

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

12. Semester

Abgabetag: 17.05.2010

# Inhaltsverzeichnis

Abbildungsverzeichnis.....	II
Tabellenverzeichnis.....	III
Abkürzungsverzeichnis.....	IV
1 Einführung (Problemstellung) .....	1
2 Distressed Debt Investing.....	1
2.1 Begriffsdefinition .....	1
2.2 Handlungsoptionen aus Sicht der Kreditinstitute .....	2
3 Marktcharakteristika des Distressed Debt Investing.....	4
3.1 Motivationen der Marktteilnehmer .....	4
3.1.1 Verkäufer.....	4
3.1.2 Käufer .....	5
3.2 Klassifikation der Investoren .....	6
3.3 Renditen & Risiken .....	7
4 Der Investitionsprozess .....	8
4.1 Marktbeobachtung .....	9
4.2 Due Diligence .....	9
4.3 Investment .....	10
4.4 Strategie/ Restrukturierung .....	11
4.5 Exit .....	11
5 Die Marktentwicklung von Distressed Debt.....	13
5.1 Entstehung des Distressed Debt Markts .....	13
5.2 Markthistorie und Marktentwicklung in Deutschland.....	13
6 Fazit .....	15
Anhang.....	V
Literaturverzeichnis .....	VI

## **Abbildungsverzeichnis**

Abbildung 1: Handlungsoptionen aus Sicht der Kreditinstitute .....	2
Abbildung 2: Prozess des Distressed Debt Investing.....	9

## Tabellenverzeichnis

Tabelle 1: Investmentprofile und Zielrenditen von Distressed Debt Investoren .....	7
Tabelle 2: NPL – Investoren in Deutschland.....	V

## Abkürzungsverzeichnis

AG	Akteingesellschaft
bzw.	beziehungsweise
et al.	und weitere
f.	folgende
NPL	Non- Performing- Loans
o.J.	ohne Jahresangabe
S.	Seite
US	United States
USA	United States of Amerika
USD	US Dollar
usw.	und so weiter
vgl.	vergleiche
WWW	world wide web
z.B.	zum Beispiel

# 1 Einführung (Problemstellung)

Der Handel mit notleidenden Krediten, sogenannten Distressed Debt, ist in der Vergangenheit sowohl in das Interesse von Kreditinstituten und Investoren als auch in das der Öffentlichkeit gerückt. Die steigende Anzahl von insolventen Unternehmen im Zuge der Finanzkrise hat dazu verstärkt beigetragen. Single- und Portfoliotransaktionen in Milliardenhöhe sowohl auf dem internationalen als auch auf dem deutschen Markt sind keine Seltenheit. Hauptakteure auf Seiten der Käufer sind dabei Investoren wie Investmentbanken, Hedge-Fonds und Finanzinvestoren, die in diese notleidenden Kredite investieren. Ein Anreiz der Marktteilnehmer ist zum einen die Risikoausgliederung seitens der Kreditinstitute, also der Verkäuferseite, welche sich aus dem Forderungsverkauf notleidender Kredite ergibt. Zum anderen ist es die anvisierte überproportionale Rendite, die sich die Investoren aus dem Kauf fauler Kredite versprechen.

Im Rahmen dieser Seminararbeit wird auf die einzelnen Handlungsoptionen der Marktteilnehmer, deren grundsätzliche Motivation zur Teilnahme am Handel mit notleidenden Krediten und auf die unterschiedlichen strategischen Ausrichtungen seitens der Investorengruppe eingegangen.

Eine Darstellung der Entstehung des Distressed Debt Marktes auf globaler und deutscher Ebene sowie ein Ausblick in die Zukunft des deutschen Distressed Debt Marktes soll ebenso aufgezeigt werden.

## 2 Distressed Debt Investing

### 2.1 Begriffsdefinition

Für den Begriff Distressed Debt gibt es bisher weder in der Literatur noch in der Bankpraxis eine allgemein gültige Definition. Interpretation und Verwendung des Begriffs Distressed Debt liegen vielmehr in dem Verständnis und der Auslegung des Autors sowie in der Zielsetzung der Untersuchung.<sup>1</sup> Verallgemeinernd hat man sich jedoch darauf geeinigt, dass unter dem Begriff Distressed Debt Ansprüche gegenüber Unternehmen, die sich in finanziellen oder operativen Problemen befinden und folglich unter ihrem Nominalwert gehandelt oder bewertet werden, zu verstehen sind.<sup>2</sup> Im Rahmen dieser Seminararbeit sollen unter dem

---

<sup>1</sup> Vgl. Gleumes (2005), S.352; Knips et al. (2005), S.30f.; Schalast/ Daynes (2005), S.8f.; Steinbarth et al. (2005), S.3.

<sup>2</sup> vgl. Moore (1992), S. 278f.; Gilson (2001), S.188f.; Moyer (2005), S.6f.; Mitter (2006), S.141.

