

Universität Hohenheim
Institut für Betriebswirtschaftslehre
Fachgebiet Bankwirtschaft



Managing Distressed Debt

Im Rahmen des Seminars Corporate Restructuring
Eingereicht am Fachgebiet Bankwirtschaft
Prof. Dr. Hans-Peter Burghof

Inhaltsverzeichnis

Abbildungsverzeichnis	II
Abkürzungsverzeichnis	III
1 Geleitwort	1
2 Begriffsdefinition	1
2.1 Distressed Debt	1
2.2 Arten.....	2
2.3 Transaktionsformen	3
3 Der Distressed Debt Markt.....	3
3.1 Historische Anfänge	3
3.2 Marktteilnehmer und deren Motivation	3
3.3 Vorteile eines funktionierenden Distressed Debt Marktes	5
3.4 Entwicklungsmöglichkeiten des Marktes	5
4 Handlungsoptionen der Banken als potentieller Verkäufer	6
4.1 Eigenes Workout.....	6
4.2 Externes Servicing	6
4.3 Verkauf	7
5 Handlungsoptionen potentieller Investoren	7
5.1 Distressed Debt Investing	7
5.2 Verschiedene Anlagestrategien	8
5.2.1 Aktiv.....	8
5.2.2 Debt to Equity Swap	9
5.2.3 Passiv.....	9
5.3 Rangklassen	10
5.4 Ablauf eines Investitionsprozesses	11
5.4.1 Marktbeobachtung.....	11
5.4.2 Due Diligence	12
5.4.3 Investment.....	13
5.4.4 Strategie und Restrukturierung	13
5.4.5 Exitoptionen.....	14
5.5 Rechtliche Anforderungen.....	15
6 Fazit.....	16
Literaturverzeichnis	V

Abbildungsverzeichnis

Abbildung 1: Der Investitionsprozess.....	11
Abbildung 2: Ansätze und Methoden zur Berechnung des Unternehmenswertes.....	12
Abbildung 3: Verteilung der Exitoptionen.....	15

Abkürzungsverzeichnis

AktG	Aktiengesetz
BGB	Bürgerliches Gesetzbuch
bzw.	beziehungsweise
ca.	circa
d.h.	das heißt
sog.	sogenannt
USA	United States of America
Vgl.	Vergleiche
WWW	World Wide Web
z.B.	zum Beispiel

1 Geleitwort

Der Umgang mit Distressed Debt ist in den letzten Jahren zunehmend thematisiert worden. Gerade in Zeiten der Finanzkrise geraten Unternehmen mehr und mehr in finanzielle Schwierigkeiten. Die Zahl der Insolvenzen ist sprunghaft angestiegen. Dementsprechend wächst das Interesse der Öffentlichkeit und der Medien an diesem Thema. Neben den betroffenen Unternehmen kann sich auch die Kreditwirtschaft dem nicht entziehen. Welche Möglichkeiten bieten sich jetzt für Kreditinstitute aber auch für Investoren bezüglich dem Umgang mit Distressed Debt? Im Laufe dieser Arbeit soll darauf Antwort gegeben werden. Zunächst einmal müssen die begrifflichen Sachverhalte dargestellt werden. Dies beinhaltet auch Fragen der verschiedenen Distressed Debt Arten und Erscheinungsformen. Weiter wird der Distressed Debt Markt aus verschiedenen Blickwinkeln beleuchtet. Marktteilnehmer werden analysiert und deren Motivation für den Erwerb von Distressed Debt Titeln dargelegt. Diese können sehr unterschiedlich ausfallen. Zukünftige Entwicklungsmöglichkeiten des Marktes werden in diesem Zusammenhang ebenso aufgezeigt wie auf die Anfänge des Marktes in den USA und in Deutschland kurz eingegangen wird. Anschließend erweitert sich die Betrachtung auf mögliche Handlungsoptionen der verschiedenen Marktteilnehmer. Am Beispiel von Banken werden dabei die Alternativen der zahlreichen potentiellen Verkäufer näher betrachtet. Für Käufer bieten sich ebenfalls eine Reihe von Handlungsoptionen. Inwieweit sich diese unterscheiden und welche Motivation sich hinter den einzelnen Aktivitäten verbirgt soll hierbei geklärt werden. Vor allem für Investoren eröffnen sich auf diesem Markt eine Vielzahl von Chancen. Grundlegend für den Erfolg ist dabei die Wahl der Investitionsstrategie. Alternative Anlagemöglichkeiten müssen gegeneinander Abgewogen werden.

Darüber hinaus soll auch der Investitionsprozess als Ganzes aufgezeigt werden. Hier sind verschiedene Phasen zu durchlaufen, die näher vorgestellt werden. Welche rechtlichen Aspekte in diesem Zusammenhang beachtet werden müssen ist ebenfalls Teil dieser Arbeit. Zuletzt wird noch ein kurzes Fazit gezogen und ein Ausblick auf die zukünftige Entwicklung gegeben.

2 Begriffsdefinition

2.1 Distressed Debt

Der Begriff Distressed Debt stammt ursprünglich aus den USA und bezeichnet Verbindlichkeiten von Schuldern, die sich unter den Schutz des Konkursgesetzes gestellt haben (Chapter 11). Jedoch handelt es sich bei dieser Auslegung nur dann um einen Distressed

Debt, wenn dadurch Restrukturierungsmaßnahmen des betroffenen Unternehmens vorangetrieben werden.¹

Allgemein werden Distressed Debt aber auch als Forderungen bezeichnet, die sich in Zahlungsverzug befinden oder ein erhöhtes Ausfallrisiko bezüglich der Rückzahlung oder des Kapitaldienstes aufweisen. Hier kann zwischen verschiedenen Kriterien zur Einstufung unterscheiden werden.

Eine Einstufungsmöglichkeit von Forderungen als Distressed Debt stellen Bilanzkennzahlen dar. Anhand deren Analyse ist es möglich, eine fehlende Kapitaldienstfähigkeit zu erkennen. Auch die Risikoprämien mit dem ein Wertpapier gehandelt wird, kann einstuferrelevant sein. Werden die Forderungen mit einem zu hohen Spread gehandelt bzw. wird eine festgesetzte Schwelle überschritten, ist das Wertpapier nach diesem Kriterium als Distressed Debt einzustufen. Als ein weiteres Kriterium können externe Ratings der Forderungen verwendet werden. Dabei stellen Moody's und Standard & Poor's die wohl wichtigsten Ratingagenturen dar.² Für eine Einstufung der Forderungen nach der möglichen Rendite oder des externen Ratings ist es allerdings notwendig, diese auch zur Verfügung zu haben. In vielen Fällen ist das aber nur bedingt der Fall. Beispielsweise liegen für Bankkredite kaum externe Ratings vor. Größtenteils wird nur das Unternehmen selbst bewertet, nicht aber die spezielle Forderung, weshalb sich Banken bezüglich der Einstufung von Krediten als Distressed Debt mehrheitlich auf ihre internen Frühwarnsysteme verlassen.³

2.2 Arten

Die verschiedenen Distressed Debt Arten lassen sich zum Einen anhand des Schuldnerstyps in Unternehmenskredite, Immobilienkredite und Konsumkredite unterteilen. Dabei unterscheiden sich die drei Arten auch hinsichtlich ihres Volumens, des Anlagezeitraums, der Zielrendite und des Risikos. Zum anderen kann zwischen direkt im Bestand des Gläubigers befindlichen Krediten (klassische Bankdarlehen, Schuldscheindarlehen oder Private Placements) und börsennotierten Fremdkapitaltiteln (Unternehmens- oder Wandelanleihen) unterschieden werden.⁴

¹ Vgl. Rettberg (2004), S.31.

