

# Kapitalmarktgestützte Refinanzierung von Leasing-Gesellschaften

## Verbriefungstransaktionen in der Praxis

PIERRE ANNUTSCH, GERHARD SCHORIES

Für kleine und mittlere Unternehmen bleibt der Zugang zum Kapitalmarkt in der Regel verwehrt. Um dennoch ihre Refinanzierungsquellen zu diversifizieren, nutzen sie zunehmend Verbriefungen. Seit 2013 hat die KfW-Bankengruppe als Ankerinvestor vier Asset-Backed-Verbriefungen für Leasing-Forderungen von der Abc-Bank GmbH, Köln, begleitet. Neben Beweggründen und Vorteilen von Verbriefungen stellt der Beitrag die Struktur der jüngsten Transaktion der Abc-Bank dar. (Red.)

Der Mittelstand ist die tragende Säule der deutschen Wirtschaft. Der Anteil der kleinen und mittleren Unternehmen (KMU) an der gesamtwirtschaftlichen Erwerbstätigkeit liegt bei etwa 70 Prozent, wobei rund ein Fünftel aller Mittelständler an internationalen Märkten aktiv sind. Die jährliche Kreditnachfrage zu Investitionszwecken hat sich in den vergangenen fünf Jahren von rund 100 Milliarden auf über 130 Milliarden Euro erhöht. Rund 44 Prozent aller Unternehmensinvestitionen entfallen auf den Mittelstand.

Da KMU in der Regel keinen direkten Zugang zum Kapitalmarkt haben, erfolgt die Finanzierung des Mittelstands traditionell vor allem über Banken und über eigene Mittel der Unternehmen. Daneben hat sich Leasing in den vergangenen Jahren zu einer weiteren wichtigen Finanzierungsform entwickelt. Gerade für den Mittelstand, der 85 Prozent der Leasing-Kunden stellt, hat diese Finanzierungsart eine hohe Bedeutung.

Als größte deutsche Förderbank zählt die KfW zu einem der größten

Mittelstandsfinanzierer in Deutschland. In dieser Funktion stellt sie KMU langfristige Investitionskredite sowie Kredite zur Betriebsmittelfinanzierung zur Verfügung. Ergänzend dazu setzt sich die KfW dafür ein, auch die Rahmenbedingungen für die Kreditversorgung von Mittelständlern nachhaltig zu verbessern, indem sie zu einem indirekten Kapitalmarktzugang beiträgt. Im Hinblick auf eine Diversifizierung von Refinanzierungsquellen unterstützt die KfW im Rahmen ihres Förderauftrags zudem die kapitalmarktgestützte Mittelstandsfinanzierung über den Kauf von Asset Backed Securities (ABS). So werden durch Investitionen in Senior- und Mezzanine-Tranchen – möglichst als Türöffner für andere Investoren – Portfolios von mittelständischen Forderungen refinanziert. Der großen Bedeutung von Leasing als Finanzierungsform für KMU entspricht die KfW über die Förderung von Leasing-Finanzierungen durch Investitionen in ABS-/ABCP-Programme und zusätzlich in Form von Globaldarlehen.

### DIE AUTOREN:

Pierre Annutsch,  
Frankfurt am Main,



Quelle: KfW

ist Senior Manager im Bereich Finanzmärkte der KfW-Bankengruppe.

Seit 2014 betreut er Investments in Form von Asset Backed Securities (ABS) und Asset Backed Commercial Paper (ABCP), die unter förderpolitischen Zielsetzungen getätigt werden.

E-Mail: [Pierre.Annutsch@kfw.de](mailto:Pierre.Annutsch@kfw.de)

Gerhard Schories,  
Köln,



Quelle: abc-bank GmbH

ist Leiter des Teams „Strukturierte Finanzierungen & Projekte“ im Bereich Refinanzierung bei der abc-bank GmbH, dem Refinanzierungsinstitut der abc-finance GmbH. Seit 2013 verantwortet er dort die Verbriefungsaktivitäten.

