

KREDIT & RATING

PRAXIS

Zeitschrift der Finanzspezialisten

Offizielles Organ

BdRA Bundesverband der
Ratinganalysten und
Ratingadvisor e.V.

www.krp.ch

Herstellerleasing als Herausforderung für den Analysten



Artikel aus KRP 3/2009
Rating von Leasingunternehmen
Marijan Nemet, Peter Adolph

Herstellerleasing als Herausforderung für den Analysten

Marijan Nemet, Peter Adolph

Von Herstellern werden heute neben Produktion, Gewährleistung und Wartung weitere Dienstleistungen erwartet. Eine derartige Ergänzung der Primärprodukte stellt dabei für Hersteller eine horizontale Erweiterung der Wertschöpfungskette dar. Dem Leasing kommt dabei eine besondere Rolle zu. Als Vorteile sind zum Beispiel höhere Kundenloyalität und Kundenbindung sowie verstärkte Serviceintensität zu nennen. Das Managen von Leasingrückläufern gewährleistet daneben eine aktive Kontrolle des Gebrauchtmrktes und ermöglicht die strategische Abstimmung beim Verkauf neuer Produkte. Infolgedessen hat sich das Leasinggeschäft bei vielen Herstellern mittlerweile vom Neben- zum Kerngeschäft entwickelt und wird speziell aufgrund der konstanten und planbaren Ergebnisbeiträge geschätzt.

Die in der Regel international tätigen Hersteller mit angeslossenem Leasingbereich sehen sich durch die Globalisierung der Märkte vor der Aufgabe, ihre Marktposition laufend ausbauen zu müssen. Einen entscheidenden Wettbewerbsvorteil stellt dabei die bonitätsmäßige Einstufung des Unternehmens dar, die im Rahmen eines Ratings durch Ratingagenturen und Banken erfolgt. Das Rating eines derart kombinierten Unternehmens ist aber erfahrungsgemäß schwierig, da zwischen klassischem Herstellergeschäft und Leasing starke Unterschiede in Geschäftsmodell, Steuerung und Berichterstattung bestehen. Darüber hinaus weisen beide Bereiche vielfältige und komplexe Interdependenzen auf. So stehen Analysten vor der Herausforderung, aufgrund der unterschiedlichen Risiko- und Ertragsstrukturen den Hersteller- und Leasingbereich einerseits separat bewerten zu müssen, andererseits stehen die hierfür notwendigen Informationen in der Regel nicht oder nicht in der erforderlichen Qualität zur Verfügung.

Der folgende Beitrag soll zunächst die Besonderheiten des Herstellerleasings und den Informationsgehalt der Berichterstattung beleuchten. Hiernach werden die spezifischen Aspekte und Verfahren des Ratings von Herstellern mit Leasinggeschäft dargestellt und kritisch gewürdigt. Anschließend werden Alternativen und Handlungsempfehlungen aufgezeigt, die eine wertorientierte Berichterstattung des Herstellerleasings qualitativ verbessern und damit eine sachgerechte Analyse ermöglichen.

HERSTELLER- VS. LEASINGGESCHÄFT. Auch wenn der klassische Herstellerbereich (das so genannte «Industriegeschäft») und das Leasinggeschäft gemeinschaftlich die Steigerung des Gesamtunternehmenswertes verfolgen, sind die zugrundeliegenden Geschäftsmodelle doch unterschiedlich. Das Industriegeschäft ist geprägt von Einmal-Umsätzen aus dem Verkauf von Produkten und Ersatzteilen sowie der Instandhaltung und Aufbereitung der Objekte. Dagegen stehen beim Leasinggeschäft mehrjährige Zins-, Nachmiet- und Serviceerträge im Vordergrund. Entsprechend unterscheiden sich auch die mit den Grundgeschäften verbundenen Risiken: Das klassische Industriegeschäft ist vornehmlich Produktions- und Gewährleis-

tungsrisiken ausgesetzt, dagegen sind mit dem Leasinggeschäft vor allem Bonitäts- und Restwerttrisiken sowie bei einer nicht fristenkongruenten Refinanzierung Zinsänderungsrisiken verbunden. Aus diesen verschiedenartigen Geschäftsinteressen resultieren zwangsläufig Zielkonflikte. Während der Vertrieb des Herstellers vornehmlich am Absatz der produzierten Güter beziehungsweise der Fabrikauslastung interessiert ist, stehen für den Leasingbereich Kundenbonität und Zinsmarge im Fokus. Diese unterschiedlichen Risiko- und Ertragsstrukturen sowie Zielkonflikte von Industrie- und Leasinggeschäft machen daher in der Regel eine separate Organisation, Steuerung und Berichterstattung erforderlich. So findet zum Beispiel für das klassische Herstellergeschäft als Steuerungsgröße üblicherweise die «Rentabilität auf das Gesamtkapital» («Return on Capital Employed», RoCE) Verwendung. Für das Leasinggeschäft orientiert man sich demgegenüber vor allem unter IFRS im Wesentlichen an der Kern-Kennzahl «Rentabilität auf das Eigenkapital» («Return on Equity», RoE).

Die Separierung des Leasinggeschäftes vom klassischen Herstellergeschäft gestaltet sich in der Praxis oftmals schwierig, denn Hersteller- und Leasingbereich sind aufgrund gegenseitiger Abhängigkeiten stark miteinander verzahnt. Dies ergibt sich aufgrund der Absatzunterstützungsfunktion des Leasinggeschäfts. So erstreckt sich der wechselseitige Austausch von Lieferungen und Leistungen über die gesamte Laufzeit des Leasingverhältnisses, vom Beginn der Produktauslieferung über die Wartung und Instandhaltung während der Vertragslaufzeit bis hin zur Aufbereitung und Verwertung des Objektes am Vertragsende. Gleichzeitig ist eine strategische GesamtAbstimmung zwischen den Bereichen Neuproduktabsatz, Leasing-Neugeschäft und Gebrauchtgerätegeschäft notwendig, ohne deren eigenständige Profitcenterfunktion und Vergütungsstrukturen zu sehr zu beeinträchtigen.

