

## ASSET SECURITIZATION – DIFFERENCE OF ASSET BACKED SECURITIES TO TRADITIONAL FINANCING METHODS

### VERBRIEFUNG VON FORDERUNG: ABGRENZUNG DER ABS ZU TRADITIONELLEN FINANZIERUNGSFORMEN

#### Abstract

*Financing through securitization can be seen, most probably as one of the most important financial innovation in the second part of the last century. Explained in simple words, securitization allows depository institutions, finance companies and other non – financial institutions to obtain liquidity from non – tradable assets they own, that otherwise could not be sold in liquid markets but would remain on their balance sheet until their maturity.*

*Within the securitization process, a company partially “deconstructs” itself by separating certain types of illiquid assets from the risks generally associated with the owning company and is able to obtain funds by using these in the capital markets at a lower cost, than if it could have raised the funds directly by issuing more debt or equity. This technic allows for credit to be provided directly to market rather than through financial intermediation.*

*This article shall emphasize from theoretical perspectives the major differences of asset securitization to other similar traditional financing technics, especially to factoring, forfaiting and Pfandbrief.*

*Factoring, traditionally used in the textile industries, and forfaiting, just like securitization involves a sale of receivables in order to generate cash. However, given the superficial similarities between these financing methods it is very useful to compare them and understand when each applies. In certain circumstances, the principles used in securitization and factoring may be even combined in order to obtain even lower capital than through either the innovating securitization or old line factoring.*

**Keywords:** securitization, liquidity, ABS, factoring, finance, forfaiting,

Nach einer Betrachtung der Asset Securitisation können Parallelen zu klassischen Finanzierungstechniken wie zum Factoring, zur Forfaitierung und zur Pfandbrieffinanzierung entdeckt werden. Aus diesem Grund ist der Frage nachzugehen, inwiefern sich die Asset Securitisation von diesen Finanzierungsformen unterscheidet. Welche markanten Unterschiede bestehen zwischen diesen Finanzierungsmöglichkeiten?

Einer der wichtigsten Unterschiede zwischen der Asset Securitisation und den o. g. Finanzierungsformen besteht in der Tatsache, dass neben dem Hauptziel der Mittelbeschaffung noch eine große Anzahl von Sekundärzielen wie z. B. die Entfernung von Aktiva mit zugehöriger Finanzierungsschulden aus der Bilanz, Ausbau der Investorenbasis, Verbesserung des Asset- & Liability- sowie des Risiko-Managements durch die Reduzierung bestimmter Risiken erreicht werden können.<sup>2</sup> Ein weiterer grundlegender Unterschied ist die Umwandlung von vormals illiquiden Aktiva in erstklassige, liquide und marktgängige Wertpapiere, was im Rahmen der Asset Securitisation stattfindet.<sup>3</sup>

Wie beim Factoring, der Forfaitierung, der Zession und der Pfandbrieffinanzierung handelt es sich bei den ABS auch um eine Variante der objektgestützten Finanzierung. Die

---

<sup>1</sup> ongoing PhD of environmental engineer, National Institute of Economic Research, e-mail: Andreea.Alexandru@omv.com

<sup>2</sup> Vgl. Bär (2000), S. 48.

<sup>3</sup> Vgl. Henscher (1998), S. 386 ff.

objektgestützte Finanzierung ist dadurch gekennzeichnet, dass die Kredite sich nicht auf die Kreditwürdigkeit und Kreditfähigkeit der Kreditnehmer stützen, sondern ausschließlich auf die Werthaltigkeit und Ertragskraft einzelner Vermögensteile.<sup>4</sup>

## 2. Abgrenzung zum Factoring

Die Asset Securitisation ist eine dem Factoring sehr ähnliche Finanzierungstechnik, wodurch beim Vergleich des Forderungsverkaufes an eine andere Gesellschaft durch die beiden Techniken immer wieder Verwechselungen entstehen.<sup>5</sup> Aufgrund dieser starken oberflächlichen Ähnlichkeit ist es notwendig, diese beiden Finanzierungsformen zu vergleichen und ihren jeweiligen Anwendungsbereich abzustechen.