² Vgl. Daimer (2009), S.3.

³ Vgl. Blatz et al. (2006), S.84.

⁴ Vgl. Daimer (2009), S. 4.

2.3 Transaktionsformen

Hier kann zwischen zwei verschiedenen Distressed Debt Transaktionsformen differenziert werden. Eine der beiden Formen ist die Portfolio-Transaktion, die eine große Menge an Schuldtiteln beinhaltet. Dabei können die Schuldtitel sowohl aus gleichen als auch aus unterschiedlichen Distressed Debt Arten bestehen. Wird ausschließlich ein Schuldtitel einer Distressed Debt Art erworben spricht man demgegenüber von Single-Name-Transaktionen.⁵

3 Der Distressed Debt Markt

3.1 Historische Anfänge

In den USA wurden notleidende Kredite bereits ab den 80er Jahren in großem Umfang verkauft. Auslöser war damals die Savings und Loan Krise. Im Laufe der Zeit geriet Asien und insbesondere Japan zunehmend in den Fokus, so dass sich die Aktivitäten in diese Richtung verlagerten.⁶ In Deutschland entwickelte sich der Distressed Debt Markt erst in den 90er Jahren. Banken begannen ihre ausfallgefährdeten Kredite an Dritte zu veräußern. Der überwiegende Teil des Verkaufes erfolgte dabei mit einem Anteil von 80 Prozent an Banken, wohingegen strategische Investoren mit 20 Prozent beteiligt waren.⁷ Der Beginn in größerem Stil wird an den erstmals in 2003 öffentlich bekannt gewordenen Immobilien-Portfoliotransaktionen ausgemacht.⁸

3.2 Marktteilnehmer und deren Motivation

Auf dem Distressed Debt Markt kann zunächst zwischen Käufern und Verkäufern unterschieden werden. Dabei ist die Anzahl der Verkäufer nahezu unüberschaubar. Sämtliche Inhaber von sowohl Anleihen als auch Krediten werden mit eingerechnet. Weiter ist eine Unterteilung in private und institutionelle Inhaber von Anleihen möglich. Die Zahl der relevanten Käufer dagegen ist greifbar. Hedge Fonds, auf Distressed Debt spezialisierte Fonds, Banken sowie Einzelinvestoren treten hier in Erscheinung. Auf dem amerikanischen Markt wird die Zahl der bedeutenden Käufer auf ca. 124 geschätzt.⁹ Beispielsweise sollen für 61 Prozent

⁵ Vgl. Daimer (2009), S.4.

⁶ Vgl. Hamberger/ Diehm (2004), S.183.

⁷ Vgl. Anders (2004), S.8.

⁸ Vgl. Deutsche Bank Research (2007), S.8.

⁹ Vgl. Altman/ Kumar (2004).

des Nachfragevolumens im Jahr 2000 die 10 größten Investoren verantwortlich gewesen sein.¹⁰

Als Marktteilnehmer können weiter Servicer, Arranger, Rechtsanwaltskanzleien und Wirtschaftsprüfer bzw. Unternehmensberater genannt werden. Jeder dieser am Markt beteiligten Akteure kann spezielle Aufgaben übernehmen. Servicer sind auf Forderungsabwicklungen spezialisiert. Bei Fragen der Bewertung oder Organisation während der Vorbereitung und Durchführung von Transaktionen werden Käufer häufig von Arrangern unterstützt. Anwaltskanzleien beraten dagegen sowohl Käufer als auch Verkäufer in rechtlichen Aspekten. Auch Wirtschaftsprüfer und Unternehmensberater sind für beide Seiten tätig. Sie sind für die Bewertung der Verbindlichkeiten zuständig, können aber auch organisatorische Aufgaben übernehmen.¹¹

Betrachtet man die Motive der Marktteilnehmer so ist festzustellen, dass die Motivation der Käufer stets in einer überdurchschnittlichen Gewinnerzielung liegt. Dieses Ziel gilt für alle Käufer gleichermaßen. Um es zu erreichen muss die Vermögensverwertung im Vergleich zum Verkäufer besser sein.¹² Geraten Unternehmen in Not, sind die Rechte von Gläubigern auch nicht mehr nur auf die Vertragsinhalte beschränkt. Durch die besondere Machtstellung der Gläubiger in Krisenzeiten werden somit Anreize für Investitionen in Distressed Debt geschaffen. Jedoch unterscheiden sich die gewählten Anlagestrategien der Investoren, worauf später noch genauer eingegangen wird.¹³

Die Motive der Verkäufer sind dagegen sehr vielfältig. Oft ist der Aufwand, den Gläubiger zur Bearbeitung von Distressed Debt erbringen müssen, zu hoch. Das Verhältnis von eingesetzter Zeit und den entstehenden Kosten zum investierten Kapital stimmt dabei nicht, so dass diejenigen Forderungen veräußert werden. Frei werdende Ressourcen können so anderweitige Verwendung finden. Auch die Angst vor Domino-Effekten bei Kreditausfällen kann zur Veräußerung von Distressed Debt führen. Entwickelt sich ein Unternehmen nicht wie gewünscht und kann der eventuelle Kreditausfall die komplette Bank in Not geraten lassen, stellt die sofortige Verlustrealisation eine sinnvolle Maßnahme dar. Darüber hinaus haben Distressed Debt Einfluss auf die Bewertung der Inhaber. Eine klare Trennung von Problemkrediten wird dabei als positiv aufgefasst und kann in den Augen von Rating-Agenturen sowie Kapitalmärkten zu besseren Bewertungen führen. Des Weiteren können interne Anlage Richtlinien, die sich am Rating orientieren, oder rechtliche Rahmenbedingungen als Motivation der Verkäufer aufgeführt werden.¹⁴ Auch müssen Reputationsrisiken in Betracht gezogen

¹⁰ Vgl. Buehler et al. (2003), S.24.

¹¹ Vgl. Richter (2006), S.17f..

¹² Vgl. Burger/ Buchhart (1999), S.190.

¹³ Vgl. Brooks (1995), S.26-28.

¹⁴ Vgl. Richter (2006), S.18.

werden. Ein Verkauf von Krediten wird von den Kunden oft als Vertrauensbruch gesehen. Insbesondere wenn Sicherheiten bereits verwertet werden d.h. der Investor mit der Abwicklung der Darlehen begonnen hat.¹⁵

3.3 Vorteile eines funktionierenden Distressed Debt Marktes

Vorteile bestehen für die Beteiligten auf verschiedene Weise. Unternehmen profitieren von einem Distressed Debt Investor durch eine mögliche Verbesserung der Verhandlungsposition und des Verhandlungsklimas gegenüber den zuständigen Kreditinstituten. Das bestehende Verhältnis ist oft durch den im Laufe der Zeit entstandenen Vertrauensverlust belastet. Ein neuer Verhandlungspartner kann dem Abhilfe schaffen. Neues Vertrauen kann allein schon aus dem Grund aufgebaut werden, dass die Ziele des Investors in einer Gewinnmaximierung und nicht in einer Verlustminimierung liegen. Weiterhin trägt die Reduzierung der Verhandlungsteilnehmer dazu bei, Zielkonflikte abzubauen.