Vor diesem Hintergrund stellt die externe Berichterstattung von Herstellern mit Leasinggeschäft Analysten vor eine besondere Herausforderung, insbesondere da die Informationen für eine adäquate Bewertung oftmals nicht ausreichen. So werden von Herstellern zum Teil «Einheitsbilanzen» ohne Separierung

des Leasinggeschäftes gezeigt, uneinheitliche Angaben zu den Steuerungs- und Kerngrößen des Leasinggeschäftes gemacht und eine für Leasinggesellschaften übliche Substanzwertrechnung, die das aus dem jeweiligen Vertragsbestand resultierende Wertschöpfungspotenzial widerspiegelt, praktisch nie beigefügt.

Bei so genannten «Einheitsbilanzen» ist das Bild durch die Vermengung der beiden Tätigkeiten stark verzerrt, da das Leasinggeschäft im Gegensatz zum Industriegeschäft durch eine hohe Verschuldungsquote beziehungsweise geringe Eigenkapitalausstattung gekennzeichnet ist. Ähnliche Verwerfungen ergeben sich in der Erfolgs- und Cash-Flow-Rechnung: Während Zinserträge und -aufwendungen bei Herstellern grundsätzlich zum nachrangigen Finanzbereich zählen, stellt insbesondere unter IFRS das leasingtypische Zinsgeschäft bei Leasinggesellschaften die operative Tätigkeit beziehungsweise das Kerngeschäft dar. Auf Basis einer einheitlichen Berichterstattung laufen damit die Bemühungen der Analysten um eine adäquate Bewertung des Hersteller- und Leasinggeschäftes häufig ins Leere. Unabhängig von diesen Verwerfungen infolge einer fehlenden Trennung in der Berichterstattung bleibt auch die Frage offen, wie das Leasinggeschäft und die damit verbundenen Risiken ohne eine solche Trennung identifiziert und damit angemessen gesteuert werden können. Analysten behelfen sich in Fällen mangelnder Transparenz mit virtuellen Separierungsrechnungen. Dabei sind jedoch Fehleinschätzungen aufgrund pauschaler Annahmen sowie der Komplexität der Einflussfaktoren meist unvermeidbar.

RATING VON HERSTELLERN MIT LEASINGGESCHÄFT.¹

■ **Separierung von Hersteller- und Leasinggeschäft im Ratingprozess.** Bei der Organisation der Leasingaktivitäten von Herstellern ist zunächst zu unterscheiden zwischen einerseits weitgehend unabhängigen, rechtlich selbständigen Gesellschaften («Finance Subsidiaries») und andererseits abhängigen, rechtlich und/oder wirtschaftlich selbständigen Einheiten, die im wesentlichen den Absatz des Herstellers unterstützen («Captives»). Bei Finance Subsidiaries kann das Rating grundsätzlich von dem des Herstellers abweichen, allerdings ist in der Praxis erfahrungsgemäß aufgrund der engen Verflechtung des vom Hersteller produzierten Assets in der Regel höchstens ein Unterschied von bis zu einer Ratingstufe zu erwarten. Zwischen Hersteller und Captive wird dagegen das Rating regelmäßig identisch sein, da das Ausfallrisiko der Captive untrennbar mit dem Hersteller verbunden ist.

Da Finance Subsidiaries ex definitione separat geführt werden und eigenständig berichten, können die für Finanzinstitutionen üblichen Bewertungsmaßstäbe herangezogen werden. Die folgenden Ausführungen konzentrieren sich daher auf Captives, da hier eine separate Bewertung aufgrund der engen Beziehungen zum Hersteller häufig Probleme bereitet. Darüber hinaus ist die überwiegende Mehrheit der Herstellerleasingaktivitäten als Captives organisiert.

Leasing-Captive und Hersteller sind aus Ratingsicht als einheitliches Geschäftsgebilde zu betrachten. Allerdings müssen beide Bereiche getrennt voneinander bewertet werden, um die Verschiedenartigkeit der Assets, welche in ihrer Verfügungsmacht stehen, zu berücksichtigen. Insbesondere ist den unterschiedlichen Risiko- und Ertragsstrukturen sowie den

vielschichtigen Wechselwirkungen zwischen den Unternehmensteilen Rechnung zu tragen.

Die für eine separate Bewertung erforderlichen Informationen werden zunächst aus der externen Berichterstattung und falls weitere Informationen zum Leasinggeschäft erforderlich sind, direkt vom Hersteller im Rahmen von Befragungen erhoben. Sind die erforderlichen Daten nicht oder in nicht ausreichendem Umfang vorhanden, erfolgt im Rahmen des Ratings eine virtuelle Abgrenzung (Separierung) der Leasingaktivitäten von den Produktionsaktivitäten in eine «Pro-Forma-Captive». Hierbei müssen zwangsläufig pauschale Annahmen getroffen werden.

Bei der virtuellen Pro-Forma-Rechnung werden diejenigen Positionen aus der Bilanz und Gewinn- und Verlustrechnung, die der Leasingtätigkeit zugeordnet werden können, herausgelöst. Hierfür wird zunächst ein Verschuldungsfaktor ermittelt, der unter Berücksichtigung der Qualität des Forderungsportfolios für das Händler- und Endkundengeschäft geschätzt wird und das jeweils erwartete, vorläufige Rating der Captive widerspiegelt. Auf Basis dieses so geschätzten Verschuldungsgrades wird dann pauschal der notwendige Eigenkapitalbedarf berechnet, um die erforderliche Kreditwürdigkeit zu gewährleisten. Die ermittelten Beträge sind schließlich – ohne den Gesamtbestand an Schulden und Eigenkapital zu verändern – im Iterationsverfahren zwischen Hersteller und Captive so zu transferieren, dass sich am Ende Kreditqualität und Rating-Niveau der virtuellen Captive und des Herstellers entsprechen. Daneben werden Erträge und Aufwendungen anhand der relevanten Bilanzposten geschätzt.

Die auf diese Weise berechneten Posten werden von den Gesamtpositionen des Konzerns abgesetzt, um dadurch auch die Kennzahlen für den Industriebereich zu erhalten. Da eine relativ hohe Verschuldung bei Leasinggesellschaften Teil des Geschäftsmodells darstellt, führt eine Herauslösung und separate Bewertung des Leasingbereiches regelmäßig zu einer Verbesserung des Ratings gegenüber einer Einheitsbewertung ohne eine entsprechende Trennung.