E-Mail: [Gerhard.Schories@abc-bank.de](mailto:Gerhard.Schories@abc-bank.de)

### Steigende Bedeutung von Verbriefungen

In den zurückliegenden Jahren ist das Verbriefungsinstrument zunehmend in den Fokus einer stärker kapitalmarktgestützten Finanzierung der Realwirtschaft gerückt. Die Attraktivität von Verbriefungen gründet dabei auf deren Produktflexibilität. Verbriefungen können nicht nur zur fristenkongruenten Finanzierung eines Forderungsbestands, sondern auch im Rahmen des Eigenkapital- und Bilanzmanagements eingesetzt werden. Im vergangenen Jahr standen in Europa insgesamt Verbriefungstransaktionen

tionen im Volumen von rund 1 280 Milliarden Euro aus, die zu Teilen platziert sowie von Banken einbehalten und beispielsweise für Repogeschäfte (Repurchase Agreements) mit der Europäischen Zentralbank (EZB) genutzt wurden. Das Teilsegment der KMU-Verbriefungen umfasst am Bestand rund 90 Milliarden Euro.<sup>1)</sup>

Nach wie vor ist die Investorenbasis für Verbriefungen in Europa begrenzt. Das Instrument erfordert auf Investorensseite eine umfangreiche Analyse der Struktur und der damit verbundenen Risiken, die Kapazitäten dafür werden nur von spezialisierten institutionellen Investoren bereitgehalten. Weniger aktiv sind die großen Pensionsfonds, Private Equity Gesellschaften und Stiftungen, die beispielsweise in den USA den Kapitalmarkt bestimmen und dort Hauptinvestoren vor allem in Mezzanine- und Junior-Tranchen sind.

Sicherlich ebenfalls hemmend auf die Nachfrage wirkte sich zudem die lange Phase der regulatorischen Unsicherheit aus. Diese zumindest dürfte nun – bei aller Kritik an einzelnen Ergebnissen – mit den im Sommer 2017 vom Europäischen Rat, der Europäischen Kommission sowie dem Parlament beschlossenen neuen Verbriefungsregeln in der Kapitaladäquanzverordnung (CRR) und der Neuschaffung einer Verbriefungsverordnung weitgehend beendet sein.

Auf europäischer Ebene wurden 2015 im Zuge der Implementierung des Europäischen Fonds für Strategische Investitionen (EFSI) mehrere Arbeitsgruppen gebildet, um die Zusammenarbeit zwischen den Nationalen Förderinstitutionen (NFI) und der Europäischen Investitionsbank (EIB-Gruppe) zu intensivieren. Die Arbeitsgruppe „Verbriefungen“ unter der Führung von KfW und Europäischem Investitionsfonds (EIF) hat sich dabei zum Ziel gesetzt, die

kapitalmarktorientierte Mittelstandsfinanzierung zu unterstützen. Über gemeinsame Investitionen in europäische KMU-Verbriefungstransaktionen soll europaweit ein Beitrag zur Revitalisierung des Verbriefungsmarktes geleistet werden. Außerdem wollen die Mitglieder des Netzwerks durch transparente Investitionskriterien zu einer stärkeren Standardisierung der Instrumente beitragen, was mittel- und langfristig auch anderen Investoren die Bewert- und Vergleichbarkeit erleichtern könnte.

Unter dieser sogenannten EIF-NPIS Securitisation Initiative (ENSI) wurden ab Anfang 2016 bereits Investitionen in drei deutsche, fünf italienische, drei britische und eine portugiesische Transaktion getätigt. Investiert wird in Strukturen, die den mittelständischen Förderansatz erfüllen. So muss das verbriefte Portfolio überwiegend aus KMU-Forderungen bestehen und der Originator sich zu weiterem KMU-Neugeschäft verpflichten. Für Originatoren hat die Initiative den Vorteil, dass sie über einen einzelnen Kontaktpartner Zugang zu mehreren europäischen Förderinstitutionen bekommen. Durch abgestimmte und transparente Rahmenbedingungen innerhalb der Initiative ergeben sich für alle beteiligten Parteien effiziente Prozesse.