3.4 Entwicklungsmöglichkeiten des Marktes

Die Entwicklung der Distressed Debt Märkte kann sehr unterschiedlich verlaufen. Der deutsche Markt gilt innerhalb Europas dabei als einer der interessantesten Märkte.¹⁶ Schätzungen von Banken in Bezug auf das zukünftig zu erwartende Marktvolumen fallen allerdings verschieden aus. Jedoch sind sich die Kreditinstitute bei der Entwicklung der Transaktionsarten weitgehend einig. Die Tendenz geht weg von Portfoliotransaktionen hin zu Single-Name-Transaktionen, vorwiegend mit Unternehmenskrediten. Sinkende Transaktionskosten wirken hier unterstützend und sorgen dafür, dass Transaktionen auch mit geringen Volumen gehandelt werden können. In den Büchern der Banken nehmen Firmenkredite unter den notleidenden Krediten dementsprechend einen Anteil von ca. 53 Prozent ein.¹⁷

Generell muss gerade im Hinblick auf die Kreditkrise mit weiter steigenden Ausfallwahrscheinlichkeiten vergebener Kredite gerechnet werden, so dass zunehmend Firmen in Liquiditätsschwierigkeiten geraten. Distressed Debt Investoren werden dadurch auch zukünftig zahlreiche Investmentmöglichkeiten offen gelegt.¹⁸

¹⁵ Vgl. Deutsche Bank Research (2007), S.4.

¹⁶ Vgl. Business Wire (2006).

¹⁷ Vgl. Deutsche Bank Research (2007), S.8-10.

¹⁸ Vgl. Hans Böckler Stiftung (2007), S.1.

4 Handlungsoptionen der Banken als potentieller Verkäufer

4.1 Eigenes Workout

Im Rahmen des Management von Distressed Debts ist das interne Workout eine weit verbreitete Methode. Der Bank stehen dabei grundsätzlich drei Handlungsalternativen zur Verfügung. Zunächst ist eine Fortführung und Sanierung des in Not geratenen Unternehmens unter bankenseitiger Begleitung möglich. Häufig wird der Prozess insbesondere mangels Expertise zusätzlich durch externe Berater unterstützt. Die Bank kann sich aber auch abwartend und passiv Verhalten sowie auf die Beendigung des Engagements abzielen. Dabei werden Sicherheiten in einem Insolvenzverfahren oder durch Liquidation verwertet.¹⁹ Erfahrungswerte haben gezeigt, dass außergerichtliche Einigungen d.h. kooperative Ansätze in sanierungsunfähigen Fällen gute Ergebnisse hervorbringen. Ist die Sanierungsfähigkeit des Objektes dagegen noch gegeben, ist ein erfolgreicher Turnaround umso wahrscheinlicher, je besser das Kreditinstitut in den Restrukturierungsprozess mit eingebunden ist.²⁰ Dabei stehen der Bank bei der Begleitung des Restrukturierungsprozesses zahlreiche Optionen zur Verfügung. Hierzu zählen individuelle Umschuldungsmaßnahmen genauso wie die Stundung und der Verzicht auf Zins- und Tilgungsleistungen, Rücktrittsvereinbarungen oder die Vergabe von Sanierungskrediten.²¹

4.2 Externes Servicing

Externes Servicing kommt dann in Betracht, wenn ein eigenes Workout Not leidender Forderungen nicht sinnvoll erscheint. Dies geschieht über Ausgliederungen der Forderungen in sogenannte Bad Banks (Sanierungsbanken). Dabei muss auf die Ordnungsmäßigkeit der Bankgeschäfte und die Möglichkeit der Kontrolle durch die Geschäftsleitung sowie öffentlichen Gremien geachtet werden. Externes Servicing kommt vorwiegend bei Verbraucherkrediten und Immobilienfinanzierung in Betracht. Hier sind Aufwendungen für eigene Workouts meist nicht lohnend. Die Idee der betriebsfremden Sanierung ist jedoch nicht neu. Im Falle des genossenschaftlichen Finanzverbundes können Darlehen mit erhöhter Ausfallwahrscheinlichkeit schon seit Mitte der 80er Jahre in Deutschland an darauf spezialisierte Banken weitergereicht werden.²²

¹⁹ Vgl. Lützenrath et al. (2006), S.35f..

²⁰ Vgl. Howaldt (1994), S.89f..

²¹ Vgl. Lützenrath et al. (2003), S.81f.

²² Vgl. Lützenrath et al. (2006), S.36f..

4.3 Verkauf

Banken entledigen sich mit dem Verkauf Not leidender Kredite unerwünschter Risiken und generieren gleichzeitig frische liquide Mittel. Darüber hinaus werden zuvor gebundene Management- und Kapitalressourcen frei, die bisher in der Intensivbetreuung und Abwicklung der Forderungen gebunden waren. Auch die Refinanzierungskosten können über eine Reduktion der Kreditrisiken gesenkt werden, da sich das eigene Rating durch den Verkauf tendenziell verbessert. Des Weiteren können aufsichtsrechtliche Aspekte ebenfalls Gründe für einen Verkauf liefern.²³

Eine Sonderform des Verkaufs liegt im Falle der Verbriefung vor. Einzweckgesellschaften bestehend aus ein oder mehreren Investoren erwerben hier die Kreditforderung der Bank. Diese Gesellschaft, auch als Special Purpose Vehicle bekannt, gibt wiederum handelbare Schuldscheine heraus.²⁴ Das besondere ist der damit verbundene Anspruch des Käufers auf einen Anteil der Forderungsaktiva der Bank. Die Investoren erhalten damit auch Zins- und Tilgungsleistungen der Schuldner und es wird nicht nur lediglich das Ausfallrisiko weitergereicht.²⁵

5 Handlungsoptionen potentieller Investoren

5.1 Distressed Debt Investing

Unter Distressed Debt Investing kann das spezifische und gezielte investieren in Fremd- oder Eigenkapital ausgesuchter Unternehmen verstanden werden. Dabei können Investoren zwischen verschiedenen Anlagestrategien wählen. Aktive Strategien greifen direkt in Restrukturierungsmaßnahmen ein während passive Strategien Marktunvollkommenheiten ausnutzen ohne in die Restrukturierung einzugreifen. Ziel der Investments sind vorwiegend notleidende Unternehmen. Durch den Einsatz von Experten sowie dem Wissen um aktuelle Fehlbewertungen des Unternehmens können daraufhin überdurchschnittliche Renditen erzielt werden.²⁶

²³ Vgl. Lützenrath et al. (2006), S.37f..

²⁴ Vgl. Brühl (2004), S.175f..

²⁵ Vgl. Heidorn (2001), S.20.

²⁶ Vgl. Kraft (2001), S.79; Richter (2006), S.14-16.

5.2 Verschiedene Anlagestrategien

5.2.1 Aktiv

Eine aktive Anlagestrategie beschreibt den Kauf von Forderungen bei gleichzeitiger Übernahme einer aktiven Rolle bezüglich der Reorganisation des Unternehmens, wodurch letztendlich der Wert der eigenen Forderungen gesteigert werden soll. Die Aktivität des Investors steht dabei im Vordergrund und kann ebenfalls als Abgrenzungskriterium zur passiven Investitionsstrategie gesehen werden.²⁷ Bei der aktiven Strategie sind generell zwei wesentliche Formen zu unterscheiden. Zum einen beabsichtigt der Investor das Unternehmen unter seine Kontrolle zu bringen, zum anderen wird lediglich eine Beteiligung an der Restrukturierung des Unternehmens angestrebt.²⁸ Wobei im Rahmen einer Herabstufung des Eigenkapitals oder durch Unternehmenswertsteigerungen im Zuge der Restrukturierung der Wert des Fremdkapitals und damit auch der Wert der eigenen Forderungen erhöht werden kann. Allerdings kann dies zu Lasten anderer Gläubiger erfolgen.²⁹

Wird die Strategie der Kontrollübernahme verfolgt, muss der Investor die Mehrheit am Eigenkapital für sich gewinnen. Mittels eines Debt to Equity Swap können gekaufte Verbindlichkeiten zu Lasten der bisherigen Eigentümer in Eigenkapitaltitel des Unternehmens umgewandelt werden. Für ein hohes Mitspracherecht ist es meist notwendig, einen großen Teil der Verbindlichkeiten aufzukaufen.³⁰ Kontrollorientierte Investoren sind bis zur Veräußerung des Eigenkapitals am kompletten Reorganisationsprozess des Unternehmens beteiligt. Die Haltedauer der Unternehmensbeteiligungen beträgt im Durchschnitt 3-5 Jahre.