Aufgrund der zahlreichen Annahmen bei der virtuellen Rechnung und den vielfältigen Interdependenzen stellt sich jedoch in der Praxis eine externe Separierung der Bereiche Leasing und Industrie als schwierig dar. Sie führt regelmäßig zu einer inadäquaten Berücksichtigung der leasingtypischen Besonderheiten im Rahmen des Ratingprozesses. So wird insbesondere in Anlehnung an die klassische Darlehensvergabe vereinfachend eine Zinsmarge auf das gesamte Portfolio unterstellt, was aber der vielschichtigen Zusammensetzung von Leasingportfolios mit speziellen, auf den Leasingnehmer zugeschnittenen, Leasingvereinbarungen und Risiko-/Chancenstrukturen nicht gerecht werden kann. Als Beispiel sei das Nachmiet- und Verwertungsgeschäft genannt, das in der Regel wesentliche Ergebnisbeiträge liefert und in besonderem Maße von speziellen Restwert- und Verlängerungsannahmen, historischen Erfahrungswerten und der Qualität des Risikomanagements abhängt. Der Fehlbewertung beziehungsweise erhöhten Risikokosten kann der Hersteller durch eine Separierung des Zahlenwerkes von Leasing- und Industrietätigkeit vorbeugen. Allerdings müssen hierzu bestimmte organisatorische und steuerungsrechtliche Voraussetzungen erfüllt sein, die nachfolgend noch erläutert werden.

- **Besondere Aspekte für das Rating von Herstellerleasing.** Neben der separaten Darstellung des reinen Zahlenwerkes spielen qualitative Faktoren eine entscheidende Rolle für das Rating. Grundsätzlich erstreckt sich die Analyse von Herstellern mit Leasingtätigkeiten – wie bei unabhängigen Unternehmen – auf deren Geschäfts-, Kredit-, Markt- und Liquiditätsrisiken und vor allem deren Verschuldungsratios und Profitabilität. Daneben werden auch bilanzielle Fragestellungen und Gestaltungsvarianten kritisch analysiert. Um eine angemessene Bewertung zu erreichen, sind verschiedene Sonderaspekte zu berücksichtigen, die sich vor allem durch die enge Verzahnung des Hersteller- und Leasingbereichs ergeben. Hierauf soll im Folgenden näher eingegangen werden.
- **Geschäftsrisiko.** Der Unternehmenserfolg des Leasingbereiches ist stark durch das Geschäftsrisiko des Herstellers geprägt. So ist die Captive in der Regel vom Produkt des Herstellers abhängig. Ihr Erfolg wird nicht unwesentlich von der Markt- und Produktentwicklung des Herstellers zum Beispiel infolge technologischer Veränderungen, sich wandelnder Modetrends oder auch neuer gesetzlicher Regelungen bestimmt. Ein wichtiger Indikator ist in diesem Bereich die Finanzierungs-/Leasing-Penetrationsrate, welche den Anteil der über die Captive finanzierten Umsatzerlöse des Herstellers misst. Die Penetrationsrate ist allerdings insbesondere im Kontext von Quersubventionierungen zwischen Hersteller und Captive kritisch zu würdigen. So können Subventionsprogramme des Herstellers, wie zum Beispiel Null-Zins-Finanzierungsangebote, die in der Regel nur über die Captive exklusiv angeboten werden, deren Marktanteil künstlich in die Höhe treiben. Daneben wird die Captive dadurch vor Wettbewerbsdruck, wie ihn ein unabhängiger Financial Services Bereich erfährt, geschützt. Auf der anderen Seite birgt der engere Geschäftsfokus der Captive zusätzliche Konzentrationsrisiken in Bezug auf Objektarten, Kunden und die geografische Streuung. Solchen Konzentrationsrisiken wird in der Praxis häufig zum Beispiel durch ein gezieltes Flottenmanagement gegengesteuert, zum Beispiel in dem auch Produkte anderer Hersteller in das gemanagte Portfolio einbezogen werden, zum Beispiel um deren Werthaltigkeit zu verändern oder um bei Neukunden fremde Produkte sukzessive durch herstellereigene zu ersetzen.
- **Kreditrisiko.** Aufgrund der engen Anbindung an den Hersteller unterliegen Captives mit ihrem sehr fokussierten Asset Portfolio zwangsläufig einem Konzentrationsrisiko, das neben dem beschriebenen Objektisiko vor allem auch ein erhöhtes Kreditrisiko beinhaltet. Häufig wird das Geschäft über spezielle Händler abgewickelt, die naturgemäß stark auf einzelne Kunden, Regionen und Produkte fokussiert sind. Endkundenportfolien sind dagegen regelmäßig geringer konzentriert und damit weniger stark mit dem Geschäftserfolg des Herstellers korreliert. Für eine Beurteilung des Kreditrisikos der Captive sind vor diesem Hintergrund auch die Underwriting Standards zwischen Captive und Hersteller kritisch zu analysieren. Hier können Stresssituationen des Herstellers dazu führen, dass die Captive zu einer rein umsatzorientierten Vertragsabschlusspraxis mit den Händlern beziehungsweise Kunden getrieben wird, bei der weder als Vergleichsmaßstab marktübliche Konditionen berücksichtigt werden, noch ein damit einhergehendes risikoorientiertes Pricing der Ausfallrisiken erfolgt. In diesem Zusammenhang sind daher auch die Finanzierungsvereinbarungen (Covenants) zwischen der Captive und dem Hersteller zu würdigen. Die Hersteller müssen in der Lage sein, ihre ggf. bestehenden Verpflichtungen auch im Rahmen eines Worst-Case Szenarios vollumfänglich zu erfüllen. Daneben ist auch Herstellergarantien zugunsten der Captive besonderes Augenmerk zu schenken. Derartige Garantien sind üblicherweise als Voll- oder Teil-Garantien ausgestaltet und in Form von Restwert-Garantien, Kaufverträgen über Leasingforderungen, First-Loss-Garantien und Leasingnehmerbürgschaften anzutreffen. Der Wert dieser Garantien kann erheblich sein und ist vor dem Hintergrund der wirtschaftlichen Abhängigkeit und Verflechtungen von Garantiegeber und -nehmer kritisch zu würdigen.
- **Marktpreisrisiken.** Während in Bezug auf Marktrisiken im reinen Herstellergeschäft häufig das Management von Währungsrisiken im Vordergrund steht, konzentriert sich das Risikomanagement des Leasingbereiches auf die Bewertung und das effektive Management von Zinsänderungsrisiken und Objektisiken. Sofern keine fristenkongruente Refinanzierung erfolgt, sind im Rahmen eines angemessenen Ratings auch Zinsänderungsrisiken und deren Einfluss auf das Ergebnis und das Eigenkapital zu analysieren. Bei den Risikominderungsstrategien ist bei Captives insbesondere zu beachten, dass Zinsänderungsrisiken nicht nur über derivative Instrumente (zum Beispiel Swaps) sondern häufig über den Verkauf beziehungsweise die Verbriefung von Leasingforderungen wesentlich reduziert werden können. Daneben sind die Verwertungsrisiken von besonderer Bedeutung. Ein Verwertungsrisiko besteht darin, dass am Vertragsende der tatsächlich erzielte Erlös aus der Verwertung des Leasingobjektes den vertraglich kalkulierten Restwert unterschreitet. In der Praxis existieren oftmals so genannte «Residual-Sharing-Vereinbarungen» zwischen Hersteller und Captive, in denen einerseits der Hersteller einen möglichst hohen Anteil an den lukrativen Restwervergebnissen erhalten und zusätzlich den Gebrauchtmärkte kontrollieren möchte. Andererseits sind für eine bilanzentlastende Wirkung beim Hersteller aber nach IFRS die Mehrheit der Chancen und Risiken am Vertragsende dem Leasingbereich zu übertragen. In diesem Spannungsfeld sind sowohl das Risikomanagement des Herstellers als auch der Captive zu beurteilen. Für ein funktionsfähiges Risikomanagement sind Instrumentarien erforderlich, die das Restwertrisikopotenzial bewerten, d. h. zeitnah Vorsorge für zukünftige Restwertverluste treffen beziehungsweise die geänderte Geschäftsentwicklung in der Geschäftsplanung berücksichtigen können. Dabei sollte insbesondere das Zusammenspiel von Neuproduktabsatz und Gebrauchtoobjektpreisen analysiert werden. So lässt zum Beispiel aktuell die Senkung der Neufahrzeugpreise in der Automobilbranche aufgrund mangelnder Nachfrage auch die Gebrauchtwagenpreise einbrechen und führt zu erheblichen Restwertisiken im Leasinggeschäft.

