

## Commercial Mortgage Backed Securities – Refinanzierung und Restrukturierung

Bis zum Herbst 2012 war es ruhig am deutschen Markt für durch gewerbliche Immobiliendarlehen gedeckte Wertpapiere (Commercial Mortgage Backed Securities oder CMBS). Dies gilt zumindest in Bezug auf Neuemissionen. Neuigkeiten gab es allenfalls über Ausfälle oder Restrukturierungen der den CMBS zugrunde liegenden Immobiliendarlehen.

### Drei großvolumige CMBS-Emissionen

Dies hat sich grundlegend geändert: Seit September 2012 fanden drei großvolumige CMBS-Emissionen statt, die teilweise auf eine breite Investorenbasis stießen. Den Anfang machte Florentia Limited, mit der ein Immobilienportfolio der Vitus-Gruppe refinanziert wurde. Mit den anderen beiden Transaktionen (Taurus 2013 – GMF1 – und German Residential Funding 2013-1) haben Tochtergesellschaften der Gagfah-Gruppe zwei ihrer bestehenden Portfoliofinanzierungen abgelöst; das Gesamtvolumen dieser beiden Transaktionen übersteigt drei Milliarden Euro.

Die den Emissionen zugrunde liegenden Portfolios bestehen zu einem überwiegenden Teil aus vermieteten Wohnimmobilien. Diese Assetklasse findet derzeit bei Investoren aufgrund stabiler Performance großen Zuspruch. Neuemissionen von CMBS zur (Re)finanzierung von Immobilien wie Shopping Center, Einzelhandelsimmobilien oder Büros in Deutschland stehen bisher noch aus. Allerdings sind die Erwartungen an den Refinanzierungsmarkt für durch Immobilienkredite besicherte Schuldverschreibungen gegenüber dem ersten Quartal 2013 im zweiten Quartal weiterhin gestiegen.<sup>1)</sup>

Diese Entwicklung kommt zum richtigen Zeitpunkt. Nach wie vor steht eine erhebliche Anzahl von Immobiliendarlehen zur

Refinanzierung an, die in den Jahren 2005 bis 2007 – auf dem Höhepunkt der Aktivitäten auf dem CMBS-Markt – ausgereicht wurden. Für das Jahr 2013 wird der Refinanzierungsbedarf für in CMBS verbrieften Immobiliendarlehen in Europa auf zirka 23 Milliarden Euro geschätzt.

Eine Refinanzierung durch Banken wird durch die erhöhten regulatorischen Eigenkapitalvorgaben, die mit dem kürzlich verabschiedeten CRD-IV-Paket<sup>2)</sup> in Kraft treten werden, erschwert. Auch Versicherungen, die aufgrund der durch Solvency II zu erwartenden Änderungen, vermehrt Immobiliendarlehen ausreichen und andere Investoren können diese Lücke nicht schließen. Den CMBS-Märkten kommt daher eine Schlüsselrolle zu.

*Dr. Oliver Kronat, Partner, und Kerstin Schaepersmann, Counsel, beide Clifford Chance, Frankfurt am Main*

*Dass sich seit rund einem Jahr eine Wiederbelebung am deutschen Markt für durch gewerbliche Immobiliendarlehen gedeckte Wertpapiere beobachten lässt, führen die Autoren nicht zuletzt auf einige strukturelle Änderungen am Markt zurück. So registrieren sie aus den Erfahrungen der Finanzkrise heraus die Verlängerung von Fälligkeitsterminen für Zahlungen, die Einführung des materiellen Nettoanteils des Originators, die Vereinfachung von Transaktionsstrukturen und eine Modifizierung der Veräußerungs- und Verwertungsrechte für die Servicer. Mit Blick auf die Möglichkeiten zur Restrukturierung von CMBS-Portfolios gehen sie auf Maßnahmen beziehungsweise Szenarien wie den Abverkauf der Immobilien, eine Darlehensverlängerung, einen Verkauf des Darlehens, Zwangsversteigerung oder die Insolvenz der Immobilienzweckgesellschaften ein. (Red.)*

Doch inwieweit unterscheiden sich die Neuemissionen von den Transaktionen, die zur Hochphase abgeschlossen wurden?

