

Restrukturierung von Cross Border Lease Transaktionen

RebelGroup Advisory Deutschland hat in den letzten Monaten bestehende Transaktionen im In- und Ausland auf ihre Risiken hin überprüft, Umstrukturierungen ausgearbeitet und durchgeführt sowie Beendigungen bzw. Teilbeendigungen durchgeführt. Dabei konnte ein Erfahrungsschatz aufgebaut werden, den wir mit dieser Informationsschrift resümieren.

Sollte ihnen die Basisstruktur eine CBL-Transaktion nicht mehr geläufig sein, so finden sie eine vereinfachte Darstellung mit Erläuterungen auf unserer Web-Seite: www.rebelgroup.de

Kreditkrise

Auslöser für Restrukturierungsüberlegungen waren in den allermeisten Fällen die Auswirkungen der Finanzkrise auf die an den CBL-Transaktionen beteiligten Finanzinstitutionen. An erster Stelle wären hier die Bonitätsverschlechterungen dieser Institutionen bei den führenden Ratingagenturen zu nennen. Diese Herabstufungen gaben oftmals Grund zur Sorge und waren ein Anlass zum Handeln, sofern ein vertraglich festgelegter Zwang zur zusätzlichen Risikoabsicherung bei Unterschreiten einer bestimmten Bonitätsmarke bestand. In der Regel hatten die Finanzdienstleister Erfüllungsübernahme- und Garantiefunktionen übernommen, deren Einhaltung nun in Frage stand. Dies ist nicht nur ein Problem der US-Investoren, deren Risikopositionen oftmals durch definierte zusätzliche Sicherheitsstellungen wieder in den ursprünglichen Stand versetzt werden müssen, sondern auch des deutschen Vertragspartners selbst, der bei Ausfall des Erfüllungsübernehmers in voller Höhe die Forderungen des US-Investors befriedigen muss. Dies gilt in jedem Fall und ist unabhängig von der aktuellen Vertragsposition. Von daher gibt es kein „Rundum Sorglospaket“, eine manchmal schmerzliche Erkenntnis bei den deutschen Beteiligten. Es muss somit im Interesse des deutschen Leasingnehmers liegen, sich selbst die Frage zu stellen, ab wann er beispielsweise das Insolvenzrisiko eines Erfüllungsübernehmers noch zu tragen bereit ist.

In vielen Fällen waren die entstandenen Probleme auf Ratingverschlechterungen von AIG und MBIA zurückzuführen. Vereinbarte zusätzliche Besicherungen durch Staatspapiere oder Papiere sog. Agencies seitens der Erfüllungsübernehmer führten auch nur bedingt zum Erfolg, da sich das Rating weiterhin verschlechterte und zusätzliche **Sicherungsmaßnahmen bzw. ein Austausch des Erfüllungsübernehmers** erforderlich wurden. Eine Verwertung des E-PUA war und ist dabei durch die Auswirkungen der Finanzkrise auf das Risikoverhalten der Banken nicht nur erschwert, sondern vielfach zu wirtschaftlich vertretbaren Konditionen schlicht unmöglich. Wenn ein Austausch des PUAs nicht möglich ist, werden mit Zustimmung der US-Investoren

andere Maßnahmen erforderlich. Diese lagen beispielsweise in einem eigenen Ankauf von US-Staatspapieren oder in der Gestellung eines Akkreditivs.

Die bisherigen Erfahrungen mit der **Auflösung** bzw. Teilauflösung von Transaktionen zeigen ein sehr unterschiedliches Bild. In einigen von uns betreuten Auflösungen konnte nicht nur der Barwert in voller Höhe behalten werden, sondern es ergab sich noch ein Überschuss, mit dem die Umstrukturierungskosten bezahlt werden konnten. Auf der anderen Seite gibt es auch Beispiele, dass der erhaltene Barwertvorteil ganz oder teilweise aufgezehrt wurde.