- **Liquiditätsrisiken.** Zur Refinanzierung der Leasingobjekte dienen neben Forderungsverkäufen und -verbriefungen typischerweise kapitalmarktsensitive Instrumente bspw. Geldmarktpapiere und ungesicherte Darlehen. Grundsätzlich sind Leasinggesellschaften um eine fristenkongruente Refinanzierung bemüht, jedoch kann es in Einzelfällen oder bei bestimmten Marktsituationen dazu kommen, dass kurzfristige Ausleihungen zur Finanzierung langlebiger Leasingobjekte genutzt werden, was nicht nur bezüglich der Zinsänderungsrisiken sondern auch bezüglich des Wiedereindeckungsrisikos kritisch zu analysieren ist.

Für die Captives entstehen durch marktbezogene Finanzierungsformen aufgrund ihrer Abhängigkeit von den Herstellerunternehmen häufig besondere Risiken. So wird zum Beispiel ein Einbruch der finanziellen oder operativen Performance des verbundenen Herstellers auch die Kapitalmarktkonditionen der Captive beeinflussen, was einen nachhaltig negativen Effekt auf das Ergebnis aber gegebenenfalls auch auf alternative Refinanzierungsmöglichkeiten zur Folge haben kann. Hierzu können bereits Reputationsrisiken oder auch so genannte «Headline Risks», d.h. Risiken aus negativen Schlagzeilen, ausreichen. Das Rating muss deshalb insbesondere die Diversifizierung des Funding sowie die Risiken der verschiedenen potentiellen Liquiditätsquellen bewerten. Die vielfältigen Interdependenzen zwischen Captive und Hersteller zwingen deshalb grundsätzlich zu einer konsolidierten Beurteilung. Allerdings sollte bei der Captive der Grad der Unabhängigkeit von plötzlichen finanziellen Schwierigkeiten

des Herstellers berücksichtigt werden. Daneben spielt der Grad der Verfügbarkeit von Liquiditätsreserven des Konzerns eine wichtige Rolle. Hier kann die Captive oftmals aufgrund von Herstellergarantien Zugang zu Liquiditätsquellen erhalten, die ihr ohne einen starken Hersteller versagt blieben.

Externe Verbriefungen und Verkäufe von Leasingforderungen sind oft ein bedeutendes Funding-Instrument der Captives. Entsprechend können qualitativ hochwertige Forderungen in Kombination mit etablierten ABS- und Händlerkreditmärkten das Liquiditätsrisiko der Captive signifikant reduzieren. Als kritische Erfolgsfaktoren gelten dabei die Standardisierung der Leasingverträge, die Qualität des historischen Datenmaterials, zum Beispiel bezüglich der Ausfallquoten, und eine einwandfreie IT-technische Abwicklung. Auf der anderen Seite kann sich eine zu hohe Abhängigkeit von Verbriefungen auch negativ auswirken. So stehen Unternehmen, die stark am Verbriefungsmarkt tätig sind, unter besonderem Druck, notleidende Forderungen aus Verbriefungstransaktionen zurückzukaufen, um nicht am Markt ihre Kredit- und Glaubwürdigkeit einzubüßen.