### Trends bei neuen Transaktionen und regulatorische Rahmenbedingungen

Die Grundprinzipien sind unverändert: Die Verbriefungszweckgesellschaft, die CMBS in verschiedenen Risikotranchen emittiert, ist Gläubiger des Immobiliendarlehens. Aus den Mieteinnahmen werden Zins (und gegebenenfalls Tilgung) der begebenen CMBS gezahlt sowie Kosten und Gebühren gedeckt. Die Verwaltung der Darlehen übernimmt für die Verbriefungszweckgesellschaft ein sogenannter Servicer, der die Kommunikation mit den Darlehensnehmern und den anderen Transaktionsparteiern steuert, die eingehenden Gelder verwaltet und zum Beispiel bei unter dem Darlehensvertrag vorgesehenen Verkäufen der Immobilien die Interessen der Verbriefungszweckgesellschaft (und damit mittelbar der CMBS-Gläubiger) vertritt.

Zur Wahrnehmung der Belange der CMBS-Gläubiger wird ein Treuhänder (Note Trustee) eingesetzt. Sollte es Umstände geben, in denen eine Abstimmung der CMBS-Gläubiger erforderlich ist, kümmert sich der Treuhänder um die Einberufung von Gläubigerversammlungen und deren Durchführung und setzt im Nachgang deren Ergebnisse um. Wie auch in den Altstrukturen fällt dem Treuhänder eine eigene Entscheidungsmacht bei Vorgängen, die nicht von vorneherein in den Transaktionsdokumenten vorgesehen sind und die die Zustimmung der Verbriefungszweckgesellschaft erfordern, nicht zu.

Der wesentliche Unterschied zwischen Alt- und Neuemissionen ist kommerzieller Art: während gerade in 2006/2007 Loan-to-Value Ratios (das heißt Verhältnis der aus-

gereichten Darlehen zum Marktwert der Immobilien) von bis zu 85 Prozent (teilweise sogar darüber hinaus) üblich waren, liegen diese bei den Neuemissionen bei 60 bis 75 Prozent und damit durchaus in der Nähe der vom Pfandbriefgesetz vorgesehenen Grenze von 60 Prozent. Einige Transaktionen verpflichten die Darlehensnehmer zu Tilgungsleistungen bereits während der Laufzeit des Darlehens, zumindest dann, wenn aufgrund einer Neubewertung der Immobilien die Loan-to-Value Ratio einen bestimmten Grenzwert überschreitet. Beide strukturellen Maßnahmen erhöhen die Wahrscheinlichkeit, dass auch im Falle eines Wertverlustes der Immobilien bei Fälligkeit eines Darlehens eine vollständige Ablösung der Darlehenssumme erfolgen kann.

### Strukturelle Änderungen

Aber es gibt auch einige strukturelle Änderungen, die auf den Erfahrungen mit der Restrukturierung von CMBS und den CMBS zugrunde liegenden Darlehen beruhen oder einen aufsichtsrechtlichen Hintergrund haben:

Während bei den Altmissionen die Periode zwischen dem Fälligkeitstermin zur Rückzahlung der Darlehen und dem zur Rückzahlung der CMBS (Tail Period) regelmäßig bei zwei Jahren lag, beträgt diese in den Neuemissionen zumeist fünf bis sechs Jahre. Im Falle des Misslingens einer Refinanzierung bei Fälligkeit des Darlehens kann damit eine geordnete Abwicklung des Darlehens, gegebenenfalls durch Verkauf der Immobilien, erfolgen, ohne dass durch Abstimmung der CMBS-Gläubiger eine Verlängerung der Laufzeit der CMBS herbeigeführt werden müsste.