Beteiligt sich der Investor jedoch nur an den Restrukturierungsmaßnahmen ohne spätere Kontrollabsicht des Unternehmens, verkürzt sich die Haltedauer auf 1-2 Jahre. Ziel der zweiten aktiven Strategieform ist die Sicherstellung der Wertsteigerung der eigenen Verbindlichkeiten.³¹ Um dieses Ziel zu erreichen kann ein Verfahren angewendet werden, das die Reorganisationsprozesse verzögert oder blockiert (sog. Bondmailing) und damit den Investor gegenüber den restlichen Gläubigern in eine vorteilhafte Lage versetzt. Der Distressed Debt Investor versucht dementsprechend seine starke Position auszunutzen d.h. die anderen Stakeholder in einer gewissen Weise zu erpressen und damit bessere Konditionen für die eigenen Unternehmensanteile zu bekommen.³²

²⁷ Vgl. Kraft (2001), S.87.

²⁸ Vgl. Pacific Corporate Group LLC (2001), S.2.

²⁹ Vgl. Bloomenthal (1996), S.2.

³⁰ Vgl. Rosenberg (2000), S.25ff.

³¹ Vgl. Pacific Corporate Group LLC (2001), S.2.

³² Vgl. Gilson (1995), S.12.

5.2.2 Debt to Equity Swap

Als wichtiger Teil einer aktiven Kontrollstrategie bedarf es einer genaueren Betrachtung von Debt to Equity Swaps. In den letzten Jahren trat die Methode zunehmend häufiger auf.³³ Der Investor nutzt dazu günstig zu erwerbende Not leidende Forderungen, um diese später in Eigenkapital des Unternehmens umzuwandeln. Der erste Schritt besteht in der Regel in einem Kapitalschnitt und somit in einer vereinfachten Kapitalherabsetzung.³⁴ Vorteil der vereinfachten Kapitalherabsetzung ist vor allem der Wegfall des Gläubigerschutzes nach §225 AktG sowie die rückwirkende Anwendbarkeit auf den Jahresabschluss des vergangenen Geschäftsjahrs.³⁵ Anschließend erfolgt eine Kapitalerhöhung. In das Unternehmen gehen dabei die Forderungen als Sacheinlage ein, deren Bewertung nach objektiven Kriterien vorgenommen werden muss.³⁶ Im Rahmen einer Kapitalerhöhung ist ebenfalls die Zustimmung der Gesellschafter bzw. ein Beschluss der Hauptversammlung notwendig. Um sicherzustellen, dass der Investor Aktien bzw. Gesellschaftsanteile in Höhe seiner Einlagen erhält, muss darüber hinaus ein Bezugsrechtsausschluss vereinbart werden. Dies ist auch gegen den Willen der verschiedenen Minderheitsaktionäre möglich, sobald er im Interesse des Unternehmens geeignet, angemessen und erforderlich erscheint.³⁷ Jedoch ist der Erfolg eines Debt to Equity Swap immer auch abhängig von der Zusammenarbeit der Investoren und den bisherigen Gesellschaftern. Arbeiten diese nicht gemeinsam und ziehen an einem Strang werden die Erfolgchancen dementsprechend geringer.³⁸

5.2.3 Passiv

Eine passive Investitionsstrategie basiert auf Marktineffizienzen, die durch die Investoren erkannt und ausgenutzt werden. Dabei ist, im Gegensatz zu einer aktiven Strategie, eine direkte Einflussnahme auf das Unternehmen und dessen Restrukturierungsprozess nicht vorgesehen.³⁹ Das Investment wird so lange gehalten bis sich die Ineffizienzen korrigiert haben oder ein erwartetes Ereignis eingesetzt hat. Meist handelt es sich um Zeiträume zwischen sechs Monaten und einem ganzen Jahr. Da der Investor auf eine aktive Einflussnahme verzichtet, sind bei dieser Investitionsstrategie Drittparteien notwendig, um die aktuelle Fehlbewertung des Unternehmens korrigieren zu können.⁴⁰ Gründe für eine solche Fehlbe-

³³ Vgl. Lützenrath et al. (2006), S.75.

³⁴ Vgl. Redeker (2007), S.674.

³⁵ Vgl. Halasz/ Kloster (2006), S.2157.

³⁶ Vgl. Kestler et al. (2005), S.422.

³⁷ Vgl. von Sydow/ Beyer (2005), S.636.

³⁸ Vgl. Grell/ Demisch (2006), S.34f..

³⁹ Vgl. Parnell/ Matos (2001), S.33.

⁴⁰ Vgl. Pacific Corporate Group LLC (2001), S.2.

wertung sind vielfältig. Mangelndes Interesse der Anleger sowie Überreaktionen auf bestimmte Nachrichten können zu Kursausschlägen führen. Das Verhältnis von innerem Wert der Anlage und Marktpreis gerät so in Schieflage, was zu Ineffizienzen führt und dem Investor eine Einstiegsmöglichkeit bietet. Zu unterscheiden sind dabei fünf Ansätze:⁴¹

- Der wertbezogene Ansatz stellt Unterbewertungen einer Anlage fest. Als Vergleichsobjekt dient der innere Wert.
- Ausgangspunkt des Ereignisbezogenen Ansatzes dagegen sind Erwartungen bezüglich zukünftiger Ereignisse, die Einfluss auf das Unternehmen und dessen Bewertung haben könnten.⁴² Diese Strategie ist mit einem hohen Risiko verbunden, da die Ereignisse schwer vorherzusehen sind und die Marktreaktionen bei Eintritt unterschiedlich ausfallen.
- Auf sowohl Fehlbewertungen als auch erwarteten Ereignissen beruht der Long-Short-Ansatz. Hier werden Long Positionen bei Annahme einer Unterbewertung aufgebaut. Short Positionen werden eingegangen, sobald der Titel in den Augen der Investoren überbewertet erscheint.
- Eine Sonderform der Ansätze nimmt die Portfoliostrategie ein, die keine Strategie im herkömmlichen Sinne darstellt. Die Aufnahme von Distressed Debt in ein Portfolio führt zu einer erhöhten Diversifikation, da diese Anlageform auf dem Erfolg der Reorganisation des Unternehmens beruht und somit nur bedingt mit anderen Anlageklassen korreliert.
- Die fünfte passive Anlagestrategie nutzt das Wissen erfahrener und erfolgreicher Investoren. Deren Strategie wird analysiert und für die eigenen Zwecke verwendet. Der für die Kopie der Strategie anderer Investoren notwendige Einsatz ist dabei relativ gering. Das Wertsteigerungspotential eines Unternehmens kann somit auch ohne großen Aufwand ausgenutzt werden.⁴³

5.3 Rangklassen

Unabhängig von der gewählten Strategie der Investoren spielt die Besicherung der Kapitalstruktur eine nicht zu unterschätzende Rolle. Dabei gibt der Rang Auskunft über die Ansprüche bezüglich des Unternehmenswertes und wie diese im Verhältnis zu anderen Anspruchsgruppen einzustufen sind. Es werden in der Regel, neben der Grobgliederung in besichert und unbesichert und dem Eigenkapital, fünf Fremdkapitalstufen (Junior Subordinated, Subordinated, Senior Subordinated, Senior Unsecured, Senior Secured) differenziert. Hoch besicherte Ansprüche (Senior Secured) werden dabei Teilen des Anlagevermögens direkt als Sicherheit zugeordnet, was dementsprechend zu höheren Preisen führt. Auf Grund ihrer

⁴¹ Vgl. Gilson (1995), S.13; Lieber et al. (2004), S.652f..

