

HfB – Working Paper Series

No. 66

**Distressed Debt-Investing in
Deutschland
-Geschäftsmodelle und Perspektiven-**

by Christoph Schalast and Christian Daynes

September 2005



Sonnemannstr. 9 – 11 60314 Frankfurt an Main, Germany
Phone: +49 (0) 69 154 008 0 Fax: +49 (0) 69 154 008 728
Internet: www.hfb.de

Abstract

The global distressed debt market has been established for some years now, however within this investment universe German Distressed Debt is generally considered as underdeveloped. The aim of this paper is to highlight why Investments are transacted and the framework of processes involved within the German market additionally; the paper focuses on current active investors and concludes with a market survey covering the impressions of these participants.

Key words: Non-Performing-Loans; Distressed Debt, Distressed Debt-Trading; Bad Bank; Work-Out; Outsourcing; Data Protection; Banker's duty of secrecy; Due Diligence

JEL classification: K12; K19; K22, K29

ISSN: 1436-9761

Contact:

Prof. Dr. Christoph Schalast
HfB – Business School of Finance and Management
Frankfurt am Main
e-mail: schalast@hfb.de

Christian Daynes
Commerzbank AG
Frankfurt am Main
e-mail: Christian.Daynes@commerzbank.com

Inhalt

1	Einführung: Der deutsche NPL-Markt und der Forschungsschwerpunkt Bad Debt der HfB	5
1.1	Non Performing Loans/ Sub Performing Loans/ Performing Loans	5
1.2	Forschungsschwerpunkt Bad Debt der HfB	6
1.3	Fragestellungen der Untersuchung	7
2	Definition	8
2.1	Distressed Debt	8
2.2	Distressed Debt Investing	9
3	Distressed Debt Investing	10
3.1	Betrachtung als Anlageklasse	10
3.1.1	Anlegerprofil	10
3.1.2	Risiko-Rendite Profil.....	12
3.2	Betrachtung als Markt.....	15
3.2.1	Entwicklung von Märkten	15
3.2.2	Entwicklung von Lösungen.....	16
3.2.3	Effiziente und ineffiziente Märkte	18
3.3	Der Investitionsprozess.....	20
3.3.1	Anforderungen	21
3.3.2	Marktbeobachtung.....	21
3.3.3	Due Diligence.....	22
3.3.4	Investitionsstrategien.....	25
3.3.5	Preisfindung	28
3.3.6	Exit	31
3.3.7	Risiken.....	32
4	Perspektiven in Deutschland.....	32
4.1	Marktentwicklung.....	32
4.2	Markttransaktionen	33
4.3	Marktteilnehmer.....	36
4.3.1	Banken.....	36
4.3.2	Beteiligungsgesellschaften	37
4.3.3	Distressed Debt Investoren.....	39
4.4	Motivation.....	40
4.4.1	Verkäufer.....	40
4.4.2	Unternehmen	41
4.4.3	Käufer.....	41
4.5	Marktbedingungen	42
4.5.1	Rechtliche Rahmenbedingungen.....	42
4.5.2	Sonstige Rahmenbedingungen	50

4.6 Marktumfrage.....	53
4.6.1 Verkäufer	54
4.6.2 Käufer	55
4.7 Marktausblick.....	56
5 Fazit.....	57
Anhang 1: Hedge Fund Strategy Definitions.....	58
Anhang 2: Ratings ausgewählter deutscher Banken.....	59
Anhang 3: Fragebogen für Distressed Debt Verkäufer.....	60
Anhang 4: Fragebogen für Distressed Debt Käufer.....	61
6 Literaturverzeichnis.....	62

1 Einführung: Der deutsche NPL-Markt und der Forschungsschwerpunkt Bad Debt der HfB¹

1.1 Non Performing Loans/ Sub Performing Loans/ Performing Loans

Das Thema Non Performing Loans/Problemkredite ist im letzten Jahr verstärkt in das öffentliche Interesse gerückt. Ursache hierfür waren zum einen spektakuläre Deals, wie etwa der Verkauf eines Kreditportfolios der HypoRealEstate an den amerikanischen Investor Lone Star mit einem Milliardenvolumen. Danach wurden zahlreiche andere Transaktionen in Deutschland bekannt, nicht zuletzt Lone Star hat ein weiteres Paket für €1,2 Mrd. von der Dresdner Bank erworben². Glaubt man der Presse, werden derzeit vor allem in London intensiv Gespräche hinsichtlich des Verkaufs von großen deutschen Kreditportfolios beziehungsweise der Übertragung auf Bad Banks geführt³. Allerdings ist vor allem bei Verkaufsinteressen derzeit noch eine gewisse Zurückhaltung zu beobachten⁴. Dies hat seine Ursache in den hohen Kosten komplexer Transaktionen, den Unsicherheiten bei der Bewertung der Portfolios sowie nicht zuletzt auch rechtlichen Unklarheiten (Stichwort: Bankgeheimnis und Insolvenz). Auffällig ist weiter, dass mit Ausnahme der Sparkasse Niedersachsen/Görlitz bisher keine großen Verkäufe aus dem Sparkassen- und Genossenschaftsbereich bekannt wurden. Dies könnte seine Ursache darin haben, dass dort derzeit intensiv an den „eigenen“ Lösungen gearbeitet wird (Stichwort: Konzentration des Workout in Plattformen beziehungsweise Gründung von Bad Banks etc.).

Insgesamt kann man trotzdem derzeit zu Recht feststellen, dass der deutsche NPL-Markt in „Schwung gekommen ist“⁵. Karsten von Köller, Chairman von Lone Star hat das Erfolgskonzept seines Fonds in diesem wachsenden Markt im Rahmen des ersten Tax ´n Law Talk der HfB am 24.05.2005 anhand von zwei Grundprinzipien deutlich gemacht: Erfahrung und Kompetenz sowohl beim Einkauf wie bei der Abwicklung. Interessant ist auch, dass Karsten von Köller den NPL-Markt als Teil des Private Equity Markts in Deutschland betrachtet. Aus der Sicht der Investoren ist diese Sichtweise sicherlich berechtigt⁶.

Der Markt ist aber nicht nur im letzten Jahr dynamisch gewachsen, sondern auch in Veränderung begriffen. Anfänglich standen vor allem Immobilienkredite im Fokus der Verkäufer und Investoren. Hintergrund hierfür ist nicht zuletzt ihre Besicherung durch Grundpfandrechte. Dies vereinfacht sowohl die Due Diligence, wie auch eine spätere Verwertung durch Zwangsversteigerung oder Zwangsverwaltung.

¹ Die Einführung beruht teilweise auf dem Geleitwort des Autors zu dem Buch Jube/Stachuletz, Workout-Management und Handel von Problemkrediten, 1. Aufl. 2005.

² Jube 10/2004.

³ Der Chairman von Lone Star in Deutschland, Herr von Köller hat sein NPL-Konzept im Rahmen der Veranstaltungsreihe Tax ´n Law Talk am 24.05.2005 in der HfB vorgestellt.

⁴ S. Kristen/U. Kreppel, „NPL-Transaktionen aus Sicht des Verkäufers - Risiken und Lösungsansätze“, BKR 4/2005, S. 123 ff..

⁵ So zahlreiche Schlagzeilen aus den Jahren 2004 und 2005.

⁶ Aus diesem Grund wird auch der neue M & A-Studiengang der HfB einen Abschnitt NPL anbieten.

Anders stellt sich die Situation bei Unternehmenskrediten dar, die von den Transaktionen der letzten Zeit zunehmend miterfasst wurden. Hier ist die Besicherung regelmäßig komplexer, sie kann von persönlicher Haftung, über Grundpfandrechte und Sicherungsübereignungen bis zu Pfandrechten an Geschäftsanteilen reichen. Dies macht das Workout, aber auch einen Verkauf und die damit zusammenhängende Due Diligence und Bewertung schwieriger. Neben einer – oft aufwändigen – Unternehmensauktion⁷ muss der Forderungsinhaber an Handlungsalternativen, wie etwa Interims- beziehungsweise Sanierungsmanagement, denken.

Schließlich gerät neben der Immobilien- und Unternehmensfinanzierung zunehmend der Kleinkredit in den Fokus der Marktteilnehmer. Zu denken ist hier insbesondere an Non oder Under Performing Loans der Autobanken oder Kaufhausbanken. Es bleibt abzuwarten, wie der Markt sich hier entwickelt.

Bei jeder Transaktion stellt sich im Vorfeld immer die Frage, welchen Umfang ein „verkaufsfähiges“ Portfolio haben „muss“, damit sich das Geschäft - angesichts von Due-Diligence-Kosten und marktüblichen Abschlägen - für Käufer und Verkäufer auch lohnt. Gerade kleinere Banken und Sparkassen sehen hier noch Beratungsbedarf. Auch äußern Kaufinteressenten hinter der Hand offene Kritik an ungeordneten Verkaufsprozessen, die zu Verärgerung und unnötig hohen Broken-Deal-Kosten führen.

Des Weiteren wurde – soweit ersichtlich – bisher noch nicht genügend untersucht, inwieweit ein konsequentes Outsourcing der Abwicklung eine Alternative zum Verkauf von Kreditportfolios darstellt. Eine solche Prüfung ist aber angesichts der erheblichen Abschläge, die bei Transaktionen verhandelt werden - nicht zuletzt auch zur Absicherung des Verkäufers – unumgänglich⁸.

1.2 Forschungsschwerpunkt Bad Debt der HfB

In dem skizzierten Umfeld hat die HfB seit Mitte 2003 ihren Forschungsschwerpunkt Bad Debt/Non Performing Loans/Problemkredite aufgebaut. Dabei wurde zunächst in einem ersten Forschungskolloquium der Problemkreis Securitisation, sowohl aus Bankensicht (Carsten Strohdächer/Christoph Schalast), wie auch aus Sicht einer international beratenden Anwaltskanzlei (Ralf Hesdahl) untersucht und dabei ihre Bedeutung als Instrument des Risikotransfers beziehungsweise der Kapital-Release herausgearbeitet⁹.

⁷ Vgl. ausführlich zu den Problemen einer Pfandverwertung am Beispiel ish: Schütze/Schalast „Wider die Verschleuderung von Unternehmen durch Pfandversteigerung“, Arbeitsbericht Nr. 51 der HfB-Business School of Finance and Management.

⁸ Eine - für beide Seiten - realistische und nachvollziehbare Portfolio-Bewertung ist Voraussetzung einer erfolgreichen NPL-Transaktion.

⁹ Vgl. dazu den Arbeitsbericht Nr. 54 der HfB - Business School of Finance and Management: Anders/Binder/Hesdahl/Schalast/Thöne: „Aktuelle Fragen des Bank- und Kapitalmarkt-Rechts I: Non-Performing-Loans/ Faule Kredite - Handel; Work-Out, Outsourcing und Securitisation.“

Das folgende Forschungskolloquium im Frühjahr 2004 hatte dann das Thema: „Faule Kredite/ Non Performing Loans: Risiko und Chance“. Dietmar Anders (Clifford Chance) untersuchte zunächst die Rechtsfragen beim Handel mit Non Performing Loans, insbesondere die Problematik Datenschutzrecht und Bankgeheimnis¹⁰. Durch die Entscheidung des Oberlandesgerichts Frankfurt vom 25.05.2004 sah es danach zeitweise so aus, als ob das Bankgeheimnis zu einem echten Hindernis für die Entwicklung des NPL-Marktes in Deutschland werden würde¹¹. Dabei wurde allerdings in der öffentlichen Diskussion nicht genügend berücksichtigt, dass Hintergrund der Entscheidung der Umstand war, dass der Aufkäufer der Kredite gegenüber dem Gericht nicht nachweisen konnte, dass diese tatsächlich notleidend waren. In dem folgenden Hauptsacheverfahren hat das Landgericht Frankfurt seine Ansicht nunmehr geändert und die Auffassung vertreten, dass Verkauf und Abtretung an Dritte – selbst unter Verletzung des Bankgeheimnisses – wirksam sind¹². Ergänzend zu den grundsätzlichen rechtlichen Problemen wurden in dem Forschungskolloquium zwei wichtige Workout-Alternativen vorgestellt: die interne Abwicklung in den Banken sowie die Übertragung auf eine so genannte „Bad Bank“¹³.

Im Herbst 2004 wurde dann im Rahmen des Forschungsschwerpunktes Bad Debt der HfB die True-Sale-Initiative der KfW dargestellt. Dies stieß gerade im Vorfeld der kurz darauf bekannt gewordenen Volkswagenbank-Transaktion auf erhebliches Interesse. Die Bundesregierung plant nunmehr die rechtlichen Rahmenbedingungen für True-Sale-Transaktionen weiter strukturell zu verbessern. Dabei soll insbesondere die Errichtung eines Refinanzierungsregisters in Anlehnung an das Deckungsregister für Pfandbriefe helfen. Dadurch wird die Insolvenzfestigkeit abgetretener Forderungen gestärkt. Schließlich hat Karsten von Köller im Rahmen des ersten Tax ´n Law Talks der HfB erläutert, warum angelsächsische Private Equity Fonds an deutschen NPL-Portfolios interessiert sind. In Deutschland hat sich eine Bugwelle aufgebaut und diese Bugwelle muss nunmehr – wie in früheren NPL-Märkten – abgebaut werden.

1.3 Fragestellungen der Untersuchung

Die vorliegende Untersuchung beruht auf einer Master Thesis, die von Herrn Christian Daynes im Sommersemester 2005 bei der HfB eingereicht wurde. Die Master Thesis wurde für die vorliegende Veröffentlichung überarbeitet, wofür wir Herrn Joachim Ballerstaedt, dem Zweitgutachter, für seine zahlreichen Anmerkungen zu Dank verpflichtet sind. Ziel der Arbeit ist es, die Grundprinzipien des Distressed Debt Investing darzustellen und darauf aufbauend zu untersuchen, ob dauerhaft ein Distressed Debt-Markt in Deutschland entwickelt werden kann. Dies ist eine aktuelle und interessante Fragestellung, nicht zuletzt weil Karsten von Köller im Rahmen des Tax ´n Law Talks der HfB im Mai 2005 die These aufgestellt hat, dass der deutsche NPL-Markt einer ca. 3jährigen Boomzeit entgegensieht. Danach wird die „Karawane“ weiterziehen. Die Überprüfung dieser These ist eines der Anliegen der Arbeit. Eine

¹⁰ Anders, D.; a.a.O.

¹¹ OLG Frankfurt am Main vom 25.05.2004, 8 U 84/04, BKR 2004, 330 ff. mit Anmerkung Langenbacher.

¹² LG Frankfurt am Main, AZ: 2-21 O 96/02, noch nicht veröffentlicht: siehe dazu auch FAZ vom 13.01.2005.

¹³ Vgl. dazu Binder und Thöne in: Arbeitsbericht Nr. 54 der HfB, a.a.O.

Besonderheit der Arbeit ist, dass sie schließlich die Ergebnisse einer Marktumfrage unter dem kleinen Kreis der maßgeblichen Player dieses Marktes hinzuzieht.

Der Arbeitsbericht steht im Zusammenhang mit den bisherigen Publikationen der HfB zu dem Themenbereich Non-Performing-Loans (Arbeitsberichte Nr. 51 und 54). Eine Besonderheit ist dabei, dass er den Gesichtspunkt des Distressed Debt-Investing in den Vordergrund stellt und sich daher auf Unternehmenskredite konzentriert. Dagegen standen im Mittelpunkt des bisherigen Marktes vor allem von Real Estate dominierte Portfolio-Verkäufe. Bereits jetzt ist absehbar, dass sich in nächster Zeit eine Verschiebung von Real Estate-Portfolios zu Corporate Loans stattfinden wird.

Insgesamt ist der neue deutsche NPL-Markt als Instrument des Risikotransfers und der Eigenkapitalentlastung für Banken und Versicherungen zu sehen. Es ist zu hoffen, dass die damit verbundenen Chancen in Deutschland nunmehr genau so genutzt werden wie in entwickelteren Märkten – vor allem in Asien. Auf der anderen Seite ist der Verkauf von notleidenden Krediten kein „Allheilmittel“, sondern er sollte vorrangig als ein Zwischenschritt hin zu einer Modernisierung des Work Out gesehen werden.

2 Definition

2.1 Distressed Debt

„Distressed securities can be defined narrowly as those publicly held and traded debt and equity securities of firms that have defaulted on their debt obligations and/or have filed for protection under chapter 11 the U.S. Bankruptcy Code. A more comprehensive definition would include those publicly held debt securities selling at sufficiently discounted prices so as to be yielding, should they not default, a significant premium over comparable duration of U.S. Treasury bonds.“ (Altman (1998), S. 2)

Volker Ulbricht (Ulbricht (2005), S.5) beschreibt es folgendermaßen: „Der Begriff [...] beschreibt üblicherweise eine Situation, in der der Schuldner mit einer Teilleistung oder mit seinen gesamten Verpflichtungen in Verzug ist. Handelt es sich um Bankkredite, liegt entweder ein Kündigungsgrund vor oder es geht um Kredite, die bereits gekündigt wurden. Auch stark ausfallgefährdete, vorläufig aber noch bediente Engagements und notleidende Kredite, die bereits in der Verwertungsphase sind, fallen unter die Kategorie.“

Distressed Debt umfasst sämtliche Forderungen, wie Unternehmenskredite, Leasingfinanzierungen, Handelsfinanzierungen, Kundenforderungen, Lieferantenforderungen, Beteiligungen und Immobilien. Im Rahmen dieser Arbeit wird auch Eigenkapital, wie z. B. Aktien, unter dem Begriff Distressed Debt mit einbezogen.

Die gängigste Kategorisierung von Krediten erfolgt anhand von Ratingstufen. Im Allgemeinen orientiert man sich hierbei an den verbreiteten zehnstufigen Ratingverfahren der Ratinga-

genturen Moody's Investors Service (Moody's) und Standard & Poor's (S&P). Somit wären Distressed Debt die Forderungen mit Speculative Grade. Mehr als eine Orientierung kann diese Definition aber auch nicht geben, da zum Beispiel Anleihen aufgrund technischen Defaults mit D, der schlechtesten Bonitätsstufe, geratet sein können, aber weiterhin zu Nominalwert gehandelt werden (vgl. Moyer (2005), S. 6).

Eine weitere Definition klassifiziert Wertpapiere als distressed, wenn sie mit einer Risikoprämie ab 1000 Basispunkten (bps) gegenüber entsprechender Staatsanleihen gehandelt werden (vgl. Altman (1999), S. 18). Historisch zeigt sich aber, dass diese Risikoaufschläge sehr volatil sein können und die tatsächliche Grenze zunehmend weniger als 1000bps beträgt. Somit kann dieses Kriterium auch nicht als einheitliche Definition benutzt werden.

Einer Umfrage unter den deutschen Universalbanken von KPMG in 2002 zufolge werden Kredite zum Großteil dann als distressed klassifiziert, wenn diese einem Rating mit hoher Ausfallwahrscheinlichkeit zugeordnet werden, eine drohende Zahlungsunfähigkeit erkennbar ist oder sich der Kreditnehmer in Liquiditätsschwierigkeiten befindet (vgl. KPMG (2002), S. 7).

So wird den Kreditinstituten zukünftig durch die Mindestanforderungen an das Kreditwesen (MaK) eine genauere Unterteilung ihrer Problemkredite in Kredite der Intensivbetreuungsfälle, Sanierungskredite und Abwicklungskredite auferlegt. Die Einordnungskriterien können aber institutsindividuell festgelegt werden (vgl. Heinrich (2004), S. 407).

Eine einheitliche Definition besteht somit nicht. Daher können Begriffe wie Non Performing Loans (NPLs), Bad Loans, Risikoengagements, Problemkredite, Watch-List, notleidende Kredite und andere synonym zu Distressed Debt verwandt werden. Auf eine Abgrenzung der einzelnen Begriffe kann verzichtet werden.

2.2 Distressed Debt Investing

Edward I. Altman, beschreibt den Markt als „a securities market of problem firms that affords opportunities if their problems are resolved and if current prices are over discounted“ (Altman (1999), S.5).

„Distressed investing involves investments in the debt or equity of companies experiencing financial or operational difficulties. The securities of these companies often trade at a discount, which is sometimes substantial, to par or intrinsic value. Depending on a manager's style, investments may be made in a wide range of instruments, including bank debt, corporate debt, unsecured creditor claims, leases, common stock, preferred stock and warrants. The bankruptcy process creates certain financial instruments, including trade claims, which originate as liabilities of the company and convert to claims against the assets of the company once it files for bankruptcy“ (vgl. Gordon (2004), S. 66-67).

Somit kann unter Distressed Debt Investing das gezielte Investment in das Fremd- oder Eigenkapital notleidender Unternehmen (vgl. Anson (2002), S.6) verstanden werden, um aus aktuellen Fehlbewertungen mit Einsatz von Kapital und speziellem Expertenwissen eine überdurchschnittliche Rendite zu erzielen.

Ohne eine stringente Unterscheidung kann neben „vulture investing“ auch „bankruptcy investing“, „turnaround investing“ und „workout investing“ als Bezeichnung verwendet werden.

3 Distressed Debt Investing

3.1 Betrachtung als Anlageklasse

3.1.1 Anlegerprofil

Der Einfachheit halber kann bei den Anlagemöglichkeiten eines Investors in traditionelle und nicht traditionelle Anlagen (Alternative Investments) unterschieden werden (vgl. Rutkis (2002), S. 3). Zu den traditionellen Anlagen gehören Investments in Aktien und Anleihen. Auch wenn eine exakte Differenzierung der beiden Anlageformen nicht einfach durchzuführen ist (vgl. Cottier (1998), S. 8), gelten in der aktuellen Finanzliteratur als typische alternative Investments vor allem Anlagen in Hedge-Fonds, Managed Futures, Private Equity und Venture Capital sowie Anlagen in Junk Bonds bzw. High Yield Bonds (vgl. Rutkis (2002), S. 3).

Die Renditen von Alternative Investments sollten nur gering mit denen der traditionellen Anlagen korrelieren, denn eine wesentliche Eigenschaft alternativer Anlagen ist die Verfolgung von Total Return Strategien. Unter Total Return Strategien versteht man eine Investmentstrategie, die, entgegen derer traditioneller Anlagen, nicht darauf abzielt, eine bessere Rendite als eine bestimmte Benchmark, sondern zins- und konjunkturunabhängig eine positive Rendite zu erzielen.

Da in den letzten Jahren das weltweite Anlagevolumen gestiegen ist, gewinnt auch die Entdeckung alternativer Investments zunehmend an Bedeutung. Denn der Portfoliotheorie von Markowitz folgend, wünscht sich ein Anleger zur Effizienzverbesserung seines Portfolios eine Anlageklasse, die neben einem überlegenen Rendite-Risikoprofil eine geringe Korrelation zum bestehenden Portfolio aufweist (vgl. Markowitz (1957), S. 77-91).

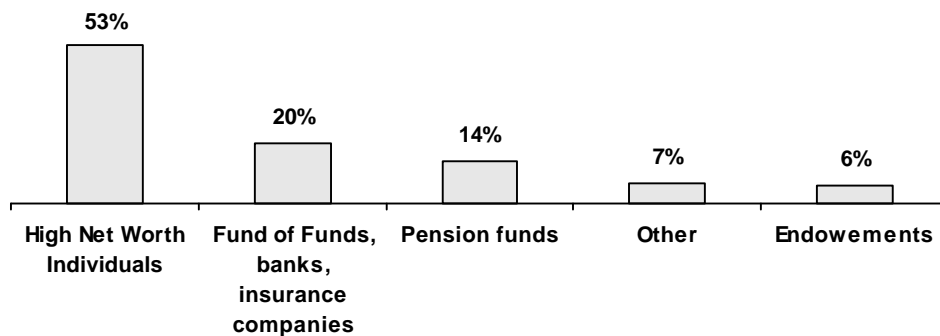
Verstärkt wurde die Nachfrage nach alternativen Investments in den letzten Jahren noch durch die Flaute an den internationalen Aktien- und Anleihenmärkten.

