

Aktive Aufarbeitung und Verfolgung von Ansprüchen aus MBS-Verbriefungen

Im Zuge der Finanzkrise und den damit verbundenen hohen Wertverlusten der Immobilienmärkte in Europa und den USA sehen sich Investoren auch in Deutschland mit teilweise dramatischen Verlusten aus Verbriefungen von Hypothekenkrediten konfrontiert. Das Volumen von Hypothekenkreditverbriefungen für die Jahre 2005 bis 2007 allein in den USA betrug zirka fünf Billionen US-Dollar. Insbesondere dort hat eine intensive Aufarbeitung der Ursachen der Implosion des Immobilienmarktes begonnen. In diesem Zusammenhang ist das Geschäftsgebaren der beteiligten Banken und Finanzdienstleister bei Hypothekenkreditverbriefungen immer stärker in den Fokus staatlicher Untersuchungen gerückt, was bereits zum Abschluss von Vergleichen geführt hat, gemäß denen Banken milliardenschwere Zahlungen zu leisten und ihre Praktiken signifikant zu verbessern haben.

Klagewelle gegen beteiligte Banken in den USA

Ferner rollt in den USA eine Klagewelle auf die beteiligten Banken zu, die sie im Erfolgsfall mit weiteren milliardenschweren Zahlungen belasten werden. Die Klagen von Investoren richten sich vor allem gegen falsche beziehungsweise unvollständige Informationen zur Qualität der verbrieften Hypothekenkredite in den Verkaufsdokumenten der Banken, welche die Anleihen gezeichnet und später an Investoren verkauft haben. Der Klägerkreis ist heterogen zusammengesetzt. Er besteht unter anderem aus institutionellen Investoren wie zum Beispiel Banken, Versicherern, Finanzdienstleistern und Fonds.

Bemerkenswert sind insbesondere Klagen von Pensionsfonds, da die bei diesen eingetretenen Verluste aus Hypothekenkreditverbriefungen die Pensionsansprüche vie-

ler Amerikaner zukünftig zu verwässern drohen. Auch wenn die Mehrheit der Kläger ihren Sitz in den USA hat, sind in jüngster Vergangenheit zunehmend Klagen deutscher institutioneller Investoren, wie zum Beispiel der HSH Nordbank, der Landesbank Baden-Württemberg, der Bayerischen Landesbank und der Ersten Abwicklungsanstalt zu beobachten.

Im Folgenden soll aufgezeigt werden, dass sich Investoren – auch in Deutschland – nicht mit erlittenen Verlusten abfinden müssen, sondern vielmehr aktiv mit professioneller Hilfe Lösungen zur Begrenzung der Verluste aus hochkomplexen Hypothe-

kenkreditverbriefungen anstreben sollten. Dazu gehört insbesondere auch die Verfolgung möglicher Ansprüche gegen die Beteiligten der Hypothekenkreditverbriefungen in den USA.

Auch wenn es bestimmte rechtliche Hürden im US-amerikanischen Recht zu überwinden gilt, sind Klagen von Investoren aus Deutschland keinesfalls aussichtslos. Das Zeitfenster zur Verfolgung von Ansprüchen schließt sich aber aufgrund der Verjährung in absehbarer Zeit, sodass rasches Handeln geboten ist. Das Kostenrisiko für Investoren ist zudem häufig gering, da viele in diesem Segment tätige Rechtsanwälte in den USA auf Basis eines Erfolgshonorars arbeiten.

Struktur von Hypothekenkreditverbriefungen

Zunächst erscheint es sinnvoll, sich kurz mit der Struktur und – aus Sicht der Investoren – den wichtigsten Beteiligten von Hypothekenkreditverbriefungen vertraut zu machen. Grundsätzlich gestaltet sich die Struktur ähnlich, unabhängig davon, ob die verbrieften Kredite zur Finanzierung privater (Residential Mortgage Backed Securities – RMBS) oder gewerblicher Immobilien (Commercial Mortgage Backed Securities – CMBS) begeben wurden. Die Abbildung stellt zur besseren Verständlichkeit eine vereinfachte Struktur einer typischen Hypothekenkreditverbriefung dar.