- **Verschuldungsgrad.** Im Zusammenhang mit der Liquiditätssicherung spielt auch der Verschuldungsgrad eine wichtige Rolle für das Rating. Bei der Beurteilung der Verschuldung einer Captive ist die finanzpolitische Strategie des Herstellers von besonderer Bedeutung. Diese Strategie entscheidet letztlich über Kapitalausstattung der Captive, Upstream-Leistungen an die Konzernmutter, wie zum Beispiel Ausschüttungen und

Anzeige


 cellent finance solutions AG

Transparenz im Kreditgeschäft

Ein Klick: mit **CreditRisk Matrix** alle Risiken im Blick

CreditRisk Matrix (CRx), die innovative Lösung für eine effiziente **Sicherheitenmanagement-Verwaltung** und eine performante **Sicherheiten-Werteverteilung**, überzeugt durch

- Optimierung bestehender Sicherheitenwerte auf die Kreditrisiken nach HGB und/oder IFRS
- Transparenz in der Risikosituation durch grafische Darstellung der Ergebnisse
- höchste Performance durch richtungsweisende Kommunikationsarchitektur
- ausgereiften Algorithmus

Kontakt: Cellent Finance Solutions AG

Ihr Ansprechpartner: Gerhard Eberhardt, Sales Manager
 Gerhard.Eberhardt@cellent-fs.de · Tel. +49 (0) 711 222992-635
 Calwer Straße 33 · D-70173 Stuttgart/Germany

www.cellent-fs.de

Sonderzahlungen, sowie etwaige Einlagen und Kapitalspritzen. Allerdings sind bestehende Einschränkungen der finanziellen Verfügungsmacht des Herstellers, zum Beispiel in Form von Covenants durch Kreditvereinbarungen, zu berücksichtigen.

■ **Profitabilität.** Trotz der engen Verzahnung zwischen Leasing- und Industriegeschäft sind – wie bereits oben beschrieben – die Profitabilität und Ergebnistrends der beiden Bereiche sehr unterschiedlich. Die Umsatzerlöse und speziell der Reingewinn der Captive sind aufgrund des Glättungseffekts des Leasingportfolios in der Regel weniger volatil als die Ergebnisverläufe des Industriegeschäfts, bei dem die Umsätze in der Regel direkt von den verkauften Stückzahlen abhängen. Daneben müssen das Leasingneugeschäft und die Verkaufszahlen des Herstellers nicht unbedingt gleichlaufen. Bei schwachen Absatzzahlen versucht der Hersteller über das Absatzvehikel Leasing zum Beispiel über Niedrigzinsangebote das Geschäft zu beleben, was zu einer Steigerung des Leasingvolumens führen kann. Zusätzlich erhält der Leasingbereich hierfür Subventionen, die die Ergebnisentwicklung vom Hersteller abkoppeln. Während die Captive in vielen Fällen weniger empfindlich auf industriespezifische Faktoren reagiert als ihre Hersteller-Mutter, können andere Marktfaktoren entgegen gesetzte Effekte nach sich ziehen: So ist der Leasingbereich deutlich anfälliger auf Zinssatzänderungen, Konsumkreditzyklen und Wettbewerbsveränderungen im Finanzsektor.

■ **Bilanzierung.** Sowohl nach den Regeln der internationalen Rechnungslegung (IFRS) als auch zukünftig nach deutschem Handelsrecht (Bilanzrechtsmodernisierungsgesetz/BilMoG) sind Leasing-Captives von Herstellern grundsätzlich voll zu konsolidieren, soweit sie unter ihrer Kontrolle stehen und wesentliche Chancen und Risiken bei der Hersteller-Mutter verbleiben.²

Unabhängig von dieser bilanziellen Betrachtungsweise macht eine wertorientierte Berichterstattung in der Regel eine Trennung der Bereiche Industrie und Leasing aufgrund der unterschiedlichen Risiko- und Ertragsstrukturen erforderlich. Allerdings ist eine vom Unternehmen präsentierte Separierung vor allem vor dem Hintergrund der vielschichtigen Interdependenzen und Leistungsverrechnungen häufig intransparent. So bestehen weiterhin zahlreiche Möglichkeiten für die beteiligten Bereiche, die Ergebnisse der Berichterstattung zu gestalten, auch wenn für eine ordnungsgemäße Segmentberichterstattung der Fremdvergleichsmaßstab für konzerninterne Transaktionen heranzuziehen ist. Bei lediglich virtuellen Separierungsrechnungen ergeben sich daher für den Analysten aufgrund häufig pauschaler Annahmen Unwägbarkeiten und erhebliche Unsicherheitsfaktoren, die es zu würdigen gilt. Konzerninterne Lieferungs- und Leistungsverrechnungen spielen deshalb eine besondere Rolle für die Bewertung des Unternehmens und seiner Unternehmensteile.

Bei den konzerninternen Transaktionen ist zunächst auf die Incentivierungsmodelle des Herstellers zur Absatzförderung, wie zum Beispiel Niedrigzins-Leasingangebote, zu achten. Als Ausgleich werden der Captive in der Regel höhere Rabatte beim Fahrzeugeinkauf beziehungsweise Verkaufsförderungszuschüsse gewährt, die das Ergebnis des Leasingbereichs wesentlich beeinflussen können. Wichtig für die Be-

wertung ist, dass die Bepreisung der Endkunden-Leasingverträge letztlich losgelöst vom Absatzinteresse erfolgt und entsprechend bilanziert wird.

Besonderes Augenmerk ist auch auf die Restwertvereinbarungen zu richten. Die unter IFRS gewünschte bilanzentlastende Wirkung beim Hersteller sowie die damit verbundene sofortige Umsatzrealisierung kann sowohl bei rechtlich selbständigen Captives als auch bei lediglich wirtschaftlicher Trennung in der Segmentberichterstattung nur erreicht werden, wenn die wesentlichen Chancen und Risiken auf den Leasingbereich übergegangen sind. Hierzu sind in der Praxis Risk-Sharing-Verträge verbreitet, die nach einer gewissen Formel die Chancen und Risiken aus der Verwertung verteilen.³ Als Gestaltungsmöglichkeit dienen hierbei zum Leasingvertragsende häufig die Verkehrswerte, zu denen der Hersteller den Gegenstand zurücknimmt oder – sofern der Hersteller als Kommissionär im Namen der Captive den Gegenstand vermarktet – die Aufarbeitungskosten, die auf unübliche Schwankungen und Fremdvergleichbarkeit hin zu untersuchen sind. Eine faktische Abschöpfung der Ergebnisse (Risiken und Chancen) durch den Hersteller kann nicht nur aus bilanzieller Sicht sondern auch im Hinblick auf die Steuerung und das Risikomanagement problematisch sein, da die tatsächlichen Risiken nicht richtig identifiziert und damit nicht korrekt gesteuert werden.