Anleger in Distressed Debt lassen sich in drei Gruppen unterteilen:

Die erste Gruppe bilden die Investoren, die durch die Verschlechterung der Bonität des Kredites nach Herauslegung bzw. Investition zu Distressed Debt Investoren wurden. Dies sind vor allem Banken, die das Unternehmensfinanzierungsgeschäft aktiv betreiben und somit automatisch für einen gewissen Nachschub an Distressed Debt im eigenen Bestand sorgen. Insbesondere größere Institute beschäftigen eigene Restrukturierungs- oder Workout- Abteilungen mit der Betreuung von Distressed Debt. Hierdurch konnte zum Teil eine besondere Expertise im Management von Distressed Debt aufgebaut werden, die den Instituten auch die gezielte Investition in Distressed Debt anderer Institute ermöglicht.

Als zweites haben sich Alternative Investment Fonds bzw. Opportunity Funds als Distressed Debt Investoren weltweit etabliert. Anleger dieser Fonds sind hauptsächlich High Net Worth Individuals, Pensionsfonds, Versicherungen und andere Institutionen (siehe Abbildung 1), die eine Diversifikation ihres Anlageportfolios suchen. Eine Allokation von 2% in Alternative Investments verfolgt beispielsweise auch CalPERS – mit 144 Mrd. USD verwaltetem Kapital der größte Pensionsfonds der USA (vgl. Liebler et al. (2004), S.653).

Abbildung 1: Distribution of Hedge Fund Investors



Quelle: Benchmark

Eine dritte Gruppe bilden Investment Banken, die einerseits für das eigene Buch in Distressed Debt investieren und andererseits als Intermediäre (Broker/Dealer) zwischen Verkäufer und Endinvestoren handeln. Hierzu zählen zum Beispiel Credit Suisse First Boston (CSFB), Citigroup und Deutsche Bank.

3.1.2 Risiko-Rendite Profil

Um die Nachfrage von Investoren nach Distressed Debt im Detail zu verstehen, ist es sinnvoll, nach der Definition in Kapitel 2.1., die besonderen Eigenschaften der Assetklasse Distressed Debt als Abgrenzung zu anderen Investmentklassen zu betrachten und zu prüfen, inwiefern sich die Erwartungen der Anleger (siehe Kapitel 3.1.1.) auch erfüllen.

Zur Analyse des Risiko - Rendite Profils von Distressed Debt bietet sich eine Analyse des Altman-NYU Salomon Center Bank Loan Index (Altman-NYU SC BLI) an. Der Index besteht seit 1995 und beinhaltet Bankkredite, die nach der Definition von Altman in Kapitel 2.1. als Distressed Debt einzuordnen sind. Eine Aufnahme in den Index erfolgt zum Ende des Monats in dem die Bankkredite diese Kriterien erfüllen, bis zum Ende des Monats in dem die Kriterien nicht mehr erfüllt werden. Der Index misst die monatlichen Preisänderungen inklusive Zins- und Tilgungsleistungen.

Stellvertretend für die traditionellen Anlageklassen sollen die Entwicklungen der monatlichen Renditen des S&P 500 Stock Index und der 10 jährigen Amerikanischen Staatsanleihen (10-Y Treasury Bond) denen des Altman-NYU SC BLI gegenüber gestellt werden. Zudem werden die Renditen von High Yield Bonds (Citigroup High Yield Bond Index), stellvertretend für die alternative Anlageklasse, mit in die Betrachtung einbezogen (siehe Tabelle 1).

Tabelle 1: Korrelationsmatrix monatlicher Renditen 01.1996 - 12.2004

	Altman-NYU SC BLI	S&P 500 Stock Index	Citigroup High Yield Bond Index	10 Y Treasury Bond
Altman-NYU SC BLI	100,00%	-0,90%	44,69%	-19,64%
S&P 500 Stock Index		100,00%	49,48%	-16,67%
Citigroup High Yield			100,00%	-6,49%
10 Y Treasury Bond				100,00%

Quelle: NYU-Salomon Center, Bloomberg; Eigene Darstellung

Die Korrelationen zwischen den Renditen des Altman Index und derer des S&P 500 bzw. Treasury Bond weisen keine Abhängigkeiten auf. Somit können die Renditen von Distressed Debt als konjunktur- und zinsunabhängig betrachtet werden. Anleger können also ihr Portfolio aus Aktien und Anleihen mit der Beimischung von Distressed Debt sehr gut diversifizieren. Diese positive Eigenschaft einer Anlage in Distressed Debt wird sogar dadurch noch verstärkt, dass auch keine signifikante Abhängigkeit zu anderen alternativen Anlagen besteht. Die Korrelation von 0,45 zwischen Altman Index und High Yield Index liegt unterhalb des Signifikanzlevels von 0,5, ab dem man von Abhängigkeiten spricht.

Nachdem die Eigenschaft zur Diversifikation von Distressed Debt betrachtet wurde, soll in einem nächsten Schritt geprüft werden, wie sich das Risiko-Rendite Profil darstellt.

In die Betrachtung der Renditen (Mittelwert) und des Risikos (Standardabweichung) wird der Hedge Fond Index Distressed (HEDG Distressed), der die Renditen von Hedge Fonds abbildet, die ausschließlich in Distressed Debt investieren, mit einbezogen. Stellvertretend für die Entwicklung des Gesamtmarktes wird der MSCI World \$ ergänzt (siehe Tabelle 2).

Tabelle 2: Vergleich der Jahresrenditen 1996 – 2004

Jahr	Altman-NYU SC BLI	Citigroup High Yield Bond Index	HEDG Distressed	S&P 500 Stock Index	MSCI World \$
1996	19,56%	11,29%	25,55%	22,96%	14,00%
1997	1,75%	13,18%	20,73%	34,36%	16,23%
1998	-10,22%	3,60%	-1,68%	28,58%	24,80%
1999	0,65%	1,74%	22,18%	20,98%	25,34%
2000	-6,59%	-5,68%	1,95%	-9,11%	-12,92%
2001	13,94%	5,44%	20,01%	-11,87%	-16,52%
2002	3,03%	-1,53%	-0,69%	-22,08%	-19,54%
2003	27,48%	30,62%	25,12%	28,70%	33,76%
2004	11,70%	10,79%	15,62%	10,88%	15,25%
Mittelwert	6,81%	7,72%	14,31%	11,49%	8,93%
Standarabw.	12,31%	10,60%	11,26%	20,71%	19,98%
Sharpe Ratio Risikofreier Zins	0,147 5%	0,256 5%	0,827 5%	0,313 5%	0,197 5%

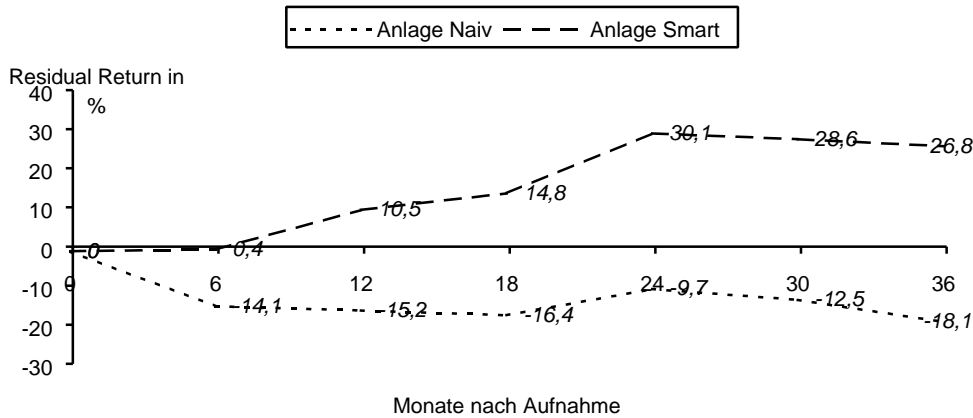
Quelle: NYU – Salomon Center, Bloomberg, Hedgefundindex

Mit Hilfe der Sharpe Ratio lassen sich die jeweiligen Rendite-Risiko Profile in Relation setzen (vgl. Sharpe (1994), S.49-58). Mit einer Sharpe Ratio von 0,147 weist der Altman Index die schlechteste Performance auf. Dem gegenüber weist der HEDG Distressed mit 0,827 mit Abstand das beste Risiko-Rendite Profil aus.

Diese notwendige Selektion bei Investitionen in Distressed Debt verdeutlicht der Vergleich zweier Anlagestrategien in Distressed Debt (vgl. Altman (1999), S. 55 – 69). Der Investor mit der Anlagestrategie Naiv investiert in alle Wertpapiere, sobald sie die Kriterien Distressed Debt (siehe Kapitel 2.1) erfüllen.

Der Investor Smart hingegen investiert nur in die Wertpapiere, die die Distressed Debt Kriterien erfüllen und in Zukunft nicht ausfallen.

Abbildung 2: Residual Return der Anlage Naiv und Smart in Distressed Securities 06.1978 - 06.1989



Quelle: Eigene Darstellung

Abbildung 2 zeigt die jeweiligen annualisierten Renditen in den sechs folgenden Halbjahren nach Aufnahme der Wertpapiere ins Portfolio der Anleger. Der Residual Return stellt die absolute Rendite minus die Rendite eines High Yield Index als Opportunitätskosten dar. Der Residual Return gibt somit an, ob die Anlagestrategie Outperformed bzw. Underperformed.

Das Ergebnis zeigt, dass zum einen nur eine selektive Anlage (Smart) in Distressed Debt zu einer überproportionalen Rendite führt und zum anderen ein Investitionszeitraum von 24 bis 30 Monaten die höchsten Renditen verspricht.

Zur Beurteilung der Anlageklasse Distressed Debt kann festgehalten werden:

- Distressed Debt eignet sich zur Portfoliodiversifikation, da keine Korrelation zu traditionellen Anlagen besteht.
- Eine überproportionale Rendite lässt sich nur durch strenge Selektion erzielen.
- Die Renditen bei einer Anlage in Distressed Debt sind bei einem Anlagehorizont von 24 bis 30 Monaten am höchsten.

Reilly, Wright und Altman (1998) kommen bei ihren Untersuchungen, ob Distressed Debt eine eigene Assetklasse darstellt, zu dem Ergebnis, dass insbesondere die Eigenschaften hinsichtlich Risiko, Rendite und Korrelationen denen von Small Caps und High Yield Bonds ähneln. Daher sollte Distressed Debt eher als Aktie denn als Bond analysiert werden.

3.2 Betrachtung als Markt

3.2.1 Entwicklung von Märkten

Der globale Markt für Distressed Debt lässt sich in fünf Gebiete unterteilen, wobei die Schätzungen über das jeweilige Bestandsvolumen aufgrund der fehlenden einheitlichen Definition und Publizitätspflicht differieren (siehe Tabelle 3).

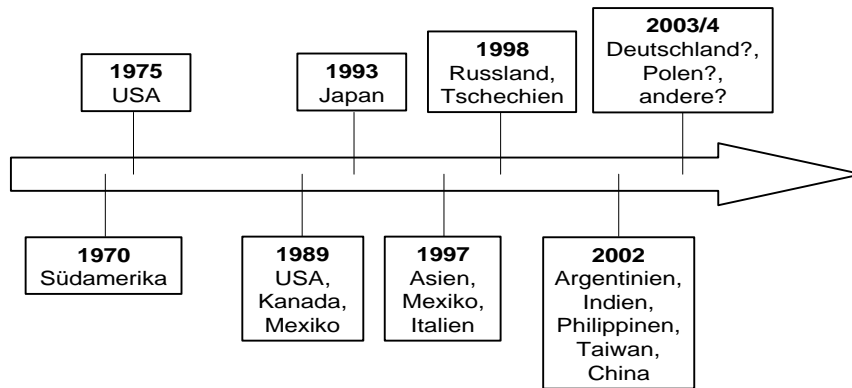
Tabelle 3: Schätzungen zum Volumen der globalen Distressed Debt Märkte

- in US\$ Mrd. -	Citigroup	E&Y
Asien (excl.	1000	>500
Japan	>1000	442
Europa	>300	>300
Latin America	>300	
US	>500	
SUMME	>3200	

Quelle: Citigroup; E&Y

Beginnend mit Südamerika vor dreißig Jahren entwickelten sich immer wieder neue Distressed Debt Märkte, die internationalen Distressed Debt Investoren attraktive Investitionsmöglichkeiten bieten (siehe Tabelle 4).

Abbildung 3: Entstehung von Distressed Debt Märkten 1970 - 2004



Quelle: E&Y

Eine exzellente Übersicht über die Hintergründe der Entstehung von Finanzkrisen bietet Kindleberger (2001). Auch wenn die Hintergründe der Entstehung der jeweiligen Krise sehr unterschiedlich sind, ist ihnen zumindest allen gemeinsam, dass sich bei den Hauptgläubigern ein großer Bestand an Distressed Debt (sogenannte Bugwellen) ansammelte und dieser nur langsam und meist unter Einsatz besonderer Maßnahmen abgebaut werden konnte.

Eine Zunahme an Distressed Debt in den Bankbilanzen geht einher mit erhöhten Risikoprämienanforderungen und verschlechterter Qualität der Kreditportfolien, Herabstufungen der betroffenen Banken durch Ratingagenturen, sinkenden Renditen, Dividendenkürzungen und -ausfällen sowie Eigenkapitalengpässen und sinkenden Bankaktienkursen. Letztendlich kann eine steigende Zahl von Problembanken und Bankinsolvenzen sowie die Innanspruchnahme von Auffanggesellschaften in einer Bankenkrise enden (vgl. Bonn (1998), S. 58).

3.2.2 Entwicklung von Lösungen

Seit der Entstehung verschiedener Distressed Debt Märkte rund um den Globus haben sich Banker und Regierungen der Frage gestellt, wie mit der Ansammlung eines großen Volumens an Distressed Debt zu verfahren ist, damit eine Stabilisierung des Finanzmarktes erreicht wird, die ohne staatliche Subventionen zu einer Belebung der heimischen Wirtschaft beiträgt. Der gezielte Abbau von Distressed Debt ist sowohl für die Gesundheit des Bankensektors als auch für die der Gesamtwirtschaft eines Landes von großer Bedeutung. So hat der International Monetary Fund (IMF) bei seiner Untersuchung verschiedener Krisenländer festgestellt:

„turnaround did not occur until decisive actions were taken to deal with bad loans of the banking system and to wind up insolvent institutions.“ (vgl. Jerram (1999), S.10)

Die Erfahrungen aus den bisherigen Distressed Debt Märkten haben für Regierungen bzw. Regulatoren drei Lösungsstrategien zur Bewältigung der Krise herauskristallisiert. Im Folgenden sollen die drei Strategien, umfassende Bankschliessungen, regulatorischen Aufweichungen und Bankenrestrukturierung (vgl. Lou (2001), S. 48ff.) kurz erläutert werden.

Die Strategie, Bankschließungen zuzulassen, folgt der Theorie des Freien Wettbewerbs, nach dem es aufgrund des Verdrängungswettbewerbs auch zu „Bankpleiten“ kommen kann. Anhand der Bankenkrise 1995 in Russland kann gezeigt werden, wie die Schließung und Abwicklung mehrerer kleinerer Kreditinstitute zu einer Stabilisierung des heimischen Finanzmarktes führen konnte (vgl. Aslund (1995)). Jedoch bergen umfassende Bankschließungen und –abwicklungen die Gefahr, einen so genannten Domino-Effekt auszulösen, wenn sie von Marktteilnehmern nicht als sinnvollen Marktreinigungsprozess wahrgenommen werden und damit in eine zusätzliche Destabilisierung des Finanzmarktes resultieren. Daher kommen Schließungen mittlerer und großer Banken in der Praxis nur sehr selten vor (vgl. Hawkins und Turner (1999)), vielmehr neigen Regierungen dazu, größere Institute in Krisen zu stützen (vgl. Goodhart (1995)). Hauptgründe für dieses stützende Eingreifen des Staates sind die Angst vor einer weiteren Destabilisierung des Finanzmarktes, die Wahrung des besonderen Vertrauensverhältnisses zwischen Bank und Kunde und die Vermeidung eines Credit Crunch (vgl. Hawkins und Turner (1999)).

Eine zweite Strategie ist, betroffene Kreditinstitute von der Erfüllung bestimmter regulatorischer Vorgaben freizustellen, um ihnen den Abbau von Distressed Debt aus eigener Kraft zu ermöglichen. Diese Freistellung kann zum Beispiel eine geringere Eigenkapitalunterlegungspflicht, eine moderatere Besteuerung oder einen geänderten Risikovorsorgebedarf beinhalten (vgl. Claessens (1999), S. 283). In der großen Depression 1930 in den USA wurde zum Beispiel einigen Banken ermöglicht operativ weiterzuarbeiten, obwohl sie technisch gesehen Pleite waren (vgl. Hawkins und Turner (1999)). Offensichtlicher Vorteil dieser Strategie ist der Verzicht der Refinanzierung der Institute durch den Steuerzahler. Als gutes Instrument hat sich diese Strategie bisher insbesondere bei Situationen bewährt, in denen die Krise der Banken durch externe Schocks herbeigeführt wurde. Dagegen führt die Strategie bei strukturellen Problemen der Banken, wie zum Beispiel schwaches Management, fehlendes Risikomanagement und bei Aktivitäten in sehr risikoreichen Geschäftsfeldern, eher zu einer Verschleppung des Problems (vgl. Hawkins und Turner (1999)). So konnten in den USA 1987 mehr als 500 insolvente Institute weiter operativ tätig sein (vgl. Hagermand und Gajewski (1987)), bevor es letztendlich 1989 zur Savings & Loans Krise kam, die in einer für den Steuerzahler teuren Liquidation vieler dieser Institute endete.

Die dritte Strategie sieht eine Restrukturierung des Bankensektors vor. Einen effizienten Markt vorausgesetzt, werden Banken in Krisen eigene Restrukturierungsmaßnahmen ergreifen, wodurch sie die eigene Krise bewältigen und zu einer stabilen Kapital- und Ertragsstruktur finden (vgl. World Bank (1999)). Diese natürliche Erholung des Bankenmarktes ist zum einen sehr zeitintensiv zum anderen birgt sie mindestens zwei Risiken. Erstens eine andauern-

de Krise der Banken resultiert in eine geringere Kreditbereitschaft, die das Wachstum der Wirtschaft bremst, wodurch es wiederum zu einem Ansteigen neuer Distressed Debt in den Bilanzen der Banken kommt. Zweitens ist zu erwarten, dass die beteiligten Parteien versuchen werden Probleme auszusitzen anstatt sie aktiv zu lösen (vgl. World Bank (1999)), obwohl eine Verschleppung der Restrukturierung hohe Kosten für die Gesamtwirtschaft nach sich zieht. Daher schlägt der IMF Schritte vor, die bei einer Restrukturierung des Bankenmarktes beachtet werden sollten (vgl. Balino und Encho (1999), S. 21). Demnach soll eine Restrukturierung der Banken ihre Rekapitalisierung, das Management von Distressed Debt, das geltende Insolvenzrecht, die Bankenaufsicht und -regulierung und das Risikocontrolling der Banken berücksichtigen.

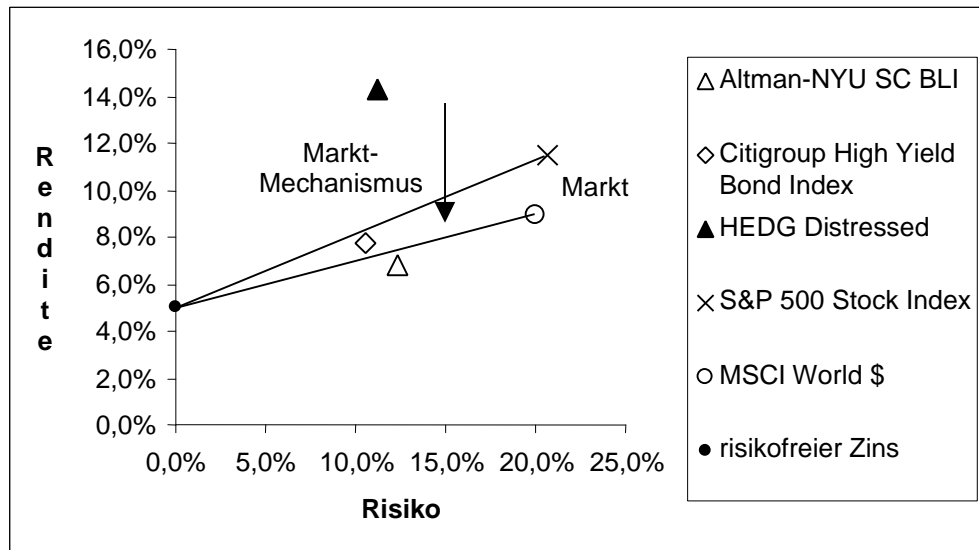
Wie bereits gezeigt wurde, ist die Auswahl der jeweils richtigen Strategie nicht einfach. In der Vergangenheit kam es auch zu Kombinationen der Strategien. Wichtig ist die Erreichung einer effizienten Restrukturierungskompetenz auf Seiten der Fremd- und Eigenkapitalgeber, um einerseits die hohen Bestände an Distressed Debt zügig abzubauen und andererseits zukünftig ein Anwachsen von Beständen zu vermeiden.

3.2.3 Effiziente und ineffiziente Märkte

Nachdem die Entwicklung und Lösung von Distressed Debt Märkten betrachtet wurde, soll überprüft werden, inwiefern diese Märkte die hohen Renditeerwartungen der Investoren fördern. Eine Begründung für die hohen Renditen liegt in den Anlageentscheidungen der Investoren (siehe Kapitel 3.1.).

Eine weitere Erklärung kann in der Theorie der effizienten Märkte (vgl. Fama (1970), S. 383-417) gefunden werden. Denn in effizienten Märkten ist die Erzielung einer überproportionalen Rendite aufgrund von Marktmechanismen nicht möglich. Abbildung 3 stellt unter Verwendung der Daten aus Kapitel 3.1.2. vereinfacht den Markt dar.

Abbildung 4: Überproportionale Rendite



Quelle: Eigene Darstellung

Grundgedanke dieser Theorie ist, dass alle Marktteilnehmer bei der Preisbildung auf alle relevanten Informationen zugreifen können und daher eine dauerhafte Rendite über der Marktrendite nicht möglich ist. Die drei Kernelemente effizienter Märkte sind, dass alle Marktteilnehmer über die gleichen Informationen verfügen und rational handeln, und dass die Transaktionskosten gering sind.

Die erste Annahme, dass alle Marktteilnehmer über die gleichen Informationen verfügen, ist gerade bei Distressed Debt unwahrscheinlich. So hängt bei kleinen bis mittelgroßen Unternehmen, die sich nicht über die Kapitalmärkte finanzieren, die Informationsbasis von dem Willen und der Möglichkeit des Forderungsinhabers ab, seine Informationen weiterzugeben. Gerade bei Unternehmen mit finanziellen Schwierigkeiten ist eher eine abnehmende anstatt zunehmende Bereitschaft zur Auskunft über die aktuelle wirtschaftliche und finanzielle Situation zu beobachten. Verglichen mit den regulatorischen Bestimmungen an Aktienmärkten für Unternehmen anhand von ad-hoc Meldungen, Quartalsberichten und Analystenkonferenzen detailliert und zeitnah über aktuelle Entwicklungen öffentlich zu berichten, rechtfertigt die limitierte Informationsbasis bei Distressed Debt und der damit verbundenen höheren Kosten hinsichtlich Informationsbeschaffung und Risikoaufschläge aufgrund fehlender bzw. unsicherer Informationen eine höhere Renditeerwartung.

Unter rationalem Verhalten der Marktteilnehmer versteht man, dass sowohl der Verkäufer als auch der Käufer bei seiner Preisfindung gleiche Kriterien zugrunde legt. Ausgehend davon, dass beide Parteien als oberstes Ziel die Gewinnmaximierung haben, wird der Portfoliomanager einen Verkauf oder Kauf nur dann durchführen, wenn es in eine Performancesteigerung

des Gesamtportfolios resultiert. In der Praxis zeigt sich aber, dass Entscheidungen zu einem bedeutende Teil aber nicht in oben genanntem Sinne rational, sondern aus anderen Gründen getroffen werden. Immer dann, wenn die Entscheidungen der Parteien auf unterschiedlichen Motivationen beruhen, besteht demnach eine Aussicht auf überproportionale Renditen.

Als drittes Kriterium für das Funktionieren von effizienten Märkten gelten niedrige Transaktionskosten. Niedrige Transaktionskosten sind beim Handel mit Distressed Debt aber nicht gegeben, da erstens die bereits erwähnte Beschaffung von Informationen mit hohen Kosten verbunden ist, zweitens die Abwicklung der Transaktionen nicht standardisierbar ist und drittens das Halten Not leidender Kredite immense Kosten hinsichtlich der notwendigen Arbeitskapazitäten erfordert.