Wie im vereinfachten Schaubild zu sehen, vergibt eine Bank (der sogenannte Originator) zunächst Kredite, die durch Hypotheken besichert sind. Diese Kredite werden in einem „Pool“ zusammengefasst und vom Originator über den Sponsor an ein verbundenes Unternehmen (den sogenannten Depositor) verkauft. Der Depositor gründet eine Zweckgesellschaft (den

Sven Petersen, Geschäftsführer, und Markus Müller-Dott, Rechtsanwalt und Fachanwalt für Bank- und Kapitalmarktrecht, Syndikus, beide SAM Sachsen Asset Management GmbH, Leipzig

Dass in den USA eine Klagewelle gegen die Verluste aus Verbriefungen von Hypothekenkrediten angelaufen ist, konnte und kann man in den hiesigen Wirtschaftsmedien zunehmend verfolgen. Dabei ist zuweilen auch von deutschen (institutionellen) Klägern die Rede, die sich auf dem Gerichtsweg einen gewissen Ausgleich für erlittene Verluste versprechen. Und auch die Rückstellungen für Rechtsrisiken in den Bilanzen vieler Finanzdienstleister lässt auf anhaltende Rechtsstreitigkeiten schließen. Auch wenn erst einmal die Hürden im US-amerikanischen Recht zu überwinden sind, halten die Autoren solche Klagen von Investoren aus Deutschland derzeit keinesfalls für aussichtslos. Ganz selbstlos klingt ihre Schilderung des Umfeldes und der Voraussetzungen für eine Erfolg versprechende Klage indes nicht. Sie lassen jedenfalls mehrfach anklingen wie nützlich sich dabei die Einbeziehung von externem Know-how auswirken kann. (Red.)

sogenannten Issuing Trust), an die der Kreditpool weiter übertragen wird. Die Zweckgesellschaft begibt dann zwecks Finanzierung des Erwerbs des Kreditpools Anleihen, sogenannte Mortgage-Pass-Through-Certificates oder Mortgage Backed Securities (MBS), die sie zuvor in Tranchen aufgeteilt hat. Die Anleihen werden sodann an den Depositor zurück übertragen, der wiederum die notwendigen Verkaufsdokumente bei den zuständigen Aufsichtsbehörden einreicht und die Anleihen dann an die Underwriter zum Zwecke der Zeichnung überträgt. Die Underwriter verkaufen letztendlich die Anleihen an Investoren im Markt.

Wasserfall: Wie erwähnt sind die Anleihen in verschiedene Klassen (Tranchen) unterteilt, die jeweils unterschiedliche Risikoprofile haben und es so Investoren ermöglichen, je nach Anlageziel Kapitalanlagen zu tätigen. Dieses Risikoprofil zeigt sich in der Struktur des sogenannten „Wasserfalls“ der betreffenden Anleihe, der die Nachrangigkeit der unteren Tranchen gegenüber den bevorrechtigten abbildet.

Dies bedeutet, dass die nachrangigen Tranchen ein höheres Risikoprofil aufweisen und als Schutz der vorrangigen Tranchen für erste Verluste aus den Hypothekenkrediten fungieren. Sofern die Kreditnehmer ihre Hypothekenkredite in Form von Zinszahlungen und Tilgungen bedienen, profitieren davon in umgekehrter Rangordnung zuerst grundsätzlich die Anleihegläubiger der bevorrechtigten Tranchen.

