steuerlichen Auswirkungen einer Gesetzesänderung entweder positiv oder nur gering negativ sind, wird im Folgenden ein Worst-Case-Szenario mit Hilfe der Monte-Carlo-Simulationen berechnet, in dem die gewonnene Liquidität von den Unternehmen zu 100% zur Ablösung von Dauerschulden verwendet wird. Analog zu Abschnitt 8.2.3.1 werden die Effekte zunächst ohne sowie mit Gesetzesänderung dargestellt, um anschließend die für den Gesetzgeber relevante Differenz aus beiden Fällen zu betrachten.

### Steuereffekte ohne Gesetzesänderung

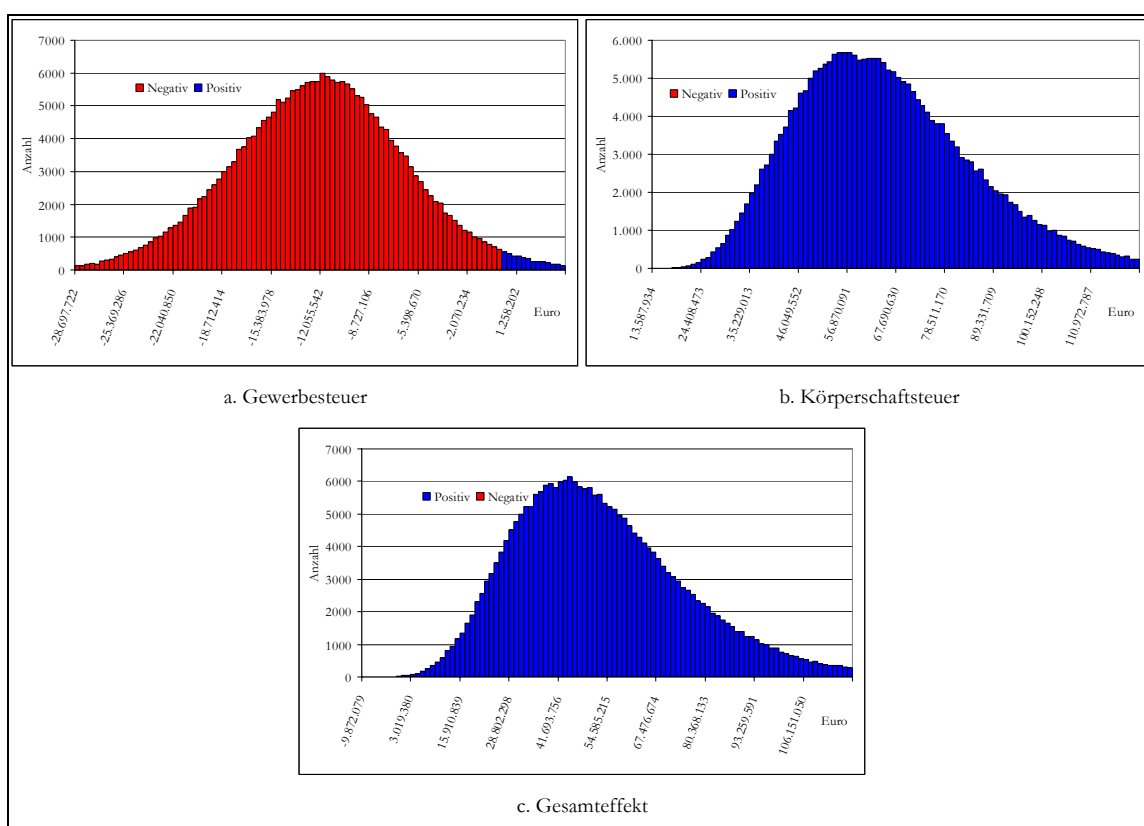


Abbildung 45: Worst Case Steuereffekte ohne Gesetzesänderung, Handelsforderungen

Ohne Gesetzesänderung, d.h. bei verhaltenem Wachstum des Marktes über ausländische Vertriefungsgesellschaften und gleichzeitiger 100%iger Verwendung der Liquidität zur Ablösung von Dauerschulden, sind Gewerbesteuerausfälle bis zu € -25 Mio. zu befürchten, welche jedoch durch Körperschaftsteuermehreinnahmen mehr als kompensiert werden.

## Steuereffekte mit Gesetzesänderung

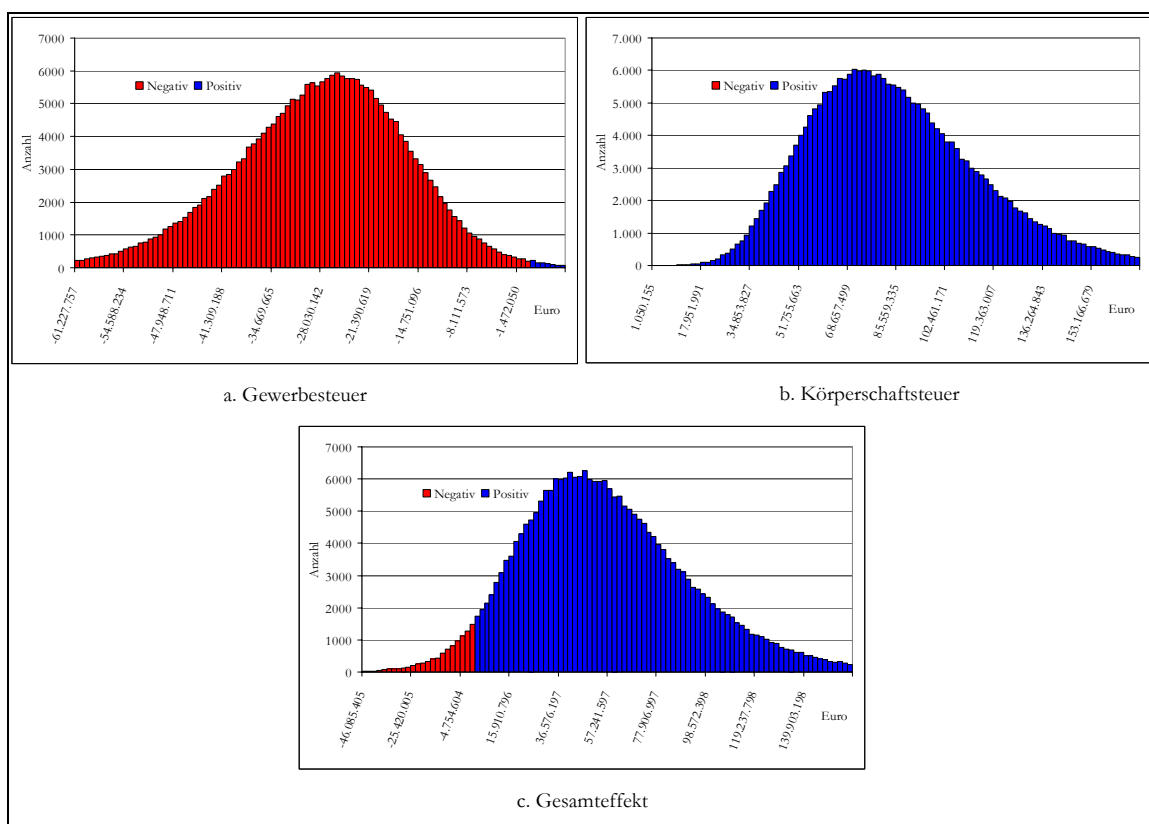


Abbildung 46: Worst Case Steuereffekte mit Gesetzesänderung, Handelsforderungen

Eine Gesetzesänderung führt, wie oben beschrieben, zu verstärktem Marktwachstum. Aufgrund konservativer Annahmen (steigende durchschnittliche ABCP-Kosten) reduzieren sich die Sekundäreffekte. Dies führt zu größeren erwarteten Gewerbesteuerausfällen (zu 90% Wahrscheinlichkeit nicht größer als € -44,0 Mio.). Dennoch werden diese selbst im Worst-Case-Szenario noch von höheren Körperschaftsteuereinnahmen kompensiert.

## Differenz durch Gesetzesänderung

Die Differenz im Worst-Case-Szenario aus den Entwicklungen mit und ohne Gesetzesänderung ist im Folgenden dargestellt:

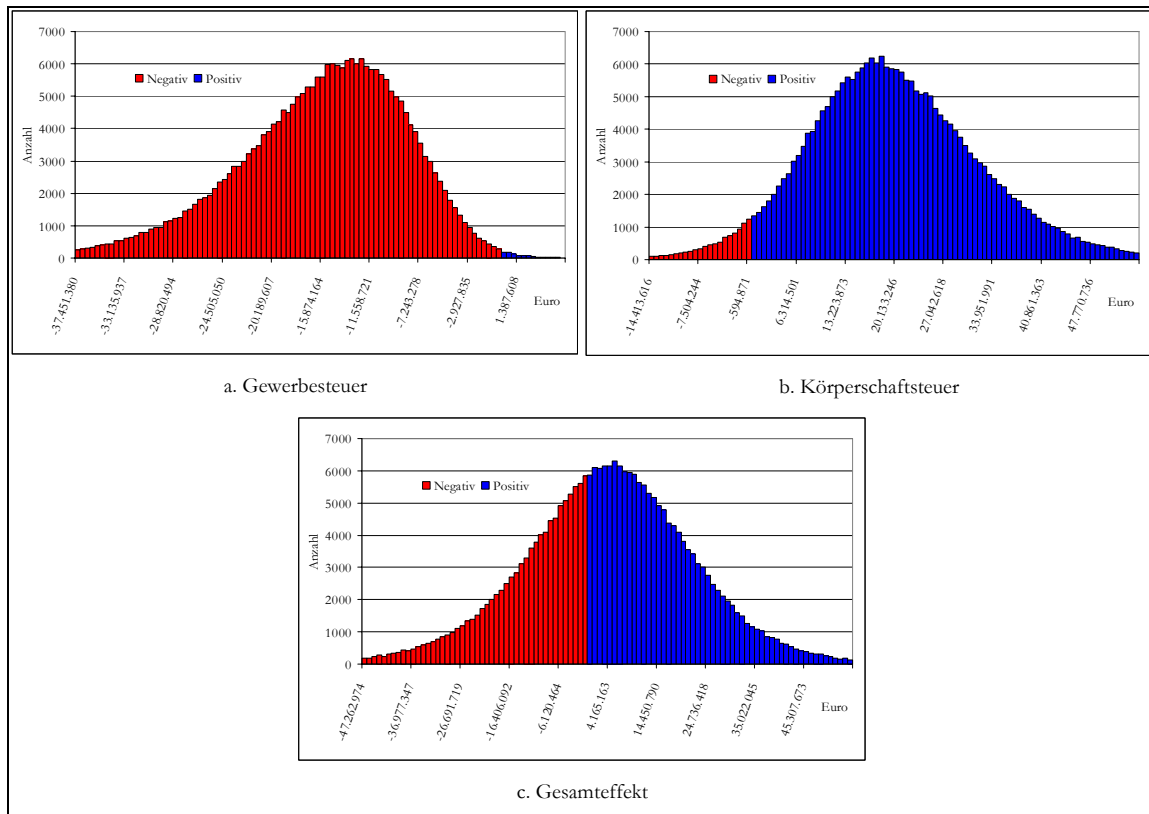


Abbildung 47: Worst Case: Änderung Steueraufkommen durch Gesetzesänderung

Im unwahrscheinlichen Worst-Case-Szenario bedingt eine Gesetzesänderung die vom Gesetzgeber befürchteten Gewerbesteuerausfälle. Im Durchschnitt sind mit den getätigten Annahmen Gewerbesteuerausfälle in Höhe von € -16,3 Mio. zu erwarten. In 90% der simulierten Fälle sind die Gewerbesteuerausfälle jedoch nicht größer als € -26,5 Mio. Wie Abbildung 47c zeigt, werden jedoch selbst im Worst-Case-Szenario die positiven Körperschaftsteuerwirkungen die negativen Effekte auf die Gewerbesteuer übertreffen, so dass im Durchschnitt Mehreinnahmen zu erwarten sind.

## 8.1.4 Zusammenfassung

Die in den vorherigen Abschnitten dargestellten Steuereffekte sind abhängig von den unterstellten Entwicklungen und Gegebenheiten auf Verbriefungs- und Kreditmärkten sowie von der Verwendung der gewonnenen Liquidität durch die Unternehmen.

<b>Auswirkungen der Verbriefungstransaktionen, Handelsforderungen</b>	Ohne Gesetzesänderung	Mit Gesetzesänderung	Differenz
Gewerbesteuer	1,6 bis 5,0	0,2 bis 0,6	-1,4 bis -4,3
Körperschaftsteuer	10,9 bis 34,0	13,3 bis 42,4	2,3 bis 8,4
Gesamt	12,6 bis 39,0	13,5 bis 43,0	0,9 bis 4,0

alle Werte in Mio. Euro

**Abbildung 48: Auswirkungen der Verbriefungstransaktionen, Handelsforderungen**

<b>Monte-Carlo-Simulationen 80% Bereich, Handelsforderungen</b>	Ohne Gesetzesänderung	Mit Gesetzesänderung	Differenz
Gewerbesteuer	-0,3 bis 7,4	-5,9 bis 7,1	-7,1 bis 1,0
Körperschaftsteuer	13,7 bis 32,3	15,3 bis 42,2	-0,2 bis 11,4
Gesamt	14,4 bis 38,8	11,5 bis 47,6	-6,8 bis 11,8

alle Werte in Mio. Euro; nicht additiv

**Abbildung 49: Auswirkungen, Monte-Carlo-Simulation, Handelsforderungen**

Abbildung 48 und Abbildung 49 fassen die Ergebnisse der Analyse zusammen. Die Auswirkungen ohne Gesetzesänderung werden denen mit Gesetzesänderung gegenübergestellt. Wie oben erwähnt, sollte für den Gesetzgeber nur die Differenz aus beiden relevant sein. Abbildung 48 zeigt die Auswirkungen in den als sehr wahrscheinlich identifizierten Szenarien. Abbildung 49 beinhaltet die Ergebnisse der darauf aufbauenden Monte-Carlo-Simulationen. Gezeigt werden die 10% und 90% Perzentile, d.h. die Grenze, die jeweils nur in 10% der simulierten Ergebnisse überschritten wird.

Die vorgestellte Analyse zeigt klar, dass die Steuereffekte keinesfalls nur negativ ausfallen, sondern häufig zu insgesamt steigendem Steueraufkommen führen. Selbst wenn der Fall einer 100%igen Ablösung von Dauerschulden (Worst Case) angenommen wird, entstehen Gewerbesteuerausfälle allenfalls in mittlerer zweistelliger Millionenhöhe und werden von Körperschafts-

teuermehreinnahmen in ähnlicher oder größerer Höhe aufgewogen, so dass im Durchschnitt in allen Szenarien positive Gesamtsteuereffekte zu erwarten sind.

Zusammenfassend kann daher festgestellt werden, dass eine Gesetzesänderung durch die Verbriefung von Handelsforderungen wahrscheinlich zu steuerlichen Mehreinnahmen führen wird. Hinzu kommen positive Tertiäreffekte, die nicht qualitativ in die Untersuchung aufgenommen wurden. Diese führen ebenfalls zu einer Erhöhung der Steuereinnahmen. Sollten dennoch Steuerausfälle auftreten (was nach der oben dargestellten Analyse sehr unwahrscheinlich ist), muss festgestellt werden, dass diese Ausfälle im Verhältnis zu der potenziellen Erhöhung des Investitionsvolumens vernachlässigbar klein sind.

## ***8.2 Verbriefung von Leasing-Forderungen***

### **8.2.1 Vorbemerkungen und Annahmen**

Die steuerlichen Auswirkungen der steigenden Verbriefungsaktivität im Leasing-Geschäft hängen stark davon ab, welche Refinanzierungsquelle durch ABS-Transaktionen ersetzt wird.<sup>82</sup> Wie oben beschrieben, kann sowohl für den Ersatz der Bankkredite als auch für den Ersatz der Forfaitierung argumentiert werden. Dies spricht dafür, dass beide Refinanzierungsformen zurückgefahren werden, jedoch beide aus Gründen der Diversifizierung der Refinanzierungsquellen in nennenswertem Umfang bestehen bleiben.

Zur Beurteilung der Steuereffekte ist es nötig, die aktuelle steuerliche Behandlung der Refinanzierungsinstrumente zu analysieren: Die Refinanzierung über einen Kredit löst auch bei Leasing-Unternehmen Dauerschuldzinsen aus, die Forfaitierung der Leasing-Forderungen ist jedoch zunächst gewerbesteuerfrei. Allerdings bezieht sich dies nur auf die reinen Leasing-Zahlungen. Laut einem BMF-Schreiben aus dem Jahr 1995 führt die Restwert-Forfaitierung zu Dauerschulden und damit zu einer Gewerbesteuerbelastung.<sup>83</sup> Die Forfaitierung des Restwertes wird hierbei als Anzahlung auf das vom Leasing-Geber noch zu übertragende Eigentum am Leasing-Gegenstand gewertet und ist daher zu passivieren. Da die Erlöse aus der Forfaitierung nur dem Barwert der Forderungen entsprechen, ist es nötig, die passivierte Anzahlung über die Laufzeit des Leasing-Vertrages auf den Nennwert des Restwertes aufzustocken. Diese Aufstockung sowie auf den Restwertanteil entfallene Zinszahlungen sind als Dauerschuldzinsen zu werten.