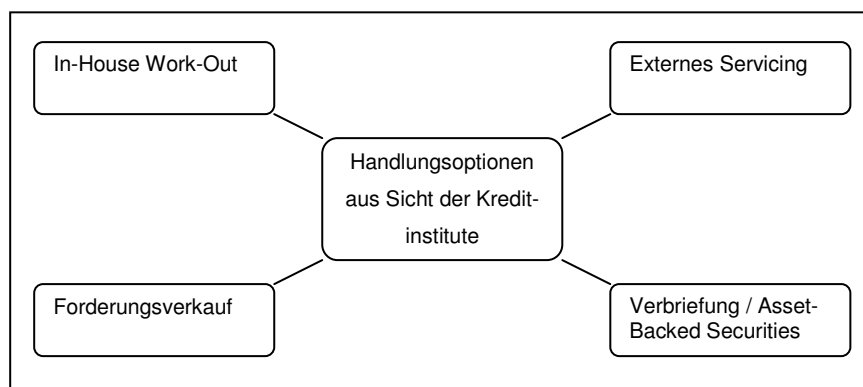
Begriff Debt vor allem Schulden von Unternehmen aus Krediten gegenüber Banken sowie offene Verbindlichkeiten aus Anleihen am Kapitalmarkt verstanden werden. Für den Ausfall eines Kredites wird dabei auf die Richtlinie von Basel II verwiesen, welche einen Kreditausfall als erwiesen ansieht, sollte die offene Forderung 90 Tage überfällig sein, oder es als sehr unrealistisch erscheinen, dass ein Schuldner diese Forderung vollständig begleichen kann.<sup>3</sup> Demgegenüber fallen unter den Begriff Distressed Debt Kredite, welche mit einer Ausfallwahrscheinlichkeit von zehn Prozent binnen eines Jahres versehen sind und normalerweise mit einem Rating der Stufe B oder darunter versehen sind.<sup>4</sup>

Zu der Kategorie Distressed Debt, lassen sich im engeren Sinn der Begriff Non Performing Loans<sup>5</sup>, im weiteren Sinn auch die Begriffe Sub Performing Loans<sup>6</sup> und Loans on Watch List zuordnen.

## 2.2 Handlungsoptionen aus Sicht der Kreditinstitute

Aus Sicht der Kreditinstitute bestehen bei der Behandlung und dem Umgang mit Distressed Debt beziehungsweise (bzw.) Non- Performing- Loans (NPL) grundsätzlich vier verschiedene Handlungsalternativen.

**Abbildung 1: Handlungsoptionen aus Sicht der Kreditinstitute**



Quelle: eigene Darstellung

<sup>3</sup> Vgl. Dick (2010), S.9f..

<sup>4</sup> Vgl. Lützenrath et al. (2006), S.11.

<sup>5</sup> Unter Non- Performing- Loans werden im weiteren Sinne Darlehen verstanden, die ihre Tilgung nicht einhalten können. Im engeren Sinne versteht man darunter auch stark ausfallgefährdete Darlehen. Vgl. Ernst & Young (2005), S.4.

<sup>6</sup> Unter Sub- Performing Loans werden Kreditforderungen gesehen, die mit einem bankinternen Rating von B oder schlechter bewertet sind. Vgl. Lützenrath et al. (2006), S.11.

Die momentan aus Sicht der Kreditinstitute am häufigsten durchgeführte Methode zur Bearbeitung und Handhabung im Umgang mit notleidenden Krediten stellt ein eigenständiges internes In-House Work-Out dar. Der damit allerdings verbundene hohe Aufwand an personellen und finanziellen Ressourcen, welcher für ein ordentliches Kreditmanagement notwendig ist, stellt dabei im Vergleich zu der Chance einer Rückgewinnung der Werthaltigkeit des Kredites nach Beendigung einer erfolgreichen Sanierung einen Nachteil dar.<sup>7</sup>

Als weitere Handlungsoption besteht aus Sicht der Bank die Möglichkeit des Externen Servicing. Dabei werden Teile des Servicing an einen externen Dienstleister vergeben, wie zum Beispiel (z.B.) die Intensivbetreuung, die Problemkreditbearbeitung und die Sanierungsbegleitung. Ebenfalls möglich ist es, die komplette Abwicklung des Engagements an einen solchen externen Dienstleister zu übergeben. Der entscheidende Vorteil dabei besteht in dem Einsparen von internen Ressourcen und der Möglichkeit sich aus Sicht des Kreditinstituts auf ertragsreichere Kreditengagements konzentrieren zu können. Das von externen Fachkräften gewonnene Fachwissen kann als weiterer Vorteil dieser Option gesehen werden. Demgegenüber steht allerdings der Nachteil im Raum, dass keine entscheidende Entlastung des Eigenkapitals in Sinne von Basel II generiert sowie auch keine Verschiebung kommender Ausfallrisiken stattfinden kann.<sup>8</sup>

Im Rahmen der dritten Alternative, dem Forderungsverkauf, befreit sich die Bank von dem Risiko, welches faule Kredite mit sich bringen. Die positiven Aspekte, die ein solcher Verkauf zur Folge hat, sind vielseitig. Zum einen bringt ein Forderungsverkauf frisches Kapital bzw. frisches Geld in Höhe des Verkaufspreises in das Kreditinstitut. Ebenso kann das zuvor für die aufwendige Betreuung von Problemkrediten notwendige Kapital in Form von Management und Kapitalressourcen, nach dem Verkauf nun für andere Bereiche verwendet werden. Zudem bereinigt das Kreditinstitut seine Bücher und entledigt sich seiner Lasten auf der Aktivseite in Folge eines solchen Verkaufs. Durch den Forderungsverkauf senkt das Kreditinstitut somit sein Kreditrisiko und läutet einen strategischen Neuanfang ein.<sup>9</sup>