Underwriter und Treuhänder

Rolle des Underwriters: Bei Hypothekenkreditverbriefungen kommt dem Underwriter – einer Bank – eine zentrale Rolle zu, denn er ist der Beteiligte in der Transaktion, von dem Investoren die Anleihen letztlich erwerben. Underwriter sind vertraglich und/oder auf Basis eigener interner Richtlinien verpflichtet, alle Verkaufsdokumente, die der Depositor bei den zuständigen Aufsichtsbehörden – in den USA ist dies die Securities and Exchange Commission – einreicht, auf Vollständigkeit und Richtigkeit zu überprüfen, bevor sie die betreffenden Anleihen Investoren zum Kauf anbieten. Underwriter sind die Beteiligten, auf die sich momentan hauptsächlich die Bemühungen der Investoren bei dem Versuch der Begrenzung der eigenen Verluste richten, da ihnen unter

anderem vorgeworfen wird, diverse Obliegenheiten verletzt beziehungsweise durch falsche und/oder unvollständige Informationen zur Qualität der verbrieften Hypothekenkredite in den Verkaufsdokumenten die Investoren über die wahre Qualität getäuscht zu haben.

Rolle des Treuhänders: Neben dem Underwriter hat auch der Treuhänder des Emissionsvehikels einer Hypothekenkreditverbriefung eine wichtige Funktion. Dieser nimmt grundsätzlich Rechte der Anleihegläubiger gegenüber den anderen Beteiligten der Verbriefung wahr. Falls vertragliche Absprachen nicht erfüllt werden, welche Rechte der Anleihegläubiger verletzen, können diese nicht einzeln sofort Klage erheben, sondern müssen ihre Rechte – vorausgesetzt es kommt zu einem Quorum von in der Regel 25 Prozent der Anleihekategorie – mit Hilfe des Treuhänders geltend machen. Dieser klagt dann selbst beziehungsweise schließt sich einem von mehreren Investoren gebildeten Anleihegläubigerausschuss an, der Klage erhebt. Dies ist häufig bei Klagen auf Rückerwerb der Hypothekenkredite durch die Banken, welche diese begeben beziehungsweise erworben haben, wegen Verletzung der Kreditvergaberichtlinien (sogenannte Put-Back Claims) zu beobachten.

Aufarbeitung der Finanzkrise in den USA

Die Aufarbeitung der Finanzkrise war insbesondere in den USA in den letzten beiden Jahren Gegenstand behördlicher beziehungsweise staatlicher Untersuchungen. Einige dieser Untersuchungen haben bereits zum Abschluss von Vergleichen geführt, aufgrund derer Banken in den USA unter anderem wegen unrechtmäßiger Zwangsräumungen von Häusern zu milliardenschweren Kompensationszahlungen an geschädigte Kreditnehmer beziehungsweise zur Rücknahme der Zwangsräumungen verpflichtet wurden.

Geschädigte Investoren kommen nicht in den Genuss solcher Vorteile ohne eigenes Zutun, sondern müssen ihre Ansprüche selbst geltend machen. In diesem Zusammenhang ist ein am 13. April 2011 veröffentlichter Bericht des US-Senats zur Finanzkrise zu nennen, der Hintergründe und Entstehen und insbesondere das Geschäftsgebaren der Banken untersucht, die am stärksten im Markt der Hypotheken-

kreditverbriefungen involviert waren. Der genannte Bericht wirft diesen Banken unter anderem vor, in ihrer Rolle als Underwriter RMBS an Investoren weltweit veräußert zu haben, obwohl sie Kenntnis von der verminderten Werthaltigkeit der zugrundeliegenden Hypothekenkredite hatten und dies gegenüber den Investoren in den entsprechenden Verkaufsdokumenten nicht offengelegt haben.

Klagen gegen Underwriter

Investoren verbleiben grundsätzlich nach US-amerikanischem Recht zwei Möglichkeiten, gegen Underwriter in Hypothekenkreditverbriefungen vorzugehen. Dies sind einerseits Einzelklagen wegen zivilrechtlich-deliktischem Betrug (Fraud) nach den einzelstaatlichen Bestimmungen von Bundesstaaten der USA (zum Beispiel gemäß New York Common Law, das grundsätzlich – zumindest teilweise – bei allen Emissionen von RMBS in den USA Anwendung findet), und andererseits Klagen beziehungsweise Sammelklagen nach bundesgesetzlichen Bestimmungen, zum Beispiel des US Securities Act.