Wie das moderne Finanzierungsinstrument der Asset-Backed-Securitisation hat auch das Factoring seine Wurzeln in Amerika. Das heute bekannte Finanzierungsfactoring wurde im Jahr 1889 durch den *Factors Act* ins Leben gerufen und hat vor allem durch die Einführung des McKinley-Zolltarifs auf alle Importe im Jahr 1890 weiter an Attraktivität gewonnen.

Unter Factoring versteht man den laufenden Ankauf und die Verwaltung (Fakturierung, Buchführung, Mahnwesen, Inkasso) von kurzfristigen Forderungen aus Warenlieferungen und Dienstleistungen aufgrund längerfristiger vertraglicher Vereinbarungen (Rahmenvertrag) mit oder ohne Übernahme des Bonitätsrisikos und Bevorschussung der Forderungen durch ein spezialisiertes Finanzierungsinstitut.<sup>6</sup>

Während man in den USA auch heute noch unter Factoring allgemein das „old-line“(non-recourse)-Factoring<sup>7</sup> versteht, bei welchem der Factor die jeweiligen Forderungen ohne Rückgriffsrecht ankauft und dadurch das Delkredere-Risiko trägt, hat sich außerhalb der USA das sog. Recourse-Factoring, auch als unechtes Factoring bezeichnet, durchgesetzt.<sup>8</sup> Im Falle des unechten Factorings bleibt das Kreditrisiko beim Verkäufer der Forderungen. Des Weiteren lässt sich das Factoring auch in offenes Factoring (die Abtretung der Forderung wird dem Gläubiger zur Kenntnis gebracht) und stilles Factoring (dem Gläubiger wird die Abtretung nicht mitgeteilt) einteilen.<sup>9</sup>

Beide Finanzierungsformen ermöglichen eine Aufnahme von finanziellen Mitteln, ohne zusätzliches externes Fremd- oder Eigenkapital erwerben zu müssen.<sup>10</sup> So wie beim Factoring handelt es sich auch bei der Verbriefung von Forderungen um einen Forderungsverkauf. In beiden Fällen werden gebundene Mittel durch den Verkauf vor ihrer Fälligkeit freigesetzt.<sup>11</sup> Da die liquiden Mittel durch den Verkauf von Unternehmensaktiva erzielt werden, handelt es sich eher um Formen der internen Finanzierung. Der Ankauf der Forderungen erfolgt bei der Asset Securitisation ähnlich wie beim echten Factoring ebenfalls regresslos, sodass das Ausfallrisiko auf die Zweckgesellschaft übergeht. Die verkauften Forderungen scheiden aus der Bilanz des Forderungsverkäufers aus und werden beim Käufer bilanziert.

Die Abgrenzung der ABS erfolgt gegen das echte und offene Factoring, da die Unterschiede hierbei am deutlichsten herausgestellt werden können. Die Finanzierungsformen unterscheiden sich im Hinblick auf die ihnen zugrunde liegenden Forderungen. Im Gegensatz zum Factoring, wo durch einen Rahmenvertrag zwischen dem Factor und Forderungsverkäufer grundsätzlich fortlaufend kurzfristige Forderungen<sup>12</sup> aus Waren- und

<sup>4</sup> Vgl. Bund (2000), S. 44.

<sup>5</sup> Vgl. Bär (2000), S. 53.

<sup>6</sup> Vgl. Hagenmüller / Sommer / Brink (1997), S. 15.

<sup>7</sup> Im deutschsprachigen Raum als echtes Factoring bezeichnet.

<sup>8</sup> Vgl. Degenschild / Binder (1987), S. 25.

<sup>9</sup> Vgl. Bär (2000), S. 54.

<sup>10</sup> Vgl. Bigus (2000), S. 465 ff.

<sup>11</sup> Vgl. Gehring (1999), S. 37.

<sup>12</sup> Maximale Laufzeit bis zu 120-150 Tage.