⁴² Vgl. Kraft (2001), S.82; Lieber et al. (2004), S.652.

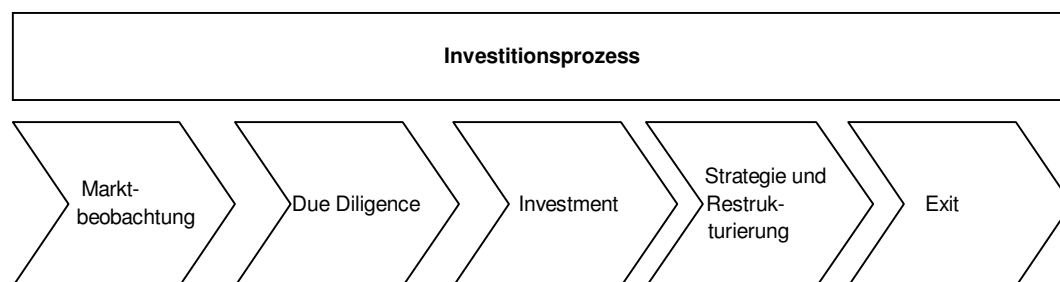
⁴³ Vgl. Richter (2006), S.34-36.

vorrangigen Bedienung reduziert sich aber das Risiko, so dass passive Investoren hier eher tätig sind.⁴⁴ Aktive Investoren agieren dagegen mehr in unbesicherten bzw. nachrangigen Klassen mit geringerer Rückgewinnungsquote. Dadurch erhöht sich die Wahrscheinlichkeit von Forderungsausfällen. Vorteil für den Aktiven Investor ist, dass es zu einem Debt-Equity Swap kommen kann und er somit das Risiko mit beeinflussen kann.⁴⁵

5.4 Ablauf eines Investitionsprozesses

Während des Prozesses des Distressed Debt Investing werden neben den schon angegebenen Anlagestrategien weitere Phasen durchlaufen.⁴⁶ Es hat sich aber gezeigt, dass Investitionsentscheidungen in Distressed Debt, die willkürlich getroffen wurden, nicht zu den erhofften Renditeerwartungen führen. Dies gilt sowohl für Fremd- als auch für Eigenkapitalinvestments.⁴⁷ Die zu durchlaufenden Phasen werden in Abbildung 1 dargestellt.

Abbildung 1: Der Investitionsprozess.



Quelle: Eigene Darstellung in Anlehnung an Daimer.

5.4.1 Marktbeobachtung

Zunächst steht die Marktbeobachtung am Anfang des Investitionsprozesses. Hierbei müssen Investoren nach Unternehmen suchen, deren Eigentümer und Kapitalgeber einem Führungswechsel nicht im Wege stehen oder sich in finanziellen Schwierigkeiten befinden und somit dringend Gelder benötigen. Aber es kann auch nach Unternehmen, die schlicht für

⁴⁴ Vgl. Richter (2006), S.37.

⁴⁵ Vgl. Rosenberg (2000), S.35.

⁴⁶ Vgl. Schalast/ Daynes (2005), S.25f..

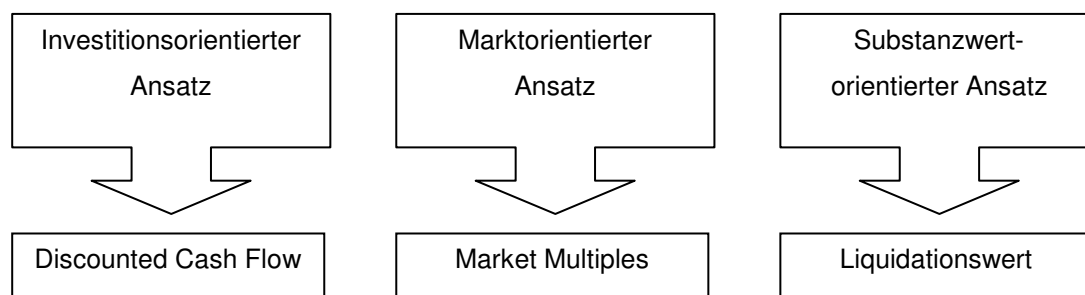
⁴⁷ Vgl. Ramaswami/ Moeller (1990).

einen Turnaround geeignet erscheinen, Ausschau gehalten werden.⁴⁸ Generell wird dabei zwischen aktiver und passiver Beobachtung unterschieden. Die aktive Variante setzt Eigeninitiative der Investoren voraus. Diese sollen durch Marktanalysen attraktive Investmentmöglichkeiten aufspüren. Passives Agieren bedeutet dagegen, dass Investoren darauf warten von der Verkäuferseite kontaktiert zu werden. Besteht ein Verkaufsinteresse können die Verkäufer so durch entsprechende Longlisten auf eventuelle Interessenten aufmerksam werden. Sowohl aktive als auch passive Marktbeobachtung findet in der Praxis Anwendung und wird von den meisten Investoren parallel durchgeführt.⁴⁹

5.4.2 Due Diligence

Vor dem Abschluss des Investments benötigen die Investoren Einblick in die finanziellen Verhältnisse und unternehmensinternen Abläufe. Hierbei ist ein hohes Maß an Informationsbereitstellung unabdingbar, so dass Informationsasymmetrien abgebaut und letztendlich Renditechancen aber auch Risiken des Distressed Debt Investments sinnvoll abgeschätzt werden können.⁵⁰ Ausgangspunkt einer Investitionsentscheidung ist der zu berechnende Unternehmenswert. Ansätze dafür sind entweder investitionsorientiert, marktorientiert oder substanzwertorientiert. Für Krisenunternehmen eignen sich dabei besonders die in Abbildung 2 aufgeführten Methoden.⁵¹

Abbildung 2: Ansätze und Methoden zur Berechnung des Unternehmenswertes.



Quelle: Eigene Darstellung in Anlehnung an Kraft (2001).

Bei der Methode des Discounted Cash Flow werden die zukünftigen Nettozahlungsströme auf einen bestimmten Zeitpunkt hin diskontiert und ergeben somit den Gesamtwert der ope-

⁴⁸ Vgl. Fitzgerald (2003).

⁴⁹ Vgl. Schalast/ Daynes (2005), S.20-32.

⁵⁰ Vgl. Kunz/ Ehnert (2007), S.400.