Es muss davon ausgegangen werden, dass das Schreiben auch für die Verbriefung von Leasing-Forderungen und damit für die Verbriefung von Restwerten gilt. ABS-Transaktionen im Leasing-Geschäft führen damit, insoweit sie Restbuchwertverbriefungen beinhalten, zu Dauerschulden. Die Substitution der Forfaitierung von Leasing-Forderungen durch deren Verbriefung führt also direkt nicht zu Gewerbesteuerausfällen. Der bisher von der Hinzurechnung befreite Anteil der Forfaitierung ist auch im Verbriefungsfall befreit, der Restbuchwert ist in beiden Fällen als Dauerschuld zu bewerten. Kommt es zu einer Substitution von Krediten, entstehen Dauerschuldausfälle in Höhe des nicht zum Restbuchwert gehörenden Teils der Verbriefungssumme, da diese, wie beschrieben, nicht als Dauerschuld gewertet wird.

In beiden Fällen sinken des Weiteren die Dauerschuldzinsen für den verbrieften Restbuchwertanteil dadurch, dass ABS-Transaktionen in der Regel günstiger als Forfaitierung und Bankkredit sind. Es fallen geringere „Zinsen“, und damit auch geringere Dauerschuldzinsen an.

Laut Schätzungen des BDL beträgt der Restbuchwert im Fahrzeug-Leasing ca. 30%. In anderen Bereichen liegt der Restbuchwert aufgrund längerer Laufzeiten tendenziell eher unter 30%. Da hierüber jedoch keine genaueren Werte vorliegen, wird ein durchschnittlicher Restbuchwert von 30% für alle hier relevanten Mobilien-Leasing-Geschäfte angenommen.

Durch die günstigere Refinanzierung über ABS-Transaktionen treten jedoch weiterhin positive Sekundäreffekt über das gesamte Refinanzierungsvolumen auf. Die Leasing-Gesellschaft erhöht ihren Gewinn durch geringere Refinanzierungskosten. Wird die günstigere Refinanzierung an die Leasing-Kunden weitergegeben, entstehen die Sekundäreffekte bei Leasing-Nehmern in gleicher Höhe. Daher kann auf eine getrennte Analyse dieser Variante verzichtet werden. Eine Ausweitung des Leasing-Angebotes aufgrund der günstigeren Refinanzierung kann das Investitionsvolumen deutschen Unternehmen stimulieren und so wertvolle Tertiäreffekte induzieren. Dies kann jedoch aus gleichen Gründen wie bei der Verbriefung von Handelsforderungen nicht quantifiziert werden.

## 8.2.2 Prognostizierte Szenarien

Abbildung 50 und Abbildung 51 zeigen beispielhafte Berechnungen der Steuereffekte mit und ohne Gesetzesänderung für ein starkes Wachstums- und ein schwaches Wachstums-Szenario. Die Berechnungen basieren auf den in den vorherigen Abschnitten getroffenen Annahmen zu Finanzierungskosten und Wachstum.

<b>Szenario:</b>		effektiver Gewerbesteuersatz	16,667%	Kosten ABCP	2,90%		
<b>starkes Wachstum</b>		KSt Satz + Soli	26,375%	Forfaitierungsk.	3,70%		
		Anteil Rückkaufwert Forfaitierung	30,00%	Kreditzinsen	3,60%		
<b>Ohne Gesetzesänderung</b>		2004	2005	2006	2007	2008	2009
Outstanding, €		5.800.000.000	8.120.000.000	10.759.000.000	13.448.750.000	15.802.281.250	17.382.509.375
Wachstum %			40%	33%	25%	18%	10%
Wachstum €			2.320.000.000	2.639.000.000	2.689.750.000	2.353.531.250	1.580.228.125
Substitution von							
Kredit	50%	2.900.000.000	4.060.000.000	5.379.500.000	6.724.375.000	7.901.140.625	8.691.254.688
Forfaitierung	50%	2.900.000.000	4.060.000.000	5.379.500.000	6.724.375.000	7.901.140.625	8.691.254.688
Primäreffekt GewSt		-7.177.644	-10.048.701	-13.314.529	-16.643.161	-19.555.714	-21.511.286
Primäreffekt KSt		1.893.103	2.650.345	3.511.707	4.389.634	5.157.820	5.673.602
Sekundäreffekt GewSt		7.250.145	10.150.203	13.449.019	16.811.274	19.753.247	21.728.571
Sekundäreffekt KSt		9.560.899	13.385.259	17.735.468	22.169.335	26.048.969	28.653.866
GewSt Gesamt		72.501	101.502	134.490	168.113	197.532	217.286
KSt Gesamt		11.454.003	16.035.604	21.247.175	26.558.969	31.206.788	34.327.467
Steuern Gesamt		11.526.504	16.137.106	21.381.665	26.727.082	31.404.321	34.544.753
<b>Mit Gesetzesänderung</b>		2004	2005	2006	2007	2008	2009
Outstanding, €		5.800.000.000	8.120.000.000	11.286.800.000	14.672.840.000	17.497.361.700	19.422.071.487
Wachstum %			40%	39%	30%	19%	11%
Wachstum €			2.320.000.000	3.166.800.000	3.386.040.000	2.824.521.700	1.924.709.787
Substitution von:							
Kredit	50%	2.900.000.000	4.060.000.000	5.643.400.000	7.336.420.000	8.748.680.850	9.711.035.744
Forfaitierung	50%	2.900.000.000	4.060.000.000	5.643.400.000	7.336.420.000	8.748.680.850	9.711.035.744
Primäreffekt GewSt		-7.177.644	-10.048.701	-13.967.694	-18.158.003	-21.653.418	-24.035.294
Primäreffekt KSt		1.893.103	2.650.345	3.683.979	4.789.173	5.711.089	6.339.309
Sekundäreffekt GewSt		7.250.145	10.150.203	14.108.782	18.341.417	21.872.140	24.278.075
Sekundäreffekt KSt		9.560.899	13.385.259	18.605.510	24.187.163	28.843.192	32.015.943
GewSt Gesamt		72.501	101.502	141.088	183.414	218.721	242.781
KSt Gesamt		11.454.003	16.035.604	22.289.489	28.976.336	34.554.281	38.355.252
Steuern Gesamt		11.526.504	16.137.106	22.430.577	29.159.750	34.773.002	38.598.032
<b>Differenz</b>		2004	2005	2006	2007	2008	2009
Effekt auf GewSt			0	6.598	15.301	21.189	25.495
Effekt KSt			0	1.042.314	2.417.367	3.347.492	4.027.784
Gesamteffekt			0	1.048.912	2.432.669	3.368.681	4.053.280

Abbildung 50: Steuereffekte Leasing-Forderungen, Starkes Wachstum

<b>Szenario: schwaches Wachstum</b>		effektiver Gewerbesteuersatz	16,667%	Kosten ABCP	2,90%		
		KSt Satz + Soli	26,375%	Forfaitierungsk.	3,70%		
		Anteil Rückkaufwert Forfaitierung	30,00%	Kreditzinsen	3,60%		
<b>Ohne Gesetzesänderung</b>		2004	2005	2006	2007	2008	2009
Outstanding, €		5.800.000.000	7.540.000.000	9.048.000.000	10.405.200.000	11.653.824.000	12.819.206.400
Wachstum %			30%	20%	15%	12%	10%
Wachstum €			1.740.000.000	1.508.000.000	1.357.200.000	1.248.624.000	1.165.382.400
Substitution von:							
Kredit	50%	2.900.000.000	3.770.000.000	4.524.000.000	5.202.600.000	5.826.912.000	6.409.603.200
Forfaitierung	50%	2.900.000.000	3.770.000.000	4.524.000.000	5.202.600.000	5.826.912.000	6.409.603.200
Primäreffekt GewSt		-7.177.644	-9.330.937	-11.197.124	-12.876.693	-14.421.896	-15.864.085
Primäreffekt KSt		1.893.103	2.461.035	2.953.241	3.396.228	3.803.775	4.184.152
Sekundäreffekt GewSt		7.250.145	9.425.189	11.310.226	13.006.760	14.567.571	16.024.328
Sekundäreffekt KSt		9.560.899	12.429.169	14.915.003	17.152.253	19.210.524	21.131.576
GewSt Gesamt		72.501	94.252	113.102	130.068	145.676	160.243
KSt Gesamt		11.454.003	14.890.204	17.868.244	20.548.481	23.014.299	25.315.728
Steuern Gesamt		11.526.504	14.984.455	17.981.347	20.678.549	23.159.974	25.475.972
<b>Mit Gesetzesänderung</b>		2004	2005	2006	2007	2008	2009
Outstanding, €		5.800.000.000	7.540.000.000	9.349.600.000	11.032.528.000	12.488.821.696	13.862.592.083
Wachstum %			30%	24%	18%	13%	11%
Wachstum €			1.740.000.000	1.809.600.000	1.682.928.000	1.456.293.696	1.373.770.387
Substitution von:							
Kredit	50%	2.900.000.000	3.770.000.000	4.674.800.000	5.516.264.000	6.244.410.848	6.931.296.041
Forfaitierung	50%	2.900.000.000	3.770.000.000	4.674.800.000	5.516.264.000	6.244.410.848	6.931.296.041
Primäreffekt GewSt		-7.177.644	-9.330.937	-11.570.361	-13.653.026	-15.455.226	-17.155.301
Primäreffekt KSt		1.893.103	2.461.035	3.051.683	3.600.986	4.076.316	4.524.711
Sekundäreffekt GewSt		7.250.145	9.425.189	11.687.234	13.790.936	15.611.339	17.328.587
Sekundäreffekt KSt		9.560.899	12.429.169	15.412.170	18.186.360	20.586.960	22.851.525
GewSt Gesamt		72.501	94.252	116.872	137.909	156.113	173.286
KSt Gesamt		11.454.003	14.890.204	18.463.852	21.787.346	24.663.276	27.376.236
Steuern Gesamt		11.526.504	14.984.455	18.580.725	21.925.255	24.819.389	27.549.522
<b>Differenz</b>		2004	2005	2006	2007	2008	2009
Effekt auf GewSt			0	3.770	7.842	10.438	13.043
Effekt KSt			0	595.608	1.238.865	1.648.977	2.060.507
Gesamteffekt			0	599.378	1.246.707	1.659.415	2.073.550

Abbildung 51: Steuereffekte Leasing-Forderungen, Schwaches Wachstum

Eine Gesetzesänderung hätte für die Leasing-Gesellschaften den enormen Vorteil, dass ihre Finanzierung ohne Risiken für die Zukunft gestärkt würde. Durch die Gesetzesänderung entstehen sowohl Gewerbesteuer- als auch Körperschaftsteuer-Mehreinnahmen.

### 8.2.3 Monte-Carlo-Simulationen

Da die Annahmen dieser Szenarien ebenfalls mit Unsicherheiten belegt sind, wurden analog zu oben Monte-Carlo-Simulationen durchgeführt. Tabelle 13 enthält die getroffenen Verteilungsannahmen.

Variable	Verteilung	Verteilungsmerkmale		Bemerkungen
Forfaitierungszinsspread über EURIBOR	Lognormal	Mittelwert: 1,57%	Standard Abweichung: 0,32%	
Kreditzinsspread über EURIBOR	Lognormal	Mittelwert: 1,47%	Standard Abweichung: 0,30%	
ABCP Kosten über EURIBOR	Lognormal	Mittelwert: 0,77%	Standard Abweichung: 0,16%	
Rückkaufwert Anteil Forfaitierung	Beta	Mittelwert: 30%	Minimum: 20%, Maximum: 40%	
Liquiditätsnutzung: Ablösung Kredite	Beta	Mittelwert: 50%	Minimum: 0%, Maximum: 100%	
Liquiditätsnutzung: Ablösung Forfaitierung		100% - Liquiditätsnutzung Ablösung Kredite		
Outstanding ohne Gesetzesänderung	Beta	Mittelwert: € 15,1 Mrd. Minimum € 12,8 Mrd, Maximum: € 17,4 Mrd.		Korrelation = 1
Outstanding mit Gesetzesänderung	Beta	Mittelwert: € 16,7 Mrd. Minimum: € 13,9 Mrd, Maximum: € 19,4 Mrd.		

**Tabelle 13: Verteilungsannahmen Monte-Carlo-Simulation, Leasing-Forderungen**

Die Auswahl der Wahrscheinlichkeitsverteilungen wurde analog zu der Auswahl im Rahmen der Simulation der Verbriefungseffekte von Handelsforderungen begründet. Da, wie erwähnt, keine fundierte Abschätzung über die Liquiditätsverwendung abgegeben werden kann, muss jede Verteilung von 0% bis 100% angenommen werden. Allerdings wird von einer Gleichverteilung abgesehen und von einer Beta-Verteilung mit dem Mittelwert 50% ausgegangen.

Die Simulation wurde mit 250.000 Durchläufen durchgeführt und kam zu folgenden Ergebnissen bzgl. der Auswirkungen einer Gesetzesänderung auf die Steuereinnahmen:

#### ***8.2.3.1 Wahrscheinliche Entwicklungen***

Analog zu der Monte-Carlo-Simulation der Auswirkungen einer verstärkten Verbriefungsaktivität mit Handelsforderungen werden im Folgenden zunächst als wahrscheinlich eingestufte Wahrscheinlichkeitsverteilungen zugrunde gelegt, während anschließend der Worst Case untersucht wird.

## Steuereffekte ohne Gesetzesänderung

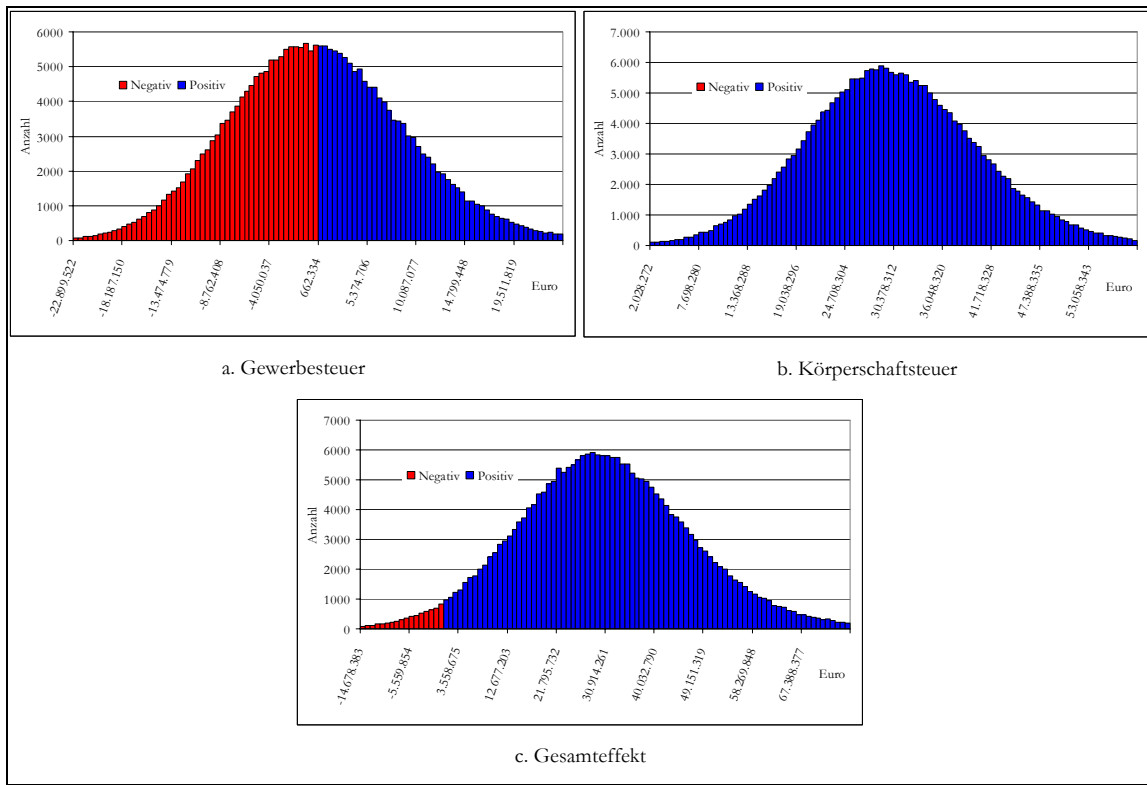


Abbildung 52: Steuereffekte ohne Gesetzesänderung, Leasing-Forderungen

Die Auswirkungen auf die Gewerbesteuereinnahmen sind nicht eindeutig. Je nach Schätzung der Variablen entstehen Steuermehr- oder Steuermindereinnahmen. Die positiven Effekte auf die Körperschaftsteuer führen jedoch erneut zu einem positiven Gesamteffekt.