Als eine Sonderform des Forderungsverkaufs gilt die Verbriefung von Non Performing Loans über eine Asset-Backed Securitisation. Diesbezüglich wird ein festgelegter Forderungspool über eine True Sale Securitisation<sup>10</sup> an eine Gesellschaft übergeben, deren einzige Aufgabe der Kauf von faulen Krediten sowie die Refinanzierung dieser über Kapital- und Geldmärkte

---

<sup>7</sup> Vgl. Schuppener/ Plückebaum (2008), S.76.

<sup>8</sup> Vgl. Schuppener/ Plückebaum (2008), S.76.

<sup>9</sup> Vgl. Schuppener/ Plückebaum (2008), S.76.

<sup>10</sup> Unter einer True Sale Securitisation wird eine insolvenzfeste Übertragung von Vermögenswerten verstanden. Vgl. Schuppener/ Plückebaum (2008), S.76.



ist. Für den Deutschen Markt ist diese Forderungsverkaufsart trotz ihrer Möglichkeit zur bilanziellen Entlastung eher von geringerer Bedeutung. Für den US-amerikanischen Markt gilt dies nicht. Hier spielen Verbriefung / Asset-Backed Securities eine bedeutendere Rolle.<sup>11</sup>

In Kapitel 4 dieser Seminararbeit wird im Detail auf die einzelnen Phasen des Investitionsprozesses bzw. dem Forderungsverkauf eingegangen.

## **3 Marktcharakteristika des Distressed Debt Investing**

### **3.1 Motivationen der Marktteilnehmer**

Die am Distressed Debt Investing beteiligten Parteien lassen sich grob in zwei Gruppen untergliedern. Zum einen die Verkäuferseite, wo grundsätzlich alle Kreditinstitute in Frage kommen und zum anderen die Käufergruppe, welche sich unter dem Begriff Vulture Investoren zusammenfassen lässt.<sup>12</sup> In der Literatur lassen sich auch explizitere Untergliederungen finden, in denen zusätzlich die Gruppen der Servicer, Arranger, Kanzleien sowie Unternehmensberater und Wirtschaftsprüfer aufgeführt sind. Da aber nur die Gruppen der Käufer und Verkäufer unmittelbar am Investitionsprozess beteiligt sind, sollen die anderen genannten Marktteilnehmer in folgender Klassifizierung vernachlässigt werden.<sup>13</sup>

#### **3.1.1 Verkäufer**

Als Verkäufer treten überwiegend Banken bzw. Kreditinstitute in den Vordergrund. Daneben zählen insbesondere Versicherungen, institutionelle Investoren und auch Pensionskassen zu ihnen. Als kleinere Gruppe kommen auch ehemalige als Käufer aktive Investoren, die nun auf Verkäuferseite sind, in Betracht. Universalbanken sind bisher vorherrschend auf Verkäuferseite anzutreffen, wobei Experten in naher Zukunft vermehrt auch Transaktionen auf Seiten der Spar- und Genossenschaftsbanken sehen.<sup>14</sup> Da Kreditausfall und Kreditgeschäft ein nicht zu trennendes Business sind, wird jedes Institut im gewissen Maße über Non- Performing- Loans verfügen. Dabei ist die persönliche Strategie jedes Kreditinstituts dafür verantwortlich in wie weit diese Bestände letztendlich auf dem Markt gehen und gehandelt werden können.

---

<sup>11</sup> Vgl. Schuppener/ Plückerbaum (2008), S.77.

<sup>12</sup> Vgl. Schalast/ Daynes (2005), S.36.

<sup>13</sup> Vgl. Richter (2006), S.17.

<sup>14</sup> Vgl. Deutsche Bank Research (2007), S.10.

Deutsche Banken treten vermehrt auf der Verkäuferseite auf. Sie wollen hierdurch bisher gezielt Kreditrisiken an den Kapitalmarkt abgeben. Eine Ausnahme ist die Deutsche Bank, die sowohl auf der Verkäufer- als auch der Käuferseite auftritt.<sup>15</sup>

Worin liegt nun aber der Anreiz der Verkäufer bzw. warum erscheint es aus Verkäufersicht sinnvoll Distressed Debt zu veräußern? In der Literatur finden sich einige Argumente, von denen die wichtigsten im Rahmen dieses Abschnitts angesprochen werden.

Zunächst ist der hohe Aufwand gemessen am investierten Kapital zu sehen. Des Weiteren sind oft fehlende Erfahrung und Expertenwissen seitens der Gläubiger ein Grund zur Veräußerung. Der aber wohl entscheidendste Punkt ist, dass sich durch die Verringerung von Sub-Performing sowie Non-Performing-Ansprüchen der Gläubiger von Altlasten befreien und sich auf seine Kerntätigkeit konzentrieren kann. Zudem werden Ressourcen freigesetzt, welche dazu verwendet werden können sich neuen Geschäftsfeldern zu widmen.<sup>16</sup> Daneben finden sich viele weitere Gründe auf die aber an dieser Stelle nicht eingegangen wird.