⁵¹ Vgl. Bloomenthal (1996), S.84f..

rativen Tätigkeit. Die jeweilige Aussagekraft ist dementsprechend stark von der Qualität der angenommenen Cash Flows abhängig.⁵² Market Multiples verwendet, anders als die Methode des Discounted Cash Flow, Kennzahlen vergleichbarer Unternehmen und überträgt sie auf das Zielobjekt. D.h. der Unternehmenswert wird aus einer passenden Bezugsgröße und einem unternehmens- und branchenspezifischen Multiplikator berechnet. Diese Methode wird eingesetzt wenn keine oder nur wenig zukunftsgerichtete Finanzdaten über ein Unternehmen zur Verfügung stehen.⁵³ Im Gegensatz zu den vorherigen beiden Methoden steht die Liquidationswertermittlung. Hier wird nicht mehr mit einer Fortführung des Unternehmens gerechnet. Dieses Worst-Case-Szenario stellt den, im Falle einer Liquidation, maximal zu erwartenden Verlust für den Investor dar.⁵⁴ Meist ist es den Investoren auf Grund des hohen Personalbedarfs und mangelnder Expertise aber nicht möglich, sich alleine ein Bild über Chancen und Risiken des Investments zu machen. Sie benötigen dazu die Hilfe externer Spezialisten wie Unternehmensberatern oder Wirtschaftsprüfern.⁵⁵ Auf Seiten der Verkäufer ergeben sich durch die Due Diligence Chancen in eigener Sache. Die Attraktivität des Investments kann durch gezielte Informationsweitergabe positiv beeinflusst werden, was den Verkaufspreis wiederum positiv beeinflusst.⁵⁶

5.4.3 Investment

Die dritte Phase des Investitionsprozesses beginnt mit Vertragsverhandlungen, bei denen insbesondere rechtlichen Aspekte und Rahmenbedingungen beachtet werden müssen. Dazu zählt unter anderem das Vorliegen einer Bankenlizenz. Konfliktpotential besteht ebenfalls im Bereich des Datenschutzes und des Bankgeheimnisses. Darüber hinaus werden die Forderungen bewertet und die Verhandlungsparteien müssen sich auf einen Preis einigen. Kommt es zu einem positiven Abschluss, beginnt mit dem Erwerb der Distressed Debt Titel die Phase des eigentlichen Investments.⁵⁷

5.4.4 Strategie und Restrukturierung

In dieser Phase liegt der Fokus des Investors auf der Wahl der geeigneten Strategie, die den Wert des Investments maximieren soll. Dabei stehen die vorher dargestellten Strategien zur Auswahl. Da es sich vorwiegend um Not leidende Unternehmen handelt, kann im Zuge einer

⁵² Vgl. Richter (2006), S.48f..

⁵³ Vgl. Coenenberg/ Schultze (2002), S.697.

⁵⁴ Vgl. Schleifer/ Vishny (1992), S.1343-1366.

⁵⁵ Vgl. Blatz et al. (2006), S.60f..

⁵⁶ Vgl. Schalast/ Daynes (2005), S.25.

⁵⁷ Vgl. Daimer (2009), S.12f..

aktiven Strategie leicht Einfluss auf das Unternehmen genommen werden. Die Krisensituation lässt dabei den Druck auf Management und Anteilseigner wachsen und erleichtert zusätzlich die Einflussnahmen.⁵⁸ Ein wirkungsvolles Druckmittel stellt hier die Drohung mit Insolvenz dar.⁵⁹ Bondmailing Strategien verfolgen beispielsweise das Ziel durch Androhung von Blockade- oder Verzögerungsmaßnahmen die Konditionen für eigene Anteile zu verbessern.⁶⁰ Des Weiteren müssen, egal für welche Strategie sich der Investor letztendlich entscheidet, operative oder bilanzielle Restrukturierungsmaßnahmen im Unternehmen vorgenommen werden. Gleichzeitig werden je nach Erfolg oder Misserfolg der Maßnahmen die zur Verfügung stehenden Exitmöglichkeiten analysiert.⁶¹ Diese sollten Aufschluss über eventuelle Gewinnrealisierungen geben und mögliche, bereits bekannte Käufer beinhalten.⁶²

5.4.5 Exitoptionen

Dem Investor stehen eine Reihe von alternativen Exitoptionen d.h. Beendigungsmöglichkeiten des Investments zur Verfügung. Diese sind jeweils auch abhängig von der gewählten Strategie. Besitzt der Investor Eigenkapitalanteile ist ein Verkauf durch die drei typischen Transaktionsformen möglich. Ein Verkauf an strategische oder industrielle Investoren wird dabei als Trade Sale bezeichnet. Bei dieser Veräußerungsform kann es zu einer schnellen Abwicklung und zu Synergieeffekten kommen, da die Käufer meist über ausreichend Erfahrungswerte und Branchenkenntnisse verfügen. Dem ähnlich ist das Secondary Purchase. Im Gegensatz zu Trade Sales treten hier als Käufer andere Finanzinvestoren auf. Passt das Investment nicht mehr ins Konzept aber bietet gleichzeitig noch genügend Umsetzungspotential für weitere Investmentstrategien stellt gerade diese Verkaufsform eine gute Option dar. Als weitere Alternative ist es dem Verkäufer auch möglich die Eigenkapitalanteile an der Börse zu veräußern. Dabei können häufig höhere Gewinne im Vergleich zu anderen Exitoptionen erzielt werden. Allerdings verhindern oft bestimmte Rahmenbedingungen, wie ein schlechtes Börsenumfeld oder zu beachtende Haltefristen, eine Umsetzung.

Ist der Investor dagegen in Besitz von Fremdkapitalanteilen, kann er seine Ansprüche durch Liquidation des Unternehmens befriedigen. Der Liquidationserlös bemisst sich dabei nach der jeweiligen Gläubigerstellung. Zahlt der Schuldner seine Verbindlichkeiten zurück stellt dies eine weitere Möglichkeit der Anspruchsbefriedigung dar.⁶³

⁵⁸ Vgl. Kunz/ Ehnert (2007), S.400.

⁵⁹ Vgl. von Sydow/ Beyer (2005), S.640.

⁶⁰ Vgl. Gilson (1995), S.12.

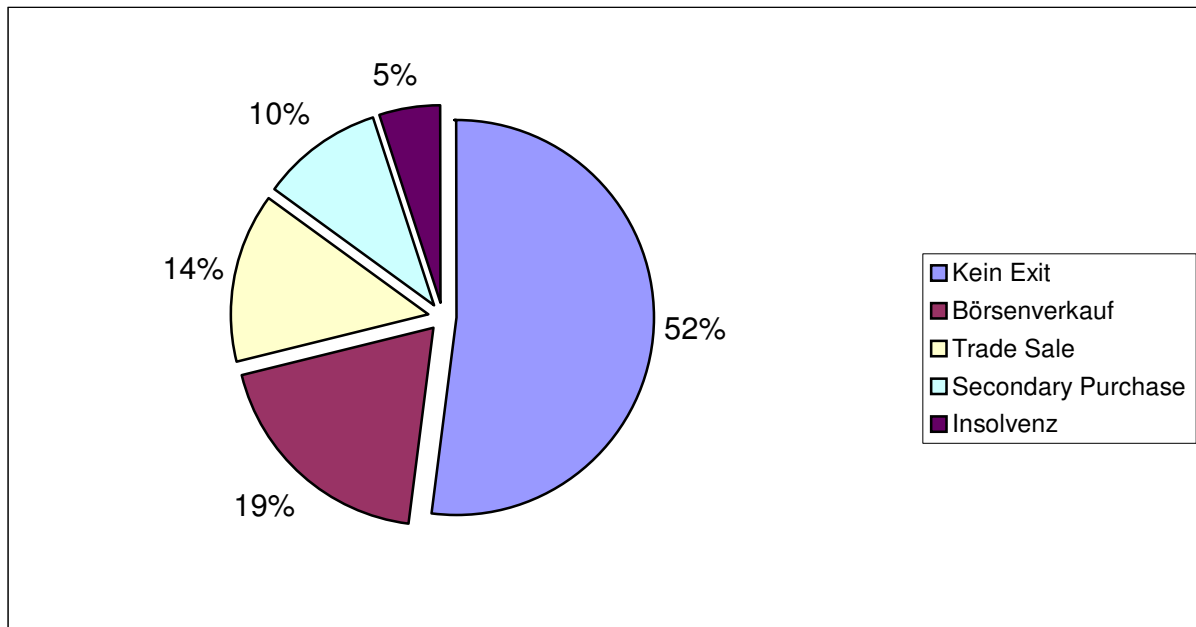
⁶¹ Vgl. Lützenrath (2006), S.56f..