In den vergangenen Jahren hat die KfW ein substanzielles Förderport-

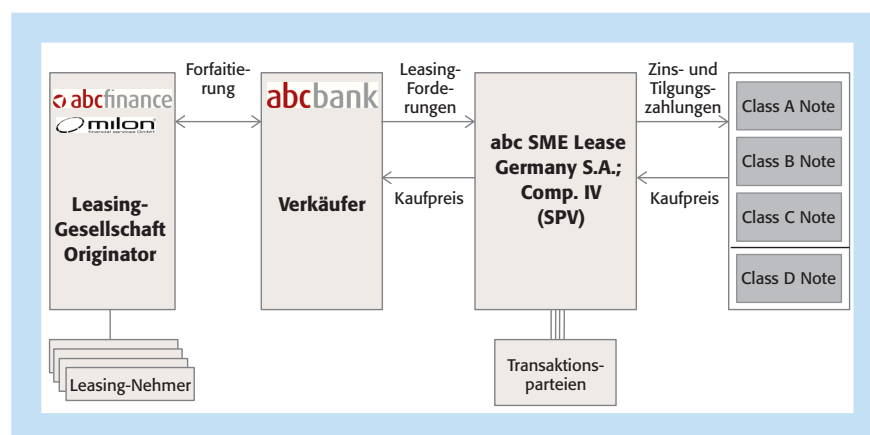
folio von Investments in mittelstandsbasierte ABS-Verbriefungen aufgebaut und wird im laufenden Jahr voraussichtlich wieder rund 1 Milliarde Euro in KMU-Verbriefungstransaktionen investieren – einen Teil davon in europäische Transaktionen außerhalb Deutschlands. Mit diesen regelmäßigen Investitionen trägt die Förderbank dazu bei, einen alternativen, kapitalmarktorientierten Finanzierungskanal zu etablieren. Auch für 2018 und darüber hinaus strebt sie ein vergleichbares Zusagevolumen an, das der KMU-Finanzierung in Deutschland und Europa zugutekommen soll.

Für die KfW steht vor allem der Förderaspekt des Instruments im Fokus. Das unterscheidet sie vom Gros der anderen Investoren und macht sie mit ihrer Kontinuität sowie ihrem investierten Volumen zu einem besonders verlässlichen Partner. Sie möchte dabei zugleich eine Rolle als Türöffner für andere Investoren einnehmen.

### ABS-Transaktionen der Abc-Gruppe

Beispielhaft für den nachhaltigen Erfolg sowie die Bedeutung dieses Engagements der KfW sind die Verbriefungstransaktionen der Kölner Abc-Bank. Die Abc-Finance ist eine hersteller- und bankenunabhängige

### Vereinfachte Transaktionsstruktur



Quelle: Abc-Finance GmbH

1) Vgl. AFME – Association for Financial Markets in Europe

Leasing-Gesellschaft. Das Unternehmen wurde 1976 gegründet und ist ein Tochterunternehmen der Wilh. Werhahn KG in Neuss. Zu den Geschäftsaktivitäten der Abc-Finance zählen das Leasing- und Factoring-Geschäft sowie Absatzfinanzierungen für den deutschen Mittelstand. Die Abc-Gruppe verfolgt seit Jahren einen gezielten Wachstumskurs; eine Strategie, die zukünftig weiterverfolgt werden soll. Eine nachhaltige gesicherte Liquidität ist dabei unabdingbar, nicht nur für das eigene Wachstum, sondern auch, um Kunden Leasing- und Factoring-Produkte weiterhin zu attraktiven Konditionen anbieten zu können.

Neben eigenen Mitteln nutzt die Abc-Gruppe unterschiedliche Möglichkeiten der Refinanzierung. Dies sind vor allem die Gelder aus dem Einlagengeschäft der Abc-Bank sowie Kredite von anderen Instituten. Bei steigendem Refinanzierungsbedarf ist es vorteilhaft, die Refinanzierung auf mehrere Säulen zu verteilen, auch mit Blick auf die Risikostreuung.

Ausgehend von dieser Intention hat sich die Unternehmensgruppe 2013 erstmalig für den Einsatz von Asset-Backed-Verbriefungen entschieden, da der Mehrwert dieses Produktes gut mit den eigenen Bedürfnissen zu vereinbaren ist. Mit diesem Schritt reagierte die Abc-Gruppe zudem auf die veränderten Rahmenbedingungen gerade in Zeiten volatiler Märkte.

Bei Verbriefungen handelt es sich um eine assetbasierte Refinanzierungsform. Im Zuge der Strukturierung werden illiquide Aktiva, hier Leasing-Forderungen, in Wertpapiere transformiert. Zum Zeitpunkt des Verkaufs der Leasing-Forderungen an die Zweckgesellschaft werden die entsprechenden Leasing-Objekte zu Sicherungszwecken übereignet.

Die Verbriefung von Leasing-Forderungen bietet der Abc-Gruppe diverse Vorteile. Die Abc-Finance und die Abc-Bank können die Refinanzierungsbasis ohne eigenes externes Ra-

ting um einen indirekten Zugang zum Kapitalmarkt verbreitern. Die Erschließung einer weiteren Refinanzierungsquelle versetzt die Abc-Gruppe in die komfortable Situation, ihre Liquiditätsbeschaffung noch flexibler und unabhängiger zu steuern. Dadurch können alternative Refinanzierungsquellen, insbesondere die Kreditlinien bei anderen Banken, entlastet werden.