Bei einer erfolgreichen Einzelklage wegen zivilrechtlich-deliktischem Betrug oder einer Klage beziehungsweise Sammelklagen nach bundesgesetzlichen Bestimmungen gegen Underwriter fließt der eingeklagte Betrag direkt dem Investor zu. Bei Put-Back Claims hingegen wird der Erlös nicht direkt an den Kläger, sondern in Rahmen der Wasserfallregelung auf Ebene der Verbriefung an alle Investoren pro rata ausgeschüttet. Vorteil von Einzel- beziehungsweise Sammelklagen wegen zivilrechtlich-deliktischem Betrug beziehungsweise nach bundesgesetzlichen Bestimmungen ist ferner, dass der klagende Investor – wie bei Put-Back Claims – keine Stimmrechtsschwelle von 25 Prozent pro Anleihekategorie erreichen muss, soweit Investoren einer Tranche oder Klasse von RMBS über den Treuhänder der Verbriefung ihre Rechte geltend machen wollen.

Unterschiedliche Verjährung von Ansprüchen

Im Übrigen ist die unterschiedliche Verjährung von Ansprüchen zu beachten. Diese beträgt bei Ansprüchen wegen zivilrechtlich-deliktischem Betrug gemäß New York Common Law sechs Jahre nach Abschluss der Emission, bei einer Einzelklage oder

Sammelklage nach dem US Securities Act hingegen drei Jahre nach Kenntnis der anspruchsbegründenden Tatsachen.

Klagen gegen Underwriter wegen zivilrechtlich-deliktischem Betrug gemäß New York Common Law stellen die vielversprechendste Möglichkeit der Verfolgung von Ansprüchen aus RMBS in den USA dar. Die Klagen müssen sich dabei insbesondere gegen die Darstellung von wesentlich falschen beziehungsweise unvollständigen Informationen zur Qualität der verbrieften Hypothekenkredite in den Verkaufsdokumenten richten, aufgrund welcher der Investor vorsätzlich über den wahren (minderen) Wert der Kredite getäuscht wurde, was bei ihm im Vertrauen auf die Richtigkeit und Vollständigkeit der Darstellung zu einem Schaden geführt hat.

Klagewelle angerollt

Allein im Jahre 2011 wurden in den USA zirka 100 Einzelklagen geschädigter Investoren gegen Banken wegen zivilrechtlich-deliktischem Betrug gemäß New York Common Law eingereicht. Die Erfolgsaussichten für Klagen dieser Art sind momentan grundsätzlich recht gut, wobei darauf hinzuweisen ist, dass bisher in Einzelfällen Vergleiche abgeschlossen wurden, aber noch keine rechtskräftigen Urteile vorliegen. Dies zeigt sich insbesondere daran, dass bis dato in der überwiegenden Mehrzahl die Anträge der Beklagten auf Abweisung der Klagen (sogenannte Motion to Dismiss) durch die Gerichte abgewiesen wurden.

Dieser Klageabweisungsantrag stellt für den klagenden Investor die wichtigste anfängliche Hürde in einem Rechtsstreit dar, da zu diesem Zeitpunkt das Gericht über die grundsätzliche Zulässigkeit seiner Ansprüche entscheidet. Sobald das Gericht den vorgenannten Antrag eines Beklagten abweist, bestehen Chancen auf einen Vergleich, weil die beklagten Banken grundsätzlich kein Interesse daran haben, im weiteren Verlauf des Prozesses interne Dokumente und Informationen offenzulegen (sogenannte Discovery), die als Beweis ihres möglichen rechtswidrigen Verhaltens dienen können.