⁶² Vgl. von Daniels (2004), S.44.

⁶³ Vgl. Kunz/ Ehnert (2007), S.400; Kraft (2001), S.264.

In Abbildung 3 werden die verschiedenen Möglichkeiten noch einmal graphisch dargestellt. Die Prozentzahlen ergeben sich beispielhaft aus einer Stichprobe und können daher nur als Anhaltspunkt genommen werden.

Abbildung 3: Verteilung der Exitoptionen.



Quelle: Eigene Darstellung in Anlehnung an Daimer.

5.5 Rechtliche Anforderungen

Im Rahmen des Erwerbs der Forderung durch den Distressed Debt Investor ergibt sich zwischen eben diesem Investor und dem Schuldner ein Interessenkonflikt bezüglich der Informationsweitergabe. Dabei steht das Informationsinteresse des Investors in Einklang mit der in § 402 BGB verankerten gesetzlichen Verpflichtung des Gläubigers gegenüber dem Erwerber, Auskünfte über die betroffene Forderung zu erteilen. Chancen und Risiken bezüglich des Forderungserwerbs können somit besser abgeschätzt werden.⁶⁴ Zur Höhe der Forderung, dem Name und der Anschrift des Schuldners sowie Informationen zum Bonitätsrisiko ist beispielsweise Auskunft zu erteilen.⁶⁵ Jedoch sind Banken gegenüber ihren Kunden aus Gründen des Datenschutzes und des Bankgeheimnisses zur Verschwiegenheit verpflichtet. Ziel des Datenschutzgesetzes ist es, den Einzelnen vor Missbrauch seiner Daten zu schützen. Eine Ausnahme ergibt sich aber sobald die Forderungen von gewerblichen Kreditnehmern stammen. Diese stellen juristische Personen und Personengemeinschaften dar und

⁶⁴ Vgl. Hofmann/ Walter (2004), S.1570.

⁶⁵ Vgl. Paetzmann (2003), S.36.

werden durch das Bundesdatenschutzgesetz nicht geschützt.⁶⁶ Für die Anwendbarkeit des Bankgeheimnisses ist dagegen das Verhalten des Schuldners von entscheidender Bedeutung. Hat dieser sich vertragswidrig verhalten z.B. durch Zahlungsverzug, so ist eine Weitergabe von Daten durch die Bank erlaubt.⁶⁷ Andernfalls bedarf es zur Weitergabe von Daten der Einwilligung des Schuldners. Wird diese nicht eingeholt, kann das Ansprüche auf Schadensersatz nach sich ziehen.⁶⁸

Um auch eventuellen Problemen bei der Auskunftspflicht und Informationsbeschaffung aus dem Weg zu gehen haben einige Distressed Debt Investoren inländische Kreditinstitute erworben.⁶⁹ Ist die Forderung dagegen bereits übergegangen, nimmt der Distressed Debt Investor die Rolle der Bank ein. Hier stellen sich Fragen bezüglich der Regeln über die faktische Geschäftsführung durch Banken.⁷⁰ Demnach kann der Investor als faktischer Geschäftsführer angesehen werden, sobald er seine Machtstellung dazu benutzt, das Verhalten des Managements in eine gewünschte Richtung zu bewegen. Nach außen hin muss dabei der Investor als geschäftsführungsbefugtes Organ auftreten, d.h. er muss also auch selbst operativ tätig werden.⁷¹ Durch die Erfüllung der Tatbestände für eine Haftung als faktischer Geschäftsführer wird der Investor samt seinen Forderungen als nachrangig gegenüber weiteren Fremdgäubigern behandelt und gerät in die Stellung eines ordentlichen Geschäftsführers.⁷²

6 Fazit

In der Arbeit wurde der Umgang mit Distressed Debt aus verschiedenen Perspektiven heraus untersucht und die jeweiligen Handlungsoptionen aufgezeigt. Anschließend lag der Fokus auf den Marktteilnehmern, deren Motivation und dem Distressed Debt Markt im Ganzen. Es wurde dargestellt, dass es unterschiedliche Marktteilnehmer mit individuellen Zielsetzungen gibt und dass ein funktionierender Distressed Debt Markt Vorteile für Unternehmen bringen kann. Stellvertretend für die Vielzahl an Verkäufern wurden potentielle Handlungsalternativen am Beispiel von Banken aufgezeigt. Die Betrachtung der Investorenmehrheit und ihrer Strategien hat gezeigt, dass Investoren hier aktive und passive Strategien zur Verfügung stehen. Als ein wichtiger Bestandteil aktiver Strategien stellten sich dabei Debt to Equity Swaps heraus. In der Untersuchung des Investitionsprozess konnten die einzelnen Phasen

⁶⁶ Vgl. Hofmann/ Walter (2004), S.1571.

⁶⁷ Vgl. Rinze/ Heda (2004), S.1566.

⁶⁸ Vgl. Hofmann/ Walter (2004), S.1572.

⁶⁹ Vgl. Kunz/ Ehnert (2007), S.401

⁷⁰ Vgl. Redeker (2007), S.677.

⁷¹ Vgl. Daimer (2009), S.38.

⁷² Vgl. Fromm (2003), S.1118.

näher betrachtet und deren Funktion im Gesamtprozess erörtert werden. Jeder Phase kommt dementsprechend eine spezielle Aufgabe zu. Wie sich herausgestellt hat, bilden vor allem die Due Diligence und die Analyse der Exitmöglichkeiten den Kernpunkt des Phasenansatzes.

Interessant bleibt weiterhin zu beobachten, wie sich der Markt in den nächsten Jahren entwickelt. Es ist aber davon auszugehen, dass auch zukünftig mit einem hohen Angebot an Distressed Debt Investmentmöglichkeiten gerechnet werden kann.

Literaturverzeichnis

Altman, E. I. /Kumar, R. (2004): The Investment Performance and Market Size of Defaulted Bonds and Bank Loan in 2003: Outlook for 2004/2005, NYU Salomon Center; Special Report, 2004, o.S.

Anders, Dietmar (2004): Ausgewählte Rechtsfragen zum Handel mit "Non Performing Loans", in: Hochschule für Bankwirtschaft (Hrsg.): Aktuelle Fragen des Bank- und Kapitalmarktrechts Non-Performing Loans / Faule Kredite – Handel, Work-Out, Outsourcing und Securitisation, Frankfurt am Main, 2004, S.7-19.

Blatz, Michael/ Kraus, Karl-J./ Haghani, Sascha (2006): Gestärkt aus der Krise: Unternehmensfinanzierung in und nach der Restrukturierung, Berlin, 2006, S.60-84.

Bloomenthal, Walter J. (1996): Investing in Distressed Securities, in: Journal of Applied Corporate Finance, Vol. 9, 1996, S.79-87.

Braham, Lewis (2001): Vulture Investing, in: Business Week, Vol. 3746, 2001, S.166.