Die Kapitaladäquanzrichtlinie<sup>3)</sup> von 2009 enthielt einen Artikel 122a, der in Deutschland in §§ 18a und 18b KWG umgesetzt wurde. Danach dürfen europäische Kreditinstitute nur noch in Verbriefungen investieren, wenn der Originator oder ursprüngliche Kreditgeber<sup>4)</sup> ausdrücklich offengelegt hat, dass er kontinuierlich einen sogenannten „materiellen Nettoanteil“ an der Verbriefung hält. Dieser materielle Nettoanteil muss dabei fünf Prozent des Nominalbetrags der verbrieften Forderungen oder des Nominalbetrags der an die Anleger verkauften Verbriefungstranchen betragen. Mit Einführung der CRD IV<sup>5)</sup> werden Artikel 122a und damit auch §§ 18a

und 18b KWG vollumfänglich durch Artikel 404 ff. CRR ersetzt.

In üblichen Verbriefungsstrukturen, in denen eine Bank Darlehen ausreicht und sodann an eine Verbriefungszweckgesellschaft verkauft und überträgt, ist offensichtlich, dass die ausreichende Bank der Originator beziehungsweise ursprüngliche Kreditgeber ist und damit den materiellen Nettoanteil einbehalten muss. Im Rahmen der zuletzt aufgesetzten CMBS-Strukturen fungierte jedoch eine ausländische Verbriefungszweckgesellschaft direkt als Darlehensgeber, die die notwendigen Mittel zur Ausreichung des Darlehens direkt am Kapitalmarkt durch Emission der CMBS erhält und in der eine Bank allenfalls zur Unterstützung bei der Strukturierung und bei der Platzierung der CMBS agiert, aber keine eigene Risikoposition hält (sogenannte Agency Securitisation).<sup>6)</sup>

### Vereinfachung der Transaktionsstruktur

In dieser Konstellation ist es weit weniger offensichtlich, wer den materiellen Nettoanteil einbehalten muss. Die im Dezember 2010 veröffentlichten Guidelines to Article 122a of the Capital Requirements Directive des Committee of European Banking Supervisors<sup>7)</sup> (CEBS Guidelines) erkennen an, dass in Fällen, in denen ein Originator oder ursprünglicher Kreditgeber nicht ohne Weiteres identifiziert werden kann, eine sonstige Partei, deren Interessen mit denen der Investoren am meisten übereinstimmen, als Halter des materiellen Nettoanteils fungieren kann. Auf dieser Basis erfolgt der Einbehalt durch den Eigenkapitalsponsor der Darlehensnehmer, der aufgrund seiner Position ein Interesse daran hat, dass die Immobilien ordnungsgemäß bewirtschaftet und die Darlehen bedient werden.

Die CEBS Guidelines werden allerdings komplett durch die technischen und aufsichtsrechtlichen Standards der EBA<sup>8)</sup> ersetzt werden, die sich zurzeit in der Konsultationsphase befinden und die besagte Ausführungen nicht explizit wiederholen. Ob es zu den zuletzt gewählten Strukturen zum Einbehalt des materiellen Nettoanteils konkrete Aussagen geben wird, bleibt daher abzuwarten.

Ein weiterer bei den Neuemissionen zu beobachtender Trend ist, dass nunmehr jeweils der sogenannte Whole Loan, also das

gesamte Darlehen, verbrieft wird. Anders als bei den Altmissionen wird das Darlehen nicht mittels einer Vereinbarung zwischen den Gläubigern (Intercreditor Agreement) in einen vor- und einen nachrangigen Teil aufgeteilt, wobei nur der vorrangige Teil verbrieft wird. Ein Grund hierfür dürfte sein, dass aufgrund der gewählten Loan-to-Value Ratios auch ohne diese Aufteilung ein hohes Rating erzielt werden kann. Im Übrigen trägt das Fehlen eines Nachranggläubigers dazu bei, dass im Falle einer notwendigen Restrukturierung des Darlehens effizienter agiert werden kann. Ein willkommener Nebeneffekt ist die damit zusammenhängende Vereinfachung der Transaktionsstruktur.