## Steuereffekte mit Gesetzesänderung

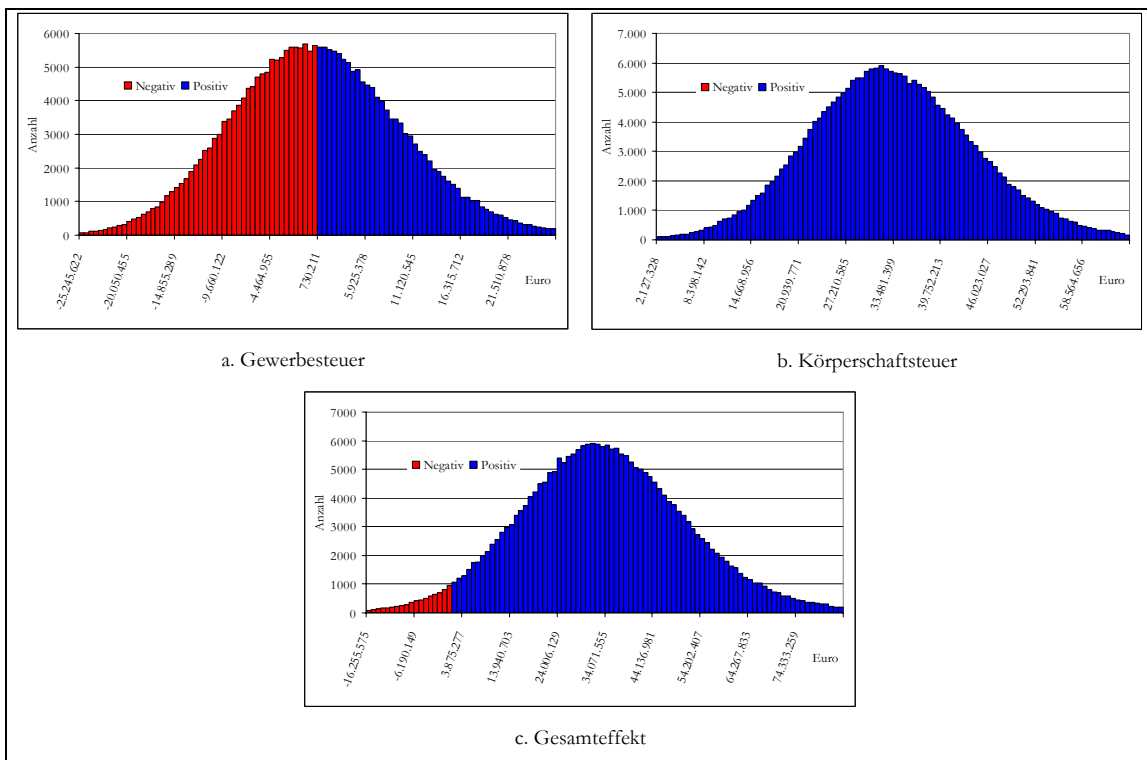


Abbildung 53: Steuereffekte mit Gesetzesänderung, Leasing-Forderungen

Da durch die Gesetzesänderung aufgrund der geringen Anzahl kleinerer Leasing-Gesellschaften keine Änderungen der durchschnittlichen Verbriefungskosten angenommen wurde, besitzen die Häufigkeitsverteilungen der Monte-Carlo-Simulationen hier alle die gleiche Form. Lediglich die Skalierung ändert sich.

Aufbauend auf einem stärkeren Wachstum durch die Gesetzesänderung nehmen sowohl die positiven als auch die negativen Effekte absolut gesehen zu. Im Szenario mit einer Gesetzesänderung überwiegen die positiven Effekte auf die Körperschaftsteuer daher erneut die uneinheitlichen Effekte auf die Gewerbesteuer.

## Differenz durch Gesetzesänderung

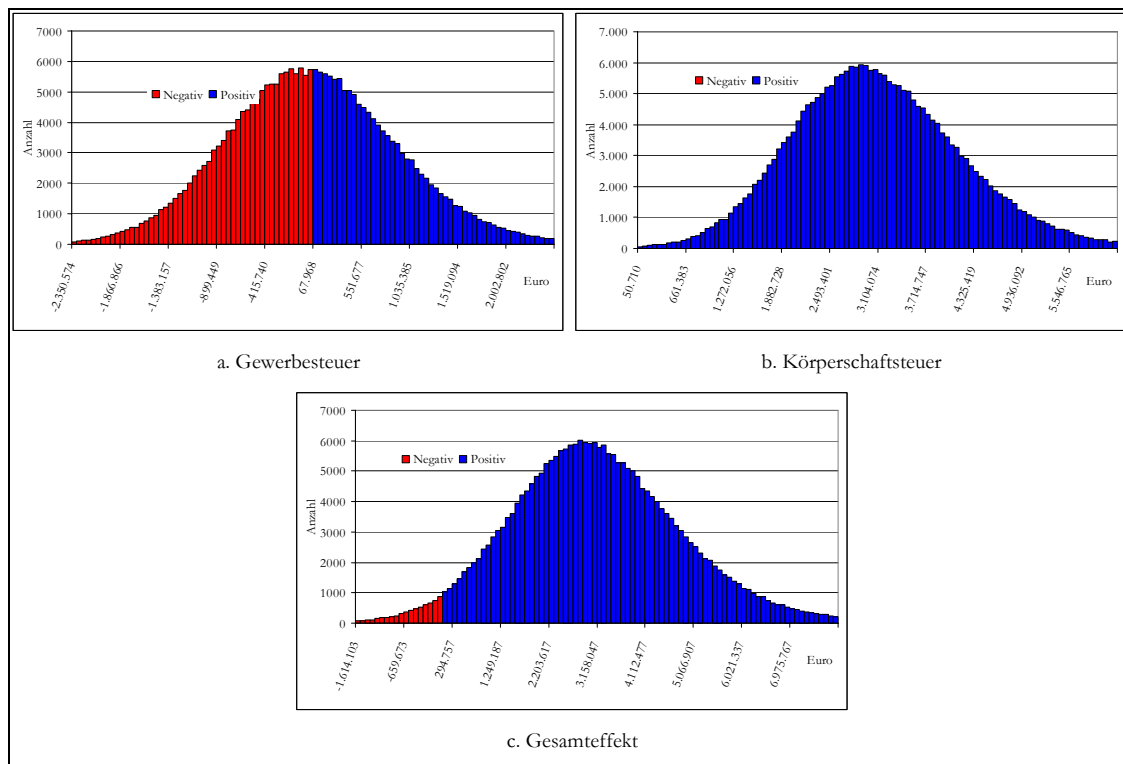


Abbildung 54: Änderungen Steueraufkommen durch Gesetzesänderung

Die Auswirkungen einer Gesetzesänderung auf das gesamte Steueraufkommen sind durch die Sekundäreffekte positiv. Betrachtet man nur die Effekte auf die Gewerbesteuer, ist festzustellen, dass die eventuell möglichen Steuerausfälle sich im niedrigen einstelligen Millionenbereich befinden, im Vergleich zum durch die Leasing-Gesellschaften zur Verfügung gestellten Investitionskapital jedoch äußerst gering sind.

### 8.2.3.2 Worst Case

Ebenso wie in der Simulation der Steuereffekte durch die Verbriefung von Handelsforderungen wird im Folgenden von der Worst-Case-Annahme ausgegangen, dass 100% der gewonnenen Liquidität zur Ablösung von Dauerschulden genutzt wird.

### Steuereffekte ohne Gesetzesänderung

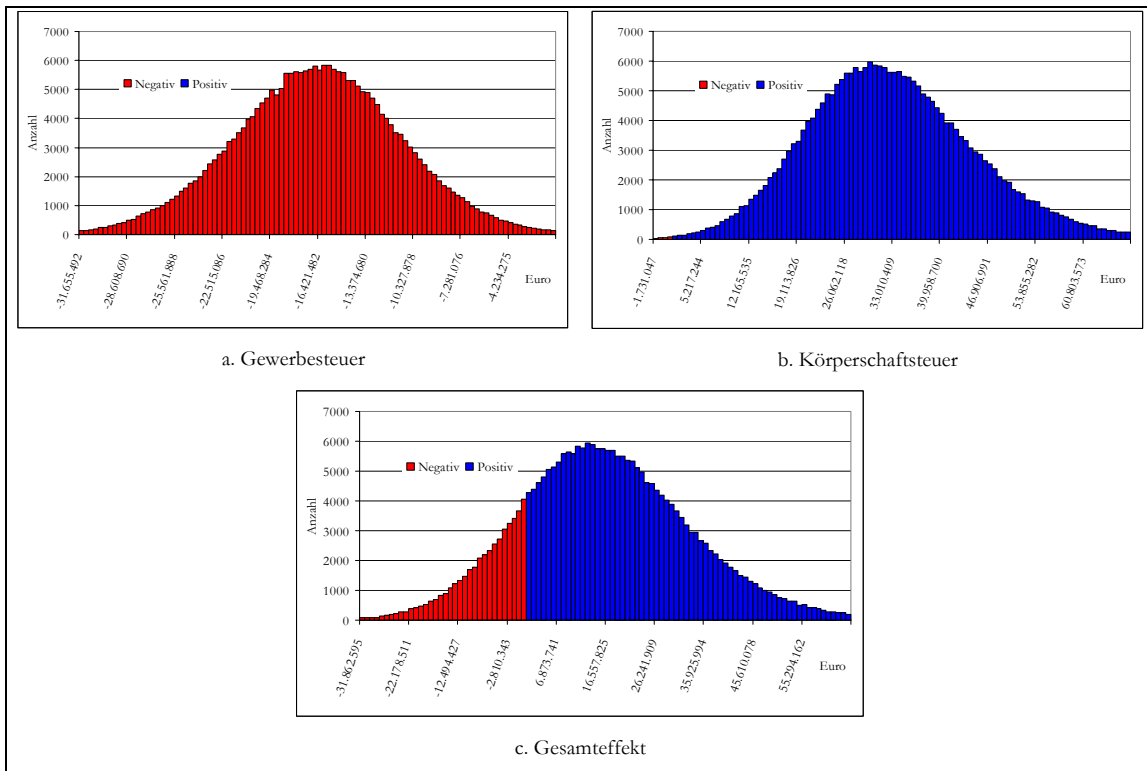


Abbildung 55: Worst Case: Steuereffekte ohne Gesetzesänderung, Leasing-Forderungen

## Steuereffekte mit Gesetzesänderung

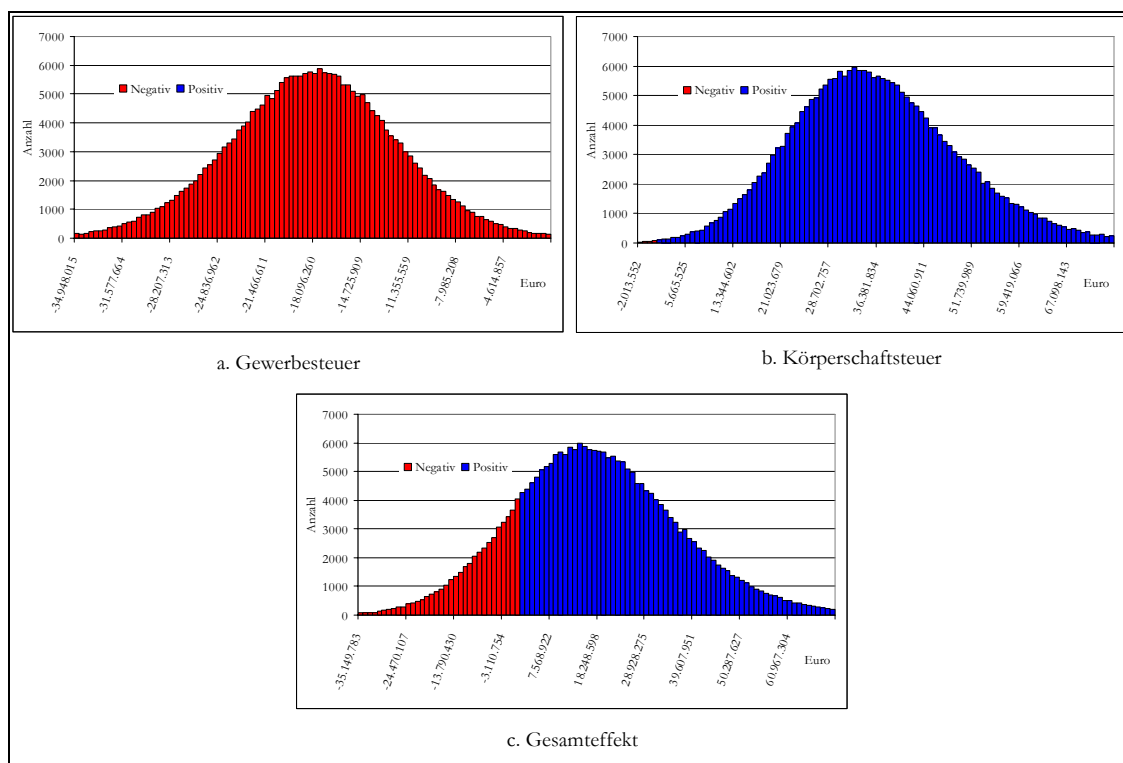


Abbildung 56: Worst Case: Steuereffekte mit Gesetzesänderung, Leasing-Forderungen

Wie oben erwähnt, sind die Häufigkeitsverteilungen mit und ohne Gesetzesänderung von der Struktur her identisch. Lediglich die Spanne der auftretenden Werte ist mit Gesetzesänderung größer. Es ist festzuhalten, dass selbst im Worst-Case-Szenario die durchschnittlichen Gesamteffekte, basierend auf den oben getroffenen Annahmen, positiv sind. Selbst wenn alle Variablen negativ für das Steueraufkommen geschätzt werden, sind in 90% der Fälle die Gewerbesteuerausfälle geringer als € -26 Mio. Zu beachten ist erneut, dass diese Ausfälle nicht für die Entscheidung des Gesetzgebers relevant sein können. Entscheidend ist vielmehr die Differenz der beiden gezeigten Szenarien. Diese wird im Folgenden dargestellt:

## Differenz durch Gesetzesänderung

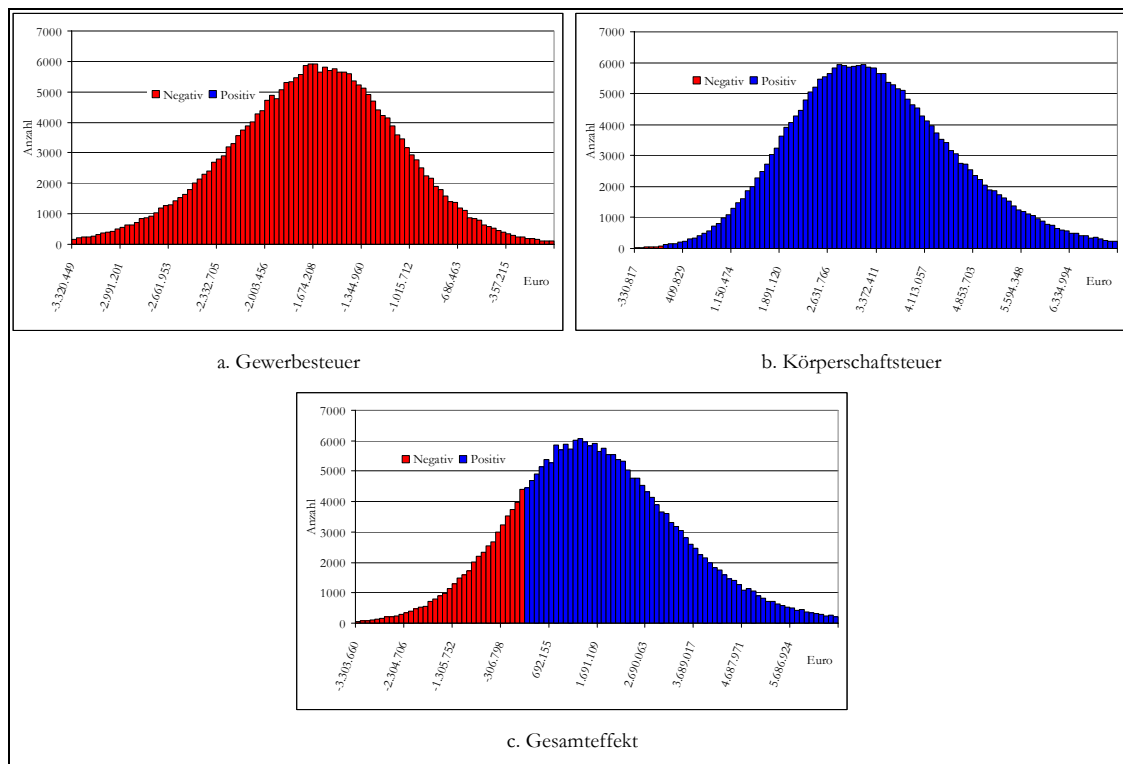


Abbildung 57: Worst Case: Änderungen Steueraufkommen durch Gesetzesänderung

Die Steuereffekte, die durch eine Gesetzesänderung hervorgerufen werden, sind sehr gering und in Summe im Durchschnitt positiv. Betrachtet man die für den Gesetzgeber besonders relevanten Gewerbesteuerausfälle, muss festgestellt werden, dass sich diese selbst im Worst-Case-Szenario im niedrigen einstelligen Millionenbereich bewegen.

