

Schwerpunkt Risikomanagement

CMBS-Fälligkeiten und die Möglichkeiten von Kreditbearbeitung und Kredithandel

Nachdem zwischen der Jahrtausendwende und der Lehman-Pleite 2008 die Verbriefung von Immobilienkrediten ihren Höhepunkt erreicht hatte, rollt nun eine gewaltige Fälligkeitwelle auf die Banken zu. Wie die Mortgage Backed Securities (MBS) refinanziert werden sollen, ist fraglich. Häufiges Problem: Da die Kredite nicht in den Büchern der Banken blieben, war deren Risikoanalyse zumeist lax. Leistungsstörungen treten häufiger auf und manche Immobilien haben an Wert verloren. Ein Ausweg, so meint der Autor, ist das Einschalten eines Special Servicers mit Erfahrungen in der Verarbeitung von notleidenden Forderungen. Dieser könne die bestehenden Sicherheiten verwerten helfen – sofern ihm die MBS-Gläubiger genügend Zeit einräumen. (Red.)

Die Verbriefung und Ausplatzierung von großvolumigen gewerblichen Immobilienfinanzierungen (sogenannten Commercial Mortgage Backed Securities – CMBS) gehörten bis vor einigen Jahren zu einem probaten Mittel der Großbanken, um Kredite und Kreditrisiken aus der Bankbilanz zu bekommen. Damit sollte in vieler Hinsicht Platz für Neugeschäft geschaffen werden. Dass die dabei verwendeten Standards stark von Institut zu Institut abwichen und zum Teil auch (zu) risikoreiche Kredite verbrieft wurden, ist mit ein Auslöser für die letzte Finanzkrise gewesen. Die Frage stellt sich nun: Was passiert mit den Krediten, die in der Hochzeit des Marktes in den Jahren 2005 bis 2008 als CMBS verbrieft wurden und deren Fälligkeiten nunmehr in den Jahren 2012 bis 2014 anstehen?

Ein kurzer Blick zurück

Im Jahr 2007 wurde mit rund 230 Milliarden US-Dollar ein Höhepunkt in der Emission dieser Wertpapiere erreicht. Durch die danach einsetzende Finanzkri-

se kam der Markt bereits Ende 2008 vollständig zum Erliegen. Eine Wiederbelebung ist längst notwendig. Allein in Deutschland wird ein CMBS-Volumen bis Ende 2013 in Höhe von rund 30 Milliarden Euro fällig (vergleiche Abbildung 1).

Die Vorboten einer neuen Finanzkrise – außerhalb der Staatsschuldenkrise – sind somit schon sichtbar. Für Aufruhr sorgte Ende Juli dieses Jahres die Rücknahme bereits vergebener Bonitätsnoten für neue zumeist amerikanische CMBS-Platzierungen durch die Ratingagentur Standard & Poor's. Diese hatte erklärt, dass die Systematik der Bewertung solcher Papiere derzeit überprüft werde und sie somit keine Ratings vergeben wolle. Diese vorbereiteten CMBS-Transaktionen konnten – wie von international tätigen Beratungsunternehmen zu erfahren war – zumeist dann nicht platziert werden, denn ohne Rating ist die Chance, eine solchen Transaktion bei Investoren zu platzieren, sehr gering.

Eine Klarstellung von Standard & Poor's führte zwar zu einer Beruhigung der Marktteilnehmer. Aber bereits vor der Rating-Diskussion stand der CMBS-Markt unter Druck, auch mit Blick auf die Staatsschuldenkrise in Europa und den USA. Die steigende Zahl von Ausfällen bei den zur Unterlegung der ausgereichten Anleihen dienenden Immobiliendarlehen ist ein weiterer Grund.

Die Ratingagentur Fitch kommt für Europa zu dem Ergebnis, dass Ende des zweiten Quartals dieses Jahres bei nur noch rund 67 Prozent der zur Unterlegung dienenden Darlehen Zins- und Tilgungszahlungen problemlos erbracht

wurden. Reden will kaum jemand darüber. Zugleich ist der Handlungsbedarf enorm, insbesondere im Hinblick auf die bald fällig werdenden CMBS.

Unabhängig von der ungeklärten Frage, wie die Refinanzierung gestaltet werden kann, steht fest: Die nächste Krise ist vorprogrammiert, wenn die Transaktionsstrukturen nicht einfacher werden. Transparenz, Bonität und Bewertbarkeit der Papiere sind künftig elementar.