### **3.1.2 Käufer**

Nachdem nun die Verkäuferseite und deren Anreize zur Teilnahme am Distressed Debt Markt im vorigen Kapitel vorgestellt wurde, soll dies nun gleichermaßen für die Käuferseite geschehen.

Wie bereits erwähnt kann die Gruppe der Distressed Debt Investoren unter dem Begriff der Vulture Investoren zusammengefasst werden. Dabei zu nennen sind insbesondere Investmentbanken, Hedge - Fonds sowie Finanzinvestoren.<sup>17</sup> Das primäre Motiv bzw. Interesse der Käufer liegt in der überproportionalen Gewinnerzielungsmöglichkeit<sup>18</sup>, was ihnen in der öffentlichen Wahrnehmung den zweifelhaften Ruf als Geier oder Heuschrecken einbrachte. Diese animalische Assoziation ist aber in der Realität nicht immer zutreffend, da Distressed Debt Investoren oftmals ein in eine Krise geratenes Unternehmen vor der Insolvenz bewahren und einen Aufschwung oder Wandel innerhalb des Unternehmens bewirken und unterstützen. Des Weiteren sind Investoren meistens an der Sanierung und Gesundung des Unternehmens interessiert. Entscheidend dabei ist die von den Investoren angestrebte Strategie. Diese bestimmt den Einfluss und die Machtausübung der Investoren auf das Unternehmen. Auf die einzelnen Strategien wird im folgenden Kapitel eingegangen.

---

<sup>15</sup> Vgl. Daimer (2009), S. 5.

<sup>16</sup> Vgl. Richter (2006), S.18.

<sup>17</sup> Vgl. Kunz/ Ehnert (2007), S.400; Grell/ Demisch (2007), S.2.

<sup>18</sup> Vgl. Brooks (1995), S.26 f..

Grundsätzlich lässt sich aber sagen, dass die Bereitschaft zu mehr Risiko und Innovation kennzeichnend für Distressed Debt Investoren ist. Der aktive Einfluss auf das Management und die Führungsebene des Krisenunternehmens sowie die Beteiligung am Fremdkapital des Investitionsobjektes verdeutlichen die Machtposition der Investorengruppe am Krisenunternehmen. Kenntnisse über Restrukturierungsprozesse, rechtliche Aspekte und Bewertungsverfahren zur Einschätzung von Kreditrisiken betonen die hohen Anforderungen an Distressed Debt Investoren.<sup>19</sup>

Abbildung 1 im Anhang zeigt eine Übersicht über die Investorengruppen von Non Performing Loans in Deutschland.

### **3.2 Klassifikation der Investoren**

Eine Klassifikation der Investoren, die in Distressed Debt investieren, lässt sich aus den unterschiedlichen Strategien der Investoren ableiten. Grundsätzlich lassen sich drei verschiedene Strategie oder Investmentprofile seitens der Anleger unterscheiden. Diese unterscheiden sich zunächst hinsichtlich des Aktivitätsgrades, welchen der Investor bei dem Transaktionsprozess an den Tag legt. So wird zwischen einem aktiven und einem passivem Investor unterschieden. Zur Einordnung eines Investors in eine der beiden Klassifikationen wird als Basis der Unternehmenswert des sich in der Krise befindenden Unternehmens zu Rate gezogen. Dieser setzt sich aus dem Fremd- und Eigenkapital bzw. der Summe dieser beiden zusammen. Durch Beteiligung am Fremdkapital erhält der Investor einen bestimmten Anteil am genannten Unternehmenswert. Demgegenüber besitzen die restlichen sowohl Fremd- als auch Eigenkapitalgeber weitere Unternehmensanteile.<sup>20</sup>

Der aktive Investor versucht nun durch aktive Einflussnahme auf das Management den Wert des kompletten Unternehmens zu steigern. Bereits vor der Investition wird zu diesem Zwecke ein Sanierungsplan zur Überzeugung des Investors von der Attraktivität der Investition erarbeitet. Mit Hilfe externer Restrukturierungsberater wird dieser Plan anschließend umgesetzt.<sup>21</sup>

---

<sup>19</sup> Vgl. Kunz/ Ehnert (2007), S.400; Grell/ Demisch (2007), S.2.

<sup>20</sup> Vgl. Gilson (1995), S.10f..

<sup>21</sup> Vgl. Daimer (2009), S. 5.

Eine weitere aktive Investmentstrategie verfolgt mittels eines Debt– Equity– Swap<sup>22</sup> das Ziel, den Anteil des Investors auf Kosten der anderen Anteilseigner zu vermehren. Diese Strategie ermöglicht Gewinne auch bei einem gleichbleibenden Unternehmenswert.<sup>23</sup>

Das letzte Investmentprofil geht von einer passiven Strategie aus. Der Investor hofft ähnlich wie beim Kauf unterbewerteter Aktien auf eine Korrektur seiner erworbenen unterbewerteten Unternehmensanteile.<sup>24</sup>

Die genannten unterschiedlichen Strategien unterscheiden sich aber nicht nur hinsichtlich ihrer Maßnahmen und ihrer daraus resultierenden Machtstellung, sondern auch in Bezug auf die Zielrendite und die angestrebte Haltefrist des Investments.