### 8.2.3.3 Zusammenfassung

Die steuerlichen Effekte einer Verbriefung von Leasing-Forderungen hängen stark davon ab, welches Refinanzierungsmittel durch die Verbriefung ersetzt wird. Die Verbriefung von Forderungen, anstelle deren Forfaitierung, führt nur durch die unterschiedlichen Refinanzierungskosten zu Steuerausfällen. Dauerschulden an sich werden nicht abgebaut. Die Ersetzung von Bankkrediten ist jedoch problematischer.

Wie die Auswertung jedoch klar gezeigt hat, ist der Gesamtsteuereffekt selbst im Worst-Case-Szenario mit großer Wahrscheinlichkeit positiv.

<b>Auswirkungen der Verbriefungstransaktionen, Leasingforderungen</b>	Ohne Gesetzesänderung	Mit Gesetzesänderung	Auswirkungen der Gesetzesänderung
Gewerbesteuer	0,2 bis 0,2	0,2 bis 0,2	0,0 bis 0,0
Körperschaftsteuer	25,3 bis 34,3	27,4 bis 38,4	2,1 bis 4,0
Gesamt	25,5 bis 34,5	27,6 bis 38,6	2,1 bis 4,1

alle Werte in Mio. Euro

**Abbildung 58: Auswirkungen der Verbriefungstransaktionen, Leasingforderungen**

<b>Monte-Carlo-Simulationen 80% Bereich, Leasingforderungen</b>	Ohne Gesetzesänderung	Mit Gesetzesänderung	Auswirkungen der Gesetzesänderung
Gewerbesteuer	-10,3 bis 11,0	-11,4 bis 12,1	-1,1 bis 1,1
Körperschaftsteuer	17,3 bis 42,8	19,0 bis 47,2	1,7 bis 4,5
Gesamt	9,8 bis 50,8	10,8 bis 56,0	1,0 bis 5,2

alle Werte in Mio. Euro; nicht additiv

**Abbildung 59: Auswirkungen, Monte-Carlo-Simulation, Leasingforderungen**

Abbildung 58 und Abbildung 59 fassen die Ergebnisse der Analyse zusammen. Die Auswirkungen ohne Gesetzesänderung werden denen mit Gesetzesänderung gegenübergestellt. Wie oben erwähnt, sollte für den Gesetzgeber nur die Differenz aus beiden relevant sein. Abbildung 58 zeigt die Auswirkungen in den als sehr wahrscheinlich identifizierten Szenarien. Abbildung 59 beinhaltet die Ergebnisse der darauf aufbauenden Monte-Carlo-Simulationen. Gezeigt werden die 10% und 90% Perzentile, d.h. die Grenze, die jeweils nur in 10% der simulierten Ergebnisse überschritten wird.

Es ist festzustellen, dass die Auswirkungen überwiegend positiv ausfallen. Unwahrscheinliche Gewerbesteuerausfälle sind jedoch in ihrer Größenordnung im Verhältnis zum zur Verfügung gestellten Finanzierungsvolumen für die Leasing-Gesellschaften zu vernachlässigen.

## 9. Schlussfolgerungen

Das starke Wachstum der Verbriefungsaktivitäten im letzten Jahr hat gezeigt, dass sich Verbriefungstransaktionen zu attraktiven Konditionen im Ausland durchführen lassen. Im Ausland ansässige Verbriefungsgesellschaften unterliegen nicht der Gewerbesteuer und damit auch nicht der hälftigen Hinzurechnung ihrer Dauerschuldzinsen.

Den Befürchtungen des Gesetzgebers, dass die geforderte Gesetzesänderung zu gravierenden Steuerausfällen führt, wird mit dieser Studie widersprochen. Vielmehr sind sowohl gewerbesteuerliche als auch vor allem gesamtsteuerliche Mehreinnahmen zu erwarten. Sollte es durch ungünstiges Verhalten mehrerer geschätzter Variablen zu Steuerausfällen kommen, ist festzuhalten, dass die entstehenden Steuerausfälle sich im unteren zweistelligen Millionenbereich bewegen und daher im Verhältnis zur bereitgestellten Liquidität und den prognostizierten Steigerungen des Investitionsvolumens sehr gering ausfallen.

Sollte der Gesetzgeber eine Gesetzesänderung weiterhin ablehnen, ist darauf hinzuweisen, dass ein Teil des prognostizierten Marktwachstums auch über das Ausland verbrieft würde, falls die Möglichkeiten in Deutschland nicht geschaffen werden und so die vom Gesetzgeber negativ eingeschätzten Effekte (die jedoch, wie hier gezeigt, tatsächlich mit hoher Wahrscheinlichkeit positiv ausfallen) unabhängig von der Gesetzesänderung eintreten würden.

Eine Förderung des Verbriefungsmarktes würde insbesondere den Unternehmen mit einem Umsatz zwischen € 50 Mio. und € 250 Mio. zugute kommen. Diese Größenklasse ist bisher in der großen Masse, wie oben beschrieben, vom Verbriefungsmarkt ausgeschlossen. Die Finanzierung über ABS-Transaktionen kann in diesem Bereich zu einem verstärkten Investitionsverhalten führen, welches sich im Endeffekt positiv auf die Beschäftigungslage sowie die gesamte Volkswirtschaft auswirken würde.

Zusätzlich würde eine Förderung des Verbriefungsmarktes zu einer Verlagerung des bisher im Ausland angesiedelten Teils der Beratungsleistungen ins Inland führen. Dem Finanzplatz Deutschland würde geholfen, wenn seine Attraktivität durch die Ermöglichung von Verbriefungstransaktionen im Inland gesteigert und Know-how auch im Inland verstärkt angesiedelt werden könnte.

Zusammenfassend ist festzustellen, dass die Bedenken des Gesetzgebers gegen die Gleichstellung der Verbriefung von Unternehmensforderrungen mit der von Bankkrediten unbegründet sind. Zur Stärkung des Mittelstandes sollte daher die Finanzierung über Verbriefungstransaktionen gefördert werden.

# Anhang

## Abbildungsverzeichnis des Anhangs

Abbildung des Anhangs 1: Zusammensetzung deutscher Conduits 2004	144
Abbildung des Anhangs 2: Ausstehende ABCP-Volumina deutscher Conduit-Sponsoren	144
Abbildung des Anhangs 3: Prognostizierte Wachstumsraten, Verbriefung Handelsforderungen	145
Abbildung des Anhangs 4: Nutzung des Kapitalmarktes	146
Abbildung des Anhangs 5: Senkung der Refinanzierungskosten	146
Abbildung des Anhangs 6: Bilanzentlastung	147
Abbildung des Anhangs 7: Erweiterung der Refinanzierungsmöglichkeiten	147
Abbildung des Anhangs 8: Verbriefungskosten	148
Abbildung des Anhangs 9: Mindestvolumina	148
Abbildung des Anhangs 10: Aufwand im Unternehmen	149
Abbildung des Anhangs 11: Gewerbesteuer	149
Abbildung des Anhangs 12: Nutzung des Kapitalmarktes	150
Abbildung des Anhangs 13: Senkung der Refinanzierungskosten	150
Abbildung des Anhangs 14: Bilanzentlastung	151
Abbildung des Anhangs 15: Erweiterung der Refinanzierungsmöglichkeiten	151
Abbildung des Anhangs 16: Verbriefungskosten	153
Abbildung des Anhangs 17: Mindestvolumina	153
Abbildung des Anhangs 18: Aufwand im Unternehmen	154
Abbildung des Anhangs 19: Gewerbesteuer	154

## **Tabellenverzeichnis des Anhangs**

Tabelle des Anhangs 1: Experteninterviews	139
Tabelle des Anhangs 2: Durchschnittliche Verbriefungskosten, Handelsforderungen 2003-2004	140
Tabelle des Anhangs 3: Branchenselektion (1)	141
Tabelle des Anhangs 4: Branchenselektion (2)	142
Tabelle des Anhangs 5: Branchenselektion (3)	143
Tabelle des Anhangs 6: Nonparametrische Unterschiedstests, Verbriefungsgründe	152
Tabelle des Anhangs 7: Nonparametrische Unterschiedstests, Gründe gegen Verbriefungen	155
Tabelle des Anhangs 8: Exemplarische Berechnung der Steuereffekte	156

Interviewpartner	Unternehmen
Marita Barth	DWS Investment GmbH
Dr. Ulrich Brink	Deutscher Factoring-Verband e.V.
Dr. Michael Frese	Deutsche Zentral-Genossenschaftsbank (DZ Bank)
Jan Groessner	Moody's Investors Service
Jürgen Groth	Landesbank Baden-Württemberg (LBBW)
Marcus Herkle	Landesbank Hessen-Thüringen (Helaba)
Christoph Hultsch	Ernst & Young AG
Marie-Jeanne Kerschkamp	Moody's Investors Service
Dr. Oliver Kronat	Clifford Chance
Wilhelm Kross	Value & Risk AG
Jürgen Mahler	Commerzbank AG
Frau Mentzer	Landesbank Hessen-Thüringen (Helaba)
Matthias Renner	WestLB
Beate Rüdig	Ernst & Young AG
Barbara Samuelson	Deutscher Factoring-Verband e.V.
Herr Schenk	Finanzministerium Hessen
Richard Senior	Robin Hood Finance
Dr. Nina-Luisa Siedler	EYLaw LutherMenold
Dr. Martina Spaeth	Hypovereinsbank
Heiko Stoll	Clifford Chance
Dr. Martin Vossler	Verband Deutscher Leasing-Unternehmen
Dr. Claus-Rainer Wagenknecht	ehemals Dresdner Kleinwort Wasserstein
Friedhelm Westebbe	Verband Deutscher Leasing-Unternehmen
Ralf Zuleger	Hypovereinsbank

**Tabelle des Anhangs 1: Experteninterviews**

<b>Öffentliche Verbriefungstransaktionen</b>	<b>Kosten</b>		
Deutschland 03-04	Minimum	Maximum	Durchschnitt
600,00	2,487%	2,751%	2,619%
350,00	2,498%	2,774%	2,636%
321,00	2,501%	2,778%	2,640%
234,60	2,512%	2,800%	2,656%
200,00	2,520%	2,814%	2,667%
200,00	2,520%	2,814%	2,667%
150,00	2,536%	2,846%	2,691%
100,00	2,570%	2,909%	2,739%
100,00	2,570%	2,909%	2,739%
100,00	2,570%	2,909%	2,739%
95,00	2,575%	2,919%	2,747%
80,00	2,595%	2,957%	2,776%
75,00	2,604%	2,973%	2,788%
75,00	2,604%	2,973%	2,788%
75,00	2,604%	2,973%	2,788%
70,00	2,613%	2,991%	2,802%
50,00	2,672%	3,102%	2,887%
50,00	2,672%	3,102%	2,887%
50,00	2,672%	3,102%	2,887%
43,00	2,706%	3,165%	2,935%
40,00	2,724%	3,199%	2,962%
40,00	2,724%	3,199%	2,962%
40,00	2,724%	3,199%	2,962%
35,00	2,761%	3,270%	3,016%
25,00	2,883%	3,499%	3,191%
15,00	3,177%	4,056%	3,616%
8,00	3,884%	5,391%	4,638%
7,00	4,120%	5,837%	4,978%
6,00	4,450%	6,460%	5,455%
5,00	4,945%	7,395%	6,170%
<b>gewichteter Durchschnitt</b>	<b>2,565%</b>	<b>2,900%</b>	<b>2,733%</b>

Tabelle des Anhangs 2: Durchschnittliche Verbriefungskosten, Handelsforderungen 2003-2004

Wirtschaftszweig		Verbriefbarkeit	
A	Land- und Forstwirtschaft	Nein	relevante Umsatzgrößen nicht oder nur minimal besetzt
B	Fischerei und Fischzucht	Nein	relevante Umsatzgrößen nicht oder nur minimal besetzt
C	Bergbau und Gewinnung von Steinen und Erden	Nein	Klumpenrisiken, kein diversifiziertes Kundenportfolio
D	Verarbeitendes Gewerbe	Ja (s.u.)	
DA	Ernährungsgewerbe und Tabakverarbeitung	Ja	
DB	Textil- und Bekleidungsgewerbe	Ja	
DD	Holzgewerbe (ohne Herstellung von Möbeln)	Ja	
DE	Papier-, Verlags- und Druckgewerbe	Ja	
22	Verlags-, Druckgewerbe, Vervielfältig. v. bsp. Ton-, Bild-, Datenträgern	Ja	
23.2	Mineralölverarbeitung	Ja	
DG	Herstellung von chemischen Erzeugnissen	Ja	
DH	Herstellung von Gummi- und Kunststoffwaren	Ja	
DI	Glasgewerbe, H.v. Keramik, Verarbeitung von Steinen und Erden	Ja	
27	Metallerzeugung und -bearbeitung	Ja	
28	Herstellung von Metallerzeugnissen	Ja	
DK	Maschinenbau	Ja	
DL	H.v. Büromaschinen, Datenverarbeitungsgeräten u. -einrichtungen; Elektrotech., Feinmechanik u. Optik	Ja	
30	H.v. Büromaschinen, DV-Geräten und -einrichtungen	Ja	
31	H.v. Geräten d. Elektrizitätserzeugung, -verteilung u.ä.	Ja	
32	Rundfunk- und Nachrichtentechnik	Ja	
33	Medizin-, Meß-, Steuertechnik, Optik. Herst. v. Uhren	Ja	
DM	Fahrzeugbau	Ja	
34.3	H.v. Teilen u.A. f. Kraftwagen u. Kraftwagenmotoren (Zulieferbetriebe)	Nein	Klumpenrisiken, kein diversifiziertes Kundenportfolio
DN	H.v. Möbeln, Schmuck, Musikinstrumenten, Sportgeräten, Spielwaren und sonstigen Erzeugnissen; Recycling	Ja	
E	Energie- und Wasserversorgung	Ja	

Tabelle des Anhangs 3: Branchenselektion (1)

Wirtschaftszweig		Verbriefbarkeit	
F	Baugewerbe	Nein	Klumpenrisiken, schlechte Bonitäten
45.2	Hoch- und Tiefbau	Nein	Klumpenrisiken, schlechte Bonitäten
45.3	Bauinstallation	Nein	Klumpenrisiken, schlechte Bonitäten
G	Handel; Instandhaltung und Reparatur von Kraftfahrzeugen und Gebrauchsgütern		
50	Kraftfahrzeughandel; Instandhaltung und Reparatur von Kraftfahrzeugen; Tankstellen	Nein	kein Forderungsbestand, da überwiegend Barzahlungen
51	Handelsvermittlung und Großhandel (oh. Handel mit Kfz)	Ja	
51.3	Gh. m. Nahrungsmitteln, Getränken u. Tabakwaren	Ja	
51.4	Gh. mit Gebrauchs- und Verbrauchsgütern	Ja	
51.5	Gh. m. Rohstoffen, Halbwaren, Altmaterial u. Restst.	Ja	
51.8	Gh. mit Maschinen, Ausrüstungen und Zubehör	Ja	
52	Einzelhandel (oh. Handel m. Kfz u. Tankst.); Rep.v. Geb.güt.	Nein	kein Forderungsbestand, da überwiegend Barzahlungen
H	Gastgewerbe		
55.1	Hotellerie	Nein	kein Forderungsbestand, da überwiegend Barzahlungen
55.3	Speisegeprägte Gastronomie	Nein	kein Forderungsbestand, da überwiegend Barzahlungen
		Nein	Barzahlungen, Catering könnte relevant sein, vom Volumen aber zu vernachlässigen
I	Verkehr und Nachrichtenübermittlung		
60	Landverkehr; Transport in Rohrfernleitungen	Nein	kein Forderungsbestand, da überwiegend Barzahlungen
60.24	Güterbeförderung im Straßenverkehr	Nein	relevante Umsatzgrößen nicht oder nur minimal besetzt
63.4	Spedition, sonstige Verkehrsvermittlung	Ja	
64	Nachrichtenübermittlung	Nein	kein Forderungsbestand, da überwiegend Barzahlungen (Post) bzw. rechtliche Probleme bei der Verbriefung von Telekommunikationsleistungen
J	Kredit- und Versicherungsgewerbe	Nein	nicht relevant, da bereits von der Dauerschuldproblematik befreit

Tabelle des Anhangs 4: Branchenselektion (2)