Hier ist in der Vergangenheit viel Vertrauen in die Syndizierung als Refinanzierungsmittel verspielt worden, was es nun in Zukunft zurückzugewinnen gilt. Denn in den zurückliegenden zwei bis drei Jahren war dieser Markt nahezu vollständig zum Erliegen gekommen. Wenn noch Asset Backed Securities (ABS) platzierbar waren, dann waren dies vor allem verbrieft Autofinanzierungen (Car-loans / Auto-ABS) und Konsumentenkredite (Consumer-ABS), aber keine mit gewerblichen Immobilien besicherten Papiere. Ein weiterer Grund hierfür sind die häufig sehr komplexen Strukturen.

Komplexe Strukturen als Handicap

Eine typische Transaktion zeigt die Komplexität der Strukturen (vergleiche Abbildung 2), die dringend reduziert werden muss:

Ein Immobilienfinanzierer überträgt einzelne oder mehrere Forderungen und Immobiliarsicherheiten auf eine Zweckgesellschaft (Single Purpose Vehicle – SPV). Diese SPV haben ihren Sitz in der Regel steueroptimiert in Ländern wie Irland, Luxemburg oder den Niederlanden. Die SPV wiederum begeben Anleihen in mehreren Tranchen (Senior, Mezzanine, Junior). Die Investoren in diese Anleihen sind häufig Dutzende oder Hunderte von institutionellen einzelnen Anleihegläubigern, die in Senior-, Mezzanine- oder Junior-Tranchen investieren und die – wegen der unterschiedlichen Rückzahlungsrisiken im „Waterfall“ – auch unterschiedlich hohe Renditen versprochen bekommen.

Der Autor



Andreas Flechtner

Geschäftsführer, Crown Credit Services GmbH, Bochum

Je weiter unten man im „Waterfall“ zugeteilt wird, umso höher ist die versprochene Verzinsung.

Die Risiken erhöhen sich also massiv, je weiter man als Investor in dem Mezzanine- oder Junior-Bereich investiert ist. Aber nur die wenigsten der zugrundeliegenden Kredite aus der Verbriefungshochphase dürften momentan so stabil und gut laufen, dass die im „Waterfall“ weit unten investierten CMBS-Investoren noch auf die versprochenen Renditen hoffen können. Es kommt hinzu, dass auch die prognostizierten Immobilienwerte heute häufig nicht erreicht werden, sodass es in der Regel auch zu massiven Problemen bei der Prolongation durch die finanzierenden Banken kommt, zumal sich auch das strukturelle Umfeld für die Banken massiv verändert hat, Stichworte sind zum Beispiel Basel III, die geänderten Eigenkapitalanforderungen an die Schuldner und die Finanzierung nur noch im Rahmen von moderateren Beleihungsausläufen (LTV Ratio).

Die Ratingagentur Fitch hat in einer Studie vom Juli 2011 das Problem unter dem Stichwort „The Maturity Issues“ benannt. Die Frage ist, wie die Banken mit dieser „Fälligkeitsfrage“ umgehen und was der Ansatz für die Marktteilnehmer ist, diese Herausforderungen in den Griff zu bekommen. Ein Mittel könnte sein, die CMBS-Tranchen oder horizontal respektive vertikal geschnittene CMBS-Teile an Investoren zu verkaufen, die allerdings in der Regel Zugriff auf die Immobilien als Sicherheit verlangen werden. Gerade dies ist aber häufig aufgrund der komplexen Struktur und der zum Teil auch synthetischen Transaktionen nicht ohne weiteres möglich. Selbst bei True-Sale-Transaktionen ist die Struktur derart komplex, dass ein solches Vorgehen in der Regel ausscheidet.

Servicing zur Optimierung

Bleibt als weitere Möglichkeit die In-house-Bearbeitung in der Bank selbst oder auch die Auslagerung der Bearbeitung, also das Servicing der Kredite durch Spezialisten auch über den eigentlichen Fälligkeitszeitraum hinaus. Denn nur ein sehr kleiner Teil der CMBS-Darlehen (vergleiche Abbildung 3) wird zum Fälligkeitstermin zurückgezahlt werden können, viele werden (außerplanmäßig) verlängert werden (müssen) – mangels Alternative.

Ein Großteil wird im Rahmen einer Stand-still-Vereinbarung für ein oder

Abbildung 1: Laufzeitprofile von CMBS (Angaben in Milliarden Euro)

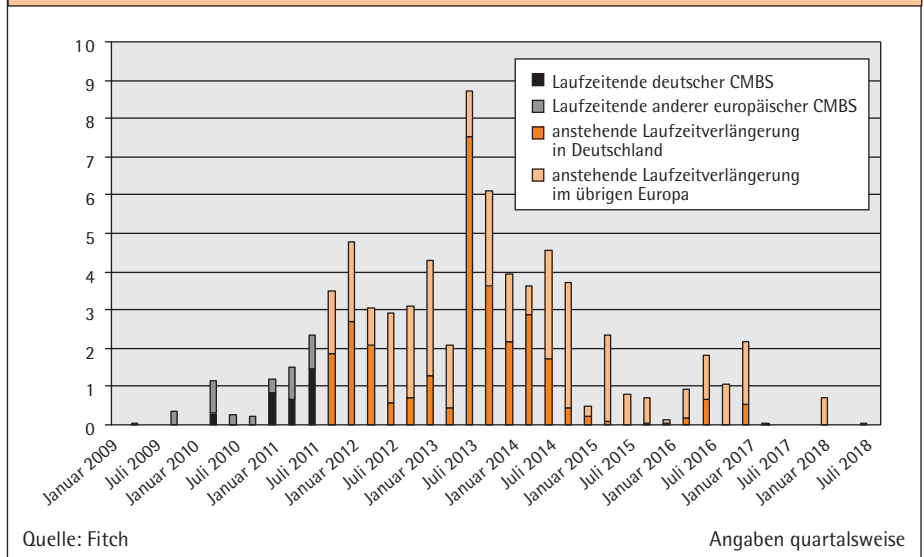


Abbildung 2: Struktur einer „True Sale“-Verbriefung nach Perridon/Steiner (2004, 440) und Bankenverband

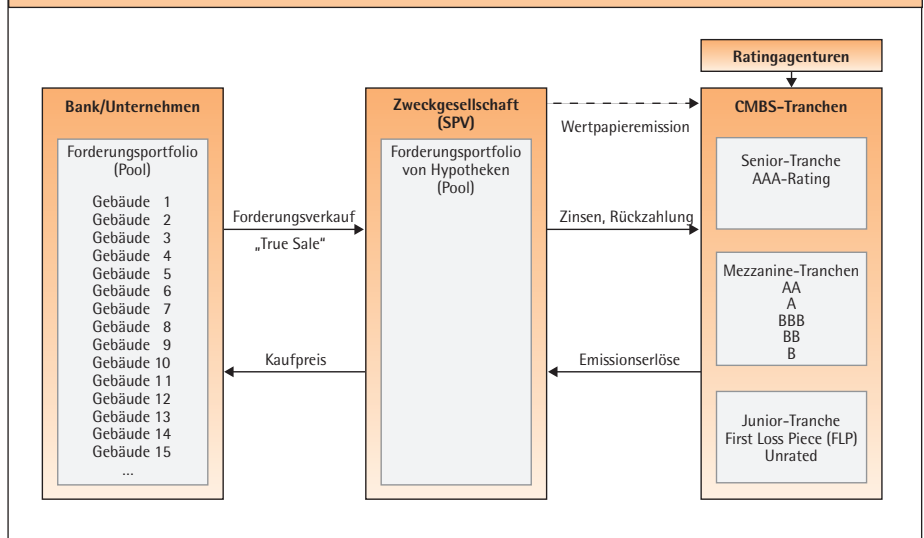
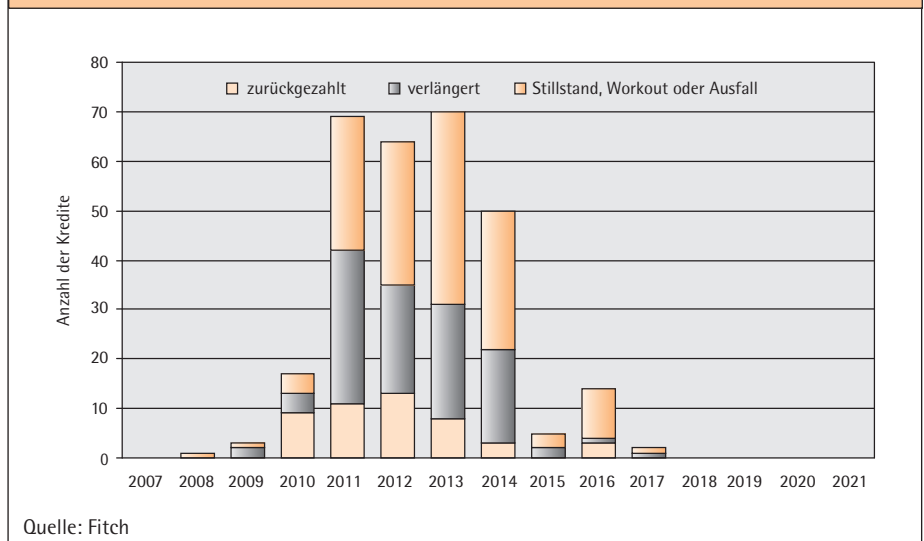


Abbildung 3: Aktuelle und erwartete Ereignisse bei Laufzeitende von deutschen CMBS



zwei Jahre „geschoben“ werden müssen in der Hoffnung, dass sich an der Marktsituation bis dahin etwas geändert hat. Einige Strukturen werden sicherlich auch schon jetzt und in Zukunft zum Fälligkeitstermin zu Wertberichtigungen (Haircuts) führen, soweit die Kreditqualität zu schlecht ist und das betreffende Institut den Verlust realisieren kann.

Aus Sicht des Kredit-Servicers ergeben sich in jedem Fall verschiedene Möglichkeiten, die natürlich gemeinschaftliche Lösungen der Gläubiger der verbrieften Kredit-Tranchen voraussetzen. Jede notleidende Finanzierung benötigt besonderes Wissen, um das noch vorhandene Ertragspotenzial zu aktivieren. Insbesondere bei CMBS, die einer Restrukturierung oder sonstigen Intensivbetreuung bedürfen, kann ein spezialisierter Servicer bei der Bearbeitung dieser Kredite mit seinen Erfahrungen, insbesondere hinsichtlich einer bestmöglichen Verwertung der Sicherheiten, unterstützen.

Die Vorteile, die eine professionelle Bearbeitung von notleidenden Darlehensforderungen durch einen Servicer bieten, gelten für CMBS-Strukturen genauso wie für sämtliche notleidenden Darlehensforderungen von Wohn- und Gewerbeimmobilien. Das Leistungsspektrum eines Servicers umfasst nicht nur das Primary und Special Servicing, sondern immer mehr auch Back-Up Servicing beziehungsweise Master Servicing.

Insbesondere das Special Servicing, also die Verwaltung und Verwertung notleidender Darlehensforderungen, benötigt langjährige Erfahrung und fundiertes Wissen – sowohl bei Einzelfinanzierungen als auch bei umfangreichen Portfolios. Nur so ist eine effiziente Bearbeitung und letztendlich ein bestmöglicher Verwertungserlös garantiert. Die Bearbeitung von problembehafteten Krediten ist für den Servicer – anders als für die Bank – das Kerngeschäft. Die bestmögliche Verwertung ist somit nicht nur der

Anspruch, sondern sie ist auch durch die ausgefeilten Prozesse gesichert.

Insbesondere das Back-up Servicing bei CMBS wird aktuell vermehrt von Investoren und Rating-Agenturen nachgefragt, denn häufig besteht zwischen Servicer und Issuer (Bond-Platzierer) eine wirtschaftliche Verknüpfung, die für alle Beteiligten nachteilig sein kann, wenn die Strukturen nicht wie erhofft funktionieren und beispielsweise eine Schieflage des Issuers auf den Servicer durchschlägt, weil er wirtschaftlich im gleichen Lager steht. Ein Back-up Servicer kann als neutraler Dritter diese Problematik abmildern, wenn er in der Lage ist, kurzfristig und professionell in die Rolle des Servicers einzutreten, falls es soweit ist. Servicing durch erfahrene Spezialisten ist also für Finanzierer und Investoren nicht nur für CMBS ein probates Mittel, noch vorhandene Wertpotenziale von Immobilienfinanzierungen zu aktivieren. 