### Veräußerungs- und Verwertungsrecht

Wie bereits erwähnt, hat der Servicer grundsätzlich die Aufgabe, das Darlehen zu verwalten und die Abstimmung mit den Darlehensnehmern zu übernehmen. In der Vergangenheit fehlte dem Servicer teilweise die Befugnis, Darlehen zu verkaufen, da es der Verbriefungszweckgesellschaft nicht gestattet ist, in Abweichung von der Transaktionsdokumentation ohne Zustimmung des Treuhänders über ihre Vermögenswerte zu verfügen. Dieser wiederum war oft nicht in der Lage, eine Zustimmung ohne eine Abstimmung der CMBS-Gläubiger zu erteilen, die teilweise nur schwierig oder nicht im erforderlichen Zeitrahmen eingeholt werden konnte.

Bei den Neuemissionen wird dem Servicer dagegen unter bestimmten Umständen das Recht eingeräumt, das Darlehen für Rechnung der Verbriefungszweckgesellschaft zu marktgerechten Bedingungen an einen Dritten zu veräußern, wenn der Veräußerungserlös den in einer Zwangsvollstreckung zu erzielenden Erlös voraussichtlich übersteigt.

Klargestellt wurde auch die Befugnis des Servicers, im Falle der Insolvenz des Darlehensgebers die Immobilie im Wege einer Vereinbarung mit dem Insolvenzverwalter zu verwerten. Zwar wird diese Verwertungsmöglichkeit in der Praxis auch im Rahmen der Altmissionen angewandt, nunmehr wird sie aber auch in den Vertragsbedingungen ausdrücklich erwähnt. Zudem werden die Verbriefungszweckgesellschaft und andere Parteien (wie zum Beispiel ein Sicherheitstreuhänder als eingetragener Grundpfandrechtgläubiger)

verpflichtet, dem Servicer Vollmachten in einer Form zu erteilen, die es ihm ermöglichen, vor Gericht und bei Grundbuchämtern im Namen der Parteien zu agieren (also in der Regel notariell beglaubigt und bei ausländischen Gesellschaften mit einer Apostille versehen).

### Restrukturierung von CMBS

Die Restrukturierung von CMBS hat sich in der Vergangenheit oft als langwierig und kompliziert erwiesen. Grundsätzlich ist hier zwischen Restrukturierungen auf Darlehensebene und auf Wertpapiererebene zu unterscheiden.

Auf Darlehensebene kommen verschiedene Szenarien wie Abverkauf der Immobilien, Darlehensverlängerung, Verkauf des Darlehens oder, sollte eine einvernehmliche Lösung nicht möglich sein, Zwangsversteigerung oder Insolvenz der Immobilienzweckgesellschaften und gegebenenfalls Einigung mit dem Insolvenzverwalter über eine sogenannte „kalte Zwangsverwaltung“ mit Abverkauf der Immobilien aus der Insolvenz in Betracht.

Der Darlehensvertrag sieht regelmäßig vor, dass eine Immobilie nur dann veräußert werden darf, wenn zumindest ein Wert erzielt wird, der mindestens dem dieser Immobilie bei Ausreichung des Darlehens zugewiesenen Darlehensbetrag (Allocated Loan Amount) entspricht. Eine Veräußerung der Immobilie zu nicht bereits im Darlehensvertrag vorgesehenen Bedingungen, wie zum Beispiel zu einem Preis unterhalb des Allocated Loan Amounts (also zum Beispiel in dem Fall, dass die Immobilie an Wert verloren hat) kommt nur im Einvernehmen mit der Verbriefungszweckgesellschaft in Betracht.