Daneben kann auch der Cash Flow durch konzerninterne Verrechnungen beeinflusst sein, indem zum Beispiel Subventionen entweder einmalig zu Vertragsbeginn oder aber verteilt über die zugrundeliegende Leasingvertragslaufzeit gewährt werden.

EMPFEHLUNGEN FÜR DIE BERICHTERSTATTUNG VON HERSTELLERLEASING.

Der Informationsbedarf eines Investors und damit auch der Analysten ist umso größer, je diversifizierter ein Unternehmen ist und je heterogener die einzelnen Geschäftsbereiche aufgestellt sind. Insbesondere bei Industrieunternehmen mit Leasingtätigkeit sind derartige Informationen von erheblicher Bedeutung, da Leasing im Vergleich zur traditionellen Herstellertätigkeit völlig andere Risiko- und Chancenstrukturen aufweist. Die zwischen dem Hersteller- und Leasinggeschäft existierenden Unterschiede in Geschäftsmodell, Steuerung und Berichterstattung sowie die komplexen Wechselwirkungen zwischen den beiden Bereichen machen eine separate Berichterstattung erforderlich, um die jeweils eingegangenen Risiken und bestehenden Chancen zu identifizieren und zu steuern. Die separate Abbildung des Kerngeschäftes Leasing sollte in einem in sich geschlossenen Rechenwerk, bestehend aus Bilanz, Erfolgs- und Cash-Flow-Rechnung sowie ergänzenden Anhangsangaben erfolgen.

Häufig wird mit dem Hinweis auf eine konzerneinheitliche «Gesamtproduktsteuerung» auf eine derartige Separierung verzichtet. Das ist jedoch kritisch zu betrachten. Ohne eine solche Trennung kann es für wesentliche Geschäftsbereiche mit unterschiedlichen Risiko- und Ertragsstrukturen zu Fehlsteuerungen kommen, da keine verlässlichen Finanzinformationen vorliegen und somit auch kein sachgerechtes (Risiko-)Controlling möglich ist. Dies kann bei einer unsachgemäßen Analyse auch zur Fehleinschätzung der zukünftigen Risiken und Chancen des betreffenden Unternehmens und damit zukünftig zu höheren Risikokosten führen.

Bei der Abbildung des Leasinggeschäftes in einem separaten Rechenwerk sind für Zwecke der Steuerung und zur externen Berichterstattung unserer Einschätzung nach insbesondere folgende Prämissen zu beachten:

- Separate und eigenständige Organisation beziehungsweise Steuerung des Leasingbereiches (insbesondere Trennung von Vertriebs- und Kreditentscheidung)
- Angemessene Verrechnungspreise zwischen Hersteller- und Leasingbereich («Dealing-at-Arm's-Length»)
- Ausreichend tiefe Ermittlung der Bilanz- und Ergebnisgrößen aus dem Leasinggeschäft
- Keine Erfassung leasingfremder Ergebnisbestandteile (zum Beispiel Produktionsmarge, Absatzunterstützung)

Unabhängig davon, ob die Trennung des Industrie- und Leasingbereiches vom Unternehmen selbst präsentiert oder in virtuellen Nebenrechnungen eines Analysten vorgenommen werden, wird die Vermögens-, Finanz- und Ertragslage einer Leasinggesellschaft auf Basis der klassischen Jahresabschlussinformationen nur unzureichend widerspiegelt. Die Erfolgsrechnung vermag aufgrund des Periodisierungszwangs und der spezifischen Bilanzierungs- und Bewertungsregeln nur einen Ausschnitt der gesamten Wertschöpfung einer Leasinggesellschaft abzubilden. Dies liegt vor allem an dem asynchronen Verlauf zwischen (linearen) Leasingraten-Erlösen und (in Teilen degressiv) zu verrechnenden Aufwendungen mit daraus resultierenden Aufwandsvorläufen beziehungsweise Ertragsnachläufen. Die so genannte «Substanzwertrechnung»⁴ schließt diese Informationslücke, indem zukünftige Erträge und Aufwendungen des jeweiligen Vertragsbestands in einer Ergänzungsrechnung mit einbezogen werden. Das Ziel besteht darin, alle zukünftigen Gewinnwirkungen aus dem Leasingvertragsbestand in einer Größe, dem so genannten «Substanzwert» zu verdichten. Hierbei werden stille Reserven ermittelt, die zusammen mit dem ausgewiesenen Eigenkapital in das ökonomische Eigenkapital eingehen und somit auch das Risikodeckungspotenzial darstellen. Für das Ergebnis einer Periode ist allerdings nicht die Gesamtsubstanz zum Stichtag entscheidend, sondern deren Veränderung zwischen zwei Betrachtungsstichtagen, in der Regel zwei Jahresabschlussstichtagen. Diese Veränderung weist den jeweiligen Beitrag der Periode zur Substanz aus beziehungsweise den Beitrag zu den Ergebnissen zukünftiger Erfolgsrechnungen

aus noch schwebenden Leasinggeschäften. Demgegenüber zeigt die klassische Gewinn- und Verlustrechnung das realisierte Ergebnis der laufenden Periode, dessen wirtschaftliche Grundlagen größtenteils in vorangegangenen Perioden gelegt wurden beziehungsweise das mit zusätzlichen Aufwendungen und Erträgen die Ergebnisse zukünftiger Perioden beeinflusst. Die Summe aus der Veränderung des Substanzwertes und dem Gewinn gemäß Gewinn- und Verlustrechnung ergibt den betriebswirtschaftlichen Periodenerfolg.