Risiken aus den FK Schuldübernahme

Viele Kommunen, für die kein unmittelbarer Handlungszwang besteht, sind durch die Ratingverschlechterungen, die negativen Nachrichten über ihre Erfüllungspartner und der Tatsache, dass das IRS sich in der Frage der steuerlichen Nichtwirksamkeit durchgesetzt hat, so verunsichert, dass sie sich die Frage stellen, ob ein Ausstieg aus der Transaktion zu wirtschaftlich tragbaren Konditionen möglich und sinnvoll ist. Die Risikoanalyse betrifft dabei im Übrigen nicht nur das E-PUA, sondern alle Erfüllungsübernahmen, da in allen Fällen Risiken schlummern. So kann man auf der Fremdkapitalseite (A-PUA) nicht aus dem Charakter eines LOOP – Geschäftes den Schluss ziehen, dass keine Risiken vorhanden wären. Bei einer Insolvenz des Erfüllungsübernehmers für den Fremdkapitalteil besteht die Gefahr, dass der Insolvenzverwalter des Erfüllungsübernehmers die Zahlung der Leasingraten verweigert (und u.U. auch nicht mehr zur Zahlung verpflichtet ist), der Darlehensgeber bzw. dessen Insolvenzverwalter aber auf Bedienung der Raten besteht. Eine direkte Aufrechnung des Erfüllungsübernehmers mit Ansprüchen an eine andere Gesellschaft ist nicht möglich, auch wenn diese zum selben Mutterkonzern gehört. An dieser Stelle schlummert ein Risiko, das bei einigen Transaktionen in die Milliarden Euro gehen kann.

Funktion der Landesbanken

Deutsche Landesbanken (vor allem LBBW, Bayern LB und NordLB) haben seinerzeit sehr aktiv an CBL Transaktionen mitgewirkt. Häufig sind sie auf der Fremdkapitalseite aufgetreten. In der Praxis haben wir festgestellt, dass es nicht immer möglich ist, den Fremdkapital – Teil (FK-Teil) bei einer Transaktionsauflösung ganz zu beenden, ohne dass erhebliche Verluste entstehen, wofür die Landesbanken dann Entschädigung vom Leasingnehmer verlangen. Auch haben wir die Erfahrung gemacht, dass bestimmte Landesbanken extrem hohe Gebühren für ihre Mitwirkung bei einer

Advisory

Amtsgericht Düsseldorf HRB 55536
Dresdner Bank Düsseldorf
Konto 0243527500
BLZ 300 800 00

T 0211-592 477-0
F 0211-592 477-7
rgad@rebelgroup.com
www.rebelgroup.com

RebelGroup Advisory
Deutschland GmbH
Friedrichstraße 73
40217 Düsseldorf

Restrukturierung verlangen. Eine kluge Verhandlungsstrategie ist somit angesagt. Auch muss bei der Restrukturierung darauf geachtet werden, dass die ggf. vorhandene staatliche Gewährsträgerhaftung (sog. Grandfathering) nicht verloren geht.

Eine neuen Fusions- oder Konzentrationswelle der Landesbanken wird erwartet. Für CBL Transaktionen könnte dies Auswirkungen haben, weil vertraglich in einigen Fällen festgelegt ist, dass bestimmte Funktionen (wie z.B. B- Darlehensgeber und B-Erfüllungsübernehmer) nicht in eine Hand geraten dürfen. Sonst drohe der Kündigungsfall. Insofern sind alle deutschen Vertragspartner, die eine Einbindung von Landesbanken haben, bei Fusionen derselben gut beraten, ihre Transaktion auf Umstrukturierungsnotwendigkeiten zu überprüfen

Zerschlagung von FSA

Ebenfalls ausgelöst durch die Finanzkrise ergeben sich auch andere Tendenzen, die Auswirkung auf CBL Transaktionen haben könnten. So wird zurzeit z.B. die FSA Gruppe zerschlagen. Die gesunden Teile und die amerikanische Versicherungsgesellschaft FSA, Inc werden an Assured Guarantee verkauft. Die in CBL - Transaktionen aufgetretenen Vertragspartner (wie z.B. Premier International Funding und FSA Capital Management, Inc) werden nicht zu Assured Guarantee gehen, aber bei der (heutigen) Muttergesellschaft Dexia bleiben. Dexia's Rating ist erheblich schlechter als das von FSA. Leasingnehmer, die mit FSA einen Vertrag haben, sind gut beraten, genau zu analysieren, ob hierdurch keine zusätzlichen Bonitätsrisiken entstehen.