Um dieses Einvernehmen herzustellen, müssen die Entscheidungsfindungsprozesse der Verbriefungszweckgesellschaft beachtet werden. Diese werden zunächst durch den Servicer gesteuert. Begeht der Darlehensnehmer einen Vertragsbruch, der nahelegt, dass das Darlehen möglicherweise nicht vollständig bedient werden kann (also zum Beispiel bei Überschreitung der Loan-to-Value Ratio, bei Nichtleistung einer Zinszahlung oder bei Absinken der Zins/Ertrag-Relation unter ein bestimmtes Niveau), wird das Darlehen in den Zuständigkeitsbereich des Special Servicers übertragen. Dessen Aufgabe ist

es, für die Optimierung des Barwerts des Darlehens (Net Present Value oder NPV) zu sorgen. Maßnahmen beinhalten insbesondere die Restrukturierung oder Verlängerung des Darlehens, Veräußerung des Objektes (einvernehmlich oder durch Zwangsversteigerung), Veräußerung des Darlehens oder die Vereinbarung eines Discounted Pay-Off, also einer Rückzahlung des Darlehens durch den Darlehensnehmer unter Gewährung eines Teilverzichts. In diesem Zusammenhang sind auch REO-Co und Loan-to-Own-Strukturen zu nennen, bei denen der Kreditgeber oder ein Treuhänder die Immobilie oder die die Immobilie haltende Objektgesellschaft erwirbt.

### Gütliche Einigung oder Zwangsverwertung

Ein häufiger Grund für den Einsatz des Special Servicers sind Zahlungsschwierigkeiten des Darlehensnehmers. Insbesondere dann, wenn eine gütliche Einigung mit dem Darlehensnehmer erfolgversprechend erscheint, wird es erforderlich sein, eine Standstill-Vereinbarung abzuschließen. Eine Standstill-Vereinbarung sieht vor, dass die Verbriefungszweckgesellschaft als Darlehensgeber zunächst keine Vollstreckungsmaßnahmen gegen den Darlehensnehmer einleiten wird, um den Parteien die Möglichkeit zu geben, eine Einigung über einen Restrukturierungsplan, wie zum Beispiel einen Plan zum Abverkauf der Immobilien, zu erzielen.

Sollte letztendlich auch auf diese Weise eine Einigung über die Verwertung der Immobilie zur Rückzahlung des Darlehens nicht erfolgen können, verbleiben den Darlehensgebern nur die bekannten Zwangsverwertungsmaßnahmen.

Eine Zwangsversteigerung wird sich insbesondere dann anbieten, wenn es nachrangige Gläubiger gibt, die durch eigene Grundpfandrechte gesichert sind. Denn ein nachrangiges Grundpfandrecht wirkt sich nachteilig auf die Verwertbarkeit der Immobilie im freien Verkauf aus, da zu dessen Löschung die Zustimmung des Gläubigers erforderlich ist – dieser aber wird einer solchen Löschung in den meisten Fällen nur gegen eine Lästigkeitsprämie zustimmen, in der Hoffnung, an einem gegenüber der Zwangsversteigerung höheren erwarteten Erlös zu partizipieren. Zwar haben die Gerichte in verschiedenen

Fällen entschieden, dass ein Freigabeanspruch bezüglich einer nachrangigen Grundschuld besteht, wenn das Grundstück durch ein vorrangiges Grundpfandrecht wertausschöpfend belastet ist.<sup>9)</sup> Entsprechende Verhandlungen mit dem nachrangigen Gläubiger werden aber, auch wenn sie am Ende erfolgreich verlaufen, einen nicht unerheblichen Zeit- und Kostenaufwand mit sich bringen, während die Immobilie möglicherweise zugleich an Wert verliert.

### „Kalte Zwangsverwaltung“

Kann eine gütliche Einigung nicht erzielt werden, wird der Darlehensnehmer in den meisten Fällen gezwungen sein, einen Insolvenzantrag zu stellen. Wird das Insolvenzverfahren eröffnet, ist ein oft gewählter Weg eine Vereinbarung der grundpfandrechtlich gesicherten Gläubiger, also der Verbriefungszweckgesellschaft vertreten durch den Special Servicer, mit dem Insolvenzverwalter über eine sogenannte „kalte Zwangsverwaltung“ und eine Veräußerung der Immobilie aus der Insolvenz heraus. Dabei übernimmt der Insolvenzverwalter in Abstimmung mit den Grundpfandrechtsgläubigern die Verwertung der Immobilie und erhält als Gegenleistung einen Betrag zur Insolvenzmasse. Die Erlöse aus Mieteinnahmen und Verkäufen werden nach Abzug von Kosten und dem Massebeitrag an die besicherten Gläubiger, also im Wesentlichen die Verbriefungszweckgesellschaft, ausgekehrt.