Rechtliche Hürden: Auch wenn die Erfolgsaussichten für Einzelklagen wegen zivilrechtlich-deliktischem Betrug gemäß New York Common Law grundsätzlich derzeit als recht gut einzustufen sind, beste-

hen für deutsche Investoren dennoch einige prozessrechtliche Hürden in den USA, die es zu überwinden gilt. Dies betrifft insbesondere die Klageberechtigung (sogenanntes Standing), sofern der Erwerb von MBS über (eigen- oder fremdverwaltete) Zweckgesellschaften oder per Zweiterwerb erfolgt ist.

In diesen Fällen versuchen die beklagten Banken, diese Konstellation als Grund für eine Klageabweisung schon im frühen Stadium des Verfahrens (Motion to Dismiss) ins Feld zu führen, indem sie behaupten, der Investor habe entweder keinen Schaden erlitten beziehungsweise keine entsprechenden Ansprüche gegenüber den Banken erworben. Dem wird von Seiten der spezialisierten Rechtsanwälte auf Klägerseite aber durch eine Vielzahl von Argumenten begegnet. Daher ist die Verfolgung von Ansprüchen für deutsche Investoren auch in solchen Konstellationen keinesfalls aussichtslos.

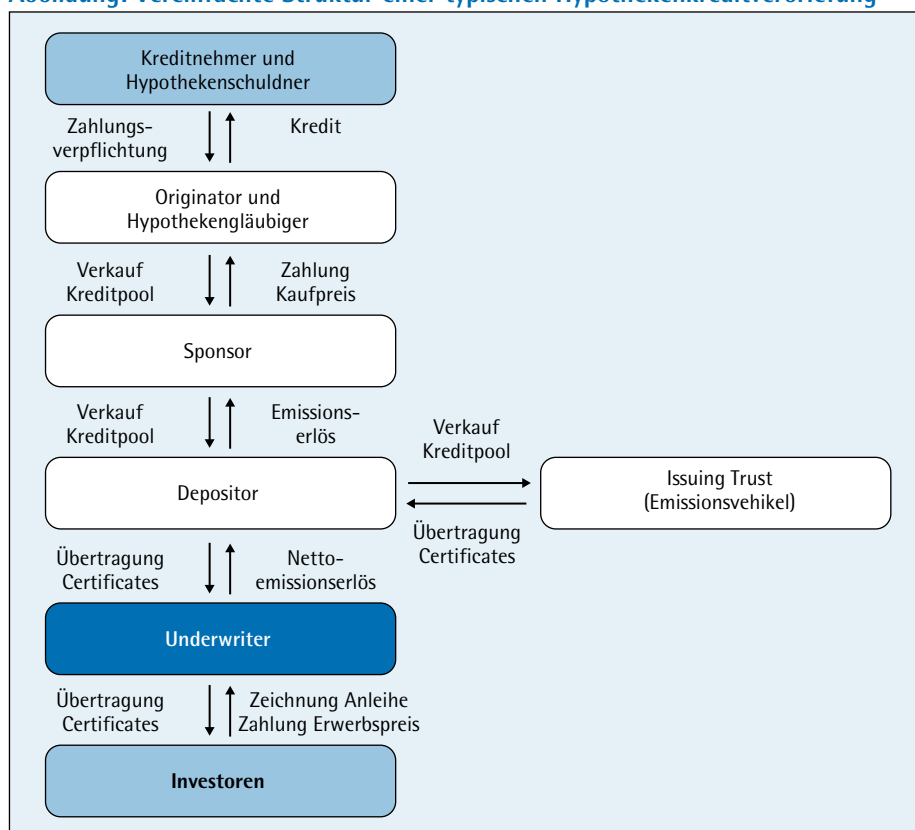
Verjährungsfristen beachten

Schadensberechnung: Im Gegensatz zu den vorgenannten rechtlichen Hürden ist

die Geltendmachung des eigentlichen Schadens weniger problematisch. Grundsätzlich errechnet sich der Schaden des Investors, der auf die Richtigkeit und Vollständigkeit der in den Verkaufsdokumenten dargestellten Informationen zu den Hypothekenkrediten vertraut hat, bei Ansprüchen wegen zivilrechtlich-deliktischem Betrug oder nach bundesgesetzlichen Bestimmungen als Differenz des Kaufpreises für die RMBS abzüglich aller bereits beim Investor eingegangenen Zahlungen und das betreffende Wertpapier und dessen heutigen Marktwerts. Bei erfolgreicher Klage auf Basis von Put-Back Claims wird der Schaden des Investors komplett durch Rückübertragung der Hypothekenkredite auf die Bank gegen Zahlung des Wertes zum Zeitpunkt der Verbriefung abgegolten.

Eilbedürftigkeit wegen Verjährung: Da ein Großteil der besonders schadensträchtigen Hypothekenkreditverbriefungen in den Jahren 2005 bis 2007 emittiert wurde, sind auf Basis der vorgenannten Verjährungsregelungen Ansprüche von Investoren nach US-bundesgesetzlichen Bestimmungen grundsätzlich bereits verjährt.