3.3 Der Investitionsprozess

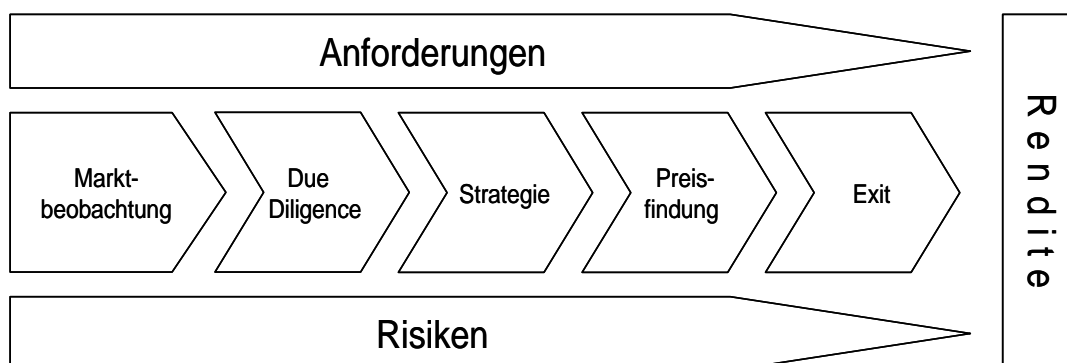
„Chess is an appropriate metaphor for distressed investing because, more than any other form of investment, to be successful it requires a well-conceived strategy“ (Moyer, G. (2005), S. 8).

Die Möglichkeiten, die bei Distressed Debt Situationen einem Investor zur Verfügung stehen, sind begrenzt: Investieren, nicht Investieren, Halten, Verkaufen und Leer Verkaufen.

Bevor sich ein Investor aber entscheidet, wird er sich die Fragen stellen müssen, ob das Investment seinem Risiko-Rendite Profil entspricht, welche Exitstrategie zur Erreichung seiner Gewinnrealisierung besteht und wo die Risiken seines Investments liegen. Zudem ist zu klären, wie stark das Investment sein muss, damit der Investor sein Ziel verfolgen kann (vgl. Moyer (2005), S. 221).

In den folgenden Kapiteln werden die einzelnen Bestandteile des Distressed Debt Investing Prozesses (siehe Abbildung 5) näher beschrieben.

Abbildung 5: Prozess des Distressed Debt Investing



Quelle: Eigene Darstellung

3.3.1 Anforderungen

Wie in Kapitel 3.1.2 gezeigt, führt eine willkürliche Anlage in Distressed Debt nicht zu den erhofften hohen Renditeerwartungen der Investoren. Dies gilt sowohl für Investments in das Fremd- als auch in das Eigenkapital (vgl. Ramaswami und Moeller (1990)) des Unternehmens. Die Renditeerwartungen der Investoren lassen sich daher nur durch streng selektive Investments realisieren.

Um eine erfolgreiche Auswahl treffen zu können, sieht Altman (1999) bei Investoren folgende Fähigkeiten als unverzichtbar an:

Tabelle 4: Notwendige Eigenschaften eines Distressed Debt Investors

- „Knowledge of the fundamental earning power of the underlying assets of the distressed firm“
- „understanding the quality of management“
- „knowledge of the external environment“
- „a knowledge of debt priorities“
- „a number of specialized legal and economic resources“
- „patience to wait out the tedious reorganization process“

Quelle: Altman (1999)

Ein erfolgreicher Investor bedarf damit geeigneter Bewertungsverfahren und Ressourcen Kreditrisiken zu analysieren, Wahrscheinlichkeiten einer erfolgreichen Restrukturierung zu bestimmen und rechtliche Implikationen im Management von Distressed Debt zu überblicken (vgl. Altman (1999), S. 55). Distressed Debt Investoren können, aufgrund der vorhandenen Erfahrung und fehlender Reglementierungen, gezielt Marktineffizienzen ausnutzen.

3.3.2 Marktbeobachtung

Das Aufspüren erfolgversprechender Möglichkeiten zur Investition in Wertpapiere notleidender Unternehmen erfordert von den Investoren eine gute Kenntnis des Marktes. Denn nicht

jedes Unternehmen in einer Krise bietet auch die Chance auf die Erzielung einer angestrebten Rendite der Investoren.

„at the end of 2002, over \$ 100 billion in face amount of debt was trading below 50. In such market environments, it is important to develop „screening“ process to help identify the most promising situations on which to focus.“ (Moyer (2005), S. 259).

Die Aussicht auf eine überproportionale Rendite erlangt der Investor nur, wenn er im Umfeld des Unternehmens Markteffizienzen vermuten kann, die zu einer aktuellen Fehlbewertung des Unternehmens oder dessen Wertpapiere führen.

Investoren müssen nach Unternehmen suchen, die entweder neues Geld benötigen, deren Eigentümer und Kapitalgeber einem Führungswechsel im Unternehmen zustimmen oder schlicht für ein Turnaround geeignet ist (vgl. Fitzgerald (2003), o. S.). Diese intensive Marktbeobachtung des Distressed Debt Investors spiegelt seine Bezeichnung als ‚vulture‘ Investor wider. Einem „Geier“ gleich muss er seine Aufmerksamkeit über den Pool von Krisenunternehmen kreisen lassen. Erste Informationsquellen sind Zeitungsberichte, Fernsehnachrichten, Bloomberg und Internet. Als zweites dienen Unternehmensveröffentlichungen zur Informationsbeschaffung, vor allem bei Unternehmen, die bestimmten Publizitätspflichten unterliegen.

Zudem gilt es im Umfeld des Unternehmens nach Investoren zu suchen, die bei einem Verkauf ihrer Wertpapiere an dem Unternehmen einen entsprechenden Abschlag akzeptieren würden. Ein Beispiel hierfür stellen Anleger dar, deren Anlagen einer festgelegten Bonität entsprechen müssen. So müssen viele Fonds und Versicherungen Anlagen verkaufen, wenn sich deren Rating entsprechend verschlechtert.

3.3.3 Due Diligence

3.3.3.1 Das Verfahren

“Due Diligence can be thought of as investment homework. More formally, due diligence is the process of investigating all aspects of an investment in an effort to improve the confidence level of one’s risk and return estimation.” (Moyer (2005), S. 262)

Die Folgen eines Investment in Distressed Debt ohne Due Diligence beschreibt Moyer (2005) wie folgt: „It would be like making a bet on a horse in a given race and then finding out that at the last moment the jockey was being changed or that three very strong horses had been added to the field. To properly calculate the odds, you need all the facts. That is the role of „due diligence“.

Nachdem der Investor bei seiner ständigen Marktbeobachtung eine Möglichkeit zur Investition entdeckt hat, wird er versuchen eine Due Diligence einzuleiten. Diese Due Diligence soll dann die Grundlage für seine Investitionsentscheidung sein.

Zu Beginn der Due Diligence steht eine Performance Analyse. Es gilt zu klären, ob die Erzielung einer Rendite bei diesem möglichen Investment auch nach Abzug der anfallenden notwendigen Kosten einer Due Diligence den Erwartungen des Investors entsprechen kann. Hat der Investor zum Beispiel die Aussicht mehrere hundert Millionen Euro Forderungen gegenüber einem Unternehmen mit einem beachtlichen Abschlag zu erwerben, kann er hohe Kosten zur Beschäftigung von Beratern, Rechtsanwälten, Steuerexperten und eigenen Analysten rechtfertigen.

Die Tiefe und Kosten der Due Diligence sind bei Distressed Debt Investments eng mit der Liquidität und der Verfügbarkeit von Informationen über das Zielobjekt verknüpft. Umso mehr der Marktpreis den wahren Wert (Fair Value) widerspiegelt, umso mehr wird das Risiko des Investors begrenzt, da ein jederzeitiger Ausstieg durch Weiterverkauf möglich erscheint. Gleichzeitig reduziert sich durch eine zunehmende Liquidität aber auch die Aussicht auf eine überproportionale Rendite. Die Verfügbarkeit von Informationen bestimmt schließlich, welche Art der Due Diligence durchführbar ist. Doch grundsätzlich gilt: Bessere Informationen führen zu weniger Garantien im Kauf/Übernahmevertrag und zu einem höheren Preis. Ein Unternehmen, das sich ausschließlich über öffentlich gehandelte Wertpapiere finanziert, zum Beispiel eine börsennotierte Aktiengesellschaft mit einer Wandelanleihe, untersteht nur bestimmten regelmäßigen Auskunftspflichten. Der Erhalt von weiteren Informationen, wie sie Gläubigern von Bankkrediten zugänglich sind, wäre in diesem Fall ausgeschlossen oder zumindest mit großen Kosten verbunden. Andererseits kann der Erhalt dieser bevorzugten Informationen auf „Bank Level“ zu Restriktionen bei öffentlich gehandelten Wertpapieren führen.

Ziel der Performance Due Diligence ist auf Basis der erwähnten und weiterer Vorüberlegungen eine zeit- und kostensparende Due Diligence Strategie zu entwickeln.

Die Financial und Legal Due Diligence sollen dem Investor ermöglichen, eine Bewertung und Investment Strategie entwickeln zu können.

Eine Financial Due Diligence sollte beinhalten:

- Analyse der aktuellen und vergangenen Finanzzahlen des Unternehmens: Je nach Unternehmen bietet sich eine intensivere Betrachtung der vergangenen Entwicklung des Unternehmens an, ob eine zyklische Abhängigkeit des Unternehmens besteht oder ob es innerhalb der Branche zu Veränderungen kam, an denen das Unternehmen nicht partizipierte und es sich deshalb in einer Krise befindet. Da die Aufwendungen für Neuinvestitionen für Unternehmen einfach zu reduzieren sind, werden die laufenden Angaben (und die der letzten Jahre) des Unternehmens nicht unbedingt den tatsächlichen Bedarf darstellen.
- Operative Planzahlen des Unternehmens: Die Anzahl der zu betrachtenden Perioden hängt mit der operativen Stabilität des Unternehmens zusammen. Ist das Unternehmen noch nicht in der Insolvenz, so ist eine Betrachtung bis mindestens zu dem nächsten möglichen Insolvenzzeitpunkt sinnvoll. Dieser Zeitpunkt kann zum Beispiel eine anstehende Fälligkeit einer Forderung sein, bei der die Refinanzierung noch nicht sicher ist. An diesem

Zeitpunkt sollte sich auch die Bewertung der zur Verwertung stehenden Sicherheiten orientieren, da erst dann ein Zugriff auf die Sicherheiten möglich ist.

- Analyse vergleichbarer Unternehmen: Die Bewertung dieser vergleichbaren Unternehmen bestimmt letztendlich auch den Wert des Unternehmens, in das investiert werden kann. Denn es gibt keinen rationalen Grund in ein Unternehmen zu investieren, wenn man zum gleichen Preis ein besseres Unternehmen bekommen könnte.
- Liquidations-Analyse: Auch wenn die Liquidation des Unternehmens den Worst Case darstellt, stellt sie für den Investor die mögliche Downside und damit das Risiko seines Investments dar.
- Analyse der Aussicht der Branche und der Position des Unternehmens: Diese eher qualitative Analyse wird letztendlich Aufschluss darüber geben, ob die Gründe der Krise des Unternehmens „hausgemacht“ sind und eine Reorganisation des Unternehmens erfolgversprechend ist.

Die Legal Due Diligence kann die Validierung sämtlicher Verträge und möglicher Rechtsverfahren beinhalten. Sie überprüft somit nicht nur die Annahmen in der Financial Due Diligence, sondern ergänzt sie auch, indem sie mögliche Szenarien aufzeigen kann. Aufgrund der notwendigen Spezialisierungen auf Insolvenzrecht, Steuerrecht, Arbeitsrecht oder auch Wettbewerbsrecht werden von Distressed Debt Investoren regelmäßig Berater hinzugezogen. Dies ist mit hohen Kosten verbunden, welche bereits in der Performance Due Diligence berücksichtigt werden sollten. Will ein Verkäufer mehrere Investoren bis zum bindenden Angebot im Verfahren halten, bietet sich eine Verkäufer (Vendor) Due Diligence an. Diese hilft auch bei einer realistischen Preisfindung.

Heike Munro (Munro (2004)), Distressed Debt Analystin der Deutschen Bank London, beschreibt die Analyse von Distressed Debt als ein Puzzle aus Kreditspezifischer Analyse, Rückführungskosten, Notwendigen Genehmigungen und Neuen Instrumenten.

Die Kreditspezifische Analyse beinhaltet eine Analyse der Kapitalstruktur des Unternehmens, die einen Überblick über die Verschuldung, Sicherheiten, Zins- und Tilgungsleistungen und Kreditgeber und Anteilseigner geben soll. Anhand der um außerordentliche Ereignisse bereinigten Vergangenheitsdaten des Unternehmens wird nach konjunkturellen Abhängigkeiten und Informationen zum Ausblick des Unternehmens gesucht. Dabei werden mögliche externe Einflussfaktoren in die Bewertung mit einbezogen.

Bei den Rückführungskosten werden mögliche Exitstrategien betrachtet. Dabei wird das Unternehmen mit ähnlichen börsennotierten Unternehmen verglichen und auch die Frage gestellt: Was passiert, wenn das Unternehmen in Insolvenz geht?

Des Weiteren soll eine Kapitalflussrechnung Aufschluss darüber geben, in wie fern Tilgungsleistungen des Unternehmens zukünftig möglich sind und ob andere Refinanzierungsformen geeigneter sind. Diese Neuen Instrumente sind zum Beispiel die Refinanzierung eines Bank-

kredites durch Eigenkapital, eine hochverzinsliche Anleihe mit Endfälligkeit (High Yield Bond) oder eine Wandelanleihe.

3.3.3.2 Exkurs: Vendor Due Diligence

Bei einer Due Diligence ist auch zu beachten, dass diese für das Pricing von ganz erheblicher Bedeutung ist, falls es sich um eine Verkaufsverfahren handelt. Je schlechter die Dokumentation in einem Datenraum ist, umso niedriger wird der Preis sein, den ein Investor zahlt. Karsten von Köller hat dies sehr eindringlich als Strategie von Lone Star im Rahmen des ersten Tax & Law Talks der HfB am 24.05.2005 zum Ausdruck gebracht. Insoweit ist vor allem Verkäufern zu raten, ihre Dokumentation von Real Estate and Corporate Loans möglichst umfassend aufzuarbeiten beziehungsweise von entsprechenden Spezialisten aufarbeiten zu lassen, um so einen möglichst hohen Preis erzielen zu können. Dies gilt auch, wenn man eine interne Lösung, etwa im Sparkassen- oder Genossenschaftsbereich anstrebt. Durch die Einführung von IT Systemen in den Workout Abteilungen der Banken, die speziell auf die Verwaltung von Distressed Debt abgestimmt sind, lassen sich beachtliche Effizienzverbesserungen erzielen und Kosten reduzieren.

3.3.4 Investitionsstrategien

3.3.4.1 Passive und aktive Strategie

Passive Investoren investieren in Distressed Securities, um an einer erwarteten Korrektur aktueller Fehlbewertungen zu profitieren. Ihre Strategien unterscheiden sich wenig von denen der Anlage in Aktien oder Bonds, außer dass sich der Emittent des Wertpapiers in einer Krise befindet. Klassische passive Investoren sind vor allem Hedge Funds. Sie nutzen Distressed Debt, um relative Fehlbewertungen aufzudecken (Relative Value-Ansatz), an einer erfolgreichen Reorganisation des Unternehmens teilzuhaben (Event driven) oder um ihr Portfolio zu diversifizieren (Portfoliodiversifikation) (vgl. Liebler et al. (2004), S. 652). Eine genauere Beschreibung der einzelnen Strategien von Hedge Funds findet sich im Anhang (siehe Anhang 1).

Für den passiven Investor ist es wichtig zu wissen, wer die anderen aktuellen und zukünftigen Investoren sind. Denn schließlich spekuliert der passive Investor darauf, dass diese Investoren die Fehlbewertung aufdecken werden. So kann er zum Beispiel im Investment eines größeren Distressed Debt Investoren eine Partizipation der Fehlbewertung seines Investments und auch eine bessere Chance für eine erfolgreiche Reorganisation zur Erzielung seiner Rendite sehen.

Unter aktivem Investing wird vor allem die Investition mit dem Ziel einer aktiven Einflussnahme auf die Reorganisation des Unternehmens und auf die Aufteilung der Wirtschaftsgüter verstanden (vgl. Altman, E. (1999), S. 9-10).

Gleich dem passiven Investor steht bei dem aktiven Investor die Identifizierung einer Fehlbewertung von Distressed Securities im Vordergrund. Im Unterschied zum passiven Investment bedarf die Hebung der Fehlbewertung die aktive Einflussnahme des Investors auf die Reorganisation oder Restrukturierung des Unternehmens. Dieses Investment setzt den Erwerb eines bestimmten Anteils an den gesamten Forderungen gegenüber dem Unternehmen voraus, um bei einer Restrukturierung aktiv zu gestalten. Investoren, die diese aktiven Einflussnahmen anstreben, werden auch *controlled styled* Investoren genannt.

3.3.4.2 Strategiebeispiele

Nachdem der Investor seine Due Diligence abgeschlossen hat, sollte er den für ihn bestmöglichen Überblick über die Situation des Unternehmens und dessen Kapitalstruktur besitzen. Darauf aufbauend kann er nun nach möglichen Fehlbewertungen und Strategien zu deren Hebung suchen.

Zum besseren Verständnis der Aktivitäten der Distressed Debt Investoren sollen hier kurz einige Strategien vorgestellt werden.

Beim Ereignisbezogenen Ansatz (*Event Driven*) spekuliert der Investor auf den Eintritt eines Ereignisses, welches den Wert des Investments zu seinen Gunsten ändern wird (vgl. Anson (2002), S. 13). Dieses Ereignis kann zum Beispiel eine Unternehmensrestrukturierung, eine stark veränderte Ertragslage des Unternehmens oder ein unerwartetes Auftreten eines finanzstarken Investors sein. Tritt das Ereignis ein, kann der Investor sein Wertpapier weiterverkaufen und seine Rendite realisieren.

Der *control styled* Investor erwirbt Wertpapiere des Unternehmens, um bei einer erwarteten Restrukturierung des Unternehmens einen gezielten Einfluss zu nehmen, welcher den Wert seines Investments steigern soll. Hierzu ist der Erwerb eines bestimmten Anteils an einer Anspruchsklasse notwendig, um eine entsprechende Verhandlungsmacht gegenüber den anderen Interessenparteien zu erreichen. Dadurch kann der Investor zum Beispiel versuchen, einen eigenen Reorganisationsplan zur Abstimmung einzureichen, andere Reorganisationspläne zu blockieren (vgl. Gilson (1995), S. 11 – 13) und Sitze im Aufsichtsrat zu gewinnen (vgl. Liebler et al. (2004), S. 652). Eine vorteilhafte Position erlangt der Investor oft durch sein tragfähigeres Risikoprofil gegenüber den Altgläubigern des Unternehmens. Anlagen in Krisenunternehmen entsprechen meist nicht mehr dem Anlageprofil von Versicherungen, Banken und vielen Investmentfonds. Bevorzugen diese meist gut besicherten Gläubiger eine schnelle Liquidation des Unternehmens, drängen Distressed Debt Investoren auf eine Reorganisation und Fortführung des Unternehmens (vgl. Liebler et al. (2004), S. 652). Dabei ergeben sich insbesondere aus nachrangigen Anlageklassen, wie unbesicherte Darlehen und Aktien, gute Renditemöglichkeiten.

Beim *Relative Value* Ansatz versucht der Investor Fehlbewertungen unter den einzelnen Anlageklassen des Unternehmens auszunutzen. Mögliche Investitionen finden sich zum Beispiel bei zwei Anlageklassen des Unternehmens mit unterschiedlichen Laufzeiten. Die unter-

schiedlichen Laufzeiten sollten zu unterschiedlichen Marktwerten der beiden Anlage führen. Sind die beiden Wertpapiere aber gleich besichert (Pari Passu), würden im Falle einer Liquidation vor Laufzeitende der beiden Wertpapiere, die Wertpapiere gleichrangig zu behandeln sein. Die unterschiedlichen Laufzeiten wären in diesem Fall unerheblich und die Marktwerte der beiden Wertpapiere würden sich angleichen. Ähnliche Fehlbewertungen sind auch zwischen besicherten und unbesicherten Anlageklassen, Aktien und Anleihen und bei Forderungen gegenüber unterschiedliche Gesellschaften des Unternehmens denkbar.

Diese Fehlbewertungen können auch zu so genannten Hedge Strategien verwendet werden. Der Investor kann versuchen sein Risiko zu begrenzen, indem er das unterbewertete Wertpapier kauft (Long Position) und sich gleichzeitig das überbewertete Wertpapier leiht und verkauft (Short Position). Je nachdem wie sich daraufhin die Marktpreise der beiden Wertpapiere entwickeln, kann der Investor partizipieren bzw. seine Verluste begrenzen.

Vereinfacht soll folgende Situation als Beispiel dienen: Das Unternehmen Schiefelage GmbH finanziert sich über einen besicherten Bankkredit mit Laufzeit bis 2009 und einer unbesicherten Anleihe mit einer Laufzeit bis 2006. Aufgrund der schlechten wirtschaftlichen Lage des Unternehmens ist die dringend benötigte Refinanzierung der in 2006 fälligen Anleihe unsicher. Nach sorgfältiger Due Diligence erwartet der Investor, dass es entweder zu einer Refinanzierung der Schulden des Unternehmens mit Forderungsverzicht der Gläubiger oder zu einer Liquidation mit entsprechenden Liquidationserlösen für die Gläubiger kommt.

Strategiebeispiel 1:

Je nach Risiko-Rendite Profil des Investors bietet sich ihm eine gute Investitionsmöglichkeit, wenn er von einer Refinanzierung des Unternehmens ausgeht.

Tabelle 5: Strategiebeispiel 1

	Preis	Refinanzierung	Liquidation	Gewinn	Verlust	Preisänderung
Bank 09	83	95		12		14,5%
			70		-13	-15,7%
Anleihe 06	55	65		10		18,2%
			30		-25	-45,5%

Quelle: Eigene Darstellung

Strategiebeispiel 2:

Die Wertpapiere der Schiefelage GmbH bieten dem Investor auch die Möglichkeit, eine Hedge Strategie zu verfolgen. Indem der Investor den Bankkredit kauft (Long) und gleichzeitig die Anleihe auf Leihe verkauft (Short), ist es ihm möglich, sowohl bei einer Refinanzierung (+ 2) als auch bei einer Liquidation (+ 12) einen Gewinn zu erzielen.

Tabelle 6: Strategiebeispiel 2

		Preis	Refinanzierung	Liquidation	Gewinn/ Verlust	Preisänderung
Long	Bank 09	83	95		12	14,5%
				70	-13	-15,7%
Short	Anl. 06	55	65		-10	-18,2%
				30	25	45,5%
Hedge					2	
					12	

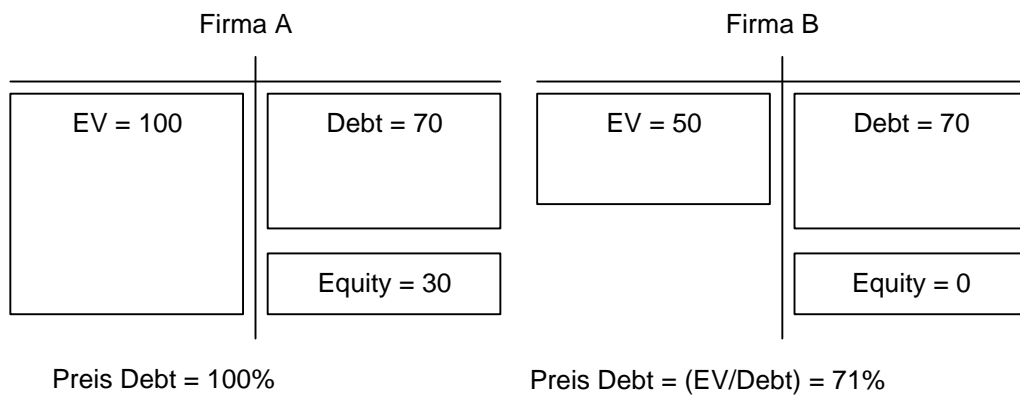
Quelle: Eigene Darstellung

3.3.5 Preisfindung

Die Festlegung des Preises zu dem ein Investor in Distressed Debt investieren sollte, ist nicht nur der tatsächliche Einstieg in die Distressed Debt Situation, sondern letztendlich auch der Grundstock für die Erzielung einer Rendite, wenn es später zu dem Ausstieg aus dem Engagement kommt. Somit ist die richtige Bewertung des Preises für Distressed Debt Investoren von großer Bedeutung.