Bei allen aufgezählten Maßnahmen muss geprüft werden, inwieweit der Special Servicer als Vertreter der Verbriefungszweckgesellschaft die Entscheidung allein auf Basis des im Servicing-Vertrag festgelegten Servicing Standards, also unter Berücksichtigung seiner Aufgabe, den NPV der Darlehen zu maximieren, treffen darf, oder ob weitere Zustimmungen erforderlich sind.

Die CMBS sind in vor- und nachrangige Tranchen aufgeteilt, die teilweise unterschiedliche Rechte gewähren. Oft ist vorgesehen, dass eine bestimmte Gruppe von CMBS-Gläubigern (in der Regel diejenige Tranche, die aufgrund der gegebenen Umstände nur noch teilweise eine Zahlung auf ihre Wertpapiere zu erwarten hat), einen Berater (einen sogenannten Operating Advisor) benennen darf. Diesen muss der Special Servicer für bestimmte Entschei-

dungen konsultieren und seine Vorschläge befolgen, sofern diese nicht den „Servicing Standards“ widersprechen.

Bestimmte Vorgänge, wie zum Beispiel der Verkauf eines Darlehens unter dem Nominalwert, sind in der Regel in der Transaktionsdokumentation nicht vorgesehen und bedürfen daher neben der Zustimmung des Operating Advisors auch der Zustimmung des Note Trustee, der diese wiederum nicht ohne Abstimmung der CMBS-Gläubiger erteilen wird. Gegebenenfalls ist auch noch die Zustimmung eines nachrangigen Darlehensgläubigers einzuholen, wenn nicht das gesamte Darlehen, sondern nur ein vorrangiger Teil verbrieft wurde. Aufgrund der Tranchierung der CMBS und der Nachrangigkeit von außerhalb der Verbriefung stehenden Gläubigern ergeben sich unterschiedliche Interessenlagen. Bei Vorgängen, die der Zustimmung der unterschiedlichen Gläubigergruppen bedürfen, kann dies zu Blockadesituationen führen, sofern keine Umstände vorliegen, die einer Gläubigergruppe das alleinige Entscheidungsrecht zubilligen.

### Gerichtliche Durchsetzung unbeliebt

So kann es vorkommen, dass der Verkauf eines Darlehens zu einem Preis, der den Rückzahlungsbetrag des verbrieften Darlehens nicht erreicht, die Zustimmung der vorrangigen CMBS-Gläubiger findet, da diese dann befriedigt werden können. Die nachrangigen CMBS-Gläubiger hingegen würden leer ausgehen und werden daher nicht zustimmen. Dies gilt umso mehr, wenn die Zinszahlungen auf das Darlehen noch regelmäßig bedient werden und die CMBS-Gläubiger dementsprechend noch Zinserträge auf ihre Wertpapiere erhalten. Auch ein nachrangiger Darlehensgläubiger wird im Zweifel nicht zustimmen, in der Hoffnung, dass sich der Wert der Immobilie auf lange Sicht doch noch erholen wird. Wenn eine Entscheidung über das weitere Vorgehen nicht zustande kommt, bliebe am Ende nur eine gerichtliche Durchsetzung der Rechte der Darlehensgläubiger untereinander. Diese wird, wie jedes gerichtliche Verfahren, mit Sicherheit Zeit in Anspruch nehmen – und in der Regel ist den Parteien bewusst, dass aufgrund der fehlenden Mittel für Investitionen eine weitere Wertminderung während dieser Zeit wahrscheinlich ist. In den allermeisten Fällen kann daher eine Einigung erzielt werden.