Wirtschaftszweig		Verbriefbarkeit	
K	Grundstücks-, Wohnungswesen, Vermietung bewegl. Sachen, Erbringung von wirtschaftlichen Dienstleistungen, a.n.g.	Nein (s.u.)	
70	Grundstücks- und Wohnungswesen	Nein	Mietforderungen nicht insolvenzfest zu verbiefen
71	Vermietung bewegl. Sachen ohne Bedienungspersonal	Nein	kein Forderungsbestand, da überwiegend Barzahlungen
72	Datenverarbeitung und Datenbanken	Nein	theoretisch möglich, Größe nicht signifikant, daher Ausschluss
74.1	Rechts-, Steuer- und Unternehmensberatung usw.	Nein	keine verbiefbaren Forderungen oder kein diversifiziertes Kundenportfolio
74.2	Architektur- und Ingenieurbüros	Nein	relevante Umsatzgrößen nicht oder nur minimal besetzt
74.4	Werbung	Nein	kein diversifiziertes Kundenportfolio
74.5	Personal- und Stellenvermittlung, Überlassung v. Arbeitskräften	Nein	relevante Umsatzgrößen nicht oder nur minimal besetzt
74.8	Erbringung v. sonst. wirtschaftl. Dienstleist., a.n.g.	Nein	
L, M	Öffentliche Verwaltung, Verteidigung, Sozialversicherung, Erziehung und Unterricht	Nein	Rechtlich nicht möglich, kein Verkauf zu Lasten späterer Generationen gestattet
N	Gesundheits-, Veterinär- und Sozialwesen	Ja	Krankenhäuser ja, restlichen Bereiche: relevanten Umsatzklassen nicht oder nur schwach besetzt
O	Erbring. sonst. öffentl. u. persönl. Dienstleistungen		
90	Abwasser-, Abfallbeseitigung u. sonst. Entsorgung	Nein	relevante Umsatzgrößen nicht oder nur minimal besetzt
92	Kultur, Sport und Unterhaltung	Ja	
93	Erbringung von sonstigen Dienstleistungen	Nein	relevante Umsatzgrößen nicht oder nur minimal besetzt

Tabelle des Anhangs 5: Branchenselektion (3)

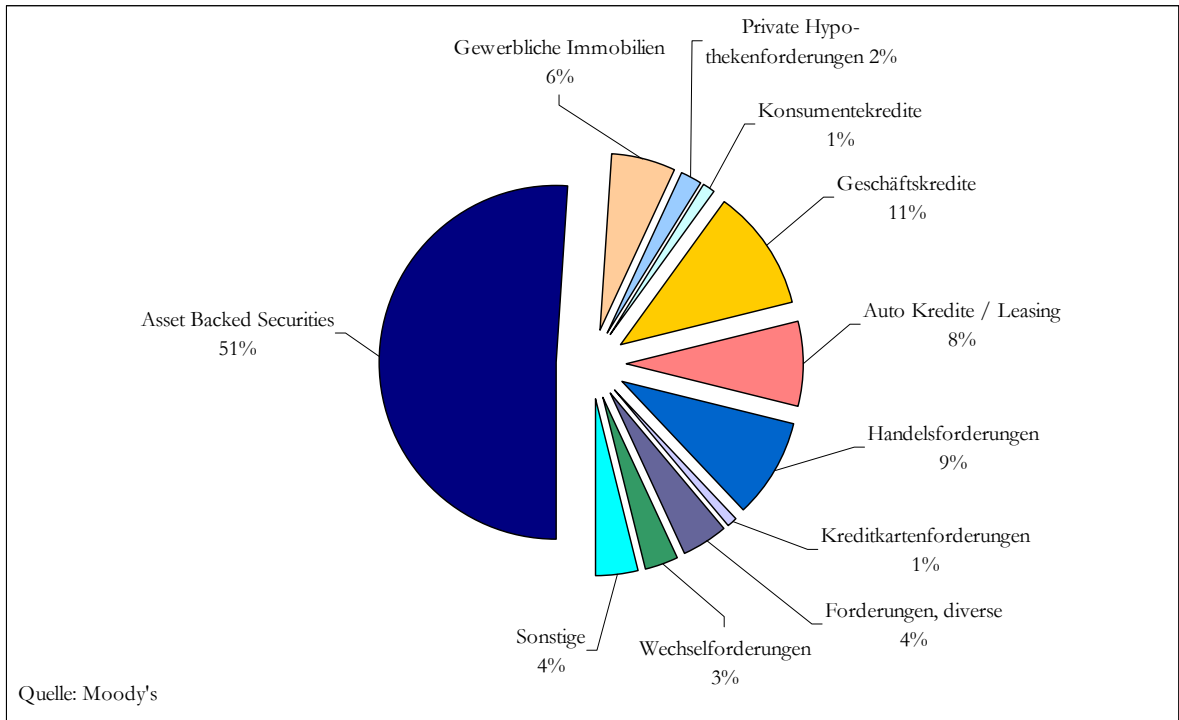


Abbildung des Anhangs 1: Zusammensetzung deutscher Conduits 2004

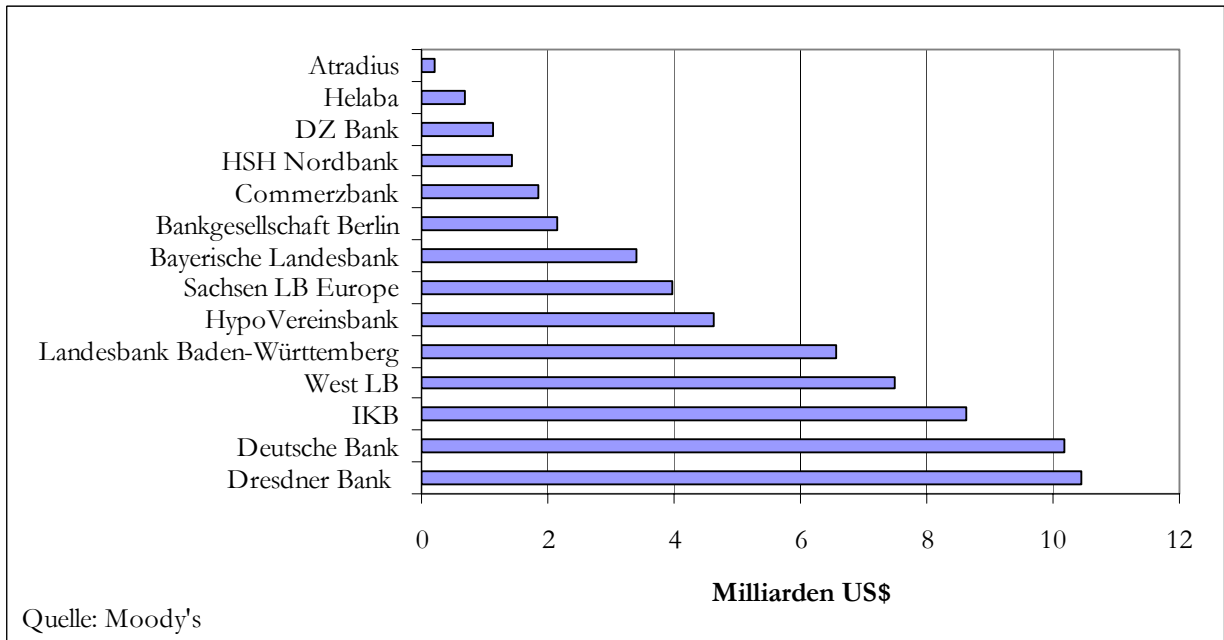
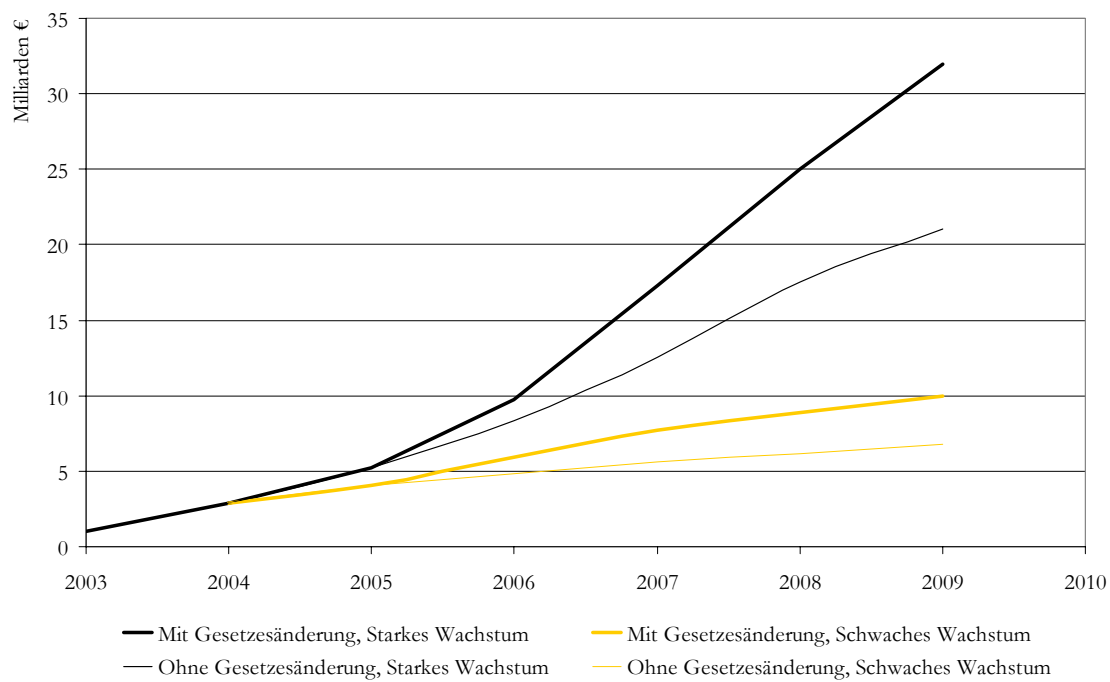


Abbildung des Anhangs 2: Ausstehende ABCP-Volumina deutscher Conduit-Sponsoren



**Abbildung des Anhangs 3: Prognostizierte Wachstumsraten, Verbriefung Handelsforderungen**

## Gründe, die für eine Verbriefung von Factoring-Forderungen sprechen:

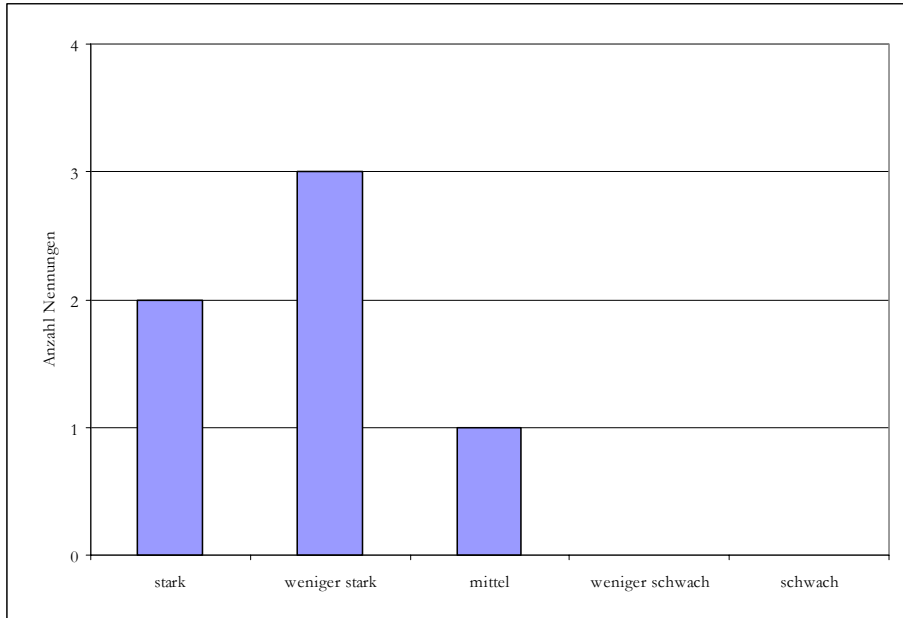


Abbildung des Anhangs 4: Nutzung des Kapitalmarktes

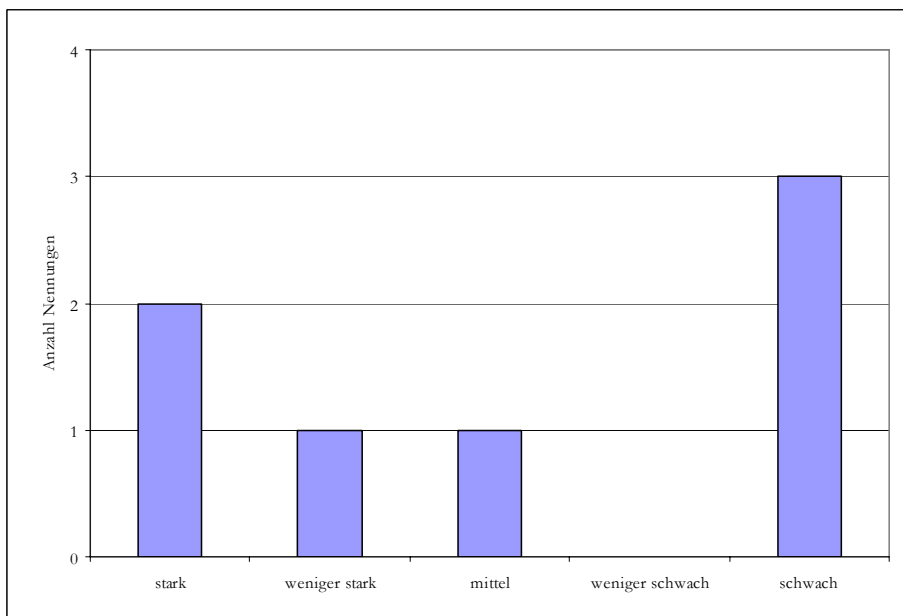
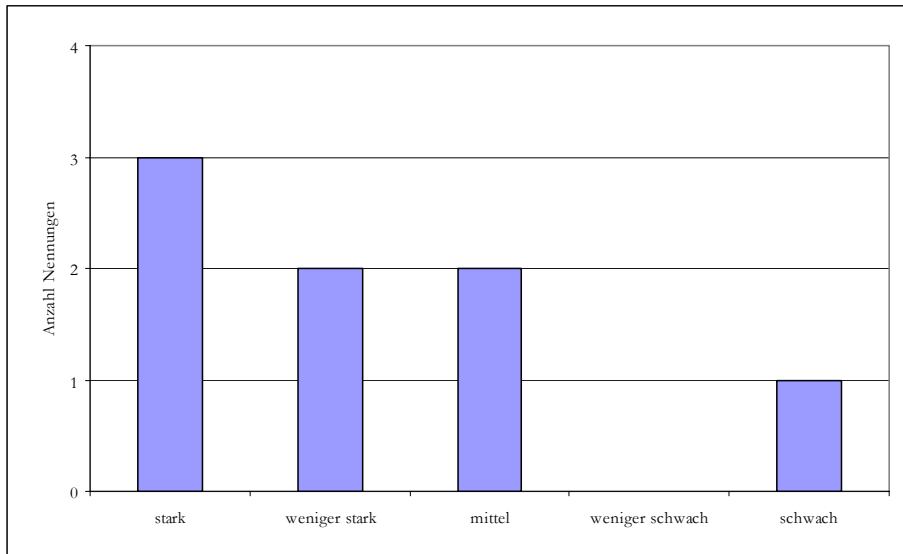
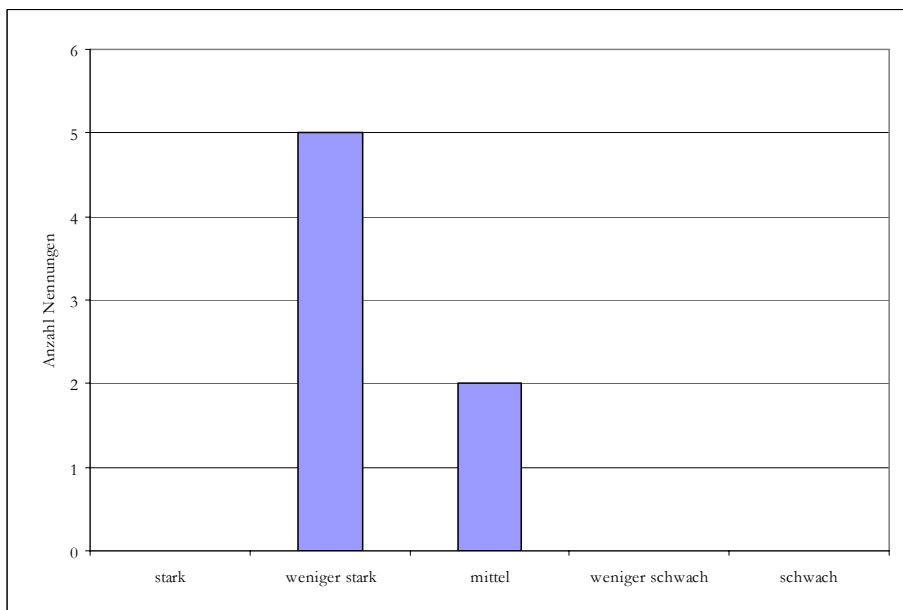