Die Bewertung basiert auf der Berechnung des Firmenwertes (Enterprise Value (EV)). Den Zusammenhang des Wertes von Distressed Debt und EV stellt Abbildung 6 vereinfacht da.

Abbildung 6: Zusammenhang Enterprise Value und Debt



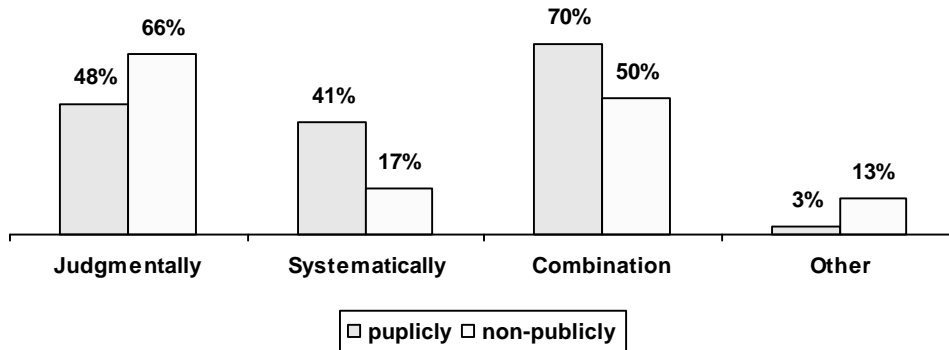
Quelle: Eigene Darstellung

Bei der Berechnung des EV verwenden die Investoren keine einheitliche Methoden, sondern greifen je nach Situation auf verschiedenen Methoden zurück.

Eine Umfrage unter 29 global tätigen Distressed Debt Investoren in 2003 durch PricewaterhouseCoopers (PwC) ergab, dass Investoren ihre Bewertungen hauptsächlich auf die Auswertung erhältlicher Informationen und subjektiver Annahmen gründen (judgmentally).

Basiert die Bewertung der Investoren von öffentlich gehandelten Wertpapieren (publicly) noch mit 41% auf festgelegte Bewertungsverfahren bzw. Methoden (systematically), sind es bei nicht öffentlich gehandelten Wertpapieren (non-publicly) nur noch 17% (siehe Abb. 7).

Abbildung 7: Bewertungsmethoden zur Ermittlung des Preises von publicly und non-publicly gehandelten Investments



Quelle: PWC (2003)

Je nach Unternehmen, Verfügbarkeit von Informationen, Liquidität des Wertpapiers, Marktsituation, Strategiewahl sowie Fähigkeiten und Erfahrung des Investors wird die Bewertung anders ablaufen.

Im Zentrum der Bewertung von Distressed Debt steht die Ermittlung des Firmenwertes (Enterprise Value (EV)). Denn durch ihn bestimmt sich letztendlich das Potential des Unternehmens, laufende Verbindlichkeiten zu refinanzieren.

Bei Distressed Debt Investoren finden hauptsächlich die Substanzwertmethode, die Discounted Cash Flow Methode (DCF) und die Verwendung von Multiplikatoren ihre Anwendung. Daher werden diese Verfahren kurz vorgestellt:

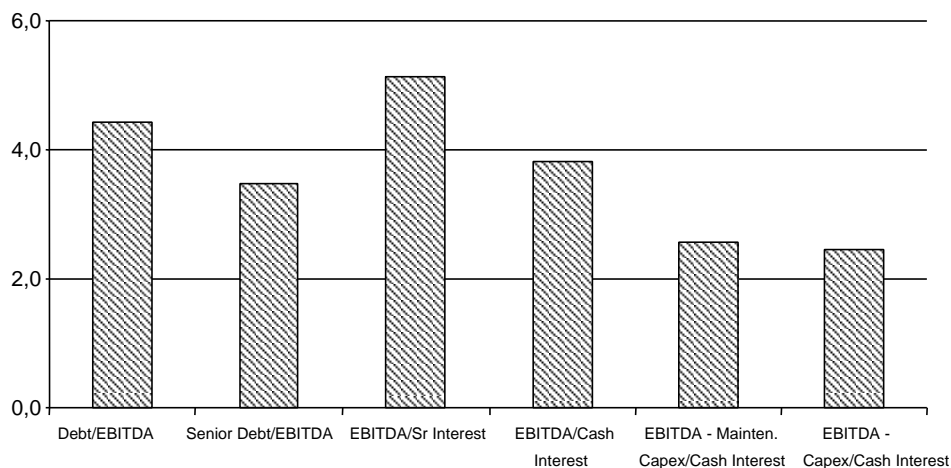
- Die Verwendung der Substanzwertmethode, bei der die einzelnen Vermögensgegenstände gemäß ihren kurzfristig erzielbaren Verkaufspreisen, ihren Verkehrswerten oder aber den Kaufpreisen abzüglich der Schulden addiert werden (vgl. Deibert (2004), S. 44- 46), kann lediglich den Liquidationswert des Unternehmens darstellen.
- Die DCF Methode rückt die zukünftig erwirtschafteten Zahlungsströme des Unternehmens in den Mittelpunkt. Zur Durchführung ist eine detaillierte, konsistente Cash Flow Planung des Unternehmens durch den Investor notwendig. Gerade bei Unternehmen, die sich in einer Krise befinden, ist das denkbar schwierig. Denn wie bereits zuvor erwähnt, ist zum einen die Verfügbarkeit von Informationen begrenzt und zum anderen die Zukunft des Unternehmens von vielen Unsicherheitsfaktoren abhängig. Die DCF Methode rechnet zwar sehr genau, doch ist fraglich, ob die vielen Annahmen, die ein Investor treffen müsste, ihre zeitaufwendige Durchführung rechtfertigen. Allein kleine Abweichungen bei der Wahl des Diskontierungsfaktors, der die zukünftigen Zahlungsströme des Unterneh-

mens auf den Investitionszeitpunkt abzinst, kann zu großen Veränderungen des berechneten Firmenwertes führen.

- Die Multiplikator Methode bietet eine einfache und schnelle Alternative. „Das Multiplikator-Verfahren ermöglicht durch seine einfache Handhabung und leichte Nachvollziehbarkeit eine vergleichende Bewertung eines Unternehmens mit geeigneten Einzelunternehmen (Peer-Group). Die Bewertung erfolgt nach objektiven Kriterien [...] und nutzt die Marktinformationen als hinreichende Prognose.“ (Demant, Andreas von der Sozietät bdp Bormann, Demant & Partner (Hamburg), In: Deibert (2004), S. 44 – 46).

Distressed Debt Investoren nutzen als Multiplikatoren meist das operative Ergebnis (E-BITDA) oder das Betriebsergebnis (EBIT) als Multiplikatoren. Die Verwendung der Multiplikator Methode bietet sich auch allein deswegen an, da oft eine mögliche Refinanzierung des Unternehmens über den Leverage Markt angestrebt wird und die Märkte ihre Preisberechnungen auf EBITDA – Kennzahlen stützen (siehe Abbildung).

Abbildung 8: Kreditstruktur deutscher Leverage Deals 2004



Quelle: S&P

3.3.6 Exit

„When you go into something you have to consider you have to find at least two ways out of that investment. One of them is selling a reorganized company to a financial buyer or a strategic buyer and the other is liquidating the company and liquidating the assets of the company. From the very first day you never ever forget your focus on exit strategies, because that’s how

you are going to make money. The concept of buying and holding does not really apply in distressed debt.” John Stark, Water Tower Capital (Vgl. Motsch (2004), S. 47).

Distressed Debt Investoren sehen in der Regel keinen Wert in dem Aufbau einer lang anhaltenden Kundenverbindung. Ziel ihres Investments ist die Erzielung einer größtmöglichen Rendite. Daher entspricht auch der Anlagehorizont der Investoren von 2-3 Jahren der in Kapitel 3.1.2 vorgestellten Eigenschaft von Distressed Debt Investitionen in diesem Zeitraum die höchsten Renditen zu erzielen (vgl. Abbildung 2).

Als Exit bietet sich für den Investore die Rückzahlung, der Verkauf an einen anderen Investor und die Befriedung seiner Ansprüche aus der Liquidierung an.

3.3.7 Risiken

Neben den gewöhnlichen Risiken jeder Investition, besteht für den Distressed Debt Investor ein so genanntes Akkumulationsrisiko.

Ein Akkumulationsrisiko besteht für den aktiven Investor, denn der Erfolg seiner Strategie ist von dem Erwerb eines bestimmten Anteils an einer Anspruchsklasse des Unternehmens abhängig. Das Akkumulationsrisiko wird hauptsächlich durch die Liquidität und die Verteilung des Investitionsobjektes auf die Gläubiger bestimmt. Denn handelt es sich um einen illiquiden Namen wird es zum einen schwierig für den Investor seinen angestrebten Anteil zu erreichen, zum anderen ist ein vorzeitiger schadloser Ausstieg aus dem Investment begrenzt.

Distressed Debt Investoren können dieses Risiko durch die Zusammenarbeit mit Broker-Dealern reduzieren, indem diese mit dem ständigen Handel eines kleinen Teiles des Investments für Liquidität am Markt sorgen.

4 Perspektiven in Deutschland

4.1 Marktentwicklung

Im Zusammenhang mit dem Handel von Krediten wird Deutschland im Vergleich zu anderen Ländern als unterentwickelt bezeichnet (vgl. Liebler et al. (2004), S. 649). Denn bisher blieb die Refinanzierung von Bankkrediten über den Verkauf am Kapitalmarkt (Sekundärmarkt) nur wenigen Kreditarten, wie zum Beispiel syndizierten Krediten, vorbehalten. Der Großteil der Bankkredite wird von den Instituten bis zu deren Rückzahlung in den eigenen Büchern behalten.

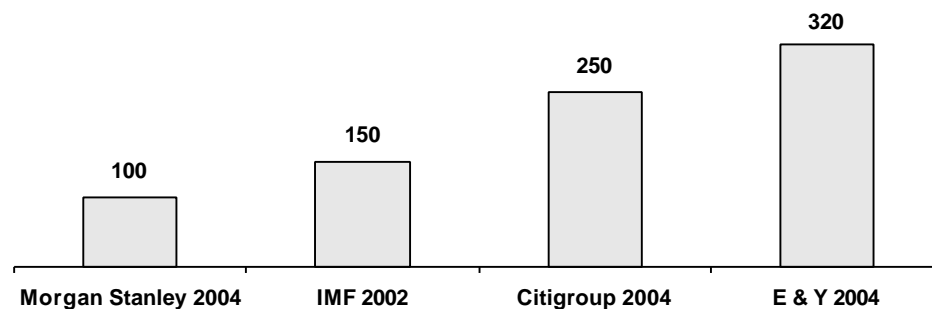
Dennoch gilt Deutschland seit 1 bis 2 Jahren als „Hot Spot“ für Distressed Debt Investoren (vgl. E&Y (2004), S.7). Grund ist die zunehmende Bereitschaft deutscher Banken ihre distressed Kredite zu verkaufen.

Hamberger (2004) sieht hierfür zwei Entwicklungstendenzen der letzten Jahre verantwortlich. Zum einen nahm die Zahl der notleidenden Kredite insgesamt vor dem Hintergrund einer anhaltenden Konjunkturschwäche zu. Zum anderen verschlechterte sich auch die Ertragslage der Banken selbst, wodurch die Banken gezwungen werden, ihre Kreditrisiken intensiver zu kontrollieren.

Infolge der „True Sale Initiative“ und Presseberichten über erste Transaktionen rückt auch der Handel mit Distressed Debt immer mehr in das Blickfeld der deutschen Banken. Daher entwickelt sich seit Mitte 2003 zunehmend ein Distressed Debt Markt in Deutschland.

Aufgrund der bisher fehlenden einheitlichen Definition von Distressed Debt und Publizitätspflicht für Banken zu ihren Beständen differieren die Schätzungen zum derzeitigen Bestand an Distressed Debt in Deutschland (siehe Abbildung).

Abbildung 9: Schätzungen des Distressed Debt Bestandes in Deutschland



Quelle: Bolder et al. (2005)

4.2 Markttransaktionen

Erste Transaktionen, bei denen einzelne deutsche Kreditinstitute Distressed Debt an Investoren veräußerten, liegen bereits mehr als zehn Jahre zurück.

Ein Novum der Entwicklung des Distressed Debt Investing in Deutschland ist das gestiegene Volumen verkaufter Kredite und die Einbeziehung von Forderungen gegenüber deutschen Unternehmen.

Aufmerksamkeit gewannen insbesondere die Verkäufe von Portfolien Not leidender Immobilienkredite und Unternehmenskredite deutscher Kreditinstitute an internationale Investoren in 2003 und 2004 (siehe Tabelle 7).

Tabelle 7: Portfoliotransaktionen deutscher Kreditinstitute seit 2003

	Verkäufer	Käufer	Vol. in € Mio.
2003	Delmora	Goldman Sachs	2100
	Deka Bank	Deutsche Bank	110
	IRU	verschiedene	861
	Gontard & Metallbank	Lone Star	225
	IRU	verschiedene	125
	IRU	verschiedene	1900
	Hypo Real Estate	Lone Star & JP Morgan	490
	2004	Sparkasse Görlitz	Lone Star & JP Morgan
IRU		k.A.	142
ING BHF		JP Morgan Chase	270
Landesbanken		verschiedene	
Deka Bank		k.A.	
ING BHF		Goldman	175
Deka Bank		k.A.	
Eurohypo		Citigroup/Eurohypo	2400
LB Sachsen		verschiedene	
Hypo Real Estate		Lone Star	3600
IRU		Lone Star	1200
Hypo Real Estate		Morgan Stanley & Citigroup	349
2005	div. Sparkassen / LB	k.A.	
	IRU	Lone Star	1500
	Aareal Bank	Lone Star	690
	DGHyp	k.A.	540
	BayernLB	Cerberus	400
	Commerzbank	Goldman Sachs	300
SUMME			<u>17477</u>

Quelle: Deloitte Research, eigene Recherche

Weitere bereits angekündigte Portfoliotransaktionen umfassen ein Volumen von etwa € 15 Mrd. (vgl. Bolder et al. (2005), S. 15).

Es ist zu berücksichtigen, dass es sich bei einigen Portfolien nicht um reine Distressed Debt Portfolien handelte (vgl. Wolcott (2004), S. 60). So verkaufte insbesondere die International Restructuring Unit (IRU) der Dresdner Bank gemischte Portfolien, die sowohl notleidende als auch nicht notleidende Kredite beinhalteten. Nicht notleidende Kredite wurden hauptsächlich aus strategischen Gründen verkauft. Zudem empfahlen in der Vergangenheit einige Berater den Banken die Beimischung nicht notleidender Kredite, da hierdurch der Verkaufspreis gesteigert werden könne.

Der Großteil der Portfoliotransaktionen bestand bisher aus Immobilienfinanzierungen bzw. Unternehmenskrediten, die mit Immobilien besichert sind.

Bei den bisher durchgeführten Portfoliotransaktionen wurden zum Teil sehr unterschiedliche Strukturierungen verwendet. Die Art der Strukturierung richtet sich zum einen nach den zu verkaufenden Forderungen und damit einhergehenden rechtlichen und steuerlichen Auflagen, zum anderen nach speziellen Interessen des Verkäufers bzw. Käufers (taylor-made). Daher wird auf eine detaillierte Analyse der jeweiligen Strukturen verzichtet.

Bisher nutzte – soweit ersichtlich – noch kein deutsches Kreditinstitut Verbriefungsstrukturen zur Bereinigung der Bilanz von Not leidenden Krediten, NPL-Securitisations (vgl. Anders/Binder/ Hesdahl/ Thöne/ Schalast im Arbeitsbericht Nr. 54, „Aktuelle Rechtsfragen des Bank- und Kapitalmarktrechts I: Non-Performing-Loans/Faule Kredite - Handel, Work-Out, Outsourcing und Securitisation“). Gründe hierfür werden in den hohen Kosten einer ersten Transaktion, den engen Anforderungen internationaler Investoren und den bereits erfolgreich durchgeführten günstigeren Portfolioverkäufen gesehen.

Marktteilnehmer erwarten aber bald erste Transaktionen, da internationale Investoren vertraut sind mit diesen Strukturen und die in Deutschland bereits aktiven Investoren versuchen werden ihre getätigten Investments zu refinanzieren. So strebt Lone Star derzeit ein Rating für den Special Servicer Hudson Advisors Germany an, um dieses auch gerade für zukünftige Verbriefungen nutzen zu können. Sarah Barton von Morgan Stanley sieht Deutschland neben Italien in Europa als die beiden Märkte an, in denen zukünftig NPL-Securitisations Transaktionen zu erwarten sind, da die Einführung der neuen Unterlegungsvorschriften für notleidende Kredite durch Basel II die größten Auswirkungen auf die tendenziell zu gering wertberichtigten Kreditbestände der Kreditinstitute dieser Länder im europäischen Vergleich haben wird (vgl. Burton (2004), S. 2).

4.3 Marktteilnehmer

4.3.1 Banken

Banken werden auch als unfreiwillige Anleger bezeichnet, da sich die von ihnen verwalteten Distressed Debt Bestände durch Aktivitäten aus der Kreditvergabe an Unternehmen entstehen.

Seit den 80er Jahren müssen sich deutsche Kreditinstitute in zunehmendem Umfang mit notleidenden Krediten und deren Betreuung befassen. Die Institute befürchten, dass die Zahl und das Volumen der Problemkredite auch in Zukunft weiter anwachsen werden. Die hohen Einzelwertberichtigungen auf Problemkredite gefährden die Ertragslage der Gläubigerinstitute. Vor allem kleinere Institute, insbesondere Genossenschaftsbanken sowie Privat- und Regionalbanken, bezeichnen die daraus erwachsende Bedrohung ihrer Selbstständigkeit als erheblich.

Die dominierenden Ziele der Betreuung notleidender Kredite sind daher die Begrenzung der hohen Belastungen durch Einzelwertberichtigungen und die Wiederherstellung der Wettbewerbsfähigkeit der Unternehmen. Der Erfolg der Betreuung gefährdeter Kreditengagements wird überwiegend anhand der nach der Sanierung möglichen Auflösung von Einzelwertberichtigungen gemessen.

Risikoengagements werden aufgrund eines unzureichenden Frühwarnsystems oftmals nicht rechtzeitig erkannt, so dass zahlreiche Institute mit der Problemkreditbetreuung erst in der Liquiditätskrise beginnen.

Die Erfolgchancen der Sanierung steigen signifikant an, wenn interne oder auch externe Workout-Spezialisten in die Engagementbetreuung eingebunden werden. Die Vorteile des Workout-Managements werden in der intensiveren sowie umsetzungsorientierten Betreuung, der Vermeidung von behindernden persönlichen Beziehungen, der ausgeprägten Fachkompetenz und der höheren Zeitkapazität der Workout-Mitarbeiter gesehen. Dennoch sprechen sich einige Institute aufgrund ihrer Größe, befürchteter Schwierigkeiten in der Personalgewinnung und hoher Personalkosten für Workout-Mitarbeiter gegen den Aufbau solcher Abteilungen aus (vgl. KPMG (2002)).

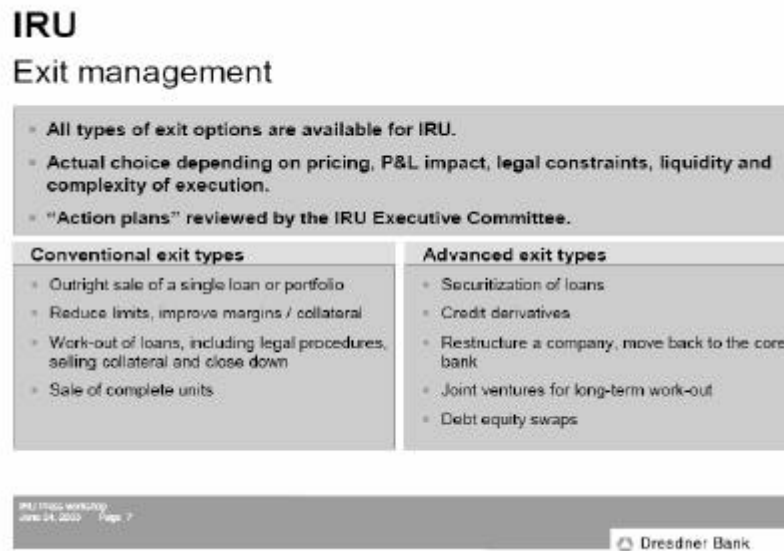
Zum Teil wurden auch größere Distressed Debt Bestände an neu gegründete Einheiten oder Tochtergesellschaften ausgegliedert, um den Aufbau von Expertenwissen zu einem schnelleren und effizienteren Abbau der Bestände zu nutzen.

Die Commerzbank AG beauftragt die Tochtergesellschaft CORECD in Berlin mit der Abwicklung eines großen Teiles ihrer notleidenden Immobilienfinanzierungen.

Anfang 2003 gründete die Dresdner Bank AG die Institutional Restructuring Unit (IRU) als Spezialist für das Workout-Management für bestimmte Aktivpositionen. Per März 2003 wur-

den mit €6,9 Mrd. über 60% der NPL's der Dresdner Bank in die Zuständigkeit der IRU übertragen. Die Zielvorgabe der IRU war unter anderem bis Ende 2004 €1 Mrd. an Risikokapital freizusetzen. Mit Hilfe unterschiedlicher Exitstrategien (siehe Abbildung 10) hat die IRU seitdem bereits einen Großteil der Kredite abgebaut.

Abbildung 10: Institutional Restructuring Unit (IRU) der Dresdner Bank AG



Quelle: Dresdner Bank

Die größten Erfolgsaussichten sehen die Kreditinstitute, wenn externe Workout-Spezialisten zur Betreuung von NPL's herangezogen werden. Da das Workout für diese sog. Kredit Servicer ihr Kerngeschäft ist, verfügen sie über ein leistungsstarkes IT-System und hochspezialisierte Mitarbeiter (eigenes Call-Center, Rechtsabteilung, erfolgsorientierte Bezahlung etc.) (vgl. Aumann (2003) S. 5). Somit scheuen die Banken eine aktive Einflussnahme in das Management von Krisenunternehmen und verfolgen eher eine passive Strategie.

4.3.2 Beteiligungsgesellschaften

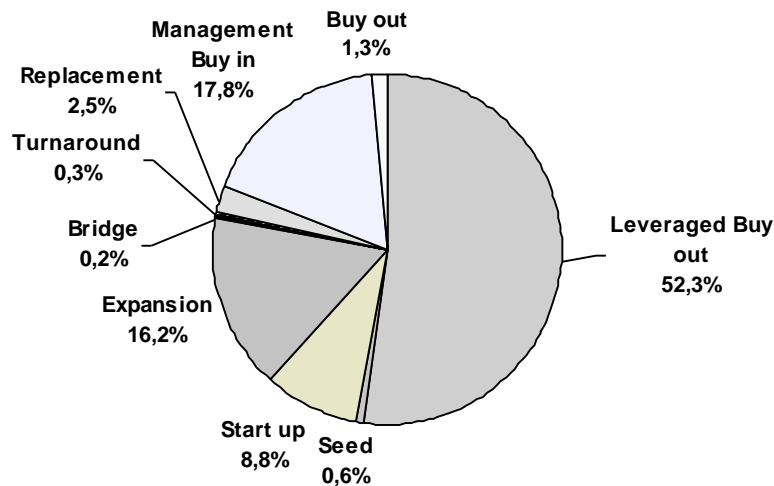
Unter den deutschen Beteiligungsgesellschaften, auch Private Equity Investoren genannt, findet sich eine Reihe von Investoren, die sich auch auf Investitionen in Krisenunternehmen spezialisiert haben (vgl. Hardyman und Lerner (2003), S.5).