### Günstige Konditionen der Refinanzierung

Bei ABS-Term-Transaktionen werden von der Zweckgesellschaft Anleihen emittiert, diese zeichnen sich unter anderem dadurch aus, dass ihre Laufzeit langfristig ausgelegt ist. Sie haben in der Regel eine Laufzeit von mehr als zwei Jahren. Insofern können ABS auch für die langfristige Refinanzierung von Leasing-Forderungen verwendet werden und tragen zu einem ausgewogenen Refinanzierungsmix bei.

Durch den Einsatz von Verbriefungen in der Refinanzierung können zusätzliche liquide Mittel zu attraktiven Konditionen beschafft und die günstigen Konditionen an die Kunden weitergegeben werden. Gerade im direkten Konditionenvergleich mit alternativen Refinanzierungsprodukten stellen derzeit Verbriefungen mit die attraktivste Form der Unternehmensrefinanzierung dar.

Bei einem Einsatz von Asset-Backed-Verbriefungen sind allerdings, neben den laufenden Kosten, die nicht unerheblichen einmaligen Kosten mit zu berücksichtigen, die im Zuge des Aufsetzens einer ABS-Term-Transaktion anfallen. Dabei sind Kosten für die Strukturierung (sogenannte Arranger Fee), die Ratinganalyse, die Rechtsberatung und weitere Drittparteien zu erwähnen.

Darüber hinaus können noch interne Kosten anfallen. Häufig müssen die IT-Systeme vor der Implementierung modifiziert werden; Ver-

briefungen führen nicht selten zu Anpassungen und Änderungen der unternehmensinternen Arbeitsprozesse, um die laufende Überwachung der Transaktion und die Erstellung des Investor Reportings zu gewährleisten. Bei einem wiederholten Einsatz von Verbriefungsprodukten können derartige Kosten im Rahmen der Strukturierungsphase signifikant reduziert werden. ABS-Term-Transaktionen zeichnen sich durch einen hohen Individualisierungsgrad aus. Im Gegensatz dazu gibt es auch standardisiertere Verbriefungsvarianten, deren Verwendung tendenziell mit niedrigeren Einmalkosten verbunden ist.

Im August 2017 hat die Abc-Bank ihre seit 2013 mittlerweile vierte ABS-Transaktion „Abc SME Lease Germany SA, Compartment 4“ mit einem Transaktionsvolumen in Höhe von 366,8 Millionen Euro erfolgreich abgeschlossen. Dabei handelt es sich um eine statische Transaktion; die Wertpapiere sind in vier Risikoklassen beziehungsweise Tranchen A bis D unterteilt und tilgen ab dem Closing-Zeitpunkt in sequenzieller Reihenfolge.

Nur die höchstrangige Tranche A der vierten ABS-Transaktion wurde von zwei Ratingagenturen geratet und anschließend mit einem AAA(sf)-Rating versehen. Grundlage für die Ratinganalyse bildet das zugrunde liegende Leasing-Portfolio und die Struktur der Transaktion. Die Bonität des Originators hingegen bleibt weitgehend unberücksichtigt. Sowohl die Wertpapiere als auch die zugrunde liegenden Leasing-Verträge sind mit einer fixen Verzinsung ausgestattet.

Analog zu den Vorgängertransaktionen besteht der Pool der vierten ABS-Transaktion aus Leasing-Forderungen gegenüber kleinen und mittleren Unternehmen (KMU) mit Sitz in Deutschland. Der zugrunde liegende Forderungspool ist mit unterschiedlichen Leasing-Objekten besichert. Diese Leasing-Objekte können in fünf Objektgruppen eingeteilt wer-

den: Maschinen, Straßenfahrzeuge, Einrichtungen, Fitness/Freizeit und andere. Im Gegensatz zu klassischen Auto-Leasing-Verbriefungen handelt es sich dabei um eine Verbriefungstransaktion mit einem diversifizierten Leasing-Portfolio.