Mit einer Substanzwertrechnung werden für die externe Berichterstattung notwendige Zusatzinformationen hinsichtlich der Ergebnissituation, zukünftiger Ertragspotenziale und der Risikotragfähigkeit des Leasinggeschäftes gegeben. Wird die Substanzwertrechnung im Rahmen der Unternehmensplanung und -steuerung um geplante Neugeschäftserwartungen ergänzt, bildet sie neben dem betriebswirtschaftlichen Ergebnis auch den zukünftigen Liquiditätsbedarf im Zeitablauf ab. Dieses Modell ist nicht nur als Managementinformationssystem für Captives interessant, sondern kann auch im Rahmen des Ratings wertvolle Dienste leisten.

Die Substanzwertrechnung bietet folglich auch für herstellerbezogene Leasingeinheiten eine sinnvolle Ergänzung, um die tatsächliche Wertschöpfung des Leasinggeschäftes beurteilen zu können.⁵ Aufgrund der engen Verzahnung zwischen dem klassischen Herstellergeschäft und den Leasingaktivitäten ist es allerdings wie bereits dargelegt erforderlich, dass zwischen diesen Bereichen eine klare Trennung existiert. Damit wird auch eine Vergleichbarkeit der Substanzwertrechnungen zwischen herstellerabhängigen und herstellerunabhängigen Leasinggesellschaften ermöglicht. Insgesamt ist die Substanzwertrechnung nach BDL-Schema als wichtige Ergänzung der externen Berichterstattung auch für Hersteller mit Leasinggeschäft sinnvoll, um eine Fehleinschätzung durch Analysten zu vermeiden. Neben der Substanzwertrechnung ist die Angabe von aussagekräftigen Kennzahlen zum Leasinggeschäft ebenfalls wichtiger Bestandteil einer wertorientierten Berichterstattung. Sofern Hersteller den Leasingbereich getrennt darstellen, fehlen in der Regel Kernkennzahlen wie «Return on Equity» (RoE) oder «Cost Income Ratio» (CIR). Ein Vergleich mit Wettbewerbern wird aufgrund dieser uneinheitlichen Berichterstattung stark erschwert. Auch wenn die Regeln des IFRS 8 zur Segmentberichterstattung hier ein individuelles Vorgehen zulassen, empfiehlt sich zukünf-

Anzeige

LEASINGTAGE 2009

Der Treffpunkt für die Leasingbranche

SEMINAR – 22. September 2009
KONGRESS – 23. September 2009
Kurfürstliches Schloss, Mainz

www.leasingtage.de

VERANSTALTER

**DEUTSCHE
KONGRESS**

www.deutsche-kongress.de

tig eine Orientierung an den vom Bundesverband Deutscher Leasing-Unternehmen (BDL) empfohlenen Kennzahlen, um eine bessere Vergleichbarkeit zwischen den verschiedenen Leasingaktivitäten zu erhalten. Im Rahmen der vorgenannten Kennzahlenermittlung wird die Veränderung des Substanzwertes als Bestandteil des «ökonomischen Kapitals» berücksichtigt, um den leasingtypischen Besonderheiten bei der Bilanzierung auch im Rahmen der Kennzahlenermittlung gerecht zu werden.⁶

FAZIT UND AUSBLICK. Das Rating von Herstellern mit Leasinggeschäft stellt Analysten vor eine besondere Herausforderung, da die beiden Bereiche völlig unterschiedliche Risiko- und Ertragsstrukturen sowie komplexe Interdependenzen aufweisen und die zur Verfügung stehenden Informationen oftmals unzureichend sind. Vor diesem Hintergrund wurden von den Ratingagenturen virtuelle Separierungsrechnungen entwickelt, die den konzernspezifischen Verrechnungen und Besonderheiten des Leasinggeschäftes aufgrund der pauschalen Annahmen allerdings nur teilweise gerecht werden. Zur Vermeidung von Fehleinschätzungen und damit u.U. überhöhten Risikokosten empfiehlt sich deshalb für Hersteller eine Separierung des Leasinggeschäftes in einem in sich geschlossenen Rechenwerk, bestehend aus Bilanz, Ergebnis- und Cash-Flow-Rechnung sowie ergänzende Anhangsangaben. Diese Jahresabschlussinformationen sollten neben leasingspezifischen Kennzahlen um eine Substanzwertrechnung ergänzt werden, die der Besonderheit des Leasinggeschäftes Rechnung trägt. Unabhängig von der Präsentation beziehungsweise Ermittlung des separaten Zahlenwerkes sind bei dem Rating von Herstellerleasing stets auch qualitative Aspekte von Bedeutung, die die besonderen Abhängigkeiten von Hersteller- und Leasinggeschäft berücksichtigen. Die im Rahmen des im März 2009 veröffentlichten Diskussionspapiers zur Neuregelung der Bilanzierung von Leasingverhältnissen wird bezüglich der Aussagekraft der Berichterstattung von Herstellerleasingunternehmen tendenziell keine Verbesserung bringen. Die danach vorgesehenen unterschiedlichen Regelungen zur Leasingnehmer- und Leasinggeberbilanzierung führen zu einer erhöhten Komplexität bei der Bilanzerstellung. Leasingnehmer sollen demnach die zukünftigen Zahlungsverpflichtungen als Verbindlichkeit passivieren, während Leasinggeber weiterhin zwischen Finance- und Operating Leasing zu unterscheiden haben.⁷ Off-Balance-Lösungen werden dadurch für Leasingnehmer nicht mehr möglich sein. Auch bei Herstellern mit Leasingaktivitäten wird es zu einer erhöhten Komplexität in der Bilanzierung kommen, insbesondere sofern sie über Sale and Lease Back-Konstruktionen verfügen, da sie danach sowohl als Leasingnehmer als auch Leasinggeber fungieren. Eine angemessene Separierung wird somit auch vor diesem Hintergrund von zentraler Bedeutung sein.