IRS und Investoren

Die US Finanzbehörde IRS hat die CBL Transaktionen massiv angegriffen mit der Folge, dass die Investoren bislang nicht in den Genuss der erwarteten Steuervorteile gekommen sind. In der zweiten Jahreshälfte des letzten Jahres hat die IRS den Investoren ein Vergleichsangebot gemacht. Viele, nicht alle, Investoren haben dieses Vergleichsangebot angenommen. Einige andere, wie z.B. John Hancock, haben angekündigt, die Angelegenheit bis zur letzten Instanz durchkämpfen zu wollen.

Der IRS Vergleich beinhaltet einen Anreiz für Investoren, die Transaktionen bis 2010 zu beenden. Dafür brauchen die Investoren die Mitwirkung der deutschen Beteiligten, eine einseitige Auflösung seitens der amerikanischen Investoren ist nicht möglich.

Wachovia, einer der Investoren der das Vergleichsangebot angenommen hat, ist z.B. dabei, seine Transaktionen aufzulösen und macht Leasingnehmern dazu Angebote. Tatsächlich sind schon viele Transaktionen beendet worden. Die Investoren beschäftigen sich zurzeit vor allem mit den Transaktionen, bei denen es ein Kreditproblem gibt (nach unseren Schätzungen etwa 25% des gesamten Portefeuilles). Wir erwarten, dass im weiteren Verlauf des Jahres und vor allem in 2010 Investoren massiv auf

eine Auflösung der CBL- Verträge setzen und drängen werden. Derjenige deutsche Leasingnehmer, der dann nicht mitmacht, läuft u.U. in das Risiko, dass seine Transaktion an einen Finanzinvestor verkauft wird, der beabsichtigt, in der Transaktion irgendwann einen Kündigungsgrund zu entdecken oder gar entstehen zu lassen, um somit über den vertraglich vorgesehenen Pauschalkündigungswert einen schönen Gewinn zu machen.

Absicherungsgeschäfte

In einige Fällen sind US Lease Verträge Verluste zugeschrieben worden, die mit dem eigentlichen Kerngeschäft überhaupt nichts zu tun haben. Diese Beteiligten haben sich von Investmentbankern Absicherungsinstrumente verkaufen lassen, um das Risiko aus dem EK Erfüllungsübernahmevertrag abdecken zu lassen. Leider sind dabei z.B. sog. Collateralised Debt Obligations eingesetzt (die Auslöser der Kreditkrise) worden, sodass erhebliche Verluste möglich sind.

Politik und CBL

Plötzlich steht in manchen Städten CBL wieder auf der lokalpolitischen Tagesordnung. Diejenigen, die schon immer dagegen waren, sehen sich in ihrer Meinung bestätigt. Ehrlicherweise kann und sollte man jedoch nicht die Tatsache übersehen, dass das Ausmaß der Finanzkrise bei Abschluss der CBL-Transaktion wirklich nicht vorhersehbar war. Da haben sich nicht nur die Kommunen bei ihrer Einschätzung getäuscht. Für Panikreaktionen sollte die neuerliche Diskussion allerdings keinen Anlass geben, für gründliche Risikoanalysen und entsprechendes Handeln schon. Die häufig öffentlich gestellte Forderung, jetzt um jeden Preis aus dem CBL Geschäft auszusteigen, ist völlig unvernünftig. Aber wenn eine Auflösung zur vernünftigen Konditionen möglich sei, sollte man die Chance nutzen. Was genau „vernünftige Konditionen“ sind, muss jeder dabei für sich entscheiden. Wichtiger politischer Indikator dürfte natürlich die Beantwortung der Frage sein, ob bzw. wie viel man vom bereits erhaltenen Barwertvorteil behalten darf. Ein wesentliches Kriterium dabei wird sein, wie hoch der aktuelle Wert beim Eigenkapitalerfüllungsübernehmer einzuschätzen ist und wie dieser tatsächlich verwertet werden kann.

Fazit

Alle noch bestehenden CBL - Verträge sollten einer (nochmaligen) gründlichen Risikoprüfung unterzogen werden, die alle Aspekte und nicht nur den Eigenkapitalteil umfasst.

Der beste Zeitpunkt für eine Beendigung der Transaktion ist dann gegeben, wenn Investoren und Erfüllungsübernehmer ein gleich gerichtetes Interesse haben und zu finanziellen Kompromissen bereit sind.