Abbildung des Anhangs 5: Senkung der Refinanzierungskosten



**Abbildung des Anhangs 6: Bilanzentlastung**



**Abbildung des Anhangs 7: Erweiterung der Refinanzierungsmöglichkeiten**

## Gründe, die gegen eine Verbriefung von Leasing-Forderungen sprechen

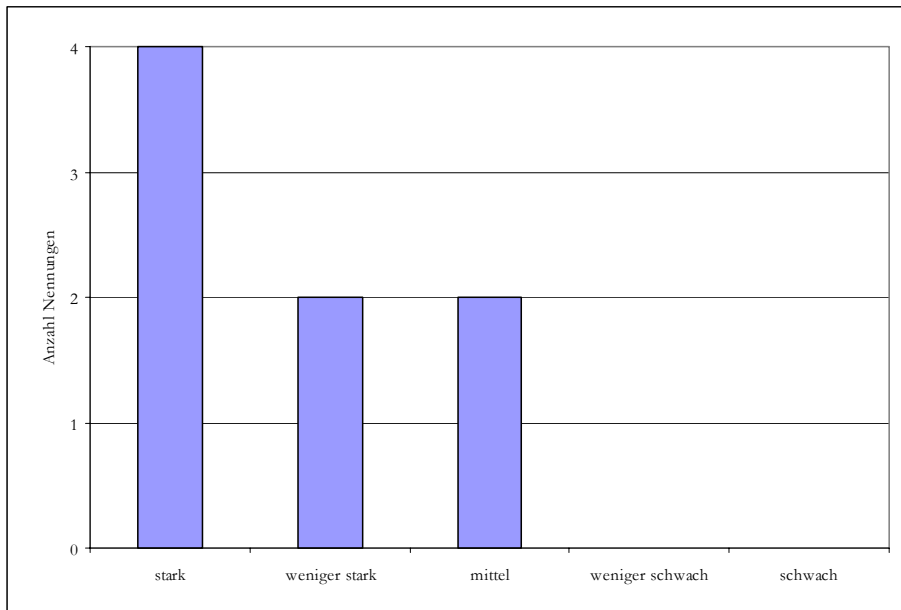


Abbildung des Anhangs 8: Verbriefungskosten

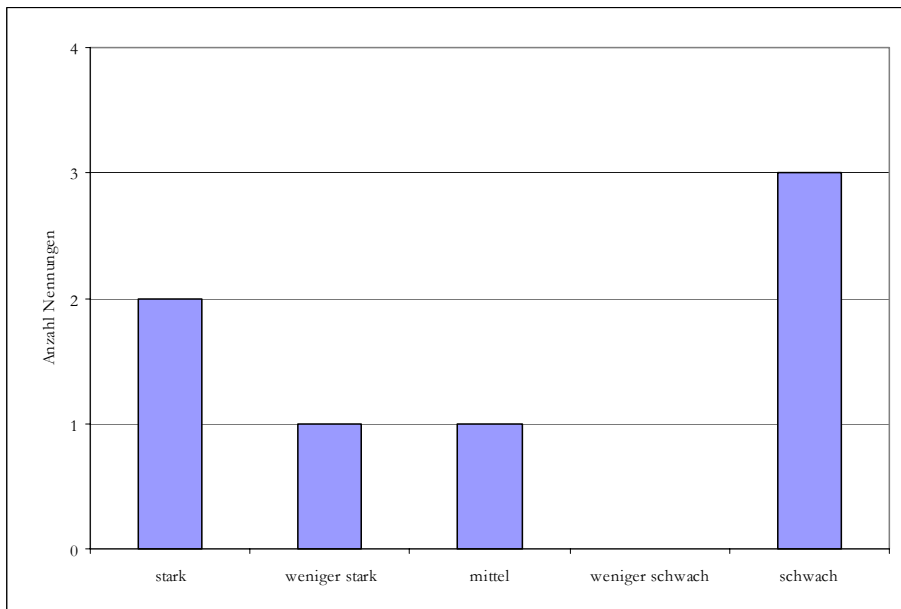
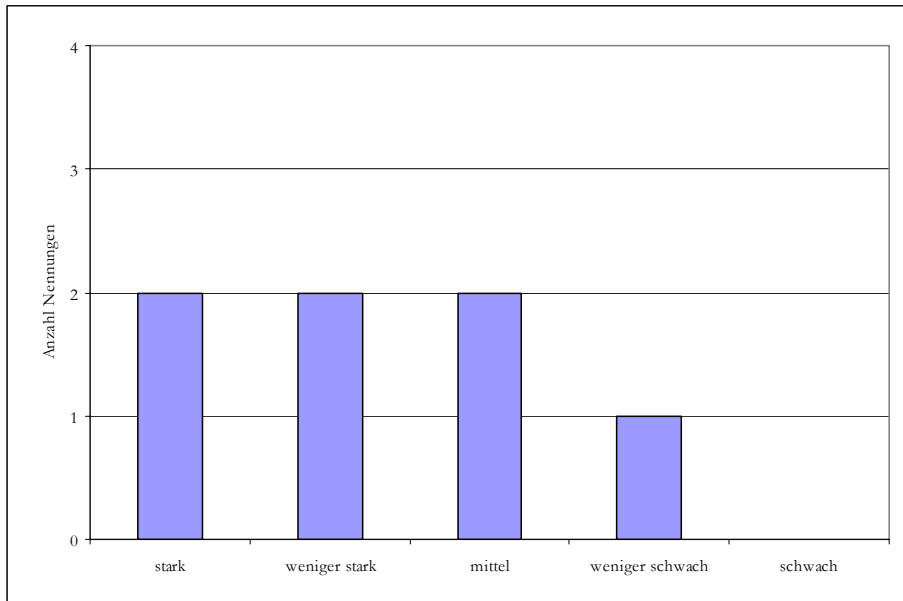
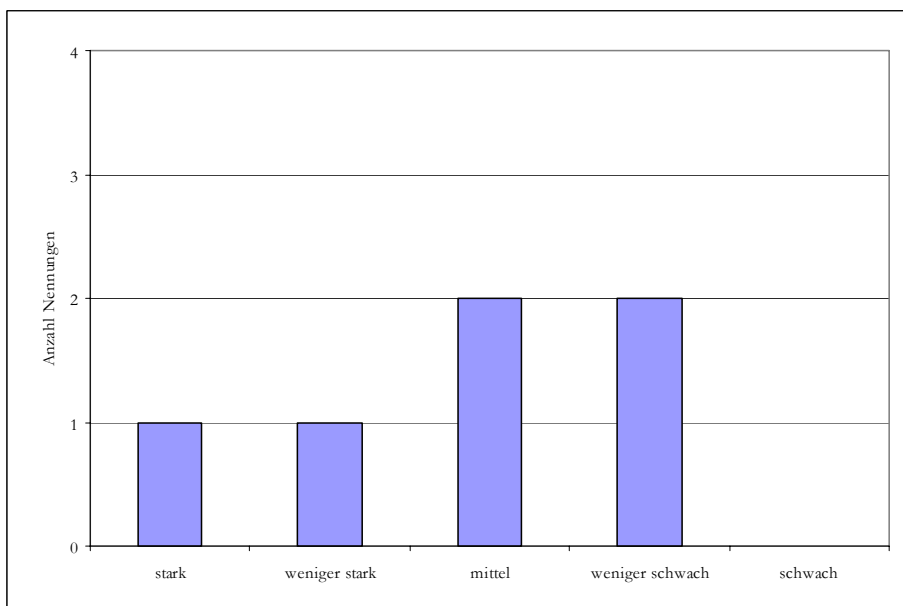


Abbildung des Anhangs 9: Mindestvolumina



**Abbildung des Anhangs 10: Aufwand im Unternehmen**



**Abbildung des Anhangs 11: Gewerbesteuer**

## Gründe, die für eine Verbriefung von Leasing-Forderungen sprechen:

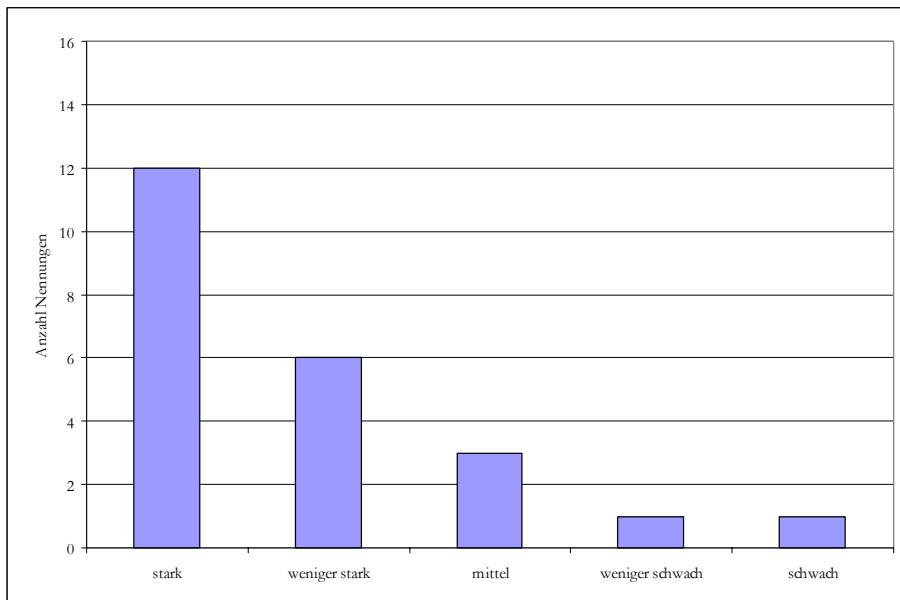


Abbildung des Anhangs 12: Nutzung des Kapitalmarktes

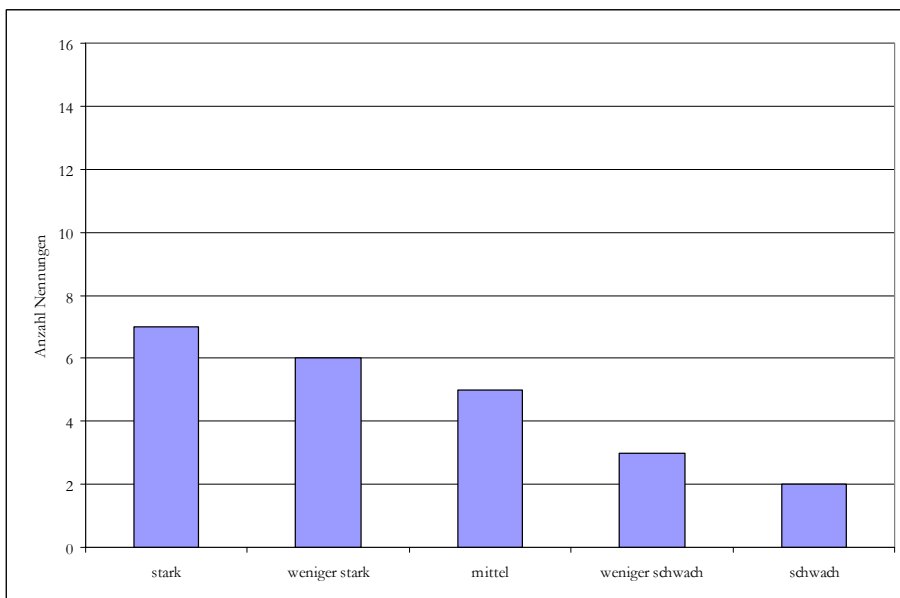
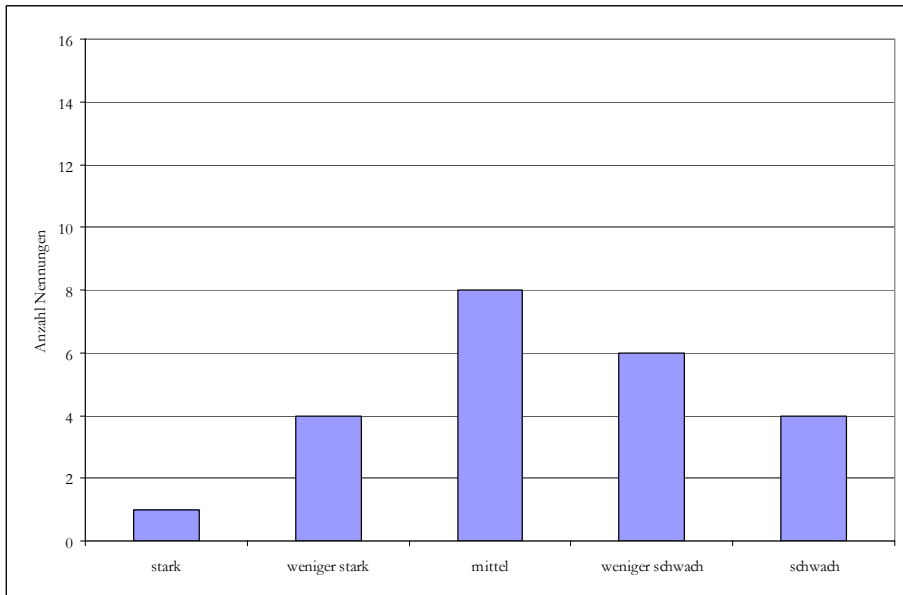
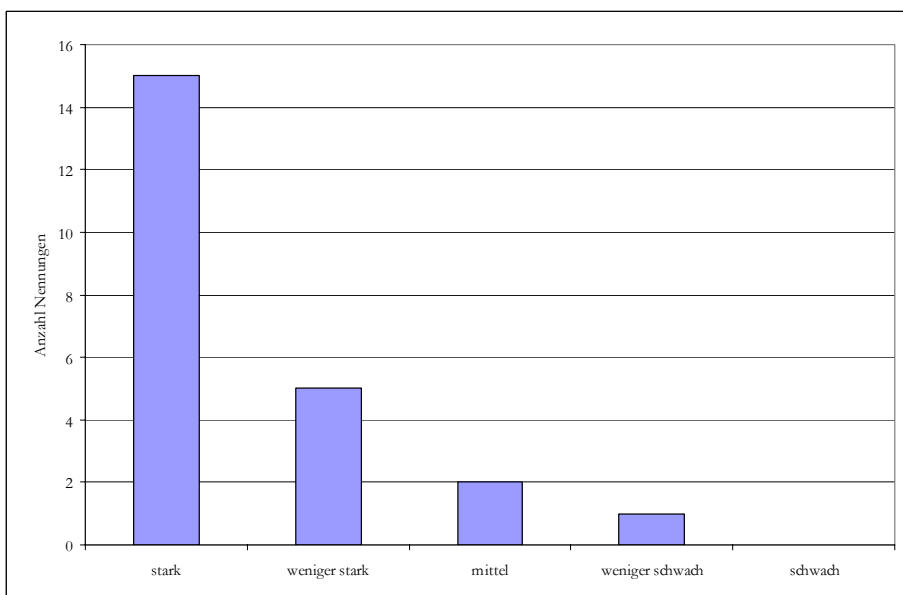


Abbildung des Anhangs 13: Senkung der Refinanzierungskosten



**Abbildung des Anhangs 14: Bilanzentlastung**



**Abbildung des Anhangs 15: Erweiterung der Refinanzierungsmöglichkeiten**

	sehr gut mit der Verbriefung vertraut	Anzahl	Mean Rank	Sum of Ranks
Nutzung Kapitalmarkt	Nein	16	11,28	180,5
	Ja	7	13,64	95,5
	Total	23		
Senkung Refinanzierungskosten	Nein	16	9,31	149
	Ja	7	18,14	127
	Total	23		
Entlastung der Bilanz	Nein	16	12,28	196,5
	Ja	7	11,36	79,5
	Total	23		
Erweiterung der Refinanzierungsmöglichkeiten	Nein	16	10,88	174
	Ja	7	14,57	102
	Total	23		

	Nutzung Kapitalmarkt	Senkung Refinanzierungs- kosten	Entlastung der Bilanz	Erweiterung Refinanzierungs- möglichkeiten
Mann-Whitney U	44,5	13	51,5	38
Wilcoxon W	180,5	149	79,5	174
Z	-0,839	<b>-2,959</b>	-0,312	-1,424
Asymp. Sig. (2-tailed)	0,402	<b>0,003</b>	0,755	0,154
Exact Sig. [2*(1-tailed Sig.)] (not corrected for ties)	0,452	<b>0,003</b>	0,769	0,249