### Fußnoten

- <sup>1)</sup> DIFI-Report Juni 2013.
- <sup>2)</sup> Richtlinie 2013/36/EU des Europäischen Parlaments und des Rates vom 26. Juni 2013 über den Zugang zur Tätigkeit von Kreditinstituten und die Beaufsichtigung von Kreditinstituten und Wertpapierfirmen, zur Änderung der Richtlinie 2002/87/EG und zur Aufhebung der Richtlinien 2006/48/EG und 2006/49/EG (CRD) sowie Verordnung (EU) Nr. 575/2013 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 26. Juni 2013 über Aufsichtsanforderungen an Kreditinstitute und Wertpapierfirmen und zur Änderung der Verordnung (EU) Nr. 646/2012 (CRR), die als EU-Verordnung unmittelbar anwendbares Recht in allen EU/EEA-Staaten ist, und Gesetz zur Umsetzung der Richtlinie 2013/36/EU über den Zugang zur Tätigkeit von Kreditinstituten und die Beaufsichtigung von Kreditinstituten und Wertpapierfirmen und zur Anpassung des Aufsichtsrechts an die Verordnung (EU) Nr. 575/2013 über die Aufsichtsanforderungen an Kreditinstitute und Wertpapierfirmen (CRD IV-Umsetzungsgesetz).
- <sup>3)</sup> Richtlinie 2009/111/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 16. September 2009 zur Änderung der Richtlinien 2006/48/EG, 2006/49/EG und 2007/64/EG hinsichtlich Zentralorganisationen zugeordneter Banken, bestimmter Eigenmittelbestandteile, Großkredite, Aufsichtsregelungen und Krisenmanagement.
- <sup>4)</sup> Der in der Bestimmung ebenfalls genannte Begriff „Sponsor“ bezieht sich auf den Sponsor eines Asset-Backed-Commercial-Paper-Programmes und bleibt daher in dieser Darstellung außer Betracht.
- <sup>5)</sup> Siehe Fußnote 3.
- <sup>6)</sup> Hier ist zu beachten, dass eine solche Struktur wegen der Bankerlaubnispflicht für Kreditgeschäft gemäß §§ 32 Abs. 1, 1 Abs. 1, Satz 2 Nr. 2 KWG nur in Ausnahmefällen möglich ist, da die Gewährung von Darlehen an Schuldner in Deutschland einer Erlaubnis bedarf. Eine Ausnahme kann, allerdings nur bei grenzüberschreitenden Tatbeständen, vorliegen, wenn die Initiative zum Abschluss der Kreditverträge von vornherein von dem Kunden ausgeht (passive Dienstleistungsfreiheit), siehe Merkblatt der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) „Hinweise zur Erlaubnispflicht nach § 32 Abs. 1 KWG in Verbindung mit § 1 Abs. 1 und Abs. 1a KWG von grenzüberschreitend betriebenen Bankgeschäften und/oder grenzüberschreitend erbrachten Finanzdienstleistungen“ vom 1. April 2005.
- <sup>7)</sup> CEBS ist mit Wirkung zum 1. Januar 2011 in der Europäischen Bankenaufsichtsbehörde (European Banking Authority, EBA) aufgegangen.
- <sup>8)</sup> Consultation Paper on Draft Regulatory Technical Standards On the retention of net economic interest and other requirements relating to exposures to transferred credit risk (Articles 394, 395, 397 and 398) of Regulation (EU) No [xx/2013] and Draft Implementing Technical Standards Relating to the convergence of supervisory practices with regard to the implementation of additional risk weights (Article 396) of Regulation (EU) No [xx] of [xx/2013] vom 22. Mai 2013.
- <sup>9)</sup> LG Regensburg, Urteil vom 21. September 2009 – 4 O 1442/09, WM 2010, 316; OLG Schleswig, Beschluss vom 23. Februar 2011 – 5 W 8/11, ZlmsO 2011, 1745; BGH, Beschluss vom 20. März 2008 – IX ZR 68/06, WM 2008, 937–938 (zur Zweckwidrigkeit der Zahlung einer Lästigkeitsprämie durch den Insolvenzverwalter).

## Zeitschrift für das gesamte Kreditwesen



### Verlag und Redaktion:

Verlag Fritz Knapp GmbH  
Aschaffener Str. 19, 60599 Frankfurt,  
Postfach 11 11 51, 60046 Frankfurt.