Die nachfolgende Tabelle stellt einen Überblick der Investmentprofile dar.

**Tabelle 1: Investmentprofile und Zielrenditen von Distressed Debt Investoren**

	Maßnahmen	Target	Zielrendite	Angestrebter Exit
Aktiver Investor (keine Kontrolle)	Aktive Einflussnahme auf Restrukturierung jedoch ohne beherrschende Rolle im Prozess	Vorrangige besicherte Anleihe großer bis mittlerer Unternehmen	15-20%	Haltefrist 1-2 Jahre
Aktiver Investor (Kontrollgewinn)	Kontrollübernahme durch Debt-Equity-Swap, Eigenkapitalzufuhr, Restrukturierung und Geschäftsführung	Mind. 1/3 bis 1/2 der Anteile (evtl. mit Partnern) an großen bis mittleren Unternehmen	20-25%	Haltefrist 2-3 Jahre
Passiver Investor	Kapitalstrukturarbitrage Handel der Anteile	Unterbewertete Anleihe von notleidenden Unternehmen	12-20%	Haltefrist 6-12 Monate teilweise länger

Quelle: In Anlehnung an: Altman/ Stonberg (2006) S. 103

### 3.3 Renditen & Risiken

Die Anlage in ein sogenanntes alternatives Investment, worunter man vor allem das investieren in Hedge Fonds, Mangaged Futures, Private Equity sowie Anlagen in Junk Bonds und Yield Bonds versteht, sollte in Bezug auf die Rendite nur gering von der eines traditionellen Investments abweichen. Ziel eines alternativen Investments sollte es somit nicht sein eine überproportionale Rendite zu erzielen, sondern eine positive Rendite zu erreichen, die unabhängig von Zins und Konjunktur ist. Die Renditen von Distressed Debt können ebenfalls als konjunktur- und zinsunabhängig angesehen werden.<sup>25</sup> Aufgrund des ineffizienten Charakters

<sup>22</sup>Mit Hilfe eines Debt- Equity- Swaps kann der Investor seine im Zuge des Forderungserwerbs erworbenen Fremdkapitalanteile in Eigenkapital umwandeln.

<sup>23</sup> Vgl. Daimer (2009), S.10.

<sup>24</sup> Vgl. Schalast/ Daynes (2005), S.25.

<sup>25</sup> Vgl. Schalast/ Daynes (2005), S.12.

der Distressed Debt Märkte besteht eine realistische Chance auf eine Überrendite nur dann, wenn der Investment Manager zum einen die richtigen Informationen über das Investitionsobjekt besitzt und zum anderen die nötige fachliche Kompetenz aufweist.<sup>26</sup>

In der Literatur finden sich zu der Anlageklasse Distressed Debt folgende Beurteilungen: zum einen eignet sich Distressed Debt zur Diversifikation des Portfolios, da keine Beziehung zu den traditionellen Anlagen existiert. Zum anderen sind die zu erwartenden Renditen bei einem Anlagehorizont von 24 bis 30 Monaten im Bereich Distressed Debt Anlagen am höchsten.<sup>27</sup>

Die Eigenschaften in Bezug auf Risiko und Rendite kommen denen von Small Caps und High Yield Bonds nahe. Distressed Debt sollte folglich weniger als Bond und mehr als Aktie beurteilt werden.<sup>28</sup>

Zusätzlich zu den gewöhnlichen Risiken, die jedes Investment mit sich bringt, besteht für einen Investor, der in Distressed Debt investiert, ein Akkumulationsrisiko. Dieses besteht insbesondere für den Investor, der eine aktive Strategie zur Umsetzung seiner Ziele gewählt hat. Bei dem aktiven Investor ist der Erfolg abhängig von dem Erwerb bestimmter Anteile an einer Anspruchsklasse des Betriebes. Liquidität und Verteilung des Investmentobjekts auf die Gläubiger bestimmen hauptsächlich das Akkumulationsrisiko. Sollte der Name nicht liquide sein, so wird es für den Investor schwierig seinen den anvisierten Anteil zu erreichen und einen reibungslosen vorgezogenen Exit aus dem Investment zu realisieren.

Das Akkumulationsrisiko kann der Investor reduzieren, indem er eine Zusammenarbeit mit einem Broker- Dealer eingeht. Diese sorgen durch den ständigen Handel kleiner Teile des Investments für Liquidität am Markt.<sup>29</sup>

## 4 Der Investitionsprozess

Die grundsätzliche Überlegung, die ein Investor vor einer Distressed Debt Investition anstellen muss ist, ob sich das Investment mit seinem Risikoneigungen bzw. seinem Risiko-Rendite Profil vereinbaren lässt oder nicht. Des Weiteren ist zu klären, mit welcher Exitstrategie zur Realisierung von Gewinnen der Investor rechnen kann und welche Risiken des Investments auf ihn zukommen können.<sup>30</sup>

---

<sup>26</sup> Vgl. Dr. Huth (2007), o.S.