Brooks, Alison (1995): Making a profit out of crisis, in: International Securities Lending, 4. Quartal, 1995, S.26-28.

Brühl, Volker (2004): Kapitalstrukturplan und Krisenprävention, in Brühl V., Göpfert, B.: Unternehmensrestrukturierung – Strategie und Konzept. 1 Auflage, Schäffer-Poeschel Verlag, Stuttgart, S.175f..

Buehler, Kevin/ D`Silva, Vijay/ Wang, Zheng (2003): The allure of distressed debt , in: The McKinsey Quaterly, No. 1, 2003, S.21-25.

Burger, Anton/ Buchhart, Anton (1999): Vulture Investing und Insolvenz, in: Finanz Betrieb, Nr. 8, 1999, S.189-193.

Business Wire (Hrsg.) (2006): Cadwalader, Houlihan und Debtwire veröffentlichen gemeinsamen Ausblick auf den europäischen Markt für notleidende Kredite, in: Business Wire, Stand: 17.01.2006.

http://www.businesswire.com/portal/site/home/permalink/?ndmViewId=news_view&newsId=20060116005547&newsLang=de.

Coenenberg, Adolf G./ Schultze, Wolfgang (2002): Das Multiplikatorverfahren in der Unternehmensbewertung: Konzeption und Kritik, in: Finanz Betrieb, Jg. 4, 2002, S.697.

Daimer, Andreas (2009): Distressed Debt Investments: Debt-Equity-Swaps am deutschen Markt, 1. Auflage, Hamburg: IGEL Verlag, S.3-38.

Von Daniels, Holger (2004): Private Equity Secondary Transaction, 1. Auflage, Wiesbaden: Gabler Verlag, 2004, S.44.

Deutsche Bank Research (2004): „Notleidende Kredite“ – eine etablierte Assetklasse, in: dbresearch, Stand: 05.04.2007.

http://www.dbresearch.com/PROD/DBR_INTERNET_EN-PROD/PROD0000000000209028.pdf.

Fitzgerald, N. (2003): Here be dragons, In: Real Deals, 02/2003, o.S.

Fromm, Rüdiger (2003): Banken als faktische Gesellschaft bei Turnaround - Finanzierungen, in: GmbH – Rundschau, 19/2003, S.1118.

Grell, Frank/ Demisch, Dominik (2006): Einfallstor Kredit – Rechtliche Hürden bei Debt-Equity-Swaps, in: Finance-Magazine, Heft 2, 27.01.2006, S.34-35.

Halasz, Christian/ Kloster, Lars (2006): Abgestimmtes Verhalten im Sinne des §30 Abs. 2 WpÜG im Zusammenhang mit einem Debt Equity Swap, in: WM Zeitschrift für Wirtschafts- und Bankrecht, 60. Jahrgang, Heft 46, 18.11.2006, S.2157.

Hamberg, Karl/ Diehm, Andreas (2004): Veräußerung von Non-Performing Loans: Motive, Auswirkungen, Lösungsansätze, in: Die Bank, Heft 3, 2004, S.182-185.

Hans Böckler Stiftung (2007): Finanzinvestoren - Warnung vor riskanten Krediten, in: Böckler Impuls, Stand: 15/2007.

http://www.boeckler.de/pdf/impuls_2007_15_1.pdf.

Heidorn, Thomas (2001): Bewertung von Kreditprodukten und Credit Default Swaps, Arbeitsbericht Nr.36, Hochschule für Bankwirtschaft (Hfb), Frankfurt, 2001, S.20.

Hofmann, Stefan/ Walter, Bernhard (2004): Die Veräußerung Not leidender Kredite – aktives Risikomanagement der Bank im Spannungsverhältnis zwischen Bankgeheimnis und Datenschutz, in: WM Zeitschrift für Wirtschafts- und Bankrecht, 58. Jahrgang, Heft 32, 07.08.2004, S.1570-1572.

Howaldt, Stefan (1994): Sanierungsakquisitionen bei Klein- und Mittelunternehmen (KMU). Dissertation. Universität St. Gallen, S.89f..

Kestler, Matthias/ Striegel, Andreas/ Jesch, Thomas (2005): Distressed Debt Investments – Insolvenzzrechtliche Instrumentarien der Unternehmenssanierung über Fremdkapital, in: NZI, Heft 8, 2005, S.422.

Kraft, Volker (2001): Private Equity Investitionen in Turnarounds und Restrukturierungen, Dissertation Nr. 2481, Frankfurt am Main, Campus, 2001, S.79-87.

Kunz, Hartmut/ Ehnert, Thoralf (2007): Debt for Equity Swaps – Turnaround Investment in Deutschland, in: Finanz Betrieb, 7-8/2007, S.395-406.

Lützenrath, Christian/ Schuppener, Jörg/ Peppmaier, Kai (Hrsg.) (2003): Bankstrategien für Unternehmenssanierung, 1. Auflage, Wiesbaden: Gabler Verlag, 2006, S.81.

Lützenrath, Christian/ Schuppener, Jörg/ Peppmaier, Kai (Hrsg.) (2006): Distressed Debt und Non-Performing Loans, 1. Auflage, Wiesbaden: Gabler Verlag, 2006, S.35-61.

Pacific Corporate Group LLC (2001): Distressed Debt Investing, PCG Perspective, Newsletter, 07/2001, S.2.

Paetzmann, Karsten (2003): Zur Übertragung von US Konzepten eines Distressed Debt Investing auf Deutschland, in: Zeitschrift für das gesamte Kreditwesen, Nr.17, 2003, S.36.

Parnell, Robert/ Matos, Rip (2001): Vulture Capitalism, in: Benefits Canada Magazine, Vol.25, No.8, 2001, S. 31-35.

Ramaswami, Murali/ Moeller, Susan (1990): Investing in Financially Distressed Firms: A Guide to Pre- and Post-Bankruptcy Opportunities, New York: Quorum Books, 1990, o.S.

Redeker, Rouven (2007): Kontrollerwerb an Krisengesellschaften: Chancen und Risiken des Debt-Equity-Swap, in: Betriebs Berater, Heft 13/2007, S.674-677.

Rettberg, Udo (2004): Die edlen Ritter der Finanzmärkte, in: Handelsblatt, Nr.31, 13./14.02.2004, S.31.

Richter, Nicholas (2006): Möglichkeiten und Grenzen des Distressed Debt Investing in Deutschland, 1 Auflage Wiesbaden: Deutscher Universitäts-Verlag. S.17-48.

Rinze, Jens/ Heda, Klaudius (2004): Non-Performing Loan und Verbriefungs-Transaktionen: Bankgeheimnis, Datenschutz, § 203 StGB und Abtretung, in: WM Zeitschrift für Wirtschafts- und Bankrecht, 8. Jahrgang, Heft 32, 07.08.2004, S.1566.

Rosenberg, Hilary (2000): The Vulture Investors, New York, John Wiley & Sons, 2000, S.25-35.

Schalast, Christoph/ Daynes, Christian (2005): Distressed Debt-Investing in Deutschland-Geschäftsmodelle und Perspektiven, in: HFB-Working Paper Series, No.66, S.20-32.

Shleifer, Andrei/ Vishny, Robert (1992): Liquidation Values and Debt Capacity: A Market Equilibrium Approach, in: Journal of Finance, 09/1992, S.1343-1366.

Von Syndow, Christian/ Beyer, Oliver (2005): Erwerb von notleidenden Krediten und anschließende Kapitalerhöhung mit Sacheinlage – Recht und Pflichten nach dem WpÜG, in: Die Aktiengesellschaft, Heft 17, 2005, S.635-644.