Abbildung: Vereinfachte Struktur einer typischen Hypothekenkreditverbriefung



Aber auch für Einzelklagen gegen Underwriter wegen zivilrechtlich-deliktischem Betrug läuft langsam die Zeit ab. Die Prüfung von Ansprüchen gegen Underwriter in den USA wegen zivilrechtlich-deliktischem Betrug bedarf unter anderem wegen der Ermittlung des eingetretenen Schadens einer vertieften Analyse und einer darauf basierenden gründlichen Vorbereitung der Schriftsätze, die mehrere Monate in Anspruch nehmen kann. Sofern Investoren mögliche Ansprüche aus Hypothekenkreditverbriefungen in den USA aus Emissionen der Jahre 2006 und 2007 herleiten wollen, ist ihnen dringend anzuraten, sich rasch zur Prüfung ihrer Ansprüche mit professioneller Hilfe zu entscheiden, um ihre Verluste zu begrenzen.

Begrenzung von Verlusten durch Einbeziehung von Experten

Kenntnisse der Investoren: Auch wenn (institutionelle) Investoren erweiterte Kenntnisse über Hypothekenkreditverbriefungen haben, so ist doch weniger wahrscheinlich und verständlich, dass sie sich beim ursprünglichen Erwerb mit den hochkomplexen Strukturen – zum Beispiel bis auf die Ebene der einzelnen verbrieften Hypothekenkredite – vertieft beschäftigt haben, da sie den Informationen in den Verkaufsdokumenten vertrauten und daher die erwartete Rendite ihres vermeintlich sicheren Investments zum Zeitpunkt des Erwerbs im Vordergrund stand. Die dramatischen Zahlungsausfälle und Wertverluste insbesondere im US-amerikanischen Immobilienmarkt zwingen (institutionelle) Investoren nun zu prüfen, ob es Möglichkeiten gibt, ihre erlittenen Verluste zu begrenzen beziehungsweise wettzumachen.

Mehrwert externer Aufarbeitung: Die Aufarbeitung des Problems bedarf sowohl vertiefter finanzwissenschaftlicher als auch juristischer Expertise, insbesondere in einer fremden Jurisdiktion wie den USA. Angesichts der komplexen Struktur von Hypothekenkreditverbriefungen stehen Investoren vor dem praktischen Problem, wie und wo sie sich die zwingend notwendige Expertise beschaffen können.