<sup>27</sup> Vgl. Schalast/ Daynes (2005), S.14.

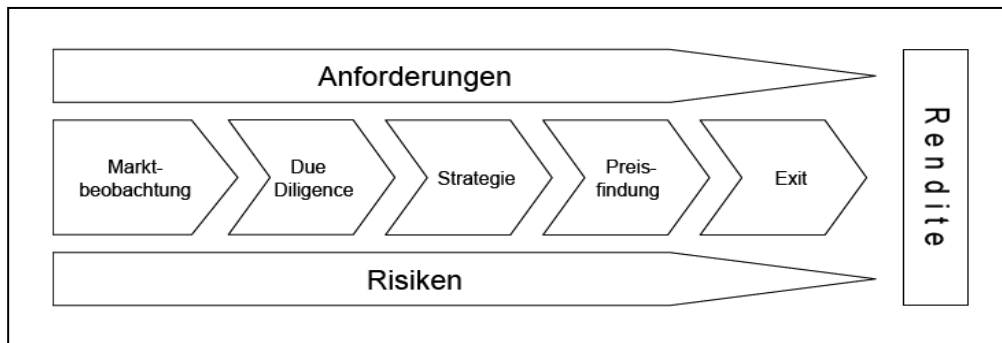
<sup>28</sup> Vgl. Schalast/ Daynes (2005), S.14.

<sup>29</sup> Vgl. Schalast/ Daynes (2005), S.32.

<sup>30</sup> Vgl. Schalast/ Daynes (2005), S.20.

Abbildung 2 zeigt die Darstellung des Distressed Debt Investitionsprozesses in seinen einzelnen Phasen. Auf diese wird in den folgenden Kapiteln eingegangen.

**Abbildung 2: Prozess des Distressed Debt Investing**



Quelle: Schalast/ Daynes (2005), S.20.

## 4.1 Marktbeobachtung

Als erster Schritt ist eine intensive und genaue Marktbeobachtung unumgänglich. Das Aufspüren und Erkennen von Marktineffizienzen, die zu einer Fehlinvestition führen können, gehört dabei zur Hauptaufgabe bei der Marktbeobachtung.<sup>31</sup>

Bei der primären oder aktiven Marktbeobachtung besorgt sich der Investor Informationen über die klassischen Informationsmedien wie Zeitungsartikel, Nachrichten, das Internet bzw. Bloomberg<sup>32</sup>. Aber auch direkte Unternehmensveröffentlichungen dienen der Informationsbeschaffung. Oft finden sich Investoren auch direkt auf sogenannten Longlists von Verkäufern und werden gegebenenfalls direkt von den Verkäufern bei vorhandenem Verkaufsinteresse kontaktiert. Für den Investor sind dabei insbesondere solche Unternehmen von Interesse, die zum einen frisches Kapital benötigen oder deren Führungsebene eine Umstrukturierung bzw. einem Machtwechsel im Unternehmen zustimmen würden.<sup>33</sup>

## 4.2 Due Diligence

Sollte ein Investitionsobjekt gefunden sein so ist noch vor Durchführung des Investments eine Due Diligence durchzuführen. Unter Due Diligence wird die Sorgfaltspflicht verstanden mit der ein Investor beim Kauf bzw. Verkauf von Beteiligungen jeglicher Art das Investitions-

<sup>31</sup> Vgl. Moyer (2005), S.259.

<sup>32</sup> Bloomberg ist eine Finanzdaten Agentur.

<sup>33</sup> Vgl. Daimer (2009), S.12.

objekt im Vorfeld prüft und darauf aufbauend seine Investitionsentscheidung trifft. Ein Investor wird also aufgrund seiner vorangegangenen Marktbeobachtungen und dem Auffinden einer für ihn interessanten Investition eine Due Diligence einleiten.<sup>34</sup>

Grundsätzlich dient die Due Diligence dem Erfassen von betriebsinternen Abläufen und dem Einblick in das finanzielle Verständnis des Unternehmens. Somit bildet sie das Grundgerüst für die bevorstehende Investitionsentscheidung.<sup>35</sup>

Innerhalb der Due Diligence können mehrere Phasen unterschieden werden. Diese reichen von einer Strategic, Market, Legal bis hin zu einer Financial Diligence. Auf die einzelnen Phasen wird hier aber nicht näher eingegangen.

Gemeinsam mit mehreren Experten aus verschiedenen Bereichen, vor allem des Rechts wie Wirtschaftsjuristen, Steuerberatern, Unternehmensberatern usw. versucht sich der potenzielle Investor ein möglichst detailliertes Bild über das Investmentobjekt zu machen. Die Unterstützung seitens der genannten Experten ist dabei ratsam, da ein fundiertes Fachwissen in den jeweiligen Bereichen von Nöten sein kann. Des Weiteren haben außenstehende Personen oft einen neutraleren Blick auf das Investment, was hilfreich ist.<sup>36</sup>

Neben dem potenziellen Käufer stellt die Due Diligence auch für den Verkäufer einen wichtigen Bestandteil des Investmentprozesses dar. So ist sie für ihn neben der Chance den Investor von der Attraktivität des Objekts zu überzeugen auch die Möglichkeit durch die gezielte Informationsweitergabe einen höheren Verkaufspreis zu erzielen. Somit bietet dieser wichtige Punkt innerhalb des Investitionsablaufs bei gewissenhafter Durchführung für beide beteiligten Seiten Vorteile.

