



## Comeback für Commercial Mortgage Backed Securities?

Mit Beginn der Finanzkrise war der deutsche Markt für durch gewerbliche Immobiliendarlehen gedeckte Wertpapiere (*Commercial Mortgage Backed Securities* oder CMBS) vollständig zum Erliegen gekommen. Dies hat sich nun geändert.

Seit Mai 2013 fanden vier großvolumige CMBS Emissionen statt, die auf eine breite Investorenbasis stießen. So refinanzierten Tochtergesellschaften der Gagfah-Gruppe mit den CMBS Transaktionen Taurus 2013 (GMF1), German Residential Funding 2013-1 und German Residential Funding 2013-2 drei ihrer Immobilienportfolien. Das Gesamtvolumen dieser drei Transaktionen erreichte fast EUR 4 Milliarden. Darüber hinaus löste die BGP

Investment S.à.r.l. über Monnet Finance Limited zu günstigen Konditionen eine bestehende Finanzierung eines Teils ihres Wohnungsportfolios in Deutschland ab.

Nachdem Verbriefungen (insbesondere auch von Immobiliendarlehen) als eine Mitursache der Finanzkrise angesehen wurden, stellt sich nun immer mehr heraus, dass Verbriefungen einen positiven Beitrag zur Lösung der Finanzkrise leisten.

## Grundprinzipien einer CMBS-Transaktion

Eine Bank reicht ein Immobiliendarlehen an den Darlehensnehmer aus und verkauft und überträgt dieses an eine Verbriefungszweckgesellschaft, die den Erwerb durch die Ausgabe von in verschiedene Tranchen aufgeteilte Schuldverschreibungen (CMBS) finanziert. Alternativ (und so auch in den vorstehend bezeichneten Transaktionen umgesetzt) benutzt die Verbriefungszweckgesellschaft die Emissionserlöse der CMBS direkt zur Ausreichung des Darlehens an den Darlehensnehmer, ohne dass zunächst eine Bank als Darlehensgeber fungiert.

Aus den Mieteinnahmen der Immobilien 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 Transaktionsparteien steuert, die eingehenden Gelder verwaltet und, z.B. 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. Bei Vorgängen, die nicht von vornherein in den Transaktionsdokumenten vorgesehen sind und die die Zustimmung der Verbriefungszweckgesellschaft erfordern, fällt dem Treuhänder in der Regel keine eigene Entscheidungsmacht zu, so dass hierzu eine Entscheidung der CMBS Gläubiger erforderlich ist. In diesen Fällen kümmert sich der Treuhänder um die Einberufung von Gläubigerversammlungen und deren Durchführung und setzt im Nachgang deren Ergebnisse um.

## Strukturelle Elemente der neuen CMBS Emissionen

### Niedrige Loan-to-Value Ratios und Tilgungen während der Laufzeit

Im Gegensatz zu den Altemissionen vor der Finanzkrise, bei denen gerade in 2006/2007 *Loan-to-Value Ratios* (d.h. Verhältnis der ausgereichten Darlehen zum Marktwert der Immobilien) von bis zu 85% (teilweise sogar darüber

hinaus) üblich waren, liegen diese bei den Neuemissionen bei 60-75% und damit durchaus in der Nähe der vom Pfandbriefgesetz vorgesehenen Grenze von 60%. Einige Transaktionen verpflichten die Darlehensnehmer zu Tilgungsleistungen bereits während der Laufzeit des Darlehens, zumindest dann, wenn auf Grund einer Neubewertung der Immobilien die *Loan-to-Value Ratio* einen bestimmten Grenzwert überschreitet.

Beide strukturelle Maßnahmen erhöhen die Wahrscheinlichkeit, dass auch im Falle eines Wertverlustes der Immobilien bei Fälligkeit eines Darlehens eine vollständige Ablösung der Darlehenssumme erfolgen kann.

### Verlängerte Auslaufphase

Im Rahmen der Neuemissionen gibt es zudem strukturelle Änderungen, die auf den Erfahrungen mit der Restrukturierung von vor der Finanzkrise emittierten CMBS und den CMBS zu Grunde liegenden Darlehen beruhen.

Während bei den Altemissionen die Periode zwischen dem Fälligkeitstermin zur Rückzahlung der Darlehen und dem zur Rückzahlung der CMBS (*tail period*) regelmäßig bei 2 Jahren lag, beträgt diese in den Neuemissionen zumeist 5 bis 6 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.

### Fehlende Nachranggläubiger

Ein weiterer bei den Neuemissionen zu beobachtender Trend ist, dass das gesamte Darlehen (*whole loan*) verbrieft wird. Anders als es häufig bei den Altemissionen der Fall war, wird das Darlehen nicht mittels einer Vereinbarung zwischen den Gläubigern (*Intercreditor Agreement*) in einen vor- und einen nachrangigen Teil aufgeteilt und nur der vorrangige Teil verbrieft. Ein Grund hierfür dürfte sein, dass aufgrund der gewählten *Loan-to-Value Ratios* auch ohne diese Aufteilung ein hohes Rating der CMBS 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.