Dienstleistungsgeschäften übertragen werden, sind bei der Asset-Backed-Securitisierung nicht nur kurzfristige, sondern auch mittel- und langfristige und vor allem differenzierte Forderungen<sup>13</sup> denkbar. Bei der ABS-Finanzierung liegen nicht nur Forderungen aus Lieferungen und Leistungen zugrunde, sondern eine Vielzahl von vielfältigen Forderungen, beispielsweise Handelsforderungen, Forderungen aus Studentenkrediten, Lizenz- und Franchisegeschäften etc.<sup>14</sup> Zudem findet bei der Finanzierung über ABS keine fortlaufende Forderungsübertragung statt.<sup>15</sup> Charakteristisch für eine ABS ist die Anwendung verschiedener finanzmathematischer Methoden zur Darstellung des Kreditrisikos im Portfolio. Es geht bei dieser Finanzierungsform um die Betrachtung des Forderungsportfolios als Ganzes, um die Verlässlichkeit und Kalkulierbarkeit des Zahlungsverhaltens des gesamten Forderungspools. Im Gegensatz dazu werden beim Factoring die Einzelbonitäten der vielen verschiedenen Schuldner analysiert.<sup>16</sup>

Im Rahmen der Asset Securitisation tritt das SPV als Forderungskäufer auf, welches zu Beginn der Transaktion und ausschließlich zu diesem Zweck gegründet wird. Das Liquidität suchende Unternehmen muss nicht mit einem bereits am Markt tätigen und i.d.R. etablierten Factor über die Abtretung verhandeln, sondern kann diesen mit der Gründung des SPV quasi selbst kreieren. Dadurch hat das Unternehmen den Vorteil, dass die Zweckgesellschaft

- speziell auf die Verhältnisse des gegründeten Unternehmens zugeschnitten ist und nur dessen Forderung übernimmt, wodurch eine Flexibilität bei der Vertragsgestaltung gewährleistet wird;
- die rechtlich verselbstständigten Forderungen zur Besicherung der WP-Emission einsetzt werden.

Beim echten Factoring übernimmt der Factor gleichzeitig mit dem Kauf der betroffenen Forderungen die Dienstleistungen der Debitorenbuchhaltung, Kreditwürdigkeitsprüfungen, die laufende Überwachung der Bonität der Drittschuldner sowie das Inkasso und das Mahnwesen. Anders als der Factor kann sich der Investor, der ABS erwirbt, durch die Handelbarkeit seiner verbrieften Ansprüche vorzeitig von diesen trennen. Er erfreut sich damit am Vorteil der Liquidierbarkeit, die ihm eine große Flexibilität ermöglicht.<sup>17</sup> In der Finanzierung durch ABS führt der Forderungsverkäufer bzw. sein Service-Agent die Funktion der Dienstleistungsabwicklung wie Inkasso- oder Mahnwesen durch.

Da die Durchführung einer ABS-Emission mit sehr hohen Kosten verbunden ist, wird ein Forderungsbündel zugrunde gelegt, dessen Nominalwert EUR 30 – 50 Mio.<sup>18</sup> üblicherweise nicht unterschreitet. Dagegen kann ein Unternehmen die Leistungen eines Factors bereits bei niedrigeren Beträgen in Anspruch nehmen.

Dem Anleger von ABS bietet sich im Gegensatz zum Factor ein größerer Handlungsspielraum an. Aufgrund des Ratings kann die verbrieft Forderung am Markt eher verkauft werden als Forderungen aus L&L ohne diese Bonitätseinstufung.<sup>19</sup> Durch das gute Rating können außerdem die Kosten der Refinanzierung gesenkt werden.

Beim Factoring liegt aufgrund der fortlaufenden Übertragung der Forderungen in der Regel eine auf Dauer angelegte Geschäftsbeziehung zwischen Factor und Forderungsverkäufer zugrunde. Einer ABS-Finanzierung ist eine solche Dauerbeziehung

---

<sup>13</sup> Vgl. Riel (2001), S. 373.

<sup>14</sup> Vgl. Bär (2000), S. 56.

<sup>15</sup> Vgl. Riel (2001), S. 368.

<sup>16</sup> Vgl. Rittinghaus / Markowka / Hellman (1997), S. 133.

<sup>17</sup> Vgl. Bigus (2000), S. 465 ff.