Schließlich sollte das Resultat der Prüfung dem Investor einen detaillierten Aufschluss über die derzeitige Situation des Unternehmens vermitteln und ihm die aus dem Investment resultierenden Chancen und Risiken darlegen. Diese gilt es aus Investor Sicht zu bewerten und mit seinen eigenen Risiko– Profit Neigungen zu vergleichen.<sup>37</sup>

### **4.3 Investment**

Nach erfolgreichem Abschluss der Due Diligence beginnt im nächsten Schritt nun die eigentliche Phase des Investments. Vertragsverhandlungen gefolgt von der Bewertung der Forderungen kennzeichnen den Ablauf dieser Phase. Bei der Bewertung der Forderungen ist für den Investor vor allem die Ermittlung des Unternehmenswertes von großer Bedeutung, da dieser letztlich den Wert der Forderungen sowie die Performance des Unternehmens wie-

---

<sup>34</sup> Vgl. Moyer (2005), S.262.

<sup>35</sup> Vgl. Kunz/ Ehnert (2007), S. 400.

<sup>36</sup> Vgl. Daimer (2009), S.12.

<sup>37</sup> Vgl. Daimer (2009), S.12.

derspiegelt. Die Substanzwertmethode, das Discounted Cash Flow Verfahren und die durch die Multiples Anwendung vollzogene Bewertung finden im Bereich von Distressed Debt Investments auf Seiten der Investoren zur Ermittlung des Unternehmenswertes die größte Verwendung.<sup>38</sup>

Sind auch die rechtlichen Rahmenbedingungen geklärt, so ist die Vertrags- und Preisverhandlung abgeschlossen und es erfolgt somit der Erwerb des Distressed Debt Titels. Dies geschieht meistens in Form von Abtretung der Forderungen und mittels Gewährung eines Discounts auf den Nennwert.<sup>39</sup>

#### **4.4 Strategie/ Restrukturierung**

Nach erfolgreichem Erwerb des Investments verfolgt der Investor nun das Ziel den Wert der Anlage zu steigern, wobei ihm die bereits in Kapitel 3.2 angesprochen Strategien zur Verfügung stehen. Sollte der Investor z.B. eine aktive Strategie für sein Vorgehen gewählt haben ist eine Einflussnahme auf das Unternehmen zur Umsetzung dieser Strategie notwendig. Bedingt durch die Notlage sowie drohende Insolvenz des Unternehmens, lässt sich seitens des Investors somit leicht Druck auf das Management und die übrigen Anteilseigner ausüben.<sup>40</sup> Das dabei am wirkungsvollsten erscheinende Instrument zur Machtausübung stellt ein Debt– Equity- Swap dar mittels dem der Investor das zuvor erlangte Fremd- in Eigenkapital umwandeln kann. Im Zuge einer Kapitalerhöhung werden dabei die Forderungen als Sacheinlage in das Unternehmen übernommen. Der Investor erhält somit einen gewissen Anteil am Eigenkapital des Unternehmens gemäß seiner eingebrachten Forderungen.<sup>41</sup>

#### **4.5 Exit**

Den abschließenden Punkt des Investmentprozesses stellt die Realisierung des Gewinns für den Käufer dar. Hat dieser seine Strategie erfolgreich umgesetzt und den Restrukturierungsprozess abgeschlossen wird er nun eine Beendigung des Investments und eine Generierung von Gewinnen anstreben.<sup>42</sup>

Prinzipiell lassen sich aus der Perspektive des Investors heraus folgende Möglichkeiten zur Beendigung des Investments unterscheiden:<sup>43</sup>

---

<sup>38</sup> Vgl. Daimer (2009), S.12.

<sup>39</sup> Vgl. Daimer (2009), S.12f..

<sup>40</sup> Vgl. Kunz/ Ehnert (2007), S. 400; Sydow/ Beyer (2005), S.640.

<sup>41</sup> Vgl. Kunz/ Ehnert (2007), S. 400; Sydow/ Beyer (2005), S.640.

<sup>42</sup> Vgl. Daimer (2009), S.14.

<sup>43</sup> Vgl. Schalast/ Daynes (2005), S. 32.