## Erweiterte Befugnisse des Servicers

Die Verwaltung der Darlehen und die Abstimmung mit den Darlehensnehmern übernimmt der *Servicer*. In der Vergangenheit fehlte dem *Servicer* oft 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 häufig nicht in der Lage, eine Zustimmung ohne eine Abstimmung der CMBS Gläubiger zu erteilen, die teilweise nur unter großem Aufwand 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 Darlehensnehmers die Immobilie im Wege einer Vereinbarung mit dem Insolvenzverwalter zu verwerten. Zwar wird diese Verwertungsmöglichkeit in der Praxis auch im Rahmen der Altemissionen angewandt, nunmehr wird sie aber auch in den Vertragsbedingungen in der Regel ausdrücklich erwähnt. Zudem werden die Verbriefungszweckgesellschaft und andere Parteien (wie z.B. ein Sicherheitentreuhänder 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).

## Ausblick

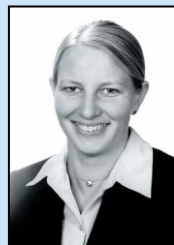
Die den Neuemissionen zu Grunde liegenden Portfolien bestehen aus vermieteten Wohnimmobilien. Diese Asset-Klasse steht für eine stabile *Performance*, da keine Klumpenrisiken durch Großmieter entstehen. Neue CMBS-Transaktionen zur (Re)finanzierung von Immobilien wie Shopping Center, Einzelhandelsimmobilien oder Büros in Deutschland stehen bisher noch aus. Nach wie vor steht allerdings eine erhebliche Anzahl von Immobiliendarlehen zur Refinanzierung an, die in den Jahren 2005 bis 2007 - auf dem Höhepunkt des CMBS Marktes - ausgereicht wurden. Bis 2020 werden in Europa CMBS im Wert von ca. EUR 100 Mrd. fällig. Eine Refinanzierung durch Banken wird durch die erhöhten regulatorischen Eigenkapitalvorgaben, die mit dem kürzlich verabschiedeten CRD IV-Paket in Kraft treten werden, erschwert. Vermutlich werden auch Versicherungen, die auf Grund der durch Solvency II zu erwartenden Änderungen vermehrt Immobiliendarlehen ausreichen oder in durch Immobiliendarlehen besicherte Produkte investieren, und andere Investoren diese Lücke nicht schließen können. Die CMBS Märkte sind daher ein wichtiges Instrument für das Auffangen der Refinanzierungswelle und es bleibt zu hoffen, dass CMBS Emissionen in Zukunft auch zur Refinanzierung von anderen Asset-Klassen als Wohnimmobilien genutzt werden.

## Autoren



**Dr. Oliver Kronat**  
Partner

T: +49 69 7199 4575  
E: oliver.kronat  
@cliffordchance.com



**Kerstin Schaepersmann**  
Counsel

T: +49 69 7199 3270  
E: kerstin.schaepersmann  
@cliffordchance.com

## Notizen

---

---

---

---

---

---

---

---

---

---

---

---

---

---

---

---

---

---

---

---

---

---

---

Diese Publikation dient der allgemeinen Information und ersetzt nicht die Beratung im Einzelfall. Wenn Sie Fragen haben oder weitere Informationen wünschen, wenden Sie sich bitte an die Autoren oder Ihren üblichen Ansprechpartner bei Clifford Chance.

Clifford Chance, Mainzer Landstraße 46, 60325 Frankfurt am Main  
© Clifford Chance 2013

Clifford Chance Partnerschaftsgesellschaft von Rechtsanwälten,  
Wirtschaftsprüfern, Steuerberatern und Solicitors ·

Sitz: Frankfurt am Main · AG Frankfurt am Main PR 1000

Die nach § 5 TMG und §§ 2, 3 DL-InfoV vorgeschriebenen Informationen  
finden Sie unter: <http://www.cliffordchance.com/german-regulatory>

[www.cliffordchance.com](http://www.cliffordchance.com)

---

Abu Dhabi ■ Amsterdam ■ Bangkok ■ Barcelona ■ Brüssel ■ Bukarest ■ Casablanca ■ Doha ■ Dubai ■ Düsseldorf ■ Frankfurt ■ Hongkong ■ Istanbul ■ Kiew ■ London ■ Luxemburg  
Madrid ■ Mailand ■ Moskau ■ München ■ New York ■ Paris ■ Peking ■ Perth ■ Prag ■ Riad\* ■ Rom ■ São Paulo ■ Seoul ■ Shanghai ■ Singapur ■ Sydney ■ Tokio ■ Warschau  
Washington, D.C.

\*Clifford Chance hat eine Kooperationsvereinbarung mit Al-Jadaan & Partners Law Firm in Riad.