Zu diesen so genannten Turnaround Investoren gehören zum Beispiel Nordwind Capital und Orlando Management GmbH aus München, Compass Partners in Frankfurt und die Kero Holding AG aus Dieburg.

Den Investitionsfokus legt Nordwind Capital auf mittelständische Unternehmen im deutschsprachigen Raum mit einem Umsatz über €150 Mio.. In der Regel wird Nordwind mit einem Eigenkapital Einsatz von €20 – 60 Mio. eine Mehrheitsbeteiligung an dem Unternehmen anstreben und aktiv ins operative Management eingreifen. Die Strukturierung von Transaktionen beinhaltet auch Fremdverbindlichkeiten abzulösen (vgl. Nordwind Capital (2005)). Investitionen in Unternehmen in Insolvenz schließt Nordwind jedoch aus (vgl. Motsch (2004)).

Einen ähnlichen Investitionsfokus verfolgt die Kero Holding AG, die mehrere Beteiligungsfonds bei Investitionen berät. Erfolg sieht die Kero Holding AG „vor allem [aber] auch bei Unternehmen, die aus einer Turn – Around – Situation heraus mit Hilfe von externem Kapital sowie operativer und strategischer Managementunterstützung wieder auf Erfolgskurs gebracht werden können.“ (vgl. Kero Holding AG (2005)).

Abbildung 11: Aufteilung der Investitionen deutscher Kapitalbeteiligungsgesellschaften nach Finanzierungsphase per 31.12.2004



Quelle: BvK (2005)

Nach Angabe des Bundesverbandes deutscher Kapitalanlagegesellschaften (BvK) belief sich das verwaltete Kapital der Beteiligungsgesellschaften per 31.12.2004 auf €45 Mrd. mit einem investierten Portfolio in Höhe von €20 Mrd. (vgl. BvK (2005), S. 1). Somit ist das mit €60 Mio. investierte Kapital deutscher Beteiligungsgesellschaften in Turnaround Situationen sehr gering. Die Recherche einzelner Internetauftritte deutscher Beteiligungsgesellschaften weist auf ein gestiegenes Interesse der Gesellschaften in zukünftige Investitionen in Krisenunternehmen hin.

4.3.3 Distressed Debt Investoren

Als reine Distressed Debt Investoren treten vor allem ausländische Investoren wie Investmentbanken oder aus deren Umfeld stammende Opportunity-Fonds auf (vgl. Hamberger (2004), S. 183). Viele dieser Investoren blicken bereits auf jahrelange Erfahrungen im Distressed Debt Investing, die sie bei Aktivitäten in anderen Distressed Debt Märkten gewinnen konnten, zurück.

Vertreter der Investmentbanken, die sowohl als Endinvestor als auch als Händler (Dealer/Broker) auftreten, sind u.a. Credit Suisse First Boston (CSFB), Deutsche Bank, Goldman Sachs und Morgan Stanley. Unter den Fonds finden sich Cerberus, Oaktree und insbesondere Lone Star wieder.

Der bedeutenden Stellung des deutschen Marktes für Distressed Debt Investoren wurde von den Unternehmen insbesondere durch die verstärkten Einstellungen deutschsprachiger Mitarbeiter innerhalb der letzten beiden Jahre Rechnung getragen. Hierdurch konnten von den Investoren nicht nur Hindernisse im Verständnis der deutschen Rechnungslegungsvorschriften und des Insolvenzrechtes beseitigt, sondern auch kulturelle Barrieren zwischen Käufer und Verkäufer abgebaut werden.

Der Investmentfokus der Investoren liegt sowohl auf Immobilienkrediten als auch auf Unternehmensfinanzierungen. Bei Single Loan Trades (Einzelverkauf) wünschen sich Investoren mindestens eine Gesamtverschuldung des Unternehmens von €20 Mio.. Zur besseren Abdeckung von Transaktionen werden zwar größere Unternehmen bevorzugt, ein genereller Ausschluss von auch kleineren Forderungen ist aber nicht zu beobachten. Insbesondere im Rahmen von Portfolioverkäufen finden auch kleinere Einzelforderungen einen Investor (Sparkasse Görlitz).

Bei Single Loan Trades bewies sich bisher die Deutsche Bank als aktivster controle-styled Distressed Debt Investor in Deutschland. So konnte sie in der Vergangenheit bereits durch die Ablösung der gesamten Gläubigerbanken eines Unternehmens aktiv Restrukturierungen durchführen. Als Beispiel kann hier das Unternehmen Senator Entertainment AG genannt werden.

Unter den Opportunity Funds ist bisher Lone Star am aktivsten gewesen. In Zusammenarbeit mit den Restrukturierungsspezialisten von Hudson Advisors, die in Deutschland bereits über 250 Mitarbeiter beschäftigen, hat Lone Star in Folge mehrerer Portfoliotransaktionen ein Forderungsvolumen über €6 Mrd. an Distressed Debt erworben. Um sich zukünftig im deutschen Markt als Investor und Kreditabwickler spezialisieren zu können, plant Lone Star derzeit den Erwerb eines kleineren deutschen Kreditinstitutes. Mit dem Kauf eines Institutes will sich Lone Star eine Banklizenz in Deutschland sichern, um so zu einem späteren Zeitpunkt größer in den deutschen Markt einsteigen zu können (vgl. Sydow (2005), S. 13). Lone Star führt insbesondere die reine Fokussierung der Aktivitäten in Deutschland auf Distressed Situationen als Hauptgrund auf, eine höhere Rendite in der Abwicklung von Distressed Debt als zum Beispiel Universalbanken erzielen zu können.

4.4 Motivation

4.4.1 Verkäufer

Die anhaltende Konjunkturschwäche, die daraufhin gestiegenen Unternehmensinsolvenzen und der Zusammenbruch des ostdeutschen Immobilienmarktes lassen nicht nur den Wertberichtigungsbedarf sondern auch die Bereitschaft zur Veräußerung Not leidender Kredite deutscher Kreditinstitute (vgl. Deloitte (2004)) ansteigen.

Neben diesen externen Problemen bestehen auch regulatorische und strategische Überlegungen zum Verkauf.

- Durch die Einführung von Basel II ab 2007 richtet sich die Eigenkapitalunterlegungspflicht für Kredite nach der Bonität des Schuldners. Somit werden Kreditinstitute höhere Kapitalkosten für ihre notleidende Kredite aufbringen müssen. Ein Verkauf der Forderung führt hingegen zu einer Befreiung regulatorischen Eigenkapitals, welches in gewinnbringendere Geschäftsfelder investiert werden kann.
- Mit Wegfall der staatliche Gewährträgerhaftung für öffentliche Kreditinstitute Mitte 2005 wächst der Druck dieser Institute, ihre Kreditrisiken zu kontrollieren. Das Halten großer Bestände an Problemkrediten kann zu schmerzhaften Ratingverschlechterungen bei manchen Landesbanken führen (siehe Anhang 2).
- Die für Kreditinstitute geltenden Vorschriften der Mindestanforderungen an das Kreditgeschäft (MaK) stellen besondere Anforderungen an das Management von Problemkrediten. Gerade für kleinere Institute können hierdurch nicht unerhebliche Kosten entstehen und einen Verkauf von Problemkrediten rechtfertigen.
- Die gestiegene Zahl der notleidenden Kredite in den Bilanzen deutscher Kreditinstitute zieht eine hohe Belastung der zuständigen Problemkredit- und Abwicklungsabteilungen nach sich. Ein Verkauf kann hier auch notwendige Ressourcen zur Konzentration auf ausgewählte Engagements ermöglichen. Insbesondere Forderungen, die sich in der Abwicklung befinden und daher auch keine potentielle zukünftige wertschaffende Kundenverbindungen darstellen, bieten sich für den Verkauf an Investoren an.
- Verkäufe resultieren aber auch oft aus dem Drängen der Bundesaufsicht des Finanzwesens (BaFin), notleidende Kredite abzuschreiben oder deren Einzelwertberichtigungen zu erhöhen (vgl. Wolcott (2004), S. 60). So wurde die Aareal Bank 2004 um eine Erhöhung ihrer Risikovorsorge um €200 Mio. gebeten.

Neben Kreditinstituten ist weiter auch an die Verkaufsinteressenten zu denken, an erster Stelle Versicherungen, die allerdings anderen Regulierungsmechanismen unterliegen als Kreditunternehmen.

4.4.2 Unternehmen

Für Unternehmen bietet ein funktionierender Distressed Debt Markt durchaus positive Eigenschaften. Oft kommt es in Krisensituationen von Unternehmen zwischen der Führung des Unternehmens und den Gläubigerbanken zu Vertrauensverlusten, die eine schnelle und konstruktive Entscheidung zur Rettung der Unternehmen behindern. Ein Distressed Debt Investor kann da einen besseren Verhandlungspartner darstellen, da er meistens mehrere Banken mit jeweils unterschiedlichen Meinungen ersetzt und sein oberstes Ziel nicht die Verlustbegrenzung sondern Gewinnmaximierung seiner Investition ist.

Doch auch für Unternehmen, die Forderungen gegenüber notleidende Unternehmen halten, bietet ein liquider Distressed Debt Markt die Möglichkeit, unsichere Forderungen in Barmittel zu tauschen und somit die Gefahr einer eigenen Liquiditätskrise zu vermeiden. Laut einer Umfrage der Creditreform unter Unternehmen mussten im Jahr 2004 mehr als 83% der Unternehmen Forderungsausfälle hinnehmen. Bei 17% der befragten Unternehmen überstiegen diese Verluste mehr als 1% des Umsatzes, wodurch bereits Liquiditätsengpässe entstehen können (vgl. Creditreform (2004), S. 21).

Zudem werden die Unternehmen, ähnlich wie kleinere Kreditinstitute, nicht besondere Experten weder in der Unternehmensrestrukturierung noch in der Eintreibung von Forderungen vorhalten. Ein Verkauf vermeidet also auch noch zusätzlich anfallende Beratungskosten. Nachteilig kann dagegen sein, dass der Umgang mit einem Investor anderen Prinzipien unterliegt als Verhandlungen mit einer Hausbank. Dies gilt nicht zuletzt für den Gesichtspunkt „Verwässerung“ sowie die Bereitschaft „fresh money“ nachzuschießen. Auch kann früher die Entscheidung erfolgen, das Investment abzuschreiben, weil weniger Geld für den Distressed Debt-Investor auf dem Spiel steht.

4.4.3 Käufer

Für Investoren ist der deutsche Markt höchst interessant, da er mit einem Kreditbuch von über €6,4 Billionen der größte in Europa ist. Der Bankmarkt gilt als stark fragmentiert und im Sparkassensektor staatlich geprägt, was zu einer schwachen Ertragslage und einem schwachen Kreditrisikomanagement der Institute führte. Mit der expansiven Kreditvergabe der Institute infolge der deutschen Wiedervereinigung und der seit 2001 anhaltenden konjunkturellen Schwäche sehen die Investoren gute Voraussetzungen Distressed Debt Investitionen durchführen zu können (vgl. Esfandi und Kolbeck (2004)).

Dabei können die Investoren zum Teil auf eine mehr als 15 jährige Erfahrung zurückgreifen, die sie weltweit auf den unterschiedlichen Distressed Debt Märkten (siehe Kapitel 3.2.) ge-

winnen konnten. Nun hoffen sie auf eine ähnlich hohe Rendite, wenn die Banken weiterhin ihre Kredite mit Abschlägen verkaufen und später die deutsche Wirtschaft wieder an Fahrt gewinnt.

Auch zur Portfoliodiversifikation bietet sich vor allem für die großen amerikanischen Fonds ein Investment in Deutschland an. Das Währungsrisiko ist gering, da die Investoren mit bis zu 90% Fremdfinanzierung in Euro kaufen können und zudem das deutsche Zinsniveau unterhalb des amerikanischen liegt (vgl. Reichel (2005), S. 36).

Auch über das Distressed Debt Investing hinaus bietet sich ein Engagement in Deutschland für Investoren an. Denn sollte es in den nächsten Jahren zu einer Konsolidierung des deutschen Bankenmarktes kommen, kann es für manche Investoren hilfreich sein, in Deutschland bereits aktiv zu sein.

4.5 Marktbedingungen

4.5.1 Rechtliche Rahmenbedingungen

4.5.1.1 Banklizenz

In Deutschland ist zur Durchführung bestimmter Geschäfte (Bankgeschäfte) eine schriftliche Erlaubnis durch die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) vorgeschrieben. Die Vorschriften zur Erteilung und Rücknahme der Betriebserlaubnis durch die BaFin finden sich in den §§ 32 bis 38 KWG. Erlaubnispflichtige Bankgeschäfte ergeben sich aus § 1 KWG. Demnach bedarf der Distressed Debt Investor einer so genannten Banklizenz, wenn der Erwerb von Forderungen in eine spätere Kreditanspruchnahme resultieren kann oder die Strategie des Investors die Bereitstellung eines neuen Kredites vorsieht. Handelt es sich beim Kreditkauf hingegen um den reinen Erwerb des Rückzahlungsanspruches, bedarf der Käufer nicht einer Banklizenz, da die Eintreibung von Forderungen nicht in die Geschäfte nach § 1 KWG fällt. Um erlaubnispflichtige Bankgeschäfte nach § 1 Abs. 1 Satz 2 Nr. 2 KWG, die nur von Kreditinstituten durchgeführt werden dürfen (vgl. Theewen (2004), S. 105 ff.), handelt es sich bei der Gewährung von Gelddarlehen und Akzeptkrediten (Kreditgeschäft).

Nach § 53b KWG dürfen Institute mit Sitz in einem anderen Staat des Europäischen Wirtschaftsraumes ohne Erlaubnis der BaFin in Deutschland Bankgeschäfte betreiben. Dieser so genannte Europäische Pass ist dann zulässig, wenn das Institut in dem Herkunftsland zugelassen und beaufsichtigt ist (vgl. Grill und Perczynski (1998), S. 55).

Die Erfordernis einer Banklizenz führt bei dem Institut zur Berücksichtigung regulatorischer Bestimmungen durch das KWG wie den Ordnungsvorschriften, Anzeigenpflichten, Vorlagepflichten und regelmäßigen Prüfungen. Interessant ist in diesem Zusammenhang, dass der amerikanische Investor Lone Star zwischenzeitlich eine Banklizenz erworben hat.

4.5.1.2 Übertragung von Forderungen und Sicherheiten

Grundsätzlich können die beteiligten Parteien das dem Kaufvertrag unterliegende Recht frei wählen (vgl. Art. 27 Abs. 1 S. 1 EGBGB). Demnach ist die Durchführung des Kreditverkaufs auch nach englischem Recht, sozusagen internationalen Standards, auch für nach deutschem Recht abgeschlossene Kreditverträge zulässig (vgl. Art. 2 S. 2 EGBGB).

Die Rechtswahl kann ausdrücklich oder konkludent erfolgen (vgl. Paland (2004), EGBGB Art. 27 RN.5). Für Zustandekommen und Wirksamkeit des Kaufvertrages wäre dann grundsätzlich das englische Recht einschlägig. Es wäre maßgebend für die Auslegung des Vertrages, Erfüllung und Erlöschen der daraus begründeten Verpflichtungen, für Leistungsstörungen und für die Folgen der Nichtigkeit des Vertrages. Zudem ist Art. 33 EGBGB zu beachten. Danach bestimmt das Recht, dem die zu übertragende Forderung unterliegt (bei deutschen Kreditverträgen dann deutsches Recht) ihre Übertragbarkeit, das Verhältnis zwischen neuem Gläubiger und Kreditnehmer, dessen Einreden und die Möglichkeiten zu befreiender Leistung (§§ 404 ff. BGB).

Nach deutschem Recht kann ein Kreditverkauf mittels Abtretung (Zession) und Vertragsübernahme erfolgen.

Dass die Abtretung von Bankforderungen möglich und wirksam ist, wird im Allgemeinen angenommen (vgl. Koberstein-Windpassinger (1999), S. 473-480 und Früh (2000), S. 497-501 und Klüwer und Meister (2004), S. 1157-1159).

Die Abtretung erfolgt nach § 398 BGB durch Einigung zwischen Käufer und Verkäufer. Dieser Einigung liegt in der Regel ein Kaufvertrag (Trade Confirmation) zugrunde. Die Abtretung wird sofort mit Einigung wirksam und bedarf nicht der Zustimmung des Schuldners. Eine Zustimmung des Schuldners zur Abtretung ist nur dann notwendig, wenn die Abtretung zuvor ausdrücklich zwischen Gläubiger und Schuldner ausgeschlossen worden ist (§ 399 BGB). Allerdings ist nach § 354a HGB eine Abtretung völlig unabhängig von der Zustimmung des Schuldners als wirksam zu betrachten, wenn das Rechtsgeschäft, das diese Forderung begründet hat, für beide Teile ein Handelsgeschäft oder der Schuldner eine juristische Person oder ein öffentlich rechtliches Sondervermögen ist.

Eine Forderung kann somit nur dann nicht abgetreten werden, wenn die Abtretung der Forderung eine Veränderung des Inhaltes des ursprünglich vereinbarten Kreditvertrages bedarf (§ 399 BGB) oder wenn die Forderung nicht der Pfändung unterliegt (§ 400 BGB).

Bei der Abtretung werden grundsätzlich die Rechte und Pflichten aus dem bestehenden Rechtsverhältnis an einen neuen Gläubiger übertragen.

Demnach bietet sich insbesondere bei gekündigten bzw. ohne weiteres kündbaren Krediten die Übertragung an einen Investor mittels Abtretung an, da es sich bei der Übertragung um eine Abtretung eines fälligen Rückzahlungsanspruches handelt und sich demnach keine weiteren Pflichten des Gläubigers gegenüber dem Schuldner ergeben.

Kredite gelten als gekündigt, wenn entweder eine zulässige Beendigungskündigung des Schuldverhältnisses vorliegt oder das Darlehen nach Ablauf von mindestens 90 Tagen nach Fälligkeit nicht bedient wurde.

Die Abtretung ist auch bei noch nicht gekündeten aber kündbaren Krediten anwendbar. Kündbar bedeutet, dass an sich der Kreditvertrag mitsamt allen Rechten und Pflichten besteht, es aber auf Seiten des Kreditnehmers zu einer Vertragsverletzung gekommen ist. Aufgrund der damit einhergehenden nachhaltigen Störung bzw. tiefgreifenden Zerrüttung des Vertrauensverhältnisses zwischen Gläubiger und Schuldner kann die Bank deshalb auch bei einem noch ungekündigten Kredit dem Begehren des Schuldners nach weiterer Bereitstellung von Darlehensmitteln oder dem Offenhalten ursprünglich gewährter Linien mit Einwand des Rechtsmissbrauchs nach § 242 BGB begeben (vgl. Hofmann und Walter (2004), S. 1569).

Wenn der Forderungsinhaber hingegen gegenüber dem Schuldner noch Pflichten zu erfüllen hat, zum Beispiel die Offenhaltung einer Kreditlinie, bietet sich eine Übertragung der Forderungen mittels Vertragsübernahme an. Hierbei ist das bestehende Vertragsverhältnis zwischen Gläubiger und Schuldner auf den Forderungserwerber zu übertragen. Als Verfügung über das Schuldverhältnis bedarf die Vertragsübernahme im Sinne einer Übertragung des Schuldverhältnisses hier der Zustimmung aller Beteiligten – also auch der des Kreditnehmers – im Sinne eines dreiseitigen Vertrages. Die Zustimmung des Schuldners kann bereits bei Abschluss des Kreditvertrages erteilt werden, wie es zum Beispiel in Verträgen syndizierter Konsortialverträge in Form einer entsprechenden Klausel üblich ist.

Eine dritte Variante bildet die Übertragung der Forderung mittels Unterbeteiligung (subparticipation). Anders als bei der Abtretung oder Vertragsübernahme bleibt bei der Unterbeteiligung das Vertragsverhältnis zwischen Gläubiger und Schuldner bestehen. Vielmehr ist die Unterbeteiligung eine Vereinbarung des Forderungserwerbers mit dem Gläubiger ganz oder teilweise Rechte und Pflichten aus dem bestehenden Kreditverhältnis zu übernehmen. Der Kreditgeber beteiligt den Erwerber nur im Innenverhältnis an dem Kredit (vgl. Pesch und Wittig (2004), o.S.).

Sicherheiten bilden bei der Bewertung von Not leidenden Krediten einen wichtigen Bestandteil, da sie im Falle einer Liquidation, also der Verwertung der Sicherheiten, die Verlustgrenze der Investition eines Käufers bestimmen (siehe auch Kapitel 3.3.). Daher ist eine zuverlässige Übertragung der Sicherheiten beim Forderungskauf immens wichtig. Im deutschen Recht muss hierbei zwischen akzessorischen und nicht akzessorischen Sicherheiten unterschieden werden.

Tabelle 8: Akzessorische und Nicht Akzessorische Sicherheiten

akzessorische Sicherheiten	Nicht akzessorische Sicherheiten
Bürgschaft	Grundschild
Pfandrecht	Sicherungsabtretung
Hypothek	Bewegliche Sachen
	Garantie

Quelle: Eigene Darstellung

Akzessorische Sicherheiten gehen mit der Abtretung der Forderung automatisch auf den Forderungskäufer gem. § 401 Abs. 1 BGB über. Wird die Forderung aber mittels Vertragsübernahme an einen Investor übertragen, besteht die Gefahr, dass die akzessorischen Sicherheiten erlöschen. So könnte die Wirksamkeit der Übertragung der Sicherheiten von der Zustimmung des Sicherungsgebers abhängig sein. Die Rechtsprechung hat diese Frage bisher nur vereinzelt behandelt und sie auch nicht grundsätzlich entschieden (vgl. BGH, In: WM 1985, S. 1172; BGHZ 95,88).

Nicht akzessorische Sicherheiten bedürfen hingegen sowohl bei einer Forderungsübertragung mittels Abtretung als auch Vertragsübernahme einer gesonderten Übertragung. Sie müssen gesondert abgetreten werden.

Auch wenn der Verkäufer vom Grundsatz her verpflichtet ist, die Grundschild an den neuen Gläubiger abzutreten, bedarf die wirksame Übertragung nach §§ 1154 u. 1192 BGB einer bestimmten Form (vgl. Hofmann und Walter (2004), S. 1569). Aufgrund des mit dem Kreditnehmer bestehenden Sicherungsvertrages ist die veräußernde Bank aber auch verpflichtet, die Zweckbindung der Grundschild zu erhalten (BGH DNotZ (1992), S. 51-52). Dies kann die Zustimmung des Schuldners erfordern. Die Beteiligten (veräußernde Bank und Erwerber) haben jedoch ein großes Interesse, sowohl die Übertragung der Forderung als auch der Grundschild ohne Mitwirkung des Schuldners/Sicherungsgebers zu bewerkstelligen. Bedeutet diese Zustimmungserfordernis – wenn überhaupt durchsetzbar – doch bei einer Vielzahl von Sicherungsgebern einen hohen Zeit- und Kostenaufwand. Ohne Zustimmung des Sicherungsgebers können nicht akzessorische Sicherheiten abgetreten werden, wenn sich der Erwerber gegenüber der veräußernden Bank verpflichtet, die Pflichten aus dem Sicherungsvertrag, insbesondere die Pflicht zur Rückübertragung nach Wegfall des Sicherungszweckes, im Wege eines echten Vertrags zugunsten des Sicherungsgebers zu übernehmen.

Als problematisch kann die Übertragung der Buchgrundschuld angesehen werden, da sie neben der Einigung zwischen Käufer und Verkäufer eine Eintragung ins Grundbuch voraussetzt. Zum einen zieht das eine Offenlegung gegenüber dem Schuldner nach sich, zum anderen entstehen unnötige Kosten mit der Eintragung.

Im Zusammenhang der „True-Sale-Initiative“ soll Mitte 2005 ein Gesetz in Kraft treten, welches eine kostengünstigere und „insolvenzfeste“ Übertragung von Forderungen und Sicherheiten ermöglichen soll. Geplant ist die Einführung eines Refinanzierungsregisters. In das Register können dem Entwurf nach Gegenstände jeder Art eingetragen werden. Der Begriff des Gegenstands umfasst alles, worüber durch Rechtsgeschäft verfügt werden kann. Darunter fallen bewegliche wie unbewegliche Sachen sowie Rechte jeder Art (z. B. Forderungen). Zusätzliche Formerfordernisse wie etwa Grundbucheintragungen entfallen. Auf komplizierte Treuhandlösungen bei Portfoliotransaktionen könnte damit auch verzichtet werden (vgl. Brandt und Reimer (2005), S. 23).