Fussnoten

1 Vgl. zu den folgenden Ausführungen die Methoden der führenden Ratingagenturen, insbesondere Standard & Poor's (2006), Corporate Ratings Criteria: Finance Subsidiaries' Rating Link to Parent, S. 89-91, http://www2.standardandpoors.com/spf/pdf/products/corporateratings_2006_corp.pdf, Stand Mai 2009; Standard & Poor's (2007), Criteria/Corporates/General: Captive Finance Operations, S. 1-11, <http://www2.standardandpoors.com/portal/site/sp/en/eu/page/article/3,2,2,0,1204836565798.html>, Stand Mai 2009 sowie Standard & Poor's (2008), Corporate Ratings Criteria: Captive Finance Operations, S. 59-61, <http://www2.standardandpoors.com/portal/site/sp/en/eu/page/article/3,2,2,0,1204847267025.html>, Stand Mai 2009. Vgl. daneben auch Moody's Investor Service (2006): Moody's Approach to Global Standard Adjustments in the Analysis of Financial Statements for Non-Financial Corporations – Part I, S. 1-32, <http://www.nd.edu/~carecob/April%202007%20Conference/Analytical%20>

Adjustments%20-%20Part%20I%20updated.pdf, Stand April 2009 und Fitch Ratings (2006): Financial Services Criteria Report: Rating Methodology for Finance & Leasing Companies, S. 1-15, http://www.fitchratings.com/corporate/reports/report_frame.cfm?rpt_id=283854§or_flag=7&market_sector=1&detail=, Stand April 2009.

- 2 Vgl. IAS 27, SIC 12 und für US-GAAP SFAS 94.
- 3 Vgl. zur Bilanzierung von Verkäufen mit Restwertgarantien Adolph, P./Stimming, S. (2007): Der Verkauf mit Restwertgarantie als Instrument der Absatzfinanzierung im Lichte der IFRS, in: P. Seethaler/M. Steitz (Hrsg.): Praxishandbuch Treasury-Management – Leitfaden für die Praxis des Finanzmanagements, Wiesbaden, S. 227-241.
- 4 Vgl. Bundesverband Deutscher Leasing-Unternehmen e.V.: Substanzwertrechnung für Mobilien-Leasing-Gesellschaften, Berlin 2003. Der «Substanzwert» nach BDL-Schema stellt inhaltlich eine Ertragswertrechnung des bilanzierten Leasingvertragsbestands dar. Hierbei werden den zukünftigen (diskontierten) Erträgen die zukünftigen (diskontierten) Aufwendungen gegenübergestellt.
- 5 Vgl. ausführlich zur Substanzwertrechnung Hellen, H.-H. (2004): Substanzwertrechnung als notwendige Ergänzung des Jahresabschlusses von Leasing-Gesellschaften, in: BDL (Hrsg.): Substanzwertrechnung für Mobilien-Leasing-Gesellschaften, Berlin, S. 18-45; sowie Nemet, M./Ulrich P.O. (2007): Die Substanzwertrechnung für Leasinggesellschaften unter IFRS, in: Finanzierung Leasing Factoring, Heft 2, 54. Jg., S. 55ff.
- 6 Zu den Empfehlungen der Arbeitsgruppe «Kennzahlen» des BDL vgl. Hellen, H.-H./Christopeit, N. (2008): Kennzahlen für Leasingunternehmen: Cost Income Ratio and Return on Equity, in: Finanzierung Leasing Factoring, Heft 4, 55. Jg., S. 166-168.
- 7 Vgl. Discussion Paper DP/2009/1 March 2009 Leases Preliminary Views, <http://www.iasb.org/NR/rdonlyres/FF3A33DB-E40D-4125-9ABD-9AF51EB92627/0/DPLLeasesPreliminaryViews.pdf>, Stand April 2009.

AUTOREN

Peter Adolph ist Partner der FAS AG und zuständig für den Bereich Leasing. Die FAS AG ist ein Beratungsunternehmen mit Fokussierung auf kapitalmarktorientierte Berichterstattung nach IFRS und US-GAAP. Hierzu gehören insbesondere die Umstellung auf Internationale Rechnungslegungsstandards, die Harmonisierung und Optimierung des externen und internen Rechnungswesens sowie die Unterstützung in Bewertungsfragen. Im Bereich Leasing werden neben diesen klassischen Reporting Services auch Lease Accounting Tools zur Bilanzierung von Leasingverträgen nach IFRS/US-GAAP für Leasingnehmer und Leasinggeber angeboten. Peter Adolph ist Lehrbeauftragter der Duale Hochschule Baden-Württemberg und Universität Konstanz sowie Mitglied der Arbeitsgruppe «Internationale Rechnungslegung» des Bundesverbandes Deutscher Leasing-Unternehmen e.V. (BDL).

Marijan Nemet ist Wirtschaftsprüfer und als Partner bei der Deloitte & Touche GmbH, Wirtschaftsprüfungsgesellschaft in Frankfurt am Main verantwortlich für den Leasing- und Factoringbereich. Schwerpunkt seiner Tätigkeit ist seit über 15 Jahren die Prüfung (HGB und IFRS) und Beratung von national- und international tätigen Leasing- und Factoringgesellschaften sowie von Retailbanken. Ein besonderer Fokus seiner Tätigkeit liegt aktuell in der Unterstützung bei der Umsetzung der neuen aufsichtsrechtlichen Anforderungen an Leasinggesellschaften («KWG-light»). Marijan Nemet ist Mitglied des Arbeitskreises Leasing und Factoring des Instituts der Wirtschaftsprüfer in Deutschland e.V. (IDW) sowie der Arbeitsgruppe Leasing des Deutschen Rechnungslegungs Standard Committee e.V. (DRSC). Marijan Nemet ist Autor verschiedener Fachbeiträge rund um das Thema Leasing und Mitherausgeber des «Deloitte European Leasing Handbook 2008».

KREDIT & RATING

PRAXIS

Zeitschrift der Finanzspezialisten

Offizielles Organ
BdRA Bundesverband der
Ratinganalysten und
Ratingadvisor e.V.

www.krp.ch

Testen Sie 2 Ausgaben kostenlos und unverbindlich!

Wir senden Ihnen gerne die nächsten zwei Ausgaben
völlig unverbindlich zur Ansicht.

Klicken Sie auf untenstehenden Link und Sie gelangen
zu unserer Homepage und
entsprechendem Bestellformular.



Wir halten Sie auf dem Laufenden...

Rating
Risikomanagement
Lösungen
Finanzierung
Recht

BITTE HIER KLICKEN

http://www.krp.ch/krp_Kontaktformular_Leserservice.ebs