Tabelle des Anhangs 6: Nonparametrische Unterschiedstests, Verbriefungsgründe

## Gründe, die gegen eine Verbriefung von Leasing-Forderungen sprechen

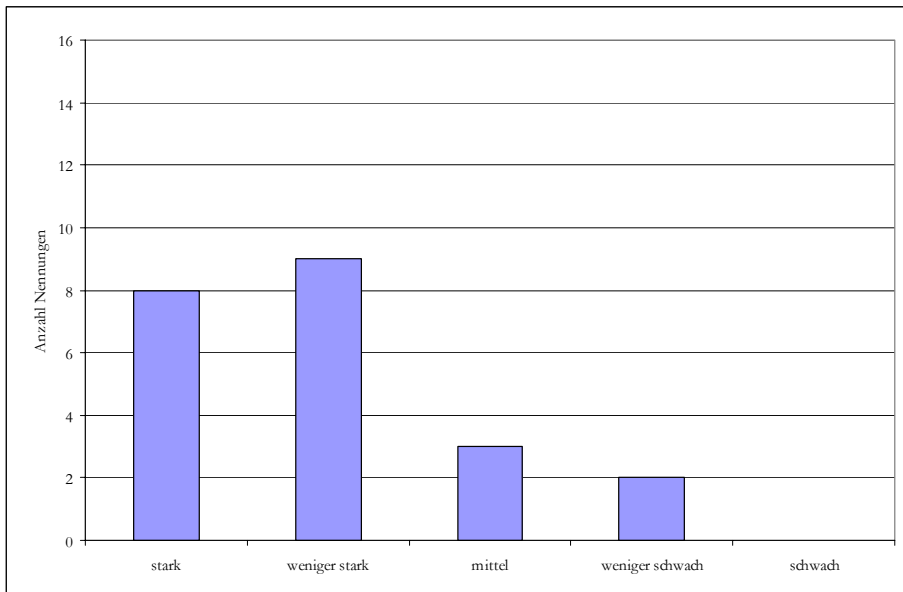


Abbildung des Anhangs 16: Verbriefungskosten

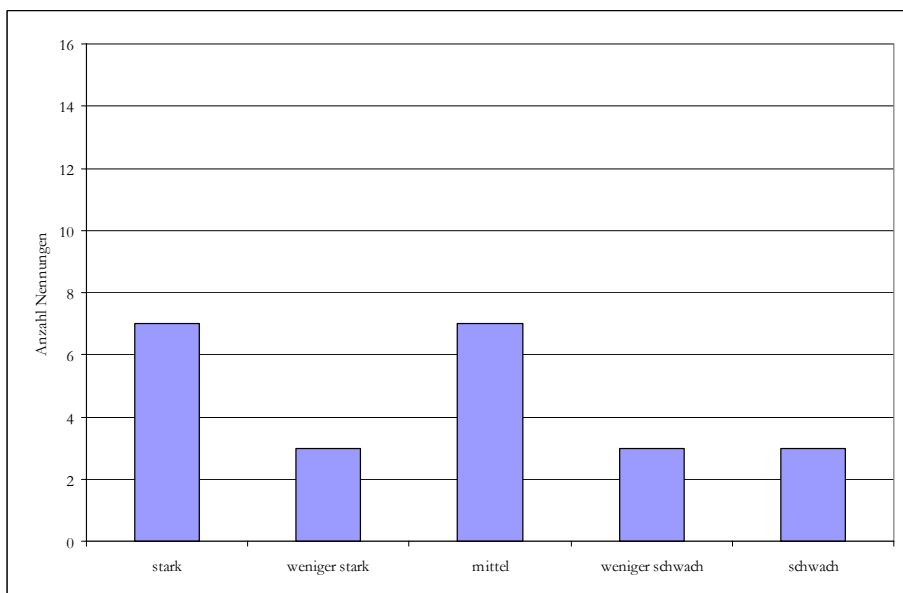
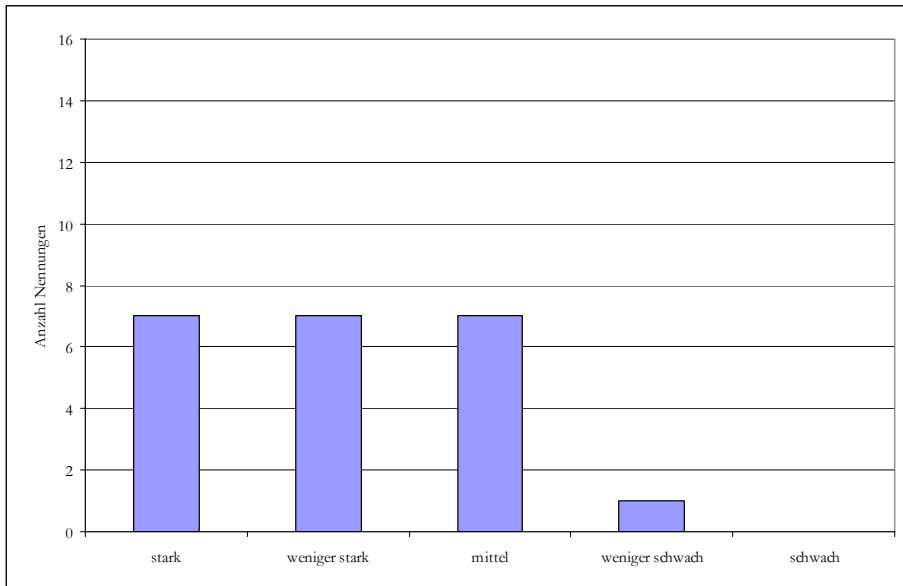
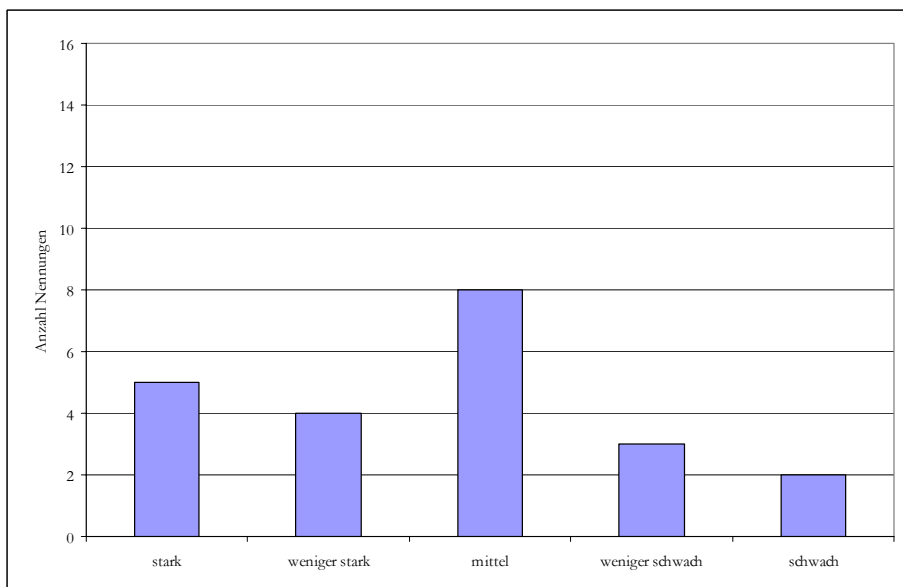


Abbildung des Anhangs 17: Mindestvolumina



**Abbildung des Anhangs 18: Aufwand im Unternehmen**



**Abbildung des Anhangs 19: Gewerbesteuer**

	sehr gut mit der Verbriefung vertraut	Anzahl	Mean Rank	Sum of Ranks
Verbriefungskosten	Nein	15	14,13	212
	Ja	7	5,86	41
	Total	22		
Mindestvolumen	Nein	16	13,38	214
	Ja	7	8,86	62
	Total	23		
Aufwand im Unternehmen	Nein	15	13,4	201
	Ja	7	7,43	52
	Total	22		
Gewerbesteuer	Nein	15	14,6	219
	Ja	7	4,86	34
	Total	22		

	Nutzung Kapitalmarkt	Senkung Refinanzierungs- kosten	Entlastung der Bilanz	Erweiterung Refinanzierungs- möglichkeiten
Mann-Whitney U	13	34	24	6
Wilcoxon W	41	62	52	34
Z	<b>-2,965</b>	-1,517	<b>-2,112</b>	<b>-3,394</b>
Asymp. Sig. (2-tailed)	<b>0,003</b>	0,129	<b>0,035</b>	<b>0,001</b>
Exact Sig. [2*(1-tailed Sig.)] (not corrected for ties)	<b>0,004</b>	0,154	<b>0,047</b>	<b>0,000</b>

Tabelle des Anhangs 7: Nonparametrische Unterschiedstests, Gründe gegen Verbriefungen

Verbriefungsvolumen 10 Mio.      effektiver GewSt-Satz 16,67%  
100% Ablösung Dauerschulden      KSt-Satz (inkl. Soli) 26,375%  
Zinssatz Dauerschulden 4%

Verbriefungs-kosten / Dauer- schuldzinsen	Primäreffekte		Sekundäreffekte		Summe GewSt	Summe KSt	Summe
	GewSt	KSt	GewSt	KSt			
1,000	-33.333 €	8.792 €	0 €	0 €	-33.333 €	8.792 €	-24.542 €
0,990	-33.333 €	8.792 €	667 €	879 €	-32.667 €	9.671 €	-22.996 €
0,980	-33.333 €	8.792 €	1.333 €	1.758 €	-32.000 €	10.550 €	-21.450 €
0,970	-33.333 €	8.792 €	2.000 €	2.638 €	-31.333 €	11.429 €	-19.904 €
0,960	-33.333 €	8.792 €	2.667 €	3.517 €	-30.667 €	12.308 €	-18.358 €
0,950	-33.333 €	8.792 €	3.333 €	4.396 €	-30.000 €	13.187 €	-16.812 €
0,940	-33.333 €	8.792 €	4.000 €	5.275 €	-29.333 €	14.067 €	-15.267 €
0,930	-33.333 €	8.792 €	4.667 €	6.154 €	-28.667 €	14.946 €	-13.721 €
0,920	-33.333 €	8.792 €	5.333 €	7.033 €	-28.000 €	15.825 €	-12.175 €
0,910	-33.333 €	8.792 €	6.000 €	7.913 €	-27.333 €	16.704 €	-10.629 €
0,900	-33.333 €	8.792 €	6.667 €	8.792 €	-26.667 €	17.583 €	-9.083 €
0,890	-33.333 €	8.792 €	7.333 €	9.671 €	-26.000 €	18.462 €	-7.537 €
0,880	-33.333 €	8.792 €	8.000 €	10.550 €	-25.333 €	19.342 €	-5.992 €
0,870	-33.333 €	8.792 €	8.667 €	11.429 €	-24.667 €	20.221 €	-4.446 €
0,860	-33.333 €	8.792 €	9.333 €	12.308 €	-24.000 €	21.100 €	-2.900 €
0,850	-33.333 €	8.792 €	10.000 €	13.188 €	-23.333 €	21.979 €	-1.354 €
0,840	-33.333 €	8.792 €	10.667 €	14.067 €	-22.667 €	22.858 €	192 €
0,830	-33.333 €	8.792 €	11.333 €	14.946 €	-22.000 €	23.737 €	1.738 €
0,820	-33.333 €	8.792 €	12.000 €	15.825 €	-21.333 €	24.617 €	3.283 €
0,810	-33.333 €	8.792 €	12.667 €	16.704 €	-20.667 €	25.496 €	4.829 €
0,800	-33.333 €	8.792 €	13.333 €	17.583 €	-20.000 €	26.375 €	6.375 €
0,790	-33.333 €	8.792 €	14.000 €	18.463 €	-19.333 €	27.254 €	7.921 €
0,780	-33.333 €	8.792 €	14.667 €	19.342 €	-18.667 €	28.133 €	9.467 €
0,770	-33.333 €	8.792 €	15.333 €	20.221 €	-18.000 €	29.012 €	11.013 €
0,760	-33.333 €	8.792 €	16.000 €	21.100 €	-17.333 €	29.892 €	12.558 €
0,750	-33.333 €	8.792 €	16.667 €	21.979 €	-16.667 €	30.771 €	14.104 €
0,740	-33.333 €	8.792 €	17.333 €	22.858 €	-16.000 €	31.650 €	15.650 €
0,730	-33.333 €	8.792 €	18.000 €	23.738 €	-15.333 €	32.529 €	17.196 €
0,720	-33.333 €	8.792 €	18.667 €	24.617 €	-14.667 €	33.408 €	18.742 €
0,710	-33.333 €	8.792 €	19.333 €	25.496 €	-14.000 €	34.287 €	20.288 €
0,700	-33.333 €	8.792 €	20.000 €	26.375 €	-13.333 €	35.167 €	21.833 €
0,690	-33.333 €	8.792 €	20.667 €	27.254 €	-12.667 €	36.046 €	23.379 €
0,680	-33.333 €	8.792 €	21.333 €	28.133 €	-12.000 €	36.925 €	24.925 €
0,670	-33.333 €	8.792 €	22.000 €	29.013 €	-11.333 €	37.804 €	26.471 €
0,660	-33.333 €	8.792 €	22.667 €	29.892 €	-10.667 €	38.683 €	28.017 €
0,650	-33.333 €	8.792 €	23.333 €	30.771 €	-10.000 €	39.562 €	29.563 €
0,640	-33.333 €	8.792 €	24.000 €	31.650 €	-9.333 €	40.442 €	31.108 €
0,630	-33.333 €	8.792 €	24.667 €	32.529 €	-8.667 €	41.321 €	32.654 €
0,620	-33.333 €	8.792 €	25.333 €	33.408 €	-8.000 €	42.200 €	34.200 €
0,610	-33.333 €	8.792 €	26.000 €	34.288 €	-7.333 €	43.079 €	35.746 €
0,600	-33.333 €	8.792 €	26.667 €	35.167 €	-6.667 €	43.958 €	37.292 €
0,590	-33.333 €	8.792 €	27.333 €	36.046 €	-6.000 €	44.837 €	38.838 €
0,580	-33.333 €	8.792 €	28.000 €	36.925 €	-5.333 €	45.717 €	40.383 €
0,570	-33.333 €	8.792 €	28.667 €	37.804 €	-4.667 €	46.596 €	41.929 €
0,560	-33.333 €	8.792 €	29.333 €	38.683 €	-4.000 €	47.475 €	43.475 €
0,550	-33.333 €	8.792 €	30.000 €	39.563 €	-3.333 €	48.354 €	45.021 €
0,540	-33.333 €	8.792 €	30.667 €	40.442 €	-2.667 €	49.233 €	46.567 €
0,530	-33.333 €	8.792 €	31.333 €	41.321 €	-2.000 €	50.112 €	48.113 €
0,520	-33.333 €	8.792 €	32.000 €	42.200 €	-1.333 €	50.992 €	49.658 €
0,510	-33.333 €	8.792 €	32.667 €	43.079 €	-667 €	51.871 €	51.204 €
0,500	-33.333 €	8.792 €	33.333 €	43.958 €	0 €	52.750 €	52.750 €
0,490	-33.333 €	8.792 €	34.000 €	44.838 €	667 €	53.629 €	54.296 €
0,480	-33.333 €	8.792 €	34.667 €	45.717 €	1.333 €	54.508 €	55.842 €
0,470	-33.333 €	8.792 €	35.333 €	46.596 €	2.000 €	55.388 €	57.387 €
0,460	-33.333 €	8.792 €	36.000 €	47.475 €	2.667 €	56.267 €	58.933 €
0,450	-33.333 €	8.792 €	36.667 €	48.354 €	3.333 €	57.146 €	60.479 €
0,440	-33.333 €	8.792 €	37.333 €	49.233 €	4.000 €	58.025 €	62.025 €
0,430	-33.333 €	8.792 €	38.000 €	50.113 €	4.667 €	58.904 €	63.571 €
0,420	-33.333 €	8.792 €	38.667 €	50.992 €	5.333 €	59.783 €	65.117 €
0,410	-33.333 €	8.792 €	39.333 €	51.871 €	6.000 €	60.663 €	66.662 €
0,400	-33.333 €	8.792 €	40.000 €	52.750 €	6.667 €	61.542 €	68.208 €