4.5.1.3 Informationsweitergabe

Die Weitergabe von Informationen über den Schuldner an einen Distressed Debt Investoren durch den Forderungsinhaber ist ein notwendiger Bestandteil des Distressed Debt Investing Prozesses (siehe Kapitel 3.3). Ohne den Erhalt umfangreicher Informationen ist es dem Investor nicht möglich, eine Due Diligence durchzuführen, welche Voraussetzung jedes Investments ist (siehe Kapitel 3.3.3).

Im Rahmen dieser Informationsweitergabe wurden in Deutschland bisher Konfliktpunkte mit dem Bankgeheimnis und Bundesdatenschutzgesetz gesehen. Auf Bankgeheimnis und Bundesdatenschutz begründet sich die Verschwiegenheitspflicht der Bank gegenüber ihren Kunden, hinsichtlich der besonderen Informationen, die sie durch ihre Geschäftstätigkeit erlangt.

Insbesondere sorgte ein Urteil des OLG Frankfurt am Main (AZ: 8U 84/04) vom 25. Mai 2004 unter den Marktteilnehmern für große Unsicherheit. In einer einstweiligen Verfügung hatte das OLG Frankfurt entschieden, dass eine Forderungsabtretung unwirksam sein kann, wenn sie unter Verletzung des Bankgeheimnisses erfolgt (vgl. Bödeker (2004), S.6).

Die daraufhin folgende Diskussion von Marktexperten (vgl. Rinze und Heda (2004) und Hofmann und Walter (2004) und Früh (2000)) und weitere Urteile (vgl. LG Koblenz, Urteil (3 O 496/03) vom 25. November und LG Frankfurt am Main, Urteil (2-21 O 96/02) vom 17. Dezember 2004) brachten die für Transaktionen notwendige Rechtssicherheit zurück. Heute besteht weitgehend Einigkeit, dass bei gekündigten bzw. kündbaren Krediten die Interessen der Bank eine Verletzung des Bankgeheimnisses rechtfertigen.

Bisher mangelt es aber weiterhin an einer klärenden, höchstrichterlichen Entscheidung. Daher würde die Aufnahme einer klaren Regelung zur zulässigen Informationsweitergabe im Rahmen von Forderungsverkäufen in das KWG Rechtssicherheit schaffen (vgl. Klüwer und Meister (2004), S. 1157) und somit der Vorgehensweise anderer Länder folgend (vgl. Hof-

mann und Walter (2004), S. 1574) zu einer Belebung des Distressed Debt Marktes in Deutschland beitragen.

Bis dahin können in der Praxis folgende Maßnahmen zur Reduzierung eines Restrisikos, dass es zu Schadensersatzansprüchen durch die Verletzung des Bankgeheimnisses oder zur Unwirksamkeit einer Abtretung kommt, angewandt werden.

Da das Bundesdatenschutzgesetz (BDSG) nur auf Privatpersonen anzuwenden ist, soll es an dieser Stelle ausgeklammert werden. Gleichwohl muss es gerade bei kleineren mittelständischer Unternehmen beachtet werden, da hier oft Privatpersonen als Bürgen auftreten, und somit die folgenden Lösungsansätze zum Teil auch bei der Weitergabe von Informationen zu Privatpersonen ihre Anwendung finden.

Das Bankgeheimnis ist in den Allgemeinen Geschäftsbedingungen (AGB) der Banken Nr. 2 geregelt und sieht die Verpflichtung der Bank „zur Verschwiegenheit über alle kundenbezogenen Tatsachen und Wertungen [...] von denen sie Kenntnis erlangt“ vor.

Die erforderliche Informationsweitergabe wird generell dann nicht als Verstoß gegen das Bankgeheimnis gesehen, wenn die Datenweitergabe an den Käufer zur Beurteilung des Kreditrisikos des Schuldners anonymisiert erfolgt (vgl. Brand (2002), S. 243-249) und die Weitergabe der für die sachenrechtliche Abtretung an sich benötigten persönliche Daten der Kunden mittels eines Datentreuhänders (vgl. Toth-Feher und Schick (2004), S. 491-494) erfolgt. Als Datentreuhänder kommen dabei Angehörige bestimmter Berufsgruppen in Betracht, die einer Verschwiegenheitspflicht unterliegen wie Wirtschaftsprüfer (§§ 43, 50 WPO; § 203 StGB), Notare (§ 18 BNotO) und Rechtsanwälte (§ 43a BRAO, § 203 StGB) sowie andere Kreditinstitute aus einem Mitgliedstaat der EU (vgl. Rinze und Heda (2004), S. 1563).

Ohne Einschaltung eines Datentreuhänders oder Anonymisierung der Daten sollte vor der Weitergabe von Informationen des Kunden, die unter das Bankgeheimnis fallen, eine Vertraulichkeitserklärung, zum Beispiel nach Standard der Loan Market Association (LMA, erhältlich unter www.loan-market-association.com), die den Käufer zur gleichen Verschwiegenheit wie den Verkäufer verpflichtet, abgeschlossen werden. Nach Toth und Feder (2004) sollte der Empfänger zudem eine Banklizenz besitzen.

Der Bundesverband deutscher Banken (BdB) empfiehlt seit Mitte 2004 die Aufnahme einer so genannten Asset Trading Clause (siehe Abbildung 12). Ist diese Weitergabeklausel nicht Bestandteil des zu verkaufenden Kreditvertrages, was bei den meisten notleidenden Krediten der Fall sein wird, empfiehlt sich die vorherige Einholung der Zustimmung des Schuldners. Obwohl dies formfrei geschehen kann, empfiehlt sich eine schriftliche Einholung der Zustimmung.

Abbildung 12: Asset Trading Clause - Muster BdB

Die Bank darf zum Zwecke der Eigenkapitalentlastung oder der Risikodiversifizierung das wirtschaftliche Risiko der Darlehensgewährung ganz oder teilweise auf Dritte übertragen; dies kann z. B. durch Kreditderivate, Veräußerung der Kreditforderungen oder durch Kreditunterbeteiligungen erfolgen, wobei die Kreditforderungen – einschließlich etwaiger zugehöriger Sicherheiten – in diesem Zusammenhang insbesondere auch abgetreten oder verpfändet werden können. Verfügungen über die Rechte aus diesem Vertrag sind auch zur Refinanzierung zulässig. Die Bank darf die hierfür erforderlichen Informationen an den Dritten sowie an solche Personen weitergeben, die aus technischen oder rechtlichen Gründen in die Abwicklung der Übertragung einzu binden sind, z. B. Rating Agenturen oder Wirtschaftsprüfer. Der Darlehensnehmer befreit die Bank insoweit auch vom Bankgeheimnis. Des Weiteren darf die Bank das wirtschaftliche Risiko der Darlehensgewährung in anonymisierter Form (z. B. im Rahmen von Asset Backed Securities – Transaktionen) ganz oder teilweise auf einen Erwerber übertragen.

Dritter kann ein Mitglied des europäischen Systems der Zentralbanken, ein Kreditinstitut, Finanzdienstleistungsinstitut, Finanzunternehmen, Versicherungsunternehmen, Versorgungswerk, eine Pensionskasse, eine Kapitalanlagegesellschaft oder eine Kapitalsammelstelle sein.

Die Bank wird den Dritten sowie ggf. weitere in Abs. 1 genannten Personen vor Weitergabe der übermittelten Informationen im Rahmen einer Vertraulichkeitserklärung verpflichtet, soweit eine solche Verpflichtung nicht bereits auf Grund gesetzlicher oder berufsständischer/berufsüblicher Regelungen besteht. Die Vertraulichkeit beinhaltet, Verschwiegenheit über alle kundenbezogenen Daten und Wertungen zu wahren, von denen sie anlässlich der Übertragung des Kreditrisikos Kenntnis erlangen, und von den übermittelten Informationen nur in dem Umfang Gebrauch zu machen, wie dies zur Durchführung der bezeichneten Maßnahmen erforderlich ist. Die Bank wird sich dem Empfänger des Kreditrisikos gegenüber verpflichten, vor der Übertragung von Rechten aus dem Vertrag und der Weitergabe von Informationen auch an weitere Empfänger mit diesen jeweils eine entsprechende Vertraulichkeitsvereinbarung

4.5.1.4 Insolvenzrecht

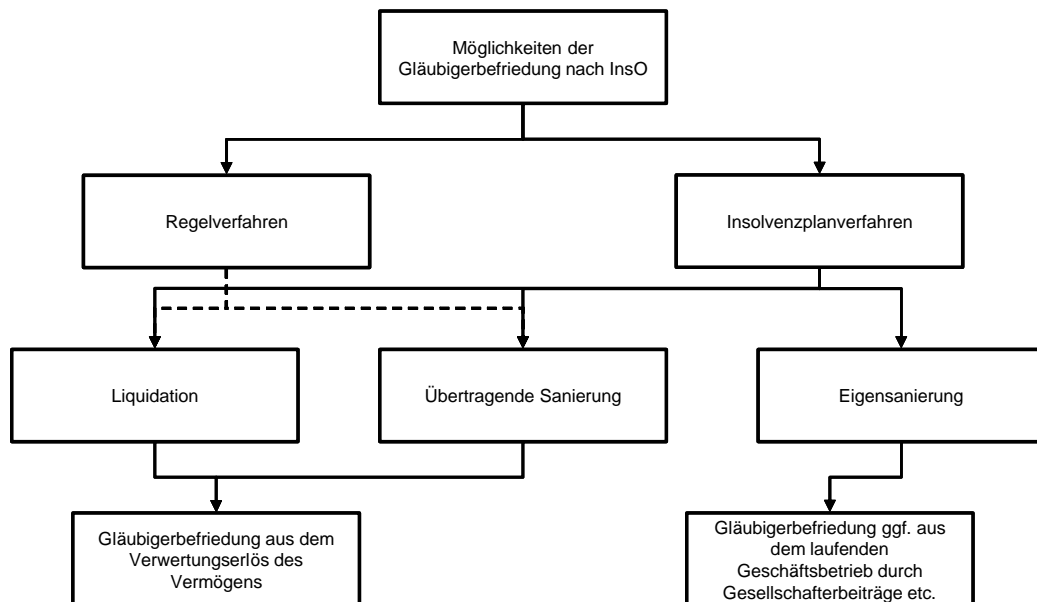
Seit 1. Januar 1999 gilt die neue deutsche Insolvenzordnung (InsO), deren überarbeitete Fassung am 20. März 2003 in Kraft getreten ist.

Die deutsche Insolvenzordnung hat, wie die meisten europäischen Insolvenzrechte, den Schutz der Ansprüche der Gläubiger zum Ziel. Das amerikanische Insolvenzrecht hingegen gilt als schuldnerfreundlich, da die Fortführung des Unternehmens unter dem so genannten Chapter 11 im Mittelpunkt steht. Der Gedanke des Chapter 11 ist, dass eine Reorganisation

unter Fortführung des Unternehmens zu einer höheren Befriedigung der Gläubiger als durch die Liquidation des Unternehmens führt.

Das deutsche Insolvenzrecht bietet nunmehr auch Instrumente, die bei einer Insolvenz eine Sanierung und Fortführung des Unternehmens bezwecken, da sich zunehmend die Zielsetzung des Firmenerhalts statt der Verwertung durchsetzt (vgl. Kestler und Jesch (2003), S. 33). Die Einführung des Insolvenzplanverfahrens gilt als Kernstück der neuen Insolvenzordnung (vgl. Braun (2002), Vorb. vor §§ 217 bis 269 Rn. 1), da die Hauptfunktion des Insolvenzplans darin besteht, innerhalb des Insolvenzverfahrens auch eine Sanierung (Eigensanierung) des Unternehmensträgers, also der Schuldnerin, zu ermöglichen (vgl. Braun (2002), a.a.O.).

Abbildung 13: Zusammenhänge zwischen Verfahrens- und Sanierungsart



Quelle: Eigene Darstellung

Zur Erläuterung des Insolvenzplanverfahrens heißt es in § 217 InsO wie folgt:

„Die Befriedigung der absonderungsberechtigten Gläubiger und der Insolvenzgläubiger, die Verwertung der Insolvenzmasse und deren Verteilung an die Beteiligten sowie die Haftung des Schuldners nach Beendigung des Insolvenzverfahrens können in einem Insolvenzplan abweichend von den Vorschriften dieses Gesetzes geregelt werden.“

So ist das Insolvenzplanverfahren vergleichbar mit einer (formalisierten) außergerichtlichen Sanierung und beruht auf dem Vorbild des amerikanischen Chapter 11 des Bankruptcy Code. Der Schuldner kann durch den neuen Insolvenzeröffnungsgrund drohender Zahlungsunfähig-

keit frühzeitig auf eine Sanierung hinwirken, womit er durch noch vorhandene Liquidität auf eine größere Bereitschaft der Gläubiger und Kunden treffen sollte, ein Sanierungskonzept mit dem Ziel der Fortführung des Unternehmens mit zu tragen (vgl. Laule (2002), S. 6).

Ein wichtiger Unterschied ist aber, dass bevor es zu einer Sanierung bzw. Fortführung des Unternehmens kommen kann, alle Gläubiger zustimmen müssen. Wird diese Zustimmung nicht erreicht, kommt es umgehend zu einer Liquidierung der Unternehmung. Hierin kann ein Grund gesehen werden, weshalb das Planverfahren in Deutschland selten seine Anwendung findet.

Eine Besonderheit ist bei der Durchführung eines debt-to-equity-swap zu berücksichtigen, da die Umwandlung von Darlehensforderungen (z.B. von Banken) in Unternehmensanteilen die Gefahr einer verdeckten Sacheinlage birgt (im Falle der Wertlosigkeit der Darlehensforderung besteht die Pflicht zur nochmaligen Barzahlung der Einlage) (vgl. Kestler und Jesch (2003), S. 33).

Des Weiteren muss die starke Rolle des Insolvenzverwalters in Deutschland berücksichtigt werden. Die Chancen für eine Sanierung des insolventen Unternehmens werden in der Praxis oft an der Qualifikation des Insolvenzverwalters festgemacht, und dass die „Qualifikation des Verwalters gleichzeitig das Schicksal des Verfahrens ist.“ (vgl. Uhlenbruck (1997), S. 332). So darf ein Insolvenzplan nur vom Schuldner oder Insolvenzverwalter vorgelegt werden (§ 218 Abs. 1 S. 1 InsO). Dem einzelnen Gläubiger kommt kein Initiativrecht zu. Im Rahmen des Berichtstermins kann die Gläubigerversammlung den Verwalter nur beauftragen, einen Plan auszuarbeiten (§ 157 Abs. 1 S. 2 InsO). Dann wird es für einen solchen Plan jedoch regelmäßig schon zu spät sein (vgl. Gless (2004), S. 37).

Der Entwurf einer europäischen Insolvenzordnung sieht nun eine Annäherung an das amerikanische Insolvenzrecht vor, da zumindest eine stärkere Berücksichtigung des Restrukturierungszieles der Unternehmensfortführung gefordert wird. Obwohl diesem in Deutschland mit der neuen Insolvenzordnung Rechnung getragen wurde, meldeten bisher nur 0,4% der in Insolvenz gegangenen Unternehmen in Deutschland Insolvenzschutz an (vgl. Smith und Strömberg (2004), S. 3).

4.5.2 Sonstige Rahmenbedingungen

4.5.2.1 Bewertungspolitik deutscher Banken

„The big obstacle preventing NPL deals in Germany before [2003] was that the expectations of the purchaser and sellers were at different ends of the scale“ Ulf Kreppel, White Case (vgl. Wolcott (2004), S. 62)

Hemmnisse bei der Veräußerung von Distressed Debt bestehen in der Befürchtung der Banken, einen nur weit unter dem Buchwert liegenden Verkaufspreis erzielen zu können und da-

mit einem Buchverlust zu realisieren. Gerade bei Portfolioverkäufen kann ein erheblicher Buchverlust entstehen, der bereits einige Kreditinstitute veranlasste, geplante Transaktionen kurz vor Abschluss vom Markt zu nehmen. Grund hierfür liegt in der in Vergangenheit praktizierten Abschreibungspolitik der Institute, da eine Bewertung der den einzelnen Engagements unterliegenden Sicherheiten nicht immer unter der Annahme eines jederzeit möglichen Forderungsverkaufs erfolgte (vgl. Deloitte (2004)).

Begünstigt wurde diese Entwicklung durch die breiten Auslegungsmöglichkeiten der Vorschriften des Handelsgesetzbuches (HGB) zur Bildung von Wertberichtigungen. Hier wurde den Instituten zwar bisher auferlegt, ihre Kredite um drohende Verluste zu berichtigen, die Einbeziehung von Opportunitätskosten fanden aber keine Berücksichtigung. So wurden auch keine anfallenden Bearbeitungskosten in die Bewertung von Distressed Debt der Institute einbezogen.

4.5.2.2 Management Know How

Hardymon und Lerner (2003) sehen in der fehlenden Restrukturierungserfahrung und –bereitschaft der Führungskräfte in deutschen Mittelstandsunternehmen eine Behinderung des Distressed Debt Investings in Deutschland. So fehle zum einen das notwendige Wissen, die Erträge eines Unternehmens nachhaltig zu steigern, zum anderen die Bereitschaft, hierzu drastische Strategiewechsel zuzulassen.

Nach einer empirischen Studie kommt die Unternehmensberatung Dr. Wieselhuber & Partner zu einem ähnlichen Ergebnis, dass in dieser Führungsschwäche der Hauptgrund von Unternehmenskrisen liege. Die Führungsschwäche führe zu einer unzureichenden Lösung von Problemen, fehlenden Konsequenzen aus vorhandenen Kenntnissen und einem Aussitzen von Problemen. Zudem werde unbegründet an Vergangenem festgehalten (vgl. Wieselhuber (2004), S.14).

Doch auch die bisher geringe Anwendung des Insolvenzplanverfahrens in Deutschland (siehe Kapitel 4.6.1.4.) lässt Mängel in der notwendigen fachlichen Restrukturierungskompetenz deutscher Führungskräfte, Insolvenzverwalter und der zuständigen Vertreter der Gläubiger vermuten.

Die Sicht Hardymons und Lerner (2003), in fehlendem Managementtalent eine Limitierung der Attraktivität des deutschen Marktes für Distressed Debt Investoren zu sehen, ist fraglich. Das fehlende Managementtalent führt schließlich zu Marktineffizienzen, die Investoren die Erzielung einer überproportionalen Rendite versprechen (siehe Kapitel 3.2.3.).

Allerdings sind hier inzwischen Strukturveränderungen in Gange und ein Investor wird immer auch auf eine MBO beziehungsweise eine MBI-Komponente bei seinem Engagement setzen, wenn es ihm möglich ist.

4.5.2.3 Relationship Lending

Im Vergleich mit anderen Ländern wird das deutsche Bankenmodell auch oft als Relationship Banking oder Lending bezeichnet. Relationship Banking beschreibt die feste Kunde-Bank-Beziehung (vgl. Hartmann – Wendels et al. (2000), S. 147ff.). Unter Relationship Lending versteht man die Ausgabe und das anschließende Halten (Buy & Hold) von Kundenforderungen. Oft spricht man hier auch vom Hausbankprinzip. Das Gegenteil bildet die Ausgabe und die anschließende Weitergabe der Forderung an Dritte.

Grundsätzlich kann in einer Beziehung zwischen Kunde und Bank nichts negatives zu sehen sein. Vor allem wenn sie zur Zufriedenheit des Kunden und zu Erträgen bei der Bank führt. Kritik erfährt die Praxis deutscher Banken dahingehend, dass der Schwerpunkt auf die Festigkeit der Beziehung gelegt wird. So wird von Distressed Debt Investoren die fehlende Bereitschaft deutscher Institute, sich von kostenverursachenden notleidenden Kundenforderungen zu trennen, bemängelt.

Als Gründe für die zurückhaltende Verkaufsbereitschaft deutscher Banken gelten, dass ein Verkauf dem Bekenntnis zum Hausbankprinzip widerspricht, bei einem Verkauf die Gefahr einer negativen Presse mit Imageschaden für die Bank bestehe und sich die erwarteten Renditen der Investoren von den Banken selber realisieren ließen.

In der Finanzliteratur herrscht Einigkeit, dass eine enge Beziehung zwischen Bank und Kunde die Risiken und Kosten von Unternehmenskrisen reduziert und die Aussicht auf eine erfolgreiche Restrukturierung erhöht (vgl. Boot (2000), S. 7-25). Grund hierfür ist, dass Banken als Kreditgeber mehr Informationen über das Unternehmen zugänglich sind und diese daher eine besondere Kontrollfunktion über die Entwicklung des Unternehmens inne haben.

Elsas und Krahen (1998) beobachteten bei ihrer empirischen Studie, dass Hausbanken in Deutschland bei einer Verschlechterung des Ratings von Unternehmen ihre Kreditlinien tendenziell ausweiten, Nicht-Hausbanken ihre Linien hingegen reduzieren. Dieser „Versicherungsschutz“ der Hausbanken in Krisen von Unternehmen resultierte bei den Hausbanken, aber nicht in eine höherer Kreditmarge der Banken.

Rauterkus (2005) kam bei seiner Untersuchung des Relationship Lending in Deutschland zu dem Ergebnis, dass Krisenunternehmen eher liquidiert werden, ungeachtet ihrer Aussicht auf eine erfolgreiche Restrukturierung, wenn sie einen höheren Finanzierungsanteil in Form von Bankkrediten aufweisen.

Insbesondere die zweite Studie stellt ein Ergebnis dar, welches zumindest den Sinn des starren Festhaltens am Relationship Lending deutscher Banken in Frage stellt.

Des Weiteren kann festgehalten werden, dass es bisher bei den in Deutschland durchgeführten Verkäufen von Krediten, sowohl notleidender als auch nicht notleidender Kredite, nicht zu einer negativen Berichterstattung über das verkaufende Institut kam. Daher ist auch die Mes-

sung eines Imageschadens, der Kreditausfälle in Höhe von Millionen von Euros rechtfertigen könnte, bisher nicht möglich.

Die Ansicht, dass deutsche Kreditinstitute die gleichen Renditen, die die Distressed Debt Investoren anstreben, erzielen können, muss an dieser Stelle hingenommen werden, da es bisher an repräsentativen Untersuchungen der Performance deutscher Kreditinstitute im Management von Distressed Debt mangelt. Zur Erzielung der mindestens gleichen Renditen müssten deutsche Kreditinstitute drei Voraussetzungen erfüllen. Erstens müsste ihr Portfolio an Distressed Debt nach ähnlich strengen Selektionskriterien zusammengestellt worden sein, zweitens müssten ihnen die gleichen Finanzinstrumente und Kapazitäten der Investoren zu Verfügung stehen und drittens müsste das Engagement – wie bei einem Verkauf – entsprechend ausgewertet werden.

4.6 Marktumfrage

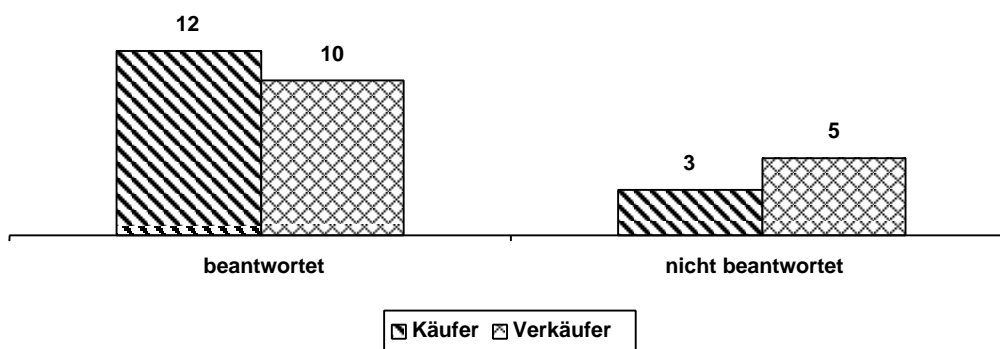
Um einen aktuellen Marktüberblick über die Aktivitäten und Meinungen der Marktteilnehmer zu bekommen, wurde im Rahmen dieser Arbeit eine Umfrage unter jeweils 15 Käufern und Verkäufern von Distressed Debt in Deutschland durchgeführt.