<sup>18</sup> In der Literatur ist man sich im Hinblick auf die Mindestanforderungshöhe uneinig.

<sup>19</sup> Vgl. Riel (2001), S. 368.

fremd, da es sich bei der Forderungsübertragung grundsätzlich um ein einmaliges Geschäft handelt.<sup>20</sup>

Trotz der vielen Vorteile, die ABS-Finanzierungen anbieten, kann man das traditionelle Factoring nicht als überflüssig bzw. altmodisch bezeichnen. Viele kleine und mittelständische Unternehmen können die hohen Kosten, die mit der Gründung des SPV oder der Registrierung von Wertpapieren im Rahmen der Asset Securitisation verbunden sind, nicht aufbringen. Besonders für diese Unternehmen stellt das Factoring eine günstigere Finanzierungsalternative dar.<sup>21</sup>

### **3. Abgrenzung zur Forfaitierung**

Der Begriff Forfaitierung, aus dem Französischen „à forfait“ abgeleitet, bedeutet so viel wie „in Bausch und Bogen“ und weist darauf hin, dass bei diesem Finanzierungsinstrument eine pauschale Übernahme des Delkreder-Risikos durch den Käufer erfolgt. Forfaitierung bezeichnet den Verkauf einer Forderung ohne Regressanspruch an ein spezielleres Finanzierungsinstitut. Der Forderungskäufer (Forfaiteur) trägt sowohl das wirtschaftliche als auch das politische Risiko.<sup>22</sup> Der grundlegende Unterschied zwischen Forfaitierung und Finanzierung durch ABS besteht in der Tatsache, dass der Forfaiteur eine einzelne Forderung ankauft, während bei einer ABS-Transaktion ein Forderungspool<sup>23</sup> auf das SPV übertragen wird.

Weitere Unterschiede bzw. Gemeinsamkeiten zwischen diesen Finanzierungsalternativen sind jenen zwischen Factoring und ABS-Finanzierungen sehr ähnlich.

### **4. Abgrenzung zur Pfandbrieffinanzierung**

In der Literatur ist sehr oft die Meinung anzutreffen, dass ein effizienter Pfandbriefmarkt, wie er in manchen Ländern etabliert ist, die Entwicklung des ABS-, besser gesagt des MBS-Marktes bremst, wenn nicht gar verhindert. Die Ausgabe von Hypotheken-Pfandbriefen kann am besten zum Vergleich mit der Emission der ähnlichen Mortgage-Backed Securities herangezogen werden.<sup>24</sup> Diese Instrumente sind sich besonders ähnlich, aber keinesfalls identisch. Bezüglich der Bonität zeigen beide Finanzierungstechniken eine erstklassige Qualität auf. Die Ursache für diese Bonität ist jedoch verschieden. Während Pfandbriefe aufgrund spezieller gesetzlicher Regelungen risikoarm gestaltet sind, sind bei den MBS zusätzliche Sicherungsformen für die hohe Bonitätseinstufung verantwortlich.<sup>25</sup>

Gemeinsam ist Pfandbriefen und MBS das Prinzip der vollen Deckung. Die Ansprüche der Investoren werden sowohl bei der Pfandbrieffinanzierung als auch bei der Asset Securitisation durch einen geregelten Forderungspool mit dazugehörigen Sicherheiten gewährleistet, wobei jedoch beim Pfandbrief keine rechtliche Verselbstständigung der zugrunde liegenden Vermögenswerte erfolgt, sondern ausschließlich ihre Zuordnung zu bestimmten Wertpapieren.<sup>26</sup>

Neben diesen Charakteristiken unterscheiden sich die Finanzierungen durch Asset Securitisation und durch Hypotheken-Pfandbriefe noch in anderen Punkten, welche in der folgenden Tabelle dargelegt werden

---

<sup>20</sup> Vgl. Gehring (1999), S. 37.

<sup>21</sup> Vgl. Schwarcz (1997), S. 1293.

<sup>22</sup> Vgl. Gehring (1999), S. 39.

<sup>23</sup> Vielzahl von Forderungen gebündelt.

<sup>24</sup> Vgl. Bär (2000), S. 51.

<sup>25</sup> Vgl. Braun (2001), S. 181.