Für den Fall, dass der Investor noch Anteile am Fremdkapital des Unternehmens besitzen sollte, besteht für ihn die Möglichkeit durch den Verkauf bzw. der Liquidation des Objektes seine Ansprüche zu befriedigen. Gemäß seiner Gläubigerposition wird er in diesem Fall an dem Liquidationserlös beteiligt. Des Weiteren ist die Rückzahlung der Forderungen seitens der Schuldner eine Option für den Investor.<sup>44</sup>

Als weitere Exitoption kommt für den Investor der Verkauf des Investmentobjekts in Frage was vor allem dann von Vorteil für den Investor ist, wenn dieser im Vorhinein seine Fremdkapitalanteile mittels eines Debt- Equity- Swap in Eigenkapitalanteile umgewandelt hat. Der Verkauf an strategische und industrielle Investoren, welcher Trade Sale genannt wird, hat dabei den Vorteil, dass der Verkauf aufgrund bereits vorhandener Branchenkenntnisse seitens der Käufergruppe meistens rasch abgewickelt werden kann und strategische Prämien für mögliche Synergien bezahlt werden. Sollte das Investment nicht mehr in das Konzept des Investors passen aber dennoch die Möglichkeit zur Verwirklichung weiterer Strategien bieten, so kann der Investor das Objekt auch an einen anderen Finanzinvestor verkaufen. In diesem Fall spricht man von einem Secondary Purchase.<sup>45</sup>

Die letzte Handlungsmöglichkeit zur Realisierung von Gewinnen stellt den Verkauf des Investments über eine Börse dar. Der wesentliche Vorteil dabei liegt in der Chance begründet hierdurch höhere Gewinne realisieren zu können.<sup>46</sup> Diesem Vorteil stehen jedoch einige Nachteile gegenüber. So sind die anvisierten höheren Gewinne, die beim Verkauf über die Börse generiert werden sollen, oft aufgrund einer fehlenden Equity Story bzw. einem ungunstigen Börsenumfeld nicht realisierbar. Des Weiteren können durch die Pflicht des Investors das Objekt eine gewisse Zeit halten zu müssen im Zuge des Going Public Nachteile entstehen.<sup>47</sup>

Abschließend lässt sich sagen, dass Anleger, welche in Distressed Debt investieren, allgemein nicht das Ziel einer lang anhaltenden Bindung an den Kunden verfolgen. Vielmehr stellt sich das Ziel des Investors in der Generierung einer maximalen Rendite dar. Ein Anlagehorizont von zwei bis drei Jahren ist dabei die Regel.<sup>48</sup>

---

<sup>44</sup> Vgl. Daimer (2009), S.14.

<sup>45</sup> Vgl. Daimer (2009), S.14.

<sup>46</sup> Vgl. Kunz/ Ehnert (2007), S. 400.

<sup>47</sup> Vgl. Kraft (2001), S. 264.

<sup>48</sup> Vgl. Schalast/ Daynes (2005), S. 32.

## 5 Die Marktentwicklung von Distressed Debt

### 5.1 Entstehung des Distressed Debt Markts

Die Gründung und Etablierung eines Marktes für den Handel mit notleidenden Krediten hat seinen Ursprung in den United States of America (USA) Mitte der 80er Jahre als im Rahmen der Savings and Loan- Krise<sup>49</sup> erstmalig größere Mengen notleidender Kredite zusammengefasst und verkauft wurden. Ähnliche Märkte entwickelten sich dann später in Japan und folgend auch in Großbritannien.<sup>50</sup>

An anderer Stelle in der Literatur wird der Beginn des Distressed Debt Marktes im Jahr 1929 gesehen als im Zuge der großen Depression in den USA eine wachsende Anzahl von Insolvenzen das Interesse von Investoren weckte. Diese begannen schon damals in Verbindlichkeiten zu investieren.<sup>51</sup>

### 5.2 Markthistorie und Marktentwicklung in Deutschland

Die ersten Ansatzpunkte in Richtung Distressed Debt Investing finden sich in Deutschland in den frühen 90er Jahren. Deutsche Banken übertrugen dabei ihre Risiken aus notleidenden bzw. ausfallgefährdeten Krediten in Form von Unterbeteiligungen auf Dritte. Der Beginn eines deutschen Marktes für notleidende Forderungen ist aber im Jahr 2003 zu sehen, in dem die „Hypo Real Estate Aktiengesellschaft (AG) ein Paket notleidender Immobilienkredite von ca. EUR 500 Mio. an ein Joint- Venture der Investmentbank JP Morgan Chase und der Fondsgesellschaft Lone Star veräußerte und Goldman Sachs zur selben Zeit ein ähnlich strukturiertes Portfolio von der BW Bank übernahm“<sup>52</sup>. Die bisher größte Transaktion in Deutschland fand zwischen der Hypo Real Estate und Lone Star im Jahr 2004 statt, bei dem ein Wert von 3,6 Milliarden Euro erzielt wurde.<sup>53</sup>

Viele Indikatoren sprachen dafür, dass sich der deutsche Distressed Debt Markt in den vergangenen Jahren positiv hätte entwickeln müssen. So z.B. ist laut Literatur Deutschland der größte Bankenmarkt in Europa mit einem geschätzten Kreditvolumen an Nichtbanken in Höhe von 2.993 Milliarden Euro.<sup>54</sup> Daneben lag die Zahl der Unternehmensinsolvenzen in

---

<sup>49</sup>Im Zuge der Savings & Loans- Krise, wo in den USA mehr als 1600 Banken und Sparkassen zusammenbrachen, wurden ca. 48 Milliarden US Dollar (USD) Sub- Performing und Non- Performing- Aktiva abgearbeitet. Vgl. Richