

Kreditverbriefung

Herausforderung CMBS-Fälligkeiten – was Special Servicer leisten können

Im Verbriefungsmarkt rollt eine Fälligkeitswelle an. Als sicher gilt, dass längst nicht alle auslaufenden Darlehen pünktlich zurückgezahlt oder prolongiert werden. Um die Sicherheiten dennoch zu verwerten oder die Verluste nicht realisieren zu müssen, haben die Gläubiger verschiedene Möglichkeiten. Eine davon ist der Asset-Verkauf. Dieser erfordert jedoch neben einem tiefgehenden Finanzwissen auch fundierte Kenntnisse über die Repositionierung und Vermarktung der Immobilien. Dafür bieten sich nach Meinung des Autors sogenannte Special Servicer an, die einerseits Bank- und andererseits Maklerwissen vereinen. Allerdings können diese Dienstleister erst ins Spiel kommen, wenn Zahlungsverzögerungen bereits eingetreten sind. (Red.)

Seit Beginn der Finanzkrise 2008 liegt der Handel mit Commercial Mortgage Backed Securities (CMBS) auf Eis. Die Financial Times Deutschland bezeichnete sie entsprechend 2011 als „No-go-Anleihen“¹⁾. Doch sie existieren nichtsdestotrotz aus vorherigen Jahren und werden in großem Umfang in den Jahren 2012 und 2013 fällig, was zu einer starken Marktbelebung führen wird: Einem Bericht der „Immobilien Zeitung“ zufolge, die sich auf Informationen von Fitch stützt, liefen im April 2012 allein in Deutschland CMBS im Umfang von rund 1,1 Milliarden Euro aus.

Eine reibungslose Rückführung der Kreditsumme erwartet die Ratingagentur nur in knapp einem Fünftel der Fälle: Lediglich 18 Prozent des Darlehensvolumens seien zum Stichtag vollständig zurückgezahlt worden. 2013 werden laut Fitch weitere europäische CMBS mit einem Gesamtvolumen von etwa zehn Milliarden Euro fällig.²⁾ Sicherungsobjekte sind weit überwiegend großvolumige Gewerbeimmobilien.

Der Autor



Stefan König

Generalbevollmächtigter und Leiter Akquisition, immofori AG, Hamburg

Das Vorgehen bei der Bearbeitung dieser notleidenden Engagements unterscheidet sich von dem, was sonst bei der Bearbeitung notleidender Immobilienkredite (NPL) gilt. Dies liegt in der komplexen Struktur der CMBS begründet: Denn CMBS sind verbrieft, durch Gewerbeimmobilien grundpfandrechtlich besicherte Forderungen. Gehandelt werden sie am Kapitalmarkt als Anleihen beziehungsweise Wertpapiere. Die Bondholder sind Gläubiger eines Emissions-SPV (Zweckgesellschaft) unter einer von diesem begebenen Schuldverschreibung, die regelmäßig nicht deutschem Recht unterliegt. Dagegen ist das Emissions-SPV Schuldner der Bondholder und damit ein besicherter Gläubiger des Immobilien-SPV.

Als „operativer Arm“ der CMBS-Struktur verwaltet eine Bank als Servicer das Darlehensengagement. Der Special Servicer übernimmt dagegen die Betreuung des Darlehens erst, wenn dieses notleidend wird – also spätestens bei Zahlungsausfällen. Er kann die Kreditsicherheiten, insbesondere die Grundschuld, durch einen Sicherheitentreuhänder verwerten lassen.

Hierfür sind ein komplexer Businessplan und ein sehr detailliertes Reportingsystem nötig, auf dessen Basis die finanzierenden Banken und die Bondholder die Entwicklung des Portfolios nachvollziehen können. Dies ist der Grund, warum Makler ohne NPL-Know-how für diese Aufgabe nicht infrage kommen. Umgekehrt braucht der Special Servicer aber unbedingt das Immobilien-Know-how, das der Servicer selbst üblicherweise nicht hat. Denn dieses Know-how ist notwendig, um möglichst hohe Ver-

kaufserlöse für den Bondholder zu erzielen.

Strategien für auslaufende CMBS

Wird eine CMBS-Anleihe fällig und ist noch nicht vollständig zurückgezahlt, gibt es für Banken und Investoren verschiedene Strategien:

1. Anleihen-Verkauf: Wenn es sich um verbrieft Strukturen handelt, werden die Anleihen an den Börsen gehandelt – und zwar auch ungeachtet der Fälligkeit der Kredite. Das ist primär das Geschäft von speziellen Hedge-Fonds. Oftmals erwerben die Bondholder sie aber auch selbst, um so in der Struktur Einfluss nehmen zu können. Gerade dann, wenn die Anteile sehr niedrig gehandelt werden, ist dies eine interessante Option. Dieses Vorgehen ist aber rein spekulativ und kein strategischer Ansatz. In den verbrieften Strukturen werden die Anleihen normalerweise erst zwei bis fünf Jahre nach dem Kredit fällig. Das heißt: Ab der Fälligkeit des Darlehens liegt ein Default unter diesem, aber noch nicht notwendigerweise unter den Anleihen vor.

2. Laufzeitverlängerung: Der Servicer darf das Darlehen normalerweise bis zu zwei Jahre verlängern, soweit daraus kein Downgrade der Anleihen folgt. Hierzu sind aber nicht alle Investoren bereit, weil die Interessenlage der Bondholder in den sogenannten Wasserfallstrukturen sehr unterschiedlich ist. Die Gläubiger der oberen Senior-Bond-Tranchen werden oftmals einen schnelleren Abverkauf – Exit – suchen und sich nicht in langwierige Verhandlungen mit den übrigen Bondholdern verstricken lassen, weil sie durch den niedrigen Auslauf beim Abverkauf meistens komplett befriedigt werden. Die Gläubiger der unteren Tranchen hingegen versuchen natürlich eine Verwertung zu vermeiden, bei der sie ganz oder zum Teil ausfallen würden.

3. Teilablösung: Ob diese Strategie sinnvoll ist, hängt stark von der Struktur der Anleihe ab. Hier ist oftmals das Problem,

dass ein Selbstbehalt in Höhe von fünf Prozent der Teilablösung entgegensteht. Das ergibt sich aus § 18a/18b KWG. Gegen neue CMBS-Strukturen sprechen einerseits erhebliche regulative Vorgaben, und andererseits ist die teilweise Refinanzierung mit unveränderten Darlehensnehmern der Bank regelmäßig nicht erlaubt – außer gegen Pflichttilgung des Release-Amounts der betroffenen Immobilien von zirka 110 Prozent des Allocated Loan Amounts.

4. Asset-Verkauf: Für den Asset-Verkauf benötigen die CMBS-Investoren die Hilfe von Special Servicern, da sie meist als reine Zweckgesellschaften (SPV) agieren und deshalb das notwendige operative Know-how nicht haben. Aber wer darf überhaupt den Special Servicer beauftragen? Im Bereich CMBS gibt es hierzu keine einheitliche Regelung. Normalerweise ist es so, dass am Maturity Date, das heißt am Tag, an dem die Fälligkeit des Darlehens eingetreten ist und eine Rückzahlung nicht erfolgt, ein Event of Default eintritt, und zwar auf Darlehensebene und nicht auf Issuer-Ebene. Dann beauftragt der Servicer den Special Servicer, der operativ tätig wird. Grundsätzlich bieten sich zwei Arten des Verkaufs an: freihändiger Verkauf der Sicherungsimmobilien und Zwangsversteigerung.

Freihändiger Verkauf versus Zwangsversteigerung

Die Freigabe zum freihändigen Verkauf trifft im Normalfall die Mehrheit der Darlehensgeber, sodass der Special Servicer auf dieser Basis tätig werden kann, also in der Regel eine Immobilienbewertung vornimmt und dann die Investoren lokalisiert, die für den Erwerb der Objekte infrage kommen. Diese Strategie ist in der Regel der Zwangsverwaltung oder Zwangsversteigerung vorzuziehen, da sie die kostengünstigere und schnellere Alternative darstellt. Der freihändige Verkauf erfordert allerdings die Mitwirkung des Darlehensnehmers, dieser kann nur verkaufen, sofern es der Sicherheitstreuhänder nach Fälligkeit der gesicherten Forderung gestattet (§ 1149 BGB). In diesem Zusammenhang stellt sich dann die Frage, ob der freihändige Verkauf nach dem Intercreditor Agreement (ICA) gegen den Widerstand des Junior Lenders zulässig ist. In der Regel erlauben die ICAs häufig die Veräußerung von Vermögensgegenständen nach Anweisung einer Mehrheit der Senior Lender – der sogenannten Structuring Group.

Ein weiteres Problem im Fall der Verbriefung könnte dann entstehen, wenn die nachrangigen Bondholder ausfallen. Es stellt sich also die Frage, was darf der Bondholder Trustee ohne Zustimmung der Bondholder? Dies erfordert in der Regel die Mitwirkung der nachrangigen Grundpfandrechtläubiger – also der Junior Lender – zur lastenfreien Übertragung, hier muss gegebenenfalls eine sogenannte „Lästigkeitsprämie“ gezahlt werden oder der Löschungsanspruch des Insolvenzverwalters ist nach den Rechtsprechungsgrundsätzen zu prüfen. Dadurch wird das Grundstück frei, der Sicherheitstreuhänder darf auf Anweisung

Roux Deutschland GmbH
Advisory & Valuation

Immobilienbewertung für Banken und Investoren

www.roux-deutschland.de
www.troostwijk.nl

TROOSTWIJK REAL ESTATE

der Structuring Group die Grundschuld zur Löschung freigeben. Die Darlehensnehmer – Senior Lender und Junior Lender – werden entsprechend ihrem Rang befriedigt. Das Property SPV bleibt mit den dann wertlosen Ansprüchen der Junior Lender belastet, soweit diese nicht befriedigt werden.

Für die Zwangsversteigerung und/oder Zwangsverwaltung müssen formal zunächst die Voraussetzungen der Zwangsvollstreckung wie Titel, Klausel und Zustellung vorliegen. In einer CMBS ist es nicht – wie sonst üblich – die Bank, die die Zwangsversteigerung einleitet, sondern der Issuer, der theoretisch aber sämtliche Bondholder fragen müsste. In der Praxis wird diese Befragung durch Noteholder-Meetings ersetzt. Durchgeführt wird die Zwangsversteigerung durch das Vollstreckungsgericht, demnach das Amtsgericht, in dessen Bezirk das Grundstück liegt. Die Zwangsverwaltung kann in der Regel zügig in die Wege geleitet werden, diese sichert dann den Zinsdienst. Alternative hierzu wäre die Verwaltung durch den Security Agent wie in den Sicherheitenverträgen vorgesehen. Unter staatlicher Aufsicht stehende Kreditinstitute oder Hypothekenbanken als Gläubiger können eine in ihren Diensten stehende Person als Verwalter vorschlagen.

Der Nachteil der Zwangsversteigerung sind die Dauer und die damit einhergehenden wirtschaftlichen Einbußen beim internen Zinsfuß (IRR) für den Investor, denn eine Zwangsversteigerung dauert nicht selten ein bis zwei Jahre. Da der Darlehensnehmer zudem in vielen Fällen insolvent ist, sind nach dem Insolvenzantrag die Vorschriften der InsO zu beachten. Nach § 1193 BGB n.F. muss die Grundschuld vor Verwertung mit einer 6-Monats-Frist gekündigt werden, bei Sicherungsgrundschulden sind abweichende Vereinbarungen unwirksam (§ 1193 II 2 BGB). Hier ist zu beachten, dass die Sechs-Monats-Frist nicht für Grundschulden gilt, die vor dem 20. August 2008 bestellt wurden. Vorausgesetzt, dass die Bedingungen der Zwangsvollstreckung gegeben sind, dürften die Nachteile des Zeitaufwandes und der geringeren Profitabilität gegenüber einer freihändigen Verwertung aber deutlich überwiegen.

Mehrwert für die Bondholder

Portfolio-Verkäufe hingegen begleiten Special Servicer im Fall von CMBS-Anleihen in der Regel nur, wenn die Strukturen der Anleihen diese Lösung zulassen. Auch das klassische Servicing ist im Fall von CMBS-Anleihen keine Dienstleistung der Special Servicer, weil hierfür in den Strukturen der Anleihen bereits feste Dienstleister – nämlich die Servicer – festgelegt sind.

Aber ein Special Servicer kann den Mehrwert der CMBS-Sicherungsimmobilie durch Neuvermietung, Development oder Capex-Maßnahmen erheblich steigern und so hohe Rückflüsse an die Bondholder generieren. Die Immofores beispielsweise bringt pro Jahr 800 – meist problematische Immobilien – in den Wirtschaftskreislauf zurück. Dieses Immobilien-Know-how haben Special Servicer dem Servicer, also den Banken, oft voraus. Was die Special Servicer wiederum von reinen Maklern unterscheidet, ist die Kenntnis der komplexen Strukturen in CMBS. Außerdem sind erfahrene Special Servicer geübt im Umgang mit schwierigen Schuldnern und sie entlasten gleichzeitig die Banken, sodass diese sich auf ihre Kernkompetenz, nämlich die Kreditvergabe, konzentrieren können.

Fußnoten

¹⁾ Financial Times Deutschland, 23. Mai 2011: „Comeback der No-go-Anleihen“.

²⁾ siehe Immobilien Zeitung vom 12. April 2012: „Im April laufen 1,1 Mrd. Euro CMBS-Kredite aus“.