Telefon: (0 69) 97 08 33 - 0, Telefax: (0 69) 7 07 84 00  
E-Mail: red.zfgk@kreditwesen.de  
Internet: www.kreditwesen.de

**Herausgeber:** Klaus-Friedrich Otto

**Chefredaktion:** Dr. Berthold Morschhäuser,  
Philipp Otto

**Redaktion:** Swantje Benkelberg, Lars Haugwitz,  
Barbara Hummel, Frankfurt am Main

**Redaktionssekretariat und Layout:** Anja Oehrl

Die mit Namen versehenen Beiträge geben nicht immer die Meinung der Redaktion wieder. Bei unverlangt eingesandten Manuskripten ist anzugeben, ob dieser oder ein ähnlicher Beitrag bereits einer anderen Zeitschrift angeboten worden ist. Beiträge werden nur zur Alleinveröffentlichung angenommen.

Die Zeitschrift und alle in ihr enthaltenen einzelnen Beiträge und Abbildungen sind urheberrechtlich geschützt. Jede Verwertung außerhalb der engen Grenzen des Urheberrechtsgesetzes ist ohne Zustimmung des Verlags unzulässig.

**Manuskripte:** Mit der Annahme eines Manuskripts zur Veröffentlichung erwirbt der Verlag vom Autor das ausschließliche Verlagsrecht sowie das Recht zur Einspeicherung in eine Datenbank und zur weiteren Vervielfältigung zu gewerblichen Zwecken in jedem technisch möglichen Verfahren. Die vollständige Fassung der Redaktionsrichtlinien finden Sie unter [www.kreditwesen.de](http://www.kreditwesen.de).

**Verlags- und Anzeigenleitung:** Uwe Cappel

**Anzeigenverkauf:** Hans-Peter Schmitt,  
Tel. (0 69) 97 08 33-43

**Anzeigendisposition:**

Anne Guckes, Tel. (0 69) 97 08 33-26,  
sämtl. Frankfurt am Main, Aschaffener Str. 19.

Zurzeit ist die Anzeigenpreisliste Nr. 55 vom 1.1.2013 gültig.

**Zitierweise:** KREDITWESEN

**Erscheinungsweise:** am 1. und 15. jeden Monats.

**Bezugsbedingungen:** Abonnementspreise incl. MwSt. und Versandkosten: jährlich € 505,50, bei Abonnements-Teilzahlung: 1/2-jährlich € 259,70, 1/4-jährlich € 132,40, Ausland: jährlich € 527,82. Preis des Einzelheftes € 20,00 (zuzügl. Versandkosten).

Bestandteil des Abonnements ist eine 4-mal jährlich erscheinende Ergänzungsausgabe (Supplement) „Technik – IT für Finanzdienstleister“.

**Verbandabonnement** mit der Zeitschrift »bank und markt«: € 767,85, bei Abonnements-Teilzahlung: 1/2-jährlich € 403,40, 1/4-jährlich € 211,30, Ausland: jährlich € 795,21.

Studenten: 50% Ermäßigung (auf Grundpreis).

Der Bezugszeitraum gilt jeweils für ein Jahr. Er verlängert sich automatisch um ein weiteres Jahr, wenn nicht einen Monat vor Ablauf dieses Zeitraumes eine schriftliche Abbestellung vorliegt. Bestellungen direkt an den Verlag oder an den Buchhandel.

Probeheftanforderungen bitte unter  
Tel.: (069) 97 08 33-25.

Bei Nichterscheinen ohne Verschulden des Verlags oder infolge höherer Gewalt entfallen alle Ansprüche.

Bankverbindung: Landesbank Hessen-Thüringen – Girozentrale – 10555001 (BLZ 50050000), Frankfurt am Main.

Druck: Druckerei Hassmüller Graphische Betriebe GmbH & Co. KG, Königsberger Str. 4, 60487 Frankfurt am Main.

ISSN 0341-4019