<sup>26</sup> Vgl. Bund (2000), S. 46 f.

**Tab. 1**

**Ein Vergleich zwischen Hypotheken-Pfandbrief und Asset Securitisation<sup>27</sup>**

Merkmale	Pfandbriefe	Asset Securitisation
Emittenten	Ausschließlich Hypothekenbanken unter Einhaltung der Vorgaben des Hypothekenbankengesetzes.	Alle Unternehmen, welche über Forderungen aus Hypothekenkrediten verfügen (keine explizite rechtliche Regelung)
Emissionsvolumen	Durch haftendes Eigenkapital begrenzt	Keine aufsichtsrechtliche Beschränkung
Forderungsart und Forderungsportfolio	Beschränkung auf grundpfandrechlich besicherte Forderungen von Hypothekenbanken; Im Zeitablauf kann die Zusammensetzung der unterliegenden Kredite verändert werden	Die rechtsgeschäftliche Verbriefungstechnik ist auch auf andere Forderungen, nicht nur MBS, anwendbar, sofern diese einen kontinuierlichen Zahlungsstrom sowie eine entsprechende Bonität aufweisen; Während der Emission kann das Portfolio nicht verändert werden
Cashflow-Struktur	Es besteht keine direkte Verbindung zwischen den Cashflows der Kreditzahlungen und den Wertpapieren	Cashflows aus den Forderungen dienen explizit zur Bedürfnisbefriedigung der Investoren
Bilanzierung	Die Forderungen scheiden nicht aus der Bilanz der Hypothekenbank aus; keine rechtliche Verselbständigung der Vermögenswerte	Die verkauften Forderungen werden nicht mehr beim Originator bilanziert. Off-Balance-Sheet aufgrund der rechtlichen Trennung der Vermögenswerte vom Verkäufer
Haftungsmasse	Der Pfandbrief ist eine Schuldverschreibung, für welche die Hypothekenbank mit dem Eigenkapital haftet	Haftung durch die zugrunde liegenden Forderungen, Kreditbesicherungen und Credit Enhancement
Risiko	Die Hypothekenbank trägt das Kreditrisiko	Das Kreditrisiko wird auf das SPV respektive Sicherungsgeber und Investoren übergewälzt
Prepayment - Risiko	Verbleibt beim Emittenten	Wird auf Investoren übertragen
Konkursfall	Im Falle des Konkurses des Emittenten gehen die Forderungen der Pfandbriefgläubiger denen aller anderen Konkursgläubiger vor	Die Anleger der Wertpapiere bleiben aufgrund der rechtlichen Trennung der Vermögenswerte vom Verkäufer von einem Konkurs des Originators vollkommen unberührt

Abschließend ist festzuhalten, dass die genannten Finanzierungstechniken im Refinanzierungsbereich keine Konkurrenzprodukte sind, da sie, wie aus Tabelle 5 erkennbar, unterschiedliche Merkmale aufweisen. So wird sich grundsätzlich ein Finanzierungsinstitut, das lediglich für seine Wohnungsbaukredite im erstrangigen Bereich eine preiswerte Refinanzierung sucht, dem Hypothekens-Pfandbrief zuwenden und die betreffenden Kreditrisiken möglicherweise verbiefen. Ein Kreditinstitut, welches sich darüber hinaus auch für Mittelstands- oder Konsumentenkredite eine Refinanzierungsmöglichkeit sichern will, die auch die Besicherung der Kreditrisiken gewährleistet, wird sich für eine True-Sale-Verbriefung<sup>28</sup> entscheiden.<sup>29</sup>

<sup>27</sup> Eigene Darstellung nach Bär (2000); vgl. auch Eller (2001), Bund (2000) und Turwitt (1999).

<sup>28</sup> Nähere Betrachtung in Kapitel 4.2.1.

<sup>29</sup> Vgl. Glüder / Bechtold (2004), S. 19.

## Literaturverzeichnis

Bär, H.P. (2000): Asset Securitisation – Die Verbriefung von Finanzaktiven als innovative Finanzierungstechnik und neue Herausforderung für Banken, Bern / Stuttgart / Wien 2000.