Informationsbeschaffung als Problem

In diesem Zusammenhang stellt sich für Investoren – gerade auch in Deutschland – insbesondere das Problem der Beschaffung

der notwendigen Informationen. Aufgrund der Komplexität der Geschäfte und der Fülle von Informationen über den Markt der Hypothekenkreditverbriefungen müssen Recherche und Auswertung von Anfang an gezielt auf die wesentlichen finanzwissenschaftlichen Informationen, zum Beispiel Verzugs- und Verlustquoten beziehungsweise den Beleihungsauslauf der Kredite und deren Entwicklung in den Verbriefungspools, und juristische Informationen, zum Beispiel anhängige Einzel- oder Sammelklagen beziehungsweise Vergleichsverhandlungen und geltende Verjährungsfristen, ausgerichtet sein. Nur das Verständnis beiderlei Informationen verschafft Investoren die Möglichkeit der adäquaten Einschätzung ihrer Verluste und der Möglichkeiten ihrer Begrenzung und verbessert zugleich die Beweislage für die Pflichtverletzung zum Beispiel des Underwriters der Hypothekenkreditverbriefung.

Hier können spezialisierte Dienstleister von Nutzen sein, die sich seit längerem intensiv mit der Verfolgung von Schadensersatzansprüchen und anderen Nacherlösen aus „toxischen“ Finanzinstrumenten, darunter der finanzwissenschaftlichen Aufarbeitung von entsprechenden Strukturen und juristischer Analyse, beschäftigen. Durch die so gewonnene Expertise sind diese Unternehmen in der Lage, Investoren in relativ kurzer Zeit eine erste Einschätzung zu geben, ob es Möglichkeiten gibt, die erlittenen Verluste

zu begrenzen. Basierend auf ihrer Expertise, Markterfahrungen und Geschäftsbeziehungen zu spezialisierten Rechtsanwaltskanzleien und sonstigen Spezialisten können diese Unternehmen Investoren ein maßgeschneidertes Konzept zur Erzielung von Nacherlösen erstellen. Insbesondere schaffen sie für Investoren auch echten Mehrwert, da sie bei der Vorbereitung und Durchführung von Klagen eine wichtige Koordinierungs- und Informationsfunktion übernehmen.

Das Leistungsspektrum dieser Spezialisten umfasst zunächst Recherche, Beschaffung, Auswertung und Aufbereitung aller verfügbaren Informationen und sodann die gezielte Kontaktaufnahme mit Rechtsanwaltskanzleien beziehungsweise Gesellschaften in den USA, die sich auf die Verfolgung von Nacherlösen durch Klagen von geschädigten Investoren spezialisiert haben oder mit Interessenverbänden von Investoren. In der Folge werden dann auf Basis der erhobenen und validierten Informationen Handlungsalternativen erarbeitet und die prognostizierten wirtschaftlichen und juristischen Auswirkungen sowie die Erfolgchancen in Detailkonzepten dargestellt. Schließlich erfolgt die periodische Berichterstattung über den Fortgang des Nacherlösprozesses.

Überprüfung rechtlicher Schritte ratsam

Der Zusammenbruch des Immobilienmarktes in den USA im Zuge der Finanzkrise hat zu dramatischen Verlusten bei Investoren auch in Deutschland geführt. Diese Investoren sollten wegen laufender Verjährungsfristen dringend prüfen (lassen), wie sie über rechtliche Schritte eine Minimierung ihres Schadens erreichen können.

Trotz einiger prozessrechtlicher Hürden in den USA ist die vielversprechendste Möglichkeit für Investoren die Erhebung von Klagen wegen zivilrechtlich-deliktischem Betrug nach dem einzelstaatlichen Recht von New York. Aber auch die Erhebung von Put-Back Claims zwecks Rückübertragung der wenig werthaltigen Kredite auf die sie ursprünglich gewährende Bank ist eine Möglichkeit zur Begrenzung der entstandenen Verluste. Jedoch muss der Investor in diesem Falle ein Quorum von 25 Prozent aller Anleihegläubiger der Anleiheklasse erreichen, bevor der Treuhänder zur Erhebung entsprechender Klagen verpflichtet werden kann.