Die Umfrage erfolgte anhand zweier Fragebögen. Ein Fragebogen richtete sich an die Verkäufer (siehe Anhang), der andere an die Käufer (siehe Anhang).

Die Beantwortung der Fragebögen erfolgte schriftlich oder bei einem persönlichen Telefongespräch.

Auf Grund der Offenheit vieler Gesprächspartner erfolgt eine qualitative Auswertung der Fragebögen anonymisiert.

Abbildung 14: Beantwortung des Fragebogens



Quelle: Eigene Darstellung

Die Gruppe der Käufer bestand sowohl aus Investmentbanken als auch aus Fonds und unter den Verkäuferten beteiligten sich Institute der privaten Banken, des öffentlich-rechtlichen und genossenschaftlichen Bereiches.

Die folgende Auswertung der Antworten erfolgt analog der Reihenfolge der Fragen des jeweiligen Fragebogens.

4.6.1 Verkäufer

Die Institute betreiben alle das Risikomanagement ihrer Problemkredite, dabei berücksichtigen 80% auch den Verkauf einer Forderung als Exitstrategie. Bis auf ein Institut verkaufen alle Kredite sowohl inländischer als auch ausländischer Schuldner. Mehr als die Hälfte der Banken nutzen seit über zwei Jahren die Möglichkeit, Kredite über den Sekundärmarkt zu verkaufen. Einige wenige Institute sind seit mehr als acht Jahren aktiv. Das seitdem von den einzelnen Instituten veräußerte Volumen von Distressed Debt beginnt im zweistelligen Millionenbereich und hört bei mehreren Milliarden Euro auf.

Eine ausdrückliche Verstärkung ihrer Verkaufsaktivitäten in den nächsten 2 Jahren plant etwa die Hälfte der Institute.

60% der Institute haben spezielle Mitarbeiter mit der Durchführung von Verkäufen betraut. Bei den anderen Instituten sind die jeweiligen Betreuer des Engagements für Verkäufe zuständig, was sich scheinbar auch auf ihre geringere Verkaufsaktivität gegenüber der ersten Gruppe zurückzuführen lässt oder auswirkt.

Bei der Wahl der Verträge zur Durchführung von Verkäufen sind die Institute nicht festgelegt. Sind die LMA-Standard Verträge 90% der Befragten bekannt, kennen bereits 30% die LSTA nicht. 30% der befragten Institute haben seit mehreren Jahren eine Weitergabeklausel in ihren Standardkreditverträgen. Die anderen Institute verwenden keine Weitergabeklausel. Zwei Institute planen derzeit eine entsprechende Klausel aufzunehmen.

Gefragt nach den Renditeerwartungen der Investoren, werden diese von den Instituten zu 40% als zu hoch und 60% als realistisch eingestuft.

Über die Hälfte der Institute gaben als Hauptgründe für einen Verkauf von Krediten Einzelfallentscheidungen, Basel II und Risikoreduktion an. In den Mindestanforderungen an das Kreditgeschäft (MaK) sehen die Institute bisher keinen Verkaufsgrund.

In Zukunft werden alle Institute versuchen, Einzelverkäufe durchzuführen, hingegen schließen 30% Portfolioverkäufe aus. 90% der Befragten sind der Meinung, dass ein modernes Risikomanagement sowohl Einzel- als auch Portfolioverkäufe berücksichtigen sollte. Den gezielten Kauf von Krediten sehen 80% als Bestandteil eines modernen Risikomanagements. Somit denken auch 70%, dass deutsche Institute zukünftig auch vermehrt als Käufer von

Distressed Debt auftreten werden. Für ihr eigenes Institut schließen jedoch 50% ein zukünftiges Engagement als Käufer aus.

4.6.2 Käufer

Alle Investoren analysieren und investieren in Distressed Debt im Sinne der Definitionen in Kapitel 2. Durchschnittlich betreiben die Investoren dieses Geschäft seit 15 Jahren. Die Angaben variieren von zehn bis 25 Jahre. Der spezielle Fokus auf Deutschland wird seit etwa zwei bis drei Jahren gelegt. Mit 11 Jahren belegt die Deutsche Bank eine Sonderstellung.

Den meisten Investoren steht Kapital im Milliardenbereich zur Investition in Distressed Debt weltweit zur Verfügung. Die wichtige Bedeutung Deutschlands bei den Investoren zeigt sich bei ihrer Kapitalallokation für Distressed Debt Situationen in Europa: Mehr als die Hälfte dieses Kapitals ist für Deutschland eingeplant.

Die Verfügbarkeit von Investitionskapital für Deutschland sehen die Investoren durchaus positiv bzw. „unlimited“.

Alle Investoren investieren in das Fremdkapital von notleidenden Unternehmen. Bis auf zwei Investoren besteht ebenso Interesse auf Eigenkapitalinvestitionen. Die angestrebte Aufteilung liegt durchschnittlich bei 90% Fremd- und 10% Eigenkapital, wobei die tatsächliche Gewichtung von den Investitionsmöglichkeiten abhängt.

Alle Investoren zeigen grundsätzlich Bereitschaft Krisenunternehmen neues Kapital bereitzustellen. Verfolgen sie eine aktive Strategie (siehe Kapitel 3.3.41), kann die aktive Einflussnahme auf das Management oder den Restrukturierungsplan Bestandteil der Strategie sein. Eine aktive Einflussnahmen auf die Unternehmensfortführung wird von zwei Investoren abgelehnt.

Die Bevorzugung bestimmter Standardverträge bei der Abwicklung von Transaktionen besteht bei den meisten Investoren nicht. Wenn, dann werden die LSTA Standards denen der LMA vorgezogen.

Im Durchschnitt beträgt die Renditeerwartung der Investoren etwa >20% für Eigenkapital-, >15% für Mezzanine-, und >10% für Fremdkapitalinvestitionen. Einige der Investoren verzichten auf eine Differenzierung oder erwarten einen „private equity“- üblichen Ertrag.

Alle Investoren sind mit ihren zukünftigen Ertragsaussichten optimistisch, wobei drei Investoren als zweites neutral angeben.

Basel II und der Wegfall der Gewährträgerhaftung wird von den Investoren als Hauptgrund für den Verkauf von Distressed Debt deutscher Kreditinstitute gesehen. Mit dem Verkauf könnten die Institute aber auch durch ein effizienteres Risikomanagement ihr Rating verbessern und damit ihre Refinanzierungskosten senken. Dadurch könnten sie mit dem zusätzlichen

Abbau hoher Kosten für das Management von Distressed Debt ihre Erträge steigern. Und als leistungsfähigere Banken auch besser gesamtwirtschaftliche Impulse in Deutschland geben.

4.7 Marktausblick

Die Zukunft des deutschen Distressed Debt Marktes wird vermutlich durch zwei Trends bestimmt werden.

Der erste Trend ist die Entwicklung von Abwicklungsspezialisten. Diese Spezialisten werden sowohl eigene Bestände an notleidenden Krediten halten als auch Kredite anderer Institute als so genannte Special Servicer übernehmen. Institute werden ihre Bestände an diese Abwicklungsspezialisten übergeben, da sie zum einen den Aufbau eigener Abteilungen vermeiden möchten und zum anderen den Abbau bereits bestehender Bestände an Distressed Debt in ihren Bilanzen beschleunigen wollen. Eine weitere Gruppe werden die Investoren bilden, die Distressed Debt Portfolien erwerben und nach entsprechenden Dienstleistern suchen.

Als Abwicklungsspezialisten werden sich innerhalb der nächsten 2 Jahre einige Institute zu etablieren versuchen. Kandidaten hierfür sind zum Beispiel die Westfalen Kreditservice, Creditreform, Delmora Bank und die Bankgesellschaft Berlin. Aber auch den bereits für ihr eigenes Institut tätigen Abwicklern wie die IRU der Dresdner Bank und die CORECD der Commerzbank bieten sich Möglichkeiten, die sie versuchen werden zu nutzen. Letztendlich werden auch aus dem Sparkassen- und genossenschaftlichen Verband Institute auf den Markt drängen.

Langfristig werden sich aber nur höchstens eine Handvoll dieser Spezialisten etablieren können, da nicht nur der Wettbewerb untereinander, sondern auch die Erwartungen der Kunden, also Investoren und Banken, hohe Anforderungen stellen. Um sich am Markt durchzusetzen, müssen die Institute erheblichen Investitionen in den Aufbau eines leistungsfähigen IT-Systems und sehr gut ausgebildete Mitarbeiter tätigen. Denn insbesondere zukünftige Verbriefungstransaktionen von Distressed Debt verlangen nach leistungsstarken Servicern, die eine Zertifizierung in Form eines speziellen Ratings vorweisen können (vgl. Lando et al. (2003)).

Für die Institute, die die Investitionen nicht scheuen und frühzeitig auf den Markt drängen, wird sich ein zukunfts- und ertragsreiches Geschäftsfeld bieten. Eine Untersuchung von McKinsey ergab, dass sich durch die Spezialisierung auf das Management von Distressed Debt eine 20 Prozent höhere Rendite erzielen lässt (vgl. Cermele, M. et al. (2002)).

Als zweiter Trend wird sich ein Distressed Debt Markt aus den aktuellen und zukünftigen Krisen mittlerer und großer Unternehmen ergeben. Umso mehr sich der Markt in Deutschland entwickelt, wird auch der Handel mit diesen Forderungen zunehmen. Größere Portfoliotransaktionen, wie sie derzeit zu beobachten sind, werden dagegen abnehmen.

Mit der steigenden Finanzierung deutscher Unternehmen über High Yield Bonds und Leverage Buyouts (LBO) werden sich in den folgenden Jahren auch spannende Distressed Debt Si-

tuationen ergeben (vgl. Singer und Burke (2004)). So stieg das Volumen dieser riskanten Finanzierungen in Deutschland laut Standard & Poor's von € 5,6 Mrd. auf € 13,2 Mrd. an. Hierdurch bietet sich für Distressed Debt Investoren auch mehr und mehr die Möglichkeit in fungiblere Finanzierungsformen als Bankkredite zu investieren.

Gerade für die größeren deutschen Kreditinstitute wird sich in den nächsten Jahren zeigen, ob sie die Möglichkeiten eines Distressed Debt Marktes zu nutzen wissen. Einerseits besteht für sie die Chance ihre Kreditrisiken effizienter zu steuern, andererseits erschließt sich ihnen auch ein neues attraktives Geschäftsmodell. So kann eine Großbank das Investment in Distressed Debt auch dazu nutzen, Schwankungen in konjunktur- und zinsabhängigen Geschäftsfeldern auszugleichen. Zudem bietet sich Instituten, die sich aktiv im Distressed Debt Markt betätigen, die Chance, nicht nur Verluste bei steigenden Kreditausfällen zu begrenzen, sondern auch stärker von einem Rückgang der Kreditausfälle zu profitieren

5 Fazit

Der Distressed Debt Markt in Deutschland wird sich weiterentwickeln.

Den großen Portfoliotransaktionen der letzten beiden Jahre werden weitere folgen. Durch eine zunehmende Markttransparenz und –liquidität wird das gehandelte Transaktionsvolumen mehr und mehr durch Einzelverkäufen gebildet. Gleichzeitig werden sich auch Strukturen in der deutschen Bankenlandschaft verändern und sich neue Wettbewerber im deutschen Distressed Debt Markt dauerhaft etablieren. Die Entwicklung eines Index für deutsche Bankkredite (German BLIX) könnte zukünftig für mehr Transparenz unter den Marktteilnehmern sorgen und den Handel zusätzlich beleben.

Die Ertragsschwäche deutscher Kreditinstitute und die hohen Bestände an Distressed Debt in ihren Bilanzen machen weitere Anstrengungen der Banken notwendig. Mit Maßnahmen wie der neuen Insolvenzordnung (Kapitel 4.5.1.4.) und der Einführung des Refinanzierungsregister (siehe Kapitel 4.5.1.3.) wird die Restrukturierung des deutschen Bankenmarktes begünstigt und der Abbau von Distressed Debt gefördert (siehe Kapitel 3.2.2.).

Die Entwicklung des Distressed Debt Marktes kann sowohl den Kreditinstituten als auch den Unternehmen in Deutschland helfen, aus ihren Krisen gestärkt hervor zu gehen. Denn zusammen mit dem Kapital internationaler Investoren kommt auch ihre Erfahrung und Expertise im Umgang mit Distressed Debt nach Deutschland. Entgegen einiger deutscher Unternehmen und Medien glauben die Distressed Debt Investoren an den Turnaround Kandidaten Deutschland. Es wird spannend werden zu beobachten, welche Distressed Debt Investoren sich auf Dauer in Deutschland etablieren werden und welches deutsche Institut ,neben der Deutschen Bank, aktiv als Distressed Debt Investor auftreten wird.

Anhang 1: Hedge Fund Strategy Definitions

Box 2.9. Hedge Fund Strategy Definitions

Relative Value Strategies

1. *Equity Market Neutral*

Seeks to profit by exploiting pricing inefficiencies between related securities, neutralizing exposure to market risk by combining long and short positions.

2. *Convertible Arbitrage*

Involves purchasing a portfolio of convertible securities and hedging a portion of the equity risk by selling short the underlying common stocks.

3. *Fixed Income*

Fixed-Income Composite funds include funds that invest in Fixed-Income Arbitrage, Fixed-Income Diversified, Fixed-Income High-Yield, Fixed-Income Mortgage-Backed.

3a. *Fixed-Income: Arbitrage*. A market neutral hedging strategy that seeks to profit by exploiting pricing inefficiencies between related fixed-income securities, while neutralizing exposure to interest rate risk.

3b. *Fixed-Income*. These funds invest in non-investment grade debt. Objectives may range from high current income to acquisition of undervalued instruments. Emphasis is placed on assessing credit risk of the issuer. Some of the available high-yield instruments include extendible/reset securities, increasing-rate notes, pay-in-kind securities, step-up coupon securities, split-coupon securities and usable bonds.

3c. *Fixed-Income: Mortgage-Backed*. These funds invest in mortgage-backed securities. Many funds focus solely on AAA-rated bonds. Instruments include government agency, government-sponsored enterprise, private-label fixed- or adjustable-rate mortgage pass-through securities, fixed- or adjustable-rate collateralized mortgage obligations (CMOs), real estate mortgage investment conduits (REMICs), and stripped mortgage-backed securities

(SMBSs). Funds may look to capitalize on security-specific mispricings. Hedging of prepayment risk and interest rate risk is common. Leverage may be used, as well as futures, short sales, and options.

Event Driven Strategies

4. *Distressed Securities*

Strategies invest in, and may sell short, the securities of companies where the security's price has been affected by a distressed situation like reorganization, bankruptcy, distressed sales, and other corporate restructuring.

5. *Merger Arbitrage/Risk Arbitrage*

Merger Arbitrage, sometimes called Risk Arbitrage, involves investment in event-driven situations such as leveraged buyouts, mergers, and hostile takeovers.

Other Strategies

6. *Equity Hedge*

The strategy is comprised of long stock positions with short sales of stock or stock index options/futures. The strategy has a long market bias.

7. *Sector Composite*

Sector funds invest in specific sectors. Investments are primarily long energy, financial, healthcare/biotechnology, real estate, and technology sectors.

8. *Emerging Markets*

Involves investing in securities of companies or the sovereign debt of developing or emerging countries. Investments are primarily long.

9. *Global Macro*

Macro strategies involves leveraged investments on anticipated price movements of stock markets, interest rates, foreign exchange, and physical commodities. Macro managers employ a "top-down" global approach.

10. *Short Selling*

Short Selling involves the sale of a security not owned by the seller; a technique used to take advantage of an anticipated price decline.

Source: Center for International Securities and Derivatives Markets (CISDM), Hedge Fund database.

Anhang 2: Ratings ausgewählter deutscher Banken

	Fitch				Moody's					Standard & Poor's			
	Long Term	Short Term	Support	Individual	Bank Deposit	Short Term	LT Debt Senior	LT Debt Sub	Financial Strength	Foreign Currency LT	Foreign Currency ST	Local Currency LT	Local Currency+ ST
WestLB	AAA	F1+	1	D	Aa2	P-1	Aa2	Aa2	D-	AA-	A-1+	AA-	A-1+
Nord/LB	AAA	F1+	1	C	Aa2	P-1	Aa2	Aa2	C-		A-1+		A-1+
HSH Nordbank	AAA	F1+	1	C	Aa3	P-1	Aa3	Aa3	C-	AA-	A-1+	AA-	A-1+
Sachsen LB	AAA	F1+	1	C/D	Aa2	P-1	Aa2	Aa2	C-	AA	A-1+	AA	A-1+
Bankgesellschaft Berlin	BBB+	F1	2	D/F	A2	P-1	A2		F+				
Bayerische Landesbank	AAA	F1+	1	C/D	Aaa	P-1	Aaa	Aaa	D+	AAA	A-1+	AAA	A-1+
Helaba	AAA	F1+	1		Aaa	P-1	Aaa	Aaa	C	AA+	A-1+	AA+	A-1+
LRP	AAA	F1+	1	C	Aa1	P-1	Aa1	Aa1	C	AA	A-1+	AA	A-1+
IRBW	AAA	F1+	1	B/C	Aaa	P-1	Aaa	Aaa	B-	AA+	A-1+	AA+	A-1+
Bremer Landesbank	AAA	F1+	1	C	Aa2	P-1	Aa2	Aa2	C	AAA	F1+	AAA	
Saad B	AAA	F1+	1	C	Aa1	P-1	Aa1		C-	AAA	F1+	AAA	
Deutsche Bank	AA-	F1+	1	B/C	Aa3	P-1	Aa3	A1	B-	AA-	A-1+	AA-	A-1+
Commerzbank	A-	F2	1	C	A2	P-1	A2	A3	C+	A-	A-2	A-	A-2
HVB	A	F1	1	C/D	A3	P-1	A3	Baa1	C-	A-	A-2	A-	A-2
Dresdner Bank	A-	F1	1	C/D	A1	P-1	A1	A2	C-	A	A-1	A	A-1
Postbank	A	F1	1	C	A1	P-1	A1	A2	C+	A	A-1	A	A-1
DZ Bank	A	F1	1	C/D	A2	P-1	A2	A3	C-	A-	A-2	A-	A-2
WGZ					A2	P-1	A2		C				

Quelle: Bankscope

Anhang 3: Fragebogen für Distressed Debt Verkäufer

Questionnaire – Germany - Seller

(YES/NO) = Yes

Ihr Institut betreibt das Risikomanagement von Problemkrediten (YES/NO) . Das Risikomanagement beinhaltet u.a. auch den möglichen Verkauf der Forderung am Sekundärmarkt als Exitstrategie (YES/NO) .									
Ihr Institut verkauft Problemkredite inländischer (YES/NO) und ausländischer (YES/NO) Kreditnehmer.									
Seit wie vielen Jahren verkauft Ihr Institut Problemkredite über den Sekundärmarkt? Jahre:									
Wie hoch ist das von Ihnen bereits veräußerte Nominalvolumen von Problemkrediten? Nominalvolumen in Mio. €:									
Werden Sie in 2005 und 2006 verstärkt Problemkredite verkaufen, insofern sich Möglichkeiten am Markt ergeben? (YES/NO)									
Haben Sie in Ihrem Institut eine spezielle Person oder Gruppe, die sich ausschließlich (YES/NO) oder hauptsächlich (YES/NO) mit Sekundärmarkttransaktionen beschäftigt?									
Bei Transaktionen verwenden Sie Verträge der LMA (YES/NO) , LSTA (YES/NO) oder Ihres eigenen Institutes (YES/NO) ?									
Beinhalten die Kreditverträge Ihres Institutes standardmäßig eine „Weitergabeklausel“ (Klausel, die die Weitergabe von Informationen über den Kreditnehmer an Dritte ermöglicht)? (YES/NO) Wenn „Yes“: Seit wann: Jahr:									
Aufgrund der starken Nachfrage nach Problemkrediten in Deutschland, schätzen Sie die Renditeerwartungen der Investoren (ca. 15 – 25%) als eher zu hoch (YES/NO) , realistisch (YES/NO) , oder zu niedrig (YES/NO) ein?									
Was sind die Hauptgründe, die Ihr Institut zu Verkäufen bewegt? (bitte ankreuzen!) <table style="width: 100%; border: none;"> <tr> <td style="width: 33%;"><input type="checkbox"/> Basel II</td> <td style="width: 33%;"><input type="checkbox"/> Auflösung von EWB</td> <td style="width: 33%;"><input type="checkbox"/> strategische Entscheidung</td> </tr> <tr> <td><input type="checkbox"/> MaK</td> <td><input type="checkbox"/> attraktive Preise</td> <td><input type="checkbox"/> Einzelfallentscheidung</td> </tr> <tr> <td><input type="checkbox"/> Ratingagenturen</td> <td><input type="checkbox"/> Risikoreduktion</td> <td><input type="checkbox"/> andere:</td> </tr> </table>	<input type="checkbox"/> Basel II	<input type="checkbox"/> Auflösung von EWB	<input type="checkbox"/> strategische Entscheidung	<input type="checkbox"/> MaK	<input type="checkbox"/> attraktive Preise	<input type="checkbox"/> Einzelfallentscheidung	<input type="checkbox"/> Ratingagenturen	<input type="checkbox"/> Risikoreduktion	<input type="checkbox"/> andere:
<input type="checkbox"/> Basel II	<input type="checkbox"/> Auflösung von EWB	<input type="checkbox"/> strategische Entscheidung							
<input type="checkbox"/> MaK	<input type="checkbox"/> attraktive Preise	<input type="checkbox"/> Einzelfallentscheidung							
<input type="checkbox"/> Ratingagenturen	<input type="checkbox"/> Risikoreduktion	<input type="checkbox"/> andere:							
Werden Sie zukünftig versuchen, Einzelverkäufe (YES/NO) , Portfolioverkäufe (YES/NO) oder beides (YES/NO) durchzuführen?									
Glauben Sie, dass ein modernes Risikomanagement Einzelverkäufe (YES/NO) , Portfolioverkäufe (YES/NO) oder beides (YES/NO) beinhalten sollte?									
Glauben Sie, dass ein modernes Risikomanagement auch den gezielten Kauf von Problemkrediten beinhalten sollte? (YES/NO)									
Denken Sie, dass deutsche Institute zukünftig auch als Käufer von Problemkrediten auftreten werden? (YES/NO)									
Ihr Institut wird in Zukunft (egal in welcher Form) mit Sicherheit (YES/NO) , grosser Wahrscheinlichkeit (YES/NO) , vielleicht (YES/NO) oder eher nicht (YES/NO) aktiv als Käufer von Problemkrediten auftreten?									
Bitte nutzen Sie diesen Bereich für Anmerkungen, die Sie gerne noch zu diesem Thema machen möchten!									

Anhang 4: Fragebogen für Distressed Debt Käufer

Questionnaire – BUYER

(YES/NO) = Yes

Does your firm actively pursue analysis (YES/NO) and investment (YES/NO) in distressed firm securities? These include securities (debt and/or equity) of firms operating under restructuring, whose debt is in default, or whose debt is selling at deep discount prices from par value (based on problems). (YES/NO)
For how long has your firm been investing in distressed securities? Global: yrs.; GER: yrs.
How much capital have you dedicated to investing in distressed securities? Global:\$ mio.; EU:\$ mio.; Ger:\$ mio.;
How much additional capital are you prepared to invest in those securities should attractive opportunities arise? Global:\$ mio.; EU:\$ mio.; Ger:\$ mio.;
How much money is being managed by your entire firm? Global:\$ mio.; EU:\$ mio.; Ger:\$ mio.;
Do you have plans in the next two years to raise additional capital for this area, and if so how much? Global:\$ mio.; EU:\$ mio.; Ger:\$ mio.;
Does your firm specialize in equity (YES/NO) , secured debt (YES/NO) , unsecured debt (YES/NO) , or all (YES/NO) types of distressed securities?
Do you traditionally invest in debt (___ %) or equity (___ %)?
Does your firm provide new capital in distressed situations? (YES/NO)
What are the target and/or minimum annual returns that your firm is looking for from investing in the distressed securities market? Range- equity: -mezzanine: -debt:
With the increase in demand for distressed securities, are you optimistic (YES/NO) , pessimistic (YES/NO) , or neutral (YES/NO) about the future prospects for earning excess returns?
Is your firm a passive and/or active investor in distressed securities, i.e. do you on occasion take positions to actively impact the management (YES/NO) , the reorganization plan (YES/NO) , the exchange offer (YES/NO) or other (YES/NO) aspects of the situation?
Does your firm usually buy distressed securities as a broker/dealer (YES/NO) and/or investor (YES/NO) ?
Please name three key drivers for German banks to sell further distressed debt?
Please use the space below to add any other comments on this subject that you feel are important.