Tabelle des Anhangs 8: Exemplarische Berechnung der Steuereffekte

- 
- <sup>1</sup> Soweit nicht anders ausgewiesen, beziehen sich alle Abschnitte dieser Studie auf alle drei Forderungsarten.
  - <sup>2</sup> Vgl. Achleitner, Ann-Kristin (2000): „Handbuch Investment Banking“, 2. überarbeitete und erweiterte Auflage, Wiesbaden, S. 417.
  - <sup>3</sup> Vgl. Stone, Charles Austin / Zissu, Anne (2005): „The Securitization Markets Handbook“, Bloomberg Press, Princeton, S. 158.
  - <sup>4</sup> Vgl. Moody's (2003): „The Fundamentals of Asset-Backed Commercial Paper“, Structured Finance, 3. Februar 2003.
  - <sup>5</sup> Vgl. Stone, Charles Austin / Zissu, Anne (2005): „The Securitization Markets Handbook“, Bloomberg Press, Princeton, S. 156-157.
  - <sup>6</sup> Wenn das Servicing durch den Originator übernommen wird, ist es während der Laufzeit einer Verbriefung im Interesse des SPV, dass den einzelnen mit dem Servicing betrauten Mitarbeitern nicht bekannt ist, welche Forderungen abgetreten wurden. Wäre dies der Fall, gäbe es Anreizprobleme in der Eintreibung der bereits an das SPV abgetretenen Forderungen.
  - <sup>7</sup> Vgl. The Boston Consulting Group (2004): „Optimale staatliche Rahmenbedingungen für einen Kreditrisikomarkt / Verbriefungsmarkt für Kreditforderungen und –risiken in Deutschland“, Frankfurt.
  - <sup>8</sup> Vgl. Dreyer, Gerhard / Schmidt, Hubert / Kronat, Oliver (2003): „Bilanzbefeiende Wirkung von Asset-Backed-Securities-Transaktionen – Kritische Anmerkungen zur IDW Stellungnahme IDW RS HFA 8“, in: Betriebs Berater, Heft 2, 8. Januar 2003.
  - <sup>9</sup> Vgl. IDW RS HFA 8.
  - <sup>10</sup> Vgl. Dreyer, Gerhard / Schmidt, Hubert / Kronat, Oliver (2003): „Bilanzbefeiende Wirkung von Asset-Backed Securities Transaktionen – Kritische Anmerkungen zur IDW Stellungnahme IDW RS HFA 8“, in: Betriebs Berater, Heft 2, 8. Januar 2003.
  - <sup>11</sup> Vgl. IAS 39
  - <sup>12</sup> The Boston Consulting Group (2004): „Optimale staatliche Rahmenbedingungen für einen Kreditrisikomarkt / Verbriefungsmarkt für Kreditforderungen und -risiken in Deutschland“, Frankfurt.
  - <sup>13</sup> Vgl. Bundesministerium der Finanzen (2004): „Haftung bei Abtretung, Verpfändung oder Pfändung von Forderungen (§ 13c UStG) sowie Haftung bei Änderung der Bemessungsgrundlage (§ 13d UStG) Umsatzsteuer“, BMF-Schreiben IV B 7 - S 7279a - 17/04 - / - IV B 7 - S 7279b - 2/04, 24.5.2004.
  - <sup>14</sup> Vgl. Standard & Poor's (2004): „Standard & Poor's Settles its Position on German VAT Question“, Structured Finance, Commentary, 30.9.2004.
  - <sup>15</sup> Vgl. Standard & Poor's (2004): „Standard & Poor's Settles its Position on German VAT Question“, Structured Finance, Commentary, 30.9.2004.
  - <sup>16</sup> Vgl. Europäischer Gerichtshof (Sechste Kammer) (2003): „Urteil des Gerichtshofes – Mehrwertsteuer – Sechste Richtlinie 77/388/EWG – Steueranwendungsbereich – Factoring – Factoring-Gesellschaft. Die Forderungen aufkauft und dabei das Ausfallrisiko übernimmt“, in der Rechtssache C-305/01, 26. Juni 2003.
  - <sup>17</sup> Vgl. Bundesfinanzhof (2003): „Urteil vom 4. September 2004 V R 34/00 (Nachfolgeentscheidung zum Urteil des EuGH vom 26. Juni 2003 RS. C-305/01 – MGK-Kraftfahrzeuge-Factoring GmbH).“
  - <sup>18</sup> Vgl. True-Sale-International (2004): „Erste TSI-ABS Emission der Volkswagen Bank mit Arrangeur ABN AMRO“, Pressemeldung, 15. November 2004.
  - <sup>19</sup> Vgl. Deutsche Bundesbank 2005 (eigene Auswertung).
  - <sup>20</sup> Vgl. Hommel, Ulrich/ Schneider, Hilmar (2003): „Financing the German Mittelstand“, in EIB Papers, Band 8, Heft 2, 2003, S. 52–90.
  - <sup>21</sup> Vgl. Deutsche Bundesbank Monatsbericht Februar 2005.
  - <sup>22</sup> Vgl. Deutsche Bundesbank Bank Lending Survey des Eurosystem – Ergebnisse für Deutschland, Februar 2005.
  - <sup>23</sup> Vgl. Deutsche Bundesbank Zinsstatistik März 2005.
  - <sup>24</sup> Vgl. KfW Beispielrechnung Kreditkonditionen Präsentation für die Slowakische Nationalbank Bratislava, 17 Oktober 2001.
  - <sup>25</sup> Unabhängig davon wurde in den Experteninterviews die Meinung vertreten, dass die Verbriefungskosten im Durchschnitt auch vor Steuern weit unter den Kosten eines Bankkredites liegen. Dies wird durch das in Abschnitt 4.1.3 dargelegte Pricing-Modell bestätigt.
  - <sup>26</sup> Vgl. Sachverständigenrat zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung (2004): „Erfolge im Ausland - Herausforderungen im Inland“, Jahresgutachten 2004/2005, Wiesbaden.
  - <sup>27</sup> Vgl. Kreditanstalt für Wiederaufbau (2004): „Unternehmensfinanzierung: Noch kein Grund zur Entwarnung ...“, Auswertung der Unternehmensbefragung 2003/2004, Frankfurt.
  - <sup>28</sup> Vgl. Kreditanstalt für Wiederaufbau (2004): „Wirtschafts-Observer“, Nr. 15, November 2004, Frankfurt.

- 
- <sup>29</sup> Ernst & Young befragte im Rahmen seiner Studie „Finanzierungsverhalten im Umbruch. Status Quo und Perspektiven im deutschen Mittelstand“ im Januar und Februar 2005 telefonisch 1000 Unternehmen aus ganz Deutschland. Branche und Umsatz repräsentieren einen Querschnitt des „gehobenen Mittelstands“.
- <sup>30</sup> Vgl. Statistisches Bundesamt Umsatzsteuerfachserie 2002.
- <sup>31</sup> Vgl. Deutsche Bundesbank (2005): Auswertung für diese Studie.
- <sup>32</sup> Vgl. Hommel, Ulrich/ Schneider, Hilmar (2003): „Financing the German Mittelstand“, in EIB Papers, Band 8, Heft 2, 2003, S. 52–90.
- <sup>33</sup> Vgl. Deutsche Bundesbank Bank Lending Survey des Eurosystem – Ergebnisse für Deutschland, Februar 2005.
- <sup>34</sup> Vgl. Kreditanstalt für Wiederaufbau (2004): „Unternehmensfinanzierung: Noch kein Grund zur Entwarnung ...“, Auswertung der Unternehmensbefragung 2003/2004, Frankfurt.
- <sup>35</sup> Vgl. Deutsche Bundesbank Bank Lending Survey des Eurosystem – Ergebnisse für Deutschland, Februar 2005.
- <sup>36</sup> Vgl. Hommel, Ulrich/ Schneider, Hilmar (2003): „Financing the German Mittelstand“, in EIB Papers, Band 8, Heft 2, 2003, S. 52–90.
- <sup>37</sup> Vgl. Kreditanstalt für Wiederaufbau (2004): „Unternehmensfinanzierung: Noch kein Grund zur Entwarnung ...“, Auswertung der Unternehmensbefragung 2003/2004, Frankfurt.
- <sup>38</sup> Vgl. Kreditanstalt für Wiederaufbau (2004): „Unternehmensfinanzierung: Noch kein Grund zur Entwarnung ...“, Auswertung der Unternehmensbefragung 2003/2004, Frankfurt.
- <sup>39</sup> Vgl. Siemens Financial Services 2002: „Die stille Revolution – Der Wandel der Unternehmensfinanzierung in Deutschland“, München.
- <sup>40</sup> Vgl. Creditreform (2004): „Wirtschaftslage und Finanzierung im Mittelstand“.
- <sup>41</sup> Vgl. KfW ifo Geschäftsklimaindex Januar 2005, Frankfurt, 18.02.05.
- <sup>42</sup> Vgl. Kreditanstalt für Wiederaufbau (2004): „Unternehmensfinanzierung: Noch kein Grund zur Entwarnung ...“, Auswertung der Unternehmensbefragung 2003/2004, Frankfurt.
- <sup>43</sup> Vgl. Kreditanstalt für Wiederaufbau (2004): „Mittelstandsmonitor 2004 - Chancen zum Aufschwung nutzen, 16.02.2004, Frankfurt.
- <sup>44</sup> Vgl. FINANCE (2005) Asset-Backed Securitisation – Finanzierungsalternative für den Mittelstand, Frankfurt.
- <sup>45</sup> Vgl. FINANCE (2005) Asset-Backed Securitisation – Finanzierungsalternative für den Mittelstand, Frankfurt.
- <sup>46</sup> Vgl. FINANCE (2005) Asset-Backed Securitisation – Finanzierungsalternative für den Mittelstand, Frankfurt.
- <sup>47</sup> Vgl. FINANCE (2005) Asset-Backed Securitisation – Finanzierungsalternative für den Mittelstand, Frankfurt.
- <sup>48</sup> Vgl. Die speziellen Anforderungen des Mittelstands an Verbriefungen wurden durch zahlreiche Experteninterviews abgeleitet.
- <sup>49</sup> Die Marktanalyse basiert u.a. auf folgenden Analyseberichten: Moody's (2005): „2004 Review and 2005 Outlook: Asset-Backed Commercial Paper: Will the Fourth-Quarter Surge in Outstandings Continue in 2005?“, *Structured Finance*, 18. Januar 2005. Moody's (2005): „2004 Review and 2005 Outlook EMEA ABCP Market: Regulatory and Accounting Changes Herald a New Era“, *International Structured Finance*, 17. Januar 2005. Moody's (2005): „Review and 2005 Outlook: German/Austrian/Swiss Structured Finance: Growth Potential and New Challenges“, *International Structured Finance*, 19. Januar 2005. Moody's (2005): „2004 Review and 2005 Outlook French Structured Finance: Further RMBS Growth in a Transition Year for the French Market“, *International Structured Finance*, 21. Januar 2005. Moody's (2004): „2003 Review and 2004 Outlook German/Austrian/Swiss Structured Finance: Term Transactions Consolidate While ABCP-Market Continues Positive Growth Trend“, *International Structured Finance*, 27. Januar 2004. Moody's (2004): „2003 Review and 2004 Outlook EMEA ABCP Market: ABCEP Gives Up Supporting Role and Assumes a Main Part“, *International Structured Finance*, 27. Januar 2004.
- <sup>50</sup> Im Mai 2004 fand eine Term-Markt-Transaktion mit Handelsforderungen statt. Es handelte sich hierbei um Forderungen aus der Schweiz, welche unter der Vitol Master Trust Series verbrieft wurden.
- <sup>51</sup> Die Zahlen für europäische Transaktionen basieren auf der Auswertung europäischer Conduits. Da europäische Assets hauptsächlich in Europa verbrieft werden, ist dies eine valide Annahme. Globale und US-Assets sind in den betreffenden Teilen herausgerechnet. Auch stellen die Transaktionen (entgegen der ausstehenden Forderungen) nur die von Moody's gerateten öffentlichen Transaktionen dar. Moody's deckt dabei fast den gesamten Markt ab. Aufgrund der genannten Punkte basiert die Auswertung des ABCP-Marktes auf marktnahen, aber konservativen Schätzungen.
- <sup>52</sup> Vgl. Moody's (2005): „2004 Review and 2005 Outlook EMEA Structured Finance: Continued Vigour in 2004 Backed by Structural Innovation and Strong Performance - But Modest Growth Expected for 2005“, *International Structured Finance*, 25. Januar 2005.
- <sup>53</sup> Vgl. Moody's (2005): „2004 Review and 2005 Outlook EMEA ABS: Solid Growth in 2004; Market Consolidation with Similar Composition Expected in 2005“, *International Structured Finance*, 18. Januar 2005.

- 
- <sup>54</sup> Vgl. Schmidt, Achim (2005): „Factoring in der Praxis- ein internationaler Vergleich“, in: Finanz-Betrieb, Newsletter 01/2005, S. 10-11.
- <sup>55</sup> Vgl. Moody's (2005): „2004 Review and 2005 Outlook EMEA ABCP Market: Regulatory and Accounting Changes Herald a New Era“, International Structured Finance, 17. Januar 2005.
- <sup>56</sup> Vgl. Moody's (2005): „2004 Review and 2005 Outlook EMEA ABCP Market: Regulatory and Accounting Changes Herald a New Era“, International Structured Finance, 17. Januar 2005.
- <sup>57</sup> Vgl. Moody's (2005): „Review and 2005 Outlook: German/Austrian/Swiss Structured Finance: Growth Potential and New Challenges“, International Structured Finance, 19. Januar 2005. Während der positive Wachstumstrend für die Verbriefung von Handelsforderungen eindeutig ist, erscheint die Einschätzung von Moody's, dass 30.000 kleine und mittelständische Unternehmen dieser Finanzierungsform wählen könnten, als zu hoch. Dieser Bericht identifiziert die verbrieften Forderungen in den relevanten Größenklassen in Abschnitt 6.1.3.
- <sup>58</sup> Vgl. Moody's (2005): „Review and 2005 Outlook: German/Austrian/Swiss Structured Finance: Growth Potential and New Challenges“, International Structured Finance, 19. Januar 2005 und Experteneinschätzungen.
- <sup>59</sup> Vgl. Moody's (2005): eigene Auswertung.
- <sup>60</sup> Vgl. Statistisches Bundesamt (2004): „Finanzen und Steuern – Umsatzsteuer 2002“, Fachserie 14 Reihe 8, Wiesbaden.
- <sup>61</sup> Da übergeordnete Klassen die Summe aller Teilklassen enthalten und alle zu einer Oberklasse gehörenden Teilklassen ähnliche Geschäftsbereiche abdecken, kann angenommen werden, dass der Forderungsbestand in Verhältnis zum Umsatz in der übergeordneten Klasse eine ausreichende Approximierung für die Teilklass darstellt.
- <sup>62</sup> Vgl. Moody's (2005): „Review and 2005 Outlook: German/Austrian/Swiss Structured Finance: Growth Potential and New Challenges“, International Structured Finance, 19. Januar 2005.
- <sup>63</sup> Die für eine Verbriefungsstransaktion infrage kommenden Größenklassen müssten bis auf € 10 Mio. Umsatz pro Jahr gesenkt werden, um 30.000 Unternehmen zu erhalten. Dies entspricht einem Mindestforderungsvolumen von € 1 Mio. Dies ist aus Kostengründen nicht realistisch.
- <sup>64</sup> Vgl. Absatz 4.1.3
- <sup>65</sup> Vgl. Schmidt, Achim (2005): „Factoring in der Praxis- ein internationaler Vergleich“, in: Finanz-Betrieb, Newsletter 01/2005, S. 10-11.
- <sup>66</sup> Vgl. Homepage des Factoring-Verbandes, [www.factoring.de](http://www.factoring.de).
- <sup>67</sup> Vgl. Deutscher Factoring Verband (Hrsg.) (2005): „Jahresbericht 2004“, Mainz.
- <sup>68</sup> Vgl. Abschnitt 6.2.2.
- <sup>69</sup> Vgl. Ergenzinger, T. (2004): „Implications of Basel II for Refinancing Strategies of Independent Leasing Companies – in the German Market“, Presentation, Amsterdam, 10. September 2004.
- <sup>70</sup> Vgl. Hartmann-Wendels, Thomas (2003): „Perspektiven des Forschungsinstituts für Leasing“, S. 10, in: Hartmann-Wendels, T. (2003): „Leasing in Wissenschaft und Praxis“, Jahrgang 1/2003, Nr. 1, 2003.
- <sup>71</sup> Vgl. Moody's (2005): „Review and 2005 Outlook: German/Austrian/Swiss Structured Finance: Growth Potential and New Challenges“, International Structured Finance, 19. Januar 2005.
- <sup>72</sup> Vgl. Moody's (2005): „2004 Review and 2005 Outlook EMEA ABCP Market: Regulatory and Accounting Changes Herald a New Era“, International Structured Finance, 17. Januar 2005.
- <sup>73</sup> Siehe Anhang.
- <sup>74</sup> Siehe Anhang.
- <sup>75</sup> Als nicht geeignet wurden vorgegeben: „Großgeschäfte, Klumpenrisiken einzelner Leasing-Nehmer, extrem lange Laufzeiten, Immobilien-Leasing“.
- <sup>76</sup> Vgl. Abschnitt 6.3.2.
- <sup>77</sup> Vgl. Statistisches Bundesamt (2004): „Finanzen und Steuern – Umsatzsteuer 2002“, Fachserie 14 Reihe 8, Wiesbaden, Abschnitt 3.2.
- <sup>78</sup> Vgl. Abschnitt 3.4.2 Gewerbesteuer, S. 26.
- <sup>79</sup> Der tatsächliche, volumengewichtete, durchschnittliche Hebesatz lag 2003 bei 387. Im Rahmen der konservativen Schätzung wird im Rahmen dieser Studie ein Hebesatz von 400% verwendet.
- <sup>80</sup> Der Gesetzgeber könnte argumentieren, dass durch eine Unterschätzung der Kreditkosten der direkte Gewerbesteuerausfalls (Primäreffekt) unterschätzt würde. Da die vorliegende Studie jedoch positive Gesamteffekte prognostiziert, ist die konservative Schätzung anzunehmen, um die positiven Effekte nicht zu überschätzen.
- <sup>81</sup> Die hier gezeigten Effekte dürfen nicht mit den absoluten Effekten der Szenarien mit und ohne Gesetzesänderung verwechselt werden. Die absoluten Effekte auf die Körperschaftsteuer sind immer positiv (vgl. Tabelle 9: Übersicht der Steuereffekte, Seite 105), die Differenz beider absoluter Effekte kann hingegen, wie hier der Fall, negative Werte annehmen.

- 
- <sup>82</sup> Wie oben beschrieben, ist die Ablösung bestehender Bankkredite oftmals nur mit der Zahlung von Strafzinsen möglich. „Ersetzen“ bezieht sich daher nicht auf die direkte Ablösung, sondern die Durchführung einer Verbriefungstransaktion anstelle eines Bankkredites.
- <sup>83</sup> Vgl. Bundesministerium der Finanzen (1995): „Bilanz- und gewerbsteuerrechtliche Behandlung der Forfaitierung von Forderungen aus Leasing-Verträgen, BMF-Schreiben IV B 2 – S 2170 – 135/95, 7. April 1995.