Bigus, J. (2000): Finanzierung über Factoring und Finanzierung über Asset-Backed-Securities im Vergleich, in: Wirtschaftswissenschaftliches Studium, Heft 08/2000, S. 456-467.

Böhmer, M. (1996): Die arbitragefreie Bewertung von asset-backed securities und der zugrunde liegenden Finanzaktiva mittels eines zeit- und zustandsdiskreten optionsbasierten Ansatzes, Frankfurt am Main 1996.

Bund, S. (2000): Asset Securitisation – Anwendbarkeit und Einsatzmöglichkeiten in deutschen Universalinstituten, Frankfurt am Main 2000.

Eller, R. (2001): Modernes Bondmanagement, Wiesbaden 2001.

Freiß, P. (2003): Asset Backed Securities – Für die betriebliche Praxis mittelständischer Unternehmen nur bedingt geeignet, in: VentureCapital Magazin „Mittelstandsfinanzierung“ 03/2003, S. 84-85.

Gehring B. (1999): Asset Backed Securities im amerikanischen und im deutschen Recht, München 1999.

Glüder, D. / Bechtold, H. (2004): True-Sale-Verbriefungen: ABS made in Germany, in: Die Bank, 12/2004, S. 18-21.

Hagenmüller, K.F. / Sommer, H.J. / Brink, U. (1997): Handbuch des nationalen und internationalen Factoring, Frankfurt am Main 1997.

Henscher, F. (1998): Entlastungseffekte für Kreditinstitute durch Asset Backed Securities, in: Die Sparkasse, 115/1998, S. 386-388.

Herrmann, H.-J. (1997): Asset Backed Securities als innovatives Finanzierungsinstrument, in: Das Wirtschaftsstudium 03/1997, S. 223-227.

Jaschinski, S. / Schielke, J. E. (2003): Asset Backed Securities (ABS) für den Mittelstand – Vision oder Realität?, in: Das Kreditwesen, Heft 12/2003, S. 644-645.

Leuschner, C.-F. / Briesemeister, H. (2004): Moderne Finanzierungsalternativen für Genossenschaften: Asset Backed Securities, in: Zeitschrift für das gesamte Genossenschaftswesen, Heft 54/2004, S. 100-112.

Notger C. (2003): Securitisation von Krediten mit Hilfe von Collateral Loan Obligations, in: Fischges, W. / Heiß, C. / Krafczyk, M. (Hrsg.): Banken der Zukunft – Zukunft der Banken, Wiesbaden 2003, S. 44-80.

---

Ohl, H.P. (1994): Asset Backed Securities – ein innovatives Finanzierungsinstrument zur Finanzierung deutscher Unternehmen, Wiesbaden 1994.

Paul, S. (1994): Bankenintermediation und Verbriefung – Neue Chancen und Risiken für Kreditinstitute durch ABS? Wiesbaden 1994.

Paul, S. (2004): Asset Backed Securities – Patentrezept für die Mittelstandsfinanzierung, in: Das Wirtschaftsstudium, Heft 10/2004, S. 1230-1238.

Pfaue, M. (2003): Verbriefung von Forderungsportfolien – Asset Backed Securities, in: Wolf, B. / Hill, M./ Pfaue, M. (Hrsg.): Strukturierte Finanzierungen, Stuttgart 2003, S. 167-197.

Riel, C. (2001): Asset Backed Securities (ABS) – ein zeitgemäßes Finanzierungsinstrument, in: Die Sparkasse Nr. 08/2001, S. 368-372.

Rittinghaus, H. / Markowka, / Hellman, U. (1997): ABS-Transaktionen für deutsche Kreditinstitute, in: Sparkasse, 114. Jg., Heft 03/1997, S. 133-140.

Schwarcz, S. (1997): Die Alchemie der Asset Securitisation, in: Der Betrieb – Wochenschrift für Betriebswirtschaft, Steuerrecht, Wirtschaftsrecht, Arbeitsrecht, Heft 26/1997, S. 1289-1297.

Turwitt, M. (1999): Asset Backed Finanzierungen und handelsbilanzielle Zuordnung, Wiesbaden 1999.