Einige Erfahrungen

Offensichtlich erzielen deutsche Beteiligte, die ihre Transaktion auflösen möchten bzw. aufgelöst haben, sehr unterschiedliche Ergebnisse. Hier einige Beispiele:

Bochum : weiterhin AIG Risiko

Die Stadt hat dem Vernehmen nach ein Darlehen aufgenommen, um damit den Erwerb von US - Staatspapieren zu finanzieren. Diese Staatspapiere wurden an den Investor übertragen, damit der Lease beendet werden konnte. Der AIG Erfüllungsübernahmevertrag läuft weiter und gehört zum Anlagenvermögen der Stadt. Damit hat die Stadt nicht nur weiterhin ein AIG Kreditrisiko inne, sondern auch ein US\$/€ Kursrisiko. Laut einiger Zeitungsberichte war der Kündigungswert so hoch, dass der Barwertvorteil vollständig aufgezehrt wurde. Auch der sog. B-Teil soll angeblich weiter laufen (unter Garantie der Stadt).

Ulm: Millionenverlust

Den Veröffentlichungen zufolge hat die Stadt eine Ablösung des AIG Depots akzeptiert zu einem Wert, der erheblich unter dem vom Investor verlangten Kündigungswert lag. Damit soll angeblich eine Millionenverlust eingetreten sein.

Wasserverband: Millionenverlust

einer der sondergesetzlichen nordrhein-westfälischen Wasserverbände hatte mehrere Transaktionen mit der Deutschen Bank abgeschlossen (das sog. Doppelstockmodell, wobei der deutsche Vertragspartner mit einer von der Deutschen Bank arrangierten Briefkastengesellschaft auf den Kaymann Inseln einen Vertrag abschließt.

Diese Briefkastengesellschaft schließt dann im zweiten Schritt mit dem US Investor einen Vertrag ab). Angeblich soll eine Transaktion beendet worden sein gegen Zahlung eines Kündigungswertes, der erheblich über dem damalig realisierten Barwertvorteil lag. Unter dem Strich wurde die Transaktion also mit einem Verlust beendet.

RVR/AGR: Ausstieg mit „schwarzer Null“

RVR/AGR haben mit dem US Investor einen Kündigungswert verhandelt, der im sechsstelligen Dollarbereich unter dem Ertrag der Auflösung des EK Erfüllungsübernahmevertrages lag. Damit ist, nach Abzug von allen Transaktionskosten, eine Beendigung zur „schwarzen Null“ ermöglicht worden, d.h. der Barwertvorteil wurde somit vollständig erhalten. Der sog. B-Teil - mit zwei deutschen Landesbanken abgeschlossen - konnte allerdings nicht gekündigt werden und läuft weiter.

BVG

Laut Veröffentlichungen hat die BVG viele CBLs auf ihre U Bahn- und Strassenbahnwagen abgeschlossen. Angeblich ist auf Empfehlung einer Wall Street Bank dabei der EK Teil mit Collateral Debt Obligations abgedeckt. Insofern sollen € 157 Millionen zunächst als Risikovorsorge zurückgestellt worden sein, allerdings könnte der tatsächliche Verlust noch höher ausfallen.

RebelGroup Advisory ist ihr Partner bei der Umstrukturierungsberatung

Die international agierende RebelGroup ist ein starker Partner mit großer Erfahrung in Finanzierungsfragen und bei grenzüberschreitenden Leasing Geschäften. RebelGroup ist völlig unabhängig und nur den Interessen seiner Kunden verpflichtet, da sie keine eigenen Finanzprodukte noch Produkte von Banken oder ähnlicher Finanzinstitutionen vertreibt. RebelGroup ist niemals als Arrangeur aufgetreten. RebelGroup hat in der Beurteilung von CBL-Transaktionen einen guten Erfahrungsschatz durch seine Mitarbeiter und die Vielzahl der inzwischen vorgenommenen Umstrukturierungsberatungen. Bei Bedarf geben wir nach Rücksprache mit unseren Kunden gerne qualifizierte Referenzen an.

REBEL

Herausgegeben von: RebelGroup Advisory Deutschland GmbH,
Friedrichstraße 73
40217 Düsseldorf Rufnr.0211-1592 4770
Ansprechpartner: Dr Lothar Böckels 0172-2444445
Gerben Hillebrand 0157-71988890

No change without a Rebel