### Struktur der ABS-Transaktion

Die Leasing-Forderungen werden von der Abc-Finance und deren Tochtergesellschaft Milon Financial Services, ein Joint Venture mit dem Fitnessgerätehersteller Milon Industries, originiert. Anschließend werden die Leasing-Forderungen mittels Forfaitierung auf die Abc-Bank übertragen. Im Rahmen der ABS-Transaktion verkauft die Abc-Bank zum Closing das zu verbriefende Leasing-Portfolio an eine Zweckgesellschaft. Die Zweckgesellschaft fungiert innerhalb der Transaktion als Wertpapieremittent. Die Abc-Bank erhält den Verkaufserlös für den Teil der Wertpapiere, die extern platziert wurden. Die eingehenden Leasing-Raten der sich im verbrieften Portfolio befindlichen Leasing-Forderungen, bestehend aus Zinsen und Tilgungen, werden von der Abc-Bank zu definierten Stichtagen an die Zweckgesellschaft weitergeleitet.

Die Zweckgesellschaft verwendet die eingehenden Gelder, um unter anderem die Zins- und Tilgungsraten der Wertpapiere gegenüber den Investoren bedienen zu können. Die Forderungsverwaltung, auch Servicing genannt, der verbrieften Leasing-Forderungen verbleibt auch nach dem Verkauf des Leasing-Portfolios an die Zweckgesellschaft bei der Abc-Finance.

Der Originator ist weiterhin für die laufende Betreuung der Leasing-Forderungen verantwortlich, hierzu zählt in erster Linie der Einzug der Leasing-Raten, das Mahnwesen, aber auch die Verwertung des Leasing-Objektes. Aufgrund seines Branchen-Know-hows und der zum Teil lang-

jährigen Kundenbeziehungen ist der Originator für die Ausführung dieser Tätigkeit am qualifiziertesten (siehe Abbildung, Seite 253).

Bei der vierten ABS-Transaktion wurden etwa 34 Prozent der insgesamt 296,1 Millionen Euro umfassenden Class A bei externen Investoren platziert. Darüber hinaus wurde ein Großteil der Class B (Volumen 30,3 Millionen Euro) sowie der Class C (Volumen 22,0 Millionen Euro) ebenfalls extern veräußert. Gleichzeitig behält die Abc-Bank einen Teil der Class-A-Papiere ein, um diese zum Zwecke der Sicherheitenstellung bei der Teilnahme an den Offenmarktgeschäften nutzen zu können. Die unterschiedlichen Nutzungsmöglichkeiten der emittierten Wertpapiere und die damit einhergehende Flexibilität bei der Liquiditätsbeschaffung ist ein weiteres Argument, welches für einen Einsatz von Asset-Backed-Verbriefungen in der Refinanzierung spricht.

### Erhöhte Platzierungsquote

Seit der ersten Asset-Backed-Verbriefung der Abc-Gruppe im Jahr 2013 konnte die Platzierungsquote stetig erhöht werden. Wurden in den

ersten beiden Transaktionen ausschließlich Class-A-Papiere platziert, konnte ab der dritten Transaktion die Platzierung auf die mittleren Risikoklassen, die sogenannte Mezzanine Tranchen B und C, ausgeweitet werden. Rückblickend ist es für die Abc-Bank vorteilhaft gewesen, seit der ersten ABS-Transaktion auf der Investorenseite mit zuverlässigen und kompetenten Partnern zusammenzuarbeiten. Insbesondere die KfW als Ankerinvestor, die seit 2013 alle Abc SME Lease Germany Transaktionen begleitet hat, hat zum erfolgreichen Auf- und Ausbau des Refinanzierungsstandbeins der Asset-Backed-Verbriefungen beigetragen.

Abschließend lässt sich festhalten, dass sowohl die Bedeutung als auch das zukünftige Potenzial von Verbriefungen für KMU groß ist. Die Diversifizierung der Refinanzierungsquellen und ein für KMU oft verwehrtter Zugang zum Kapitalmarkt stellen neben der Flexibilität und der kontinuierlichen Liquiditätssicherung die wichtigsten Vorteile von Verbriefungen dar. Ein nachhaltiges Engagement im Verbriefungsmarkt durch internationale Initiativen wie ENSI leisten damit einen Beitrag zur Finanzierung mittelständischer Unternehmen in Deutschland und Europa. ◀

## KAPP & GEISSLER RECHTSANWÄLTE

### IHR SPEZIALIST FÜR FACTORING & FINANZIERUNG

- VERTRAGSGESTALTUNG
- BETREIBUNG IM IN- UND AUSLAND
- PROZESSFÜHRUNG
- KUNDENINSOLVENZ

LEUSCHNERSTRASSE 7 · 70174 STUTTGART  
TEL. +49(0)711 224980 · FAX +49(0)711 2249844  
KANZLEI@KAPP-GEISSLER.DE · WWW.KAPP-GEISSLER.DE