6 Literaturverzeichnis

- Altman, E. I. (1999), *Distressed Securities: analyzing and evaluating market potential*, Beard Books
- Altman, E. I. (1998), *Market Dynamics and Investment Performance of Distressed and Defaulted Debt Securities*, New York University, Salomon Center, Dezember 1998
- Altman, E. I. / Saxman, M. C. (1998), *The Investment Performance of Defaulted Bonds and Bank Loans: 1987-1997 and Market Outlook*, New York University, Salomon Center, Januar 1998
- Anders, D./Binder, A./Hesdahl, R./Schalast, C./Thöne, T., *Aktuelle Fragen des Bank- und Kapitalmarkt-Rechts I: Non Performing-Loans/Faule Kredite: Handel, Work-Out, Outsourcing und Securitisation*, Arbeitsbericht Nr. 54/2004 der HfB-Business School of Finance and Management 2004
- Anson, M. J. P. (2002), *A primer on Distressed Debt Investing*, in: *The Journal of Private Equity*, Vol. 5, Issue 3, Sommer 2002, S.6-17
- Aslund, A. (1995), *When a Banking crises is a good thing*, in: *Financial Times*, 13.09.1995
- Balino, T. / Encho, E. (1999), *Financial Sector Crisis and Restructuring Lessons from Asia*, IMF, September 1999
- Balthasar, D. / Cremers, H. / Schmidt, M. (2002), *Portfoliooptimierung mit Hedge Fonds unter Berücksichtigung der Risikokomponente*, Arbeitsbericht Nr. 40, HfB – Business School of Banking and Finance
- Barton, S. (2004), *Basel II – Revival of NPL Securitisation*, Morgan Stanley Fixed Income Research Europe
- Bolder, M. / Lehrbaß, F. / Zimmer, K. A. (2005), *Non-Performing Loans in Deutschland – Wachstumsmarkt oder Strohfeuer?*, In: *Die Bank*, 02.2005
- Bonn, J. (1998), *Bankenkrisen und Bankenregulierung*, Wiesbaden: Gabler
- Boot, A. W. A. (2000), *Relationship Banking: What do we know?*, *Journal of Financial Intermediation*, 9, S. 7-25
- Brandt, S. / Reimer, R. (2005), *Richter machen Weg frei für Kreditabtretungen*, In: *Frankfurter Allgemeine Zeitung* vom 26. Januar 2005, S. 23
- Braun, E. (2002), *Kommentar zur Insolvenzordnung*, 2002
- BVK (2005), *BVK Statistik 2004 – Das Jahr in Zahlen*, Hrsg: Bundesverband deutscher Kapitalbeteiligungsgesellschaften, Berlin, 15.02.2005
- Cermele, M. / Donato, M. / Mignanelli, A. (2002), *Good Money from Bad Debt*, *McKinsey Quarterly*, 2002, Nr. 1

- Claessens, S. (1999), Experiences of Resolution of Banking Crises, in: Strengthening the Banking System in China: Issues and Experience, BIS Policy Papers Nr.7, Oktober 1999
- Cottier, P. (1998), Hedge Funds und Managed Futures, 2. Auflage, Bern
- Creditreform (2004), Insolvenzen, Neugründungen, Löschungen 2004, Creditreform Wirtschafts- und Konjunkturforschung, Verband der Vereine Creditreform e. V., Neuss
- Dawson, C. / Ritchie, T. (2004), The expanding role played by the Loan Market Association, in: Syndicated Lending, Euromoneybooks, 4. Auflage
- Deibert, V. (2004), Venture Capital, Sonderausgabe "M&A 2004", S. 44 – 46
- Delko, K. (2002), Restrukturierung bankrotter Unternehmen, In: Neue Züricher Zeitung, 13.08.2002, S. 12
- Deloitte (2004), Non Performing Loans, Newsletter zu den Themen Reorganisation, Sanierung und Insolvenz, RSI-forum
- Elsas, R. / Krahen, J. P. (1998), Is Relationship Lending Special? Evidence from Credit-File Data in Germany, CFS Working Paper Nr. 98/05, Frankfurt
- E&Y (Hg.) (2004), Global Nonperforming Loan Report 2004, E&Y
- Esfandi, J. / Kolbeck, M. (2004), Germany: Opportunities in Distressed Debt, Euromoney Distressed Debt Symposium, London, 17. November 2004
- Fabozzi, F. J. / Pitts, M. / Dattatreya, R. (1997), Price Volatility Characteristics of Fixed Income Securities, In: Handbook of Fixed-Income, Fabozzi, F. J., 5. Auflage, Chicago: Irwin Professional Publishing, 1997
- Fama, E. F. (1970), Efficient capital markets: A review of theory and empirical work, In: Journal of Finance, 25, S. 383-417
- Fitzgerald, N. (2003), Here be dragons, In: Real Deals, Februar 2003
- Früh, A. (2000), Abtretungen, Verpfändungen, Unterbeteiligungen, Verbriefungen und Derivate bei Kreditforderungen vor dem Hintergrund von Bankgeheimnis und Datenschutz, In: WM, 54. Jg., (2000), S. 497-504
- Gilson, S. C. (1995), Investing in Distressed Situations: Market Survey, In: Financial Analyst Journal, Nov.-Dez. 1995, S. 8-27
- Gless, Dr. S.-E. / Krauss, K.-J. (2004), Unternehmensrestrukturierung/ -sanierung und strategische Neuausrichtung, in: Unternehmensrestrukturierung, Hrsg: Brühl, V. / Göpfert B., Hamburg
- Goodhart, C. A. (1995), The Central Bank and the Financial System, The MIT Press
- Gordon, B. (2004), The ABC of Distressed Investing, In: Pensionmanagement, 01. August 2004, S. -66-67
- Gordon, M. J. (1971), Towards a Theory of Financial Distress, Journal of Finance 26, Mai 1971

- Grill, W. / Perczynski, H. (1998), *Wirtschaftslehre des Kreditwesens*, Verlag Gehlen
- Hagermand, D. / Gajewski, G. (1987), *Patterns of Financial Institution Failures: Some Thoughts on Policy Implications*, in: *Federal Deposit Insurance Corporation Banking and Economic Review* 8, Mai/Juni 1987
- Hamberger, K. / Diehm, A., *Veräußerung von Non – Performing Loans: Motive, Auswirkungen, Lösungsansätze*, in: *Die Bank* 3/2004
- Hardymon, F. / Lerner, J. (2003), *The Challenges of German Turnaround Investing*, Havard Business School, Paper Assignment, 2003
- Hartmann – Wendels, T. / Pfingsten, A. / Weber, M. (2000), *Bankbetriebslehre*, 2. Auflage, Springer Verlag
- Hawkins J. / Turner, P. (1999), *Bank Restructuring in Practice: An Overview*, in: *Bank Restructuring in Practice*, BIS Policy Papers Nr. 6, August 1999
- Heinrich, M. (2004), *Die MaK aus Sicht einer Geschäftsbank*, In: Hofman, G. (Hg.): *Basel II und MaK*, 2. Auflage, Frankfurt am Main: Bankakademie Verlag, S. 381-420
- Hofmann, Dr. S. / Walter, Dr. B. (2004), *Die Veräußerung Not leidender Kredite – aktives Risikomanagement der Bank im Spannungsverhältnis zwischen Bankgeheimnis und Datenschutz*, in: *WM Heft* 32/2004, S. 1566 – 1574
- Jerram, R. (1999), *Half Measures Hobble Japan’s Recovery’*, in: *Asian Wall Street Journal*, Nr. 10, 11.05.1999
- Kero Holding AG (2005), *Kero Holding AG, Unternehmenspräsentation*, Dieburg, www.keroholding.de
- Kestler, Dr. jur. M. / Jesch, Dr. jur. T. A. (2003), *Managing the Turnaround – Sanierungschancen im deutschen Steuer- und Insolvenzrecht*, in: *VentureCapital Magazin*, 7/2003, S. 32-33
- Kindleberger, C. P. (2001), *Manias, Panics, and Crashes – A History of Financial Crises*, Hoboken, NJ: John Wiley & Sons
- Klüwer, Dr. A. / Mesiter, M. (2004), *Forderungsabtretung und Bankgeheimnis*, In: *WM*, 24, 12. Juni 2004, S.1157-1204
- KPMG (Hg.), *Kreditinstitute und Unternehmenskrisen*, KPMG, Berlin
- Lando, P. / Paolett, M. / Brewer, A. / Gustatane, A. (2003), *Italian NPLs: Market Update and Performance Comparison*, NPL / Italy Special Report, fitchratings
- Laule, Prof. Dr. G. (2002), *Legal Issues of Investing in and Disposal of Distressed Bank Loans / Rechtliche Aspekte des Forderungsverkaufs*, Vortrag am 10.06.2002 in Frankfurt am Main, *Distressed Debt Investment in Germany*
- Liebler, H. / Schiereck, D. / Schmid, M. (2004), *Distressed Debt Investing*, ÖBA, Berichte und Analysen, September 2004
- Lou, J. (2001), *China’s troubled bank loans*, Kluwer Law International

- Markowitz, H. (1952), Portfolio Selection, In: The Journal of Finance, 1952, S. 77-91
- Motsch, T. (2004), Distressed Debt Investing – Eine Variante der Unternehmenssanierung, Diplomarbeit Wien, Fachhochschule
- Moyer, G. (2005), Distressed Debt Analysis – Strategies for Speculative Investors, J. ROSS Publishing
- Müller, K. P. (2004), Wenn Kredite handlebar warden – Perspektiven für integrierte Banken und die Mittelstandsfinanzierung, in Die Bank 03/2004, S. 156-161
- Munro, H. (2004), Analyse von NPLs – Einzelforderungen, Unternehmensrestrukturierung in Deutschland, Frankfurt: Deutsche Bank
- Naumann, Thomas K. (2004), Bewertung der Offenlegungspflichten aus Sicht der Banken, in: Basel II und MaK, Hg.: Gerhard Hofmann, Bankakademie Verlag, 2. Auflage, S. 365-378
- Nordwind Capital (2005), Unternehmensdarstellung – Nordwind Capital, Unternehmenspräsentation März 2005
- Pesch, Dr. J. / Wittig, A. (2004), Unternehmensrestrukturierung in Deutschland – Rechtliche Aspekte des Distressed Loan Trading (Vortrag am 13.09.2004 im Hilton in Frankfurt am Main (Präsentation))
- PricewaterhouseCoopers (2003), Distressed Debt Survey, Roundtable Presentation, PricewaterhouseCoopers Hedge Funds Roundtable Series, New York City, 11. März 2003 <http://www.pwcglobal.com/images/gx/eng/fs/bcm/distressedsurvey.pdf>
- Ramaswami, M. / Moeller, S. (1990), Investing in Financially Distressed Firms: A Guide to Pre- and Post-Bankruptcy Opportunities, New York: Quorum Books, 1990
- Reichel, R. (2005), Interesse an deutschen Immobilien steigt, In: Handelsblatt, vom 21. Januar 2005, S. 36
- Reilly, F. K. / Brown, K. (1997), Investment Analysis and Portfolio Management, 5. Auflage, Ft. Worth: The Dryden Press, 1997
- Reilly, F. K. / Wright, D. J. / Altman, E. I (1998), Including Defaulted Bonds in the Capital Market Asset Spectrum, in: The Journal of Fixed Income, Dezember 1998, S.33 – 48
- Rhodes, T. (2004), Syndicated Lending – Practice and Documentation, 5. Auflage, EuromoneyBooks
- Rinze, Dr. J. / Heda, K. (2004), Non-Performing Loan und Verbrifungs-Transaktionen: Bankgeheimnis, Datenschutz, § 203 StGB und Abtretung, in: WM, Ausgabe 32, S. 1557 – 1604, 7. August 2004
- Ross, Wilbur L. jr. (2002), The Topsy Turvy World of Distressed Opportunities, Vortrag am 10.06.2002 in Frankfurt am Main, Distressed Debt Investment in Germany
- Rutkis, A. (2002), Hedge Fonds als Alternative Investments, Banking & Finance, Band 14, Frankfurt am Main: Bankakademie Verlag

- Schütze, D./Schalast, C., Wider die Verschleuderung von Unternehmen durch Pfandversteigerung, Arbeitsbericht Nr. 51/2004 der HfB- Business School of Finance and Management.
- Sharpe, W. F. (1994), The Sharpe Ratio, In: The Journal of Portfolio Management, Herbst 1994, S. 49-58
- Smith, D. / Strömberg, P. (2004), Maximizing the value of distressed assets: Bankruptcy law and the efficient reorganization of firms,
- Stiller, D. (2004), Stoppt das OLG Frankfurt die Verbriefung von Bankforderungen in Deutschland?, recht, PwC (Hg.), September 2004, S. 18-19
- Sydow, A. (2005), Ein neuer Stern am Bankenhimmel, In: Die Welt, 26. Januar 2005, 13
- Toth-Feher, G. / Schick, O. (2004), Distressed Opportunities – Rechtliche Probleme beim Erwerb notleidender Forderungen von Banken, In: ZIP, 11/2004, S. 491-497
- Uhlenbruck, W. (2003), Kommentar zur Insolvenzordnung, 12. Auflage, München
- Ulbricht, V. (2005), Über den Handel mit Problemkrediten, In: creditreform wissen, Nr. 8 Januar 05, S. 5-9
- Wieselhuber (2004), Erfolgsfaktoren der Unternehmensanierung, Vortrag am 08.11.2004, Commerzbank, Frankfurt
- Wolcott, R. (2004), Foreigners take command of German non-performance, In: Risk Dezember 2004, S. 60-63
- World Bank (1999), Global Economic Prospects and the Developing Countries 1998/1999: Beyond Financial Crises, in Global Economic Prospects Report 2000, Dezember 1999

HfB – WORKING PAPER SERIES

No.	Author/Title	Year
66.	Daynes, Christian / Schalast, Christoph Distressed Debt-Investing in Deutschland - Geschäftsmodelle und Perspektiven -	2005
65.	Gerdesmeier, Dieter / Polleit, Thorsten Measures of excess liquidity	2005
64.	Hölscher, Luise / Harding, Perham / Becker, Gernot M. Financing the Embedded Value of Life Insurance Portfolios	2005
63..	Schalast, Christoph Modernisierung der Wasserwirtschaft im Spannungsfeld von Umweltschutz und Wettbewerb – Braucht Deutschland eine Rechtsgrundlage für die Vergabe von Wasserversorgungskonzessionen? –	2005
62.	Bayer, Marcus / Cremers, Heinz / Kluß, Norbert Wertsicherungsstrategien für das Asset Management	2005
61.	Löchel, Horst / Polleit, Thorsten A case for money in the ECB monetary policy strategy	2005
60.	Schanz, Kay-Michael / Richard, Jörg / Schalast, Christoph Unternehmen im Prime Standard - „Staying Public“ oder „Going Private“? - Nutzenanalyse der Börsennotiz -	2004
59.	Heun, Michael / Schlink, Torsten Early Warning Systems of Financial Crises - Implementation of a currency crisis model for Uganda	2004
58.	Heimer, Thomas / Köhler, Thomas Auswirkungen des Basel II Akkords auf österreichische KMU	2004
57.	Heidorn, Thomas / Meyer, Bernd / Pietrowiak, Alexander Performanceeffekte nach Directors Dealings in Deutschland, Italien und den Niederlanden	2004
56.	Gerdesmeier, Dieter / Roffia, Barbara The Relevance of real-time data in estimating reaction functions for the euro area	2004
55.	Barthel, Erich / Gierig, Rauno / Kühn, Ilmhart-Wolfram Unterschiedliche Ansätze zur Messung des Humankapitals	2004
54.	Anders, Dietmar / Binder, Andreas / Hesdahl, Ralf / Schalast, Christoph / Thöne, Thomas Aktuelle Rechtsfragen des Bank- und Kapitalmarktrechts I : Non-Performing-Loans / Faule Kredite - Handel, Work-Out, Outsourcing und Securitisation	2004
53.	Polleit, Thorsten The Slowdown in German Bank Lending – Revisited	2004
52.	Heidorn, Thomas / Siragusano, Tindaro Die Anwendbarkeit der Behavioral Finance im Devisenmarkt	2004
51.	Schütze, Daniel / Schalast, Christoph (Hrsg.) Wider die Verschleuderung von Unternehmen durch Pfandversteigerung	2004
50.	Gerhold, Mirko / Heidorn, Thomas Investitionen und Emissionen von Convertible Bonds (Wandelanleihen)	2004
49.	Chevalier, Pierre / Heidorn, Thomas / Krieger, Christian Temperaturderivate zur strategischen Absicherung von Beschaffungs- und Absatzrisiken	2003
48.	Becker, Gernot M. / Seeger, Norbert Internationale Cash Flow-Rechnungen aus Eigner- und Gläubigersicht	2003
47.	Boenkost, Wolfram / Schmidt, Wolfgang M. Notes on convexity and quanto adjustments for interest rates and related options	2003
46.	Hess, Dieter Determinants of the relative price impact of unanticipated Information in U.S. macroeconomic releases	2003
45.	Cremers, Heinz / Kluß, Norbert / König, Markus Incentive Fees. Erfolgsabhängige Vergütungsmodelle deutscher Publikumsfonds	2003
44.	Heidorn, Thomas / König, Lars Investitionen in Collateralized Debt Obligations	2003
43.	Kahlert, Holger / Seeger, Norbert Bilanzierung von Unternehmenszusammenschlüssen nach US-GAAP	2003

Distressed Debt-Investing in Deutschland
-Geschäftsmodelle und Perspektiven-

42.	Beiträge von Studierenden des Studiengangs BBA 012 unter Begleitung von Prof. Dr. Norbert Seeger Rechnungslegung im Umbruch - HGB-Bilanzierung im Wettbewerb mit den internationalen Standards nach IAS und US-GAAP	2003
41.	Overbeck, Ludger / Schmidt, Wolfgang Modeling Default Dependence with Threshold Models	2003
40.	Balthasar, Daniel / Cremers, Heinz / Schmidt, Michael Portfoliooptimierung mit Hedge Fonds unter besonderer Berücksichtigung der Risikokomponente	2002
39.	Heidorn, Thomas / Kantwill, Jens Eine empirische Analyse der Spreadunterschiede von Festsatzanleihen zu Floatern im Euroraum und deren Zusammenhang zum Preis eines Credit Default Swaps	2002
38.	Böttcher, Henner / Seeger, Norbert Bilanzierung von Finanzderivaten nach HGB, EstG, IAS und US-GAAP	2003
37.	Moormann, Jürgen Terminologie und Glossar der Bankinformatik	2002
36.	Heidorn, Thomas Bewertung von Kreditprodukten und Credit Default Swaps	2001
35.	Heidorn, Thomas / Weier, Sven Einführung in die fundamentale Aktienanalyse	2001
34.	Seeger, Norbert International Accounting Standards (IAS)	2001
33.	Stehling, Frank / Moormann, Jürgen Strategic Positioning of E-Commerce Business Models in the Portfolio of Corporate Banking	2001
32.	Strohhecker, Jürgen / Sokolovsky, Zbynek Fit für den Euro, Simulationsbasierte Euro-Maßnahmenplanung für Dresdner-Bank-Geschäftsstellen	2001
31.	Roßbach, Peter Behavioral Finance - Eine Alternative zur vorherrschenden Kapitalmarkttheorie?	2001
30.	Heidorn, Thomas / Jaster, Oliver / Willeitner, Ulrich Event Risk Covenants	2001
29.	Biswas, Rita / Löchel, Horst Recent Trends in U.S. and German Banking: Convergence or Divergence?	2001
28.	Löchel, Horst / Eberle, Günter Georg Die Auswirkungen des Übergangs zum Kapitaldeckungsverfahren in der Rentenversicherung auf die Kapitalmärkte	2001
27.	Heidorn, Thomas / Klein, Hans-Dieter / Siebrecht, Frank Economic Value Added zur Prognose der Performance europäischer Aktien	2000
26.	Cremers, Heinz Konvergenz der binomialen Optionspreismodelle gegen das Modell von Black/Scholes/Merton	2000
25.	Löchel, Horst Die ökonomischen Dimensionen der ‚New Economy‘	2000
24.	Moormann, Jürgen / Frank, Axel Grenzen des Outsourcing: Eine Exploration am Beispiel von Direktbanken	2000
23.	Heidorn, Thomas / Schmidt, Peter / Seiler, Stefan Neue Möglichkeiten durch die Namensaktie	2000
22.	Böger, Andreas / Heidorn, Thomas / Graf Waldstein, Philipp Hybrides Kernkapital für Kreditinstitute	2000
21.	Heidorn, Thomas Entscheidungsorientierte Mindestmargenkalkulation	2000
20.	Wolf, Birgit Die Eigenmittelkonzeption des § 10 KWG	2000
19.	Thiele, Dirk / Cremers, Heinz / Robé, Sophie Beta als Risikomaß - Eine Untersuchung am europäischen Aktienmarkt	2000
18.	Cremers, Heinz Optionspreisbestimmung	1999
17.	Cremers, Heinz Value at Risk-Konzepte für Marktrisiken	1999

Distressed Debt-Investing in Deutschland
-Geschäftsmodelle und Perspektiven-

16.	Chevalier, Pierre / Heidorn, Thomas / Rütze, Merle Gründung einer deutschen Strombörse für Elektrizitätsderivate	1999
15.	Deister, Daniel / Ehrlicher, Sven / Heidorn, Thomas CatBonds	1999
14.	Jochum, Eduard Hoshin Kanri / Management by Policy (MbP)	1999
13.	Heidorn, Thomas Kreditderivate	1999
12.	Heidorn, Thomas Kreditrisiko (CreditMetrics)	1999
11.	Moormann, Jürgen Terminologie und Glossar der Bankinformatik	1999
10.	Löchel, Horst The EMU and the Theory of Optimum Currency Areas	1998
09.	Löchel, Horst Die Geldpolitik im Währungsraum des Euro	1998
08.	Heidorn, Thomas / Hund, Jürgen Die Umstellung auf die Stückaktie für deutsche Aktiengesellschaften	1998
07.	Moormann, Jürgen Stand und Perspektiven der Informationsverarbeitung in Banken	1998
06.	Heidorn, Thomas / Schmidt, Wolfgang LIBOR in Arrears	1998
05.	Jahresbericht 1997	1998
04.	Ecker, Thomas / Moormann, Jürgen Die Bank als Betreiberin einer elektronischen Shopping-Mall	1997
03.	Jahresbericht 1996	1997
02.	Cremers, Heinz / Schwarz, Willi Interpolation of Discount Factors	1996
01.	Moormann, Jürgen Lean Reporting und Führungsinformationssysteme bei deutschen Finanzdienstleistern	1995

HfB – WORKING PAPER SERIES

CENTRE FOR PRACTICAL QUANTITATIVE FINANCE

No.	Author/Title	Year
03.	Becker, Christoph/ Wystup, Uwe On the Cost of Delayed Currency Fixing	2005
02.	Boenkost, Wolfram / Schmidt, Wolfgang M. Cross currency swap valuation	2004
01.	Wallner, Christian / Wystup, Uwe Efficient Computation of Option Price Sensitivities for Options of American Style	2004

HfB – SONDERARBEITSBERICHTE DER HfB - BUSINESS SCHOOL OF FINANCE & MANAGEMENT

No.	Author/Title	Year
01.	Nicole Kahmer / Jürgen Moormann Studie zur Ausrichtung von Banken an Kundenprozessen am Beispiel des Internet (Preis: € 120,-)	2003

Printed edition: €25.00 + €2.50 shipping

Download: <http://www.hfb.de/Navigator/Fakultaet/Publikationen/Arbeitberichte/Show>

Order address / contact

HfB ▪ Business School of Finance & Management
Sonnemannstr. 9–11 ▪ D–60314 Frankfurt/M. ▪ Germany
Phone: +49 (0) 69 154 008–734 ▪ Fax: +49 (0) 69 154 008–728
eMail: klemens@hfb.de

Further informations about HfB ▪ Business School of Finance & Management
may be obtained at: <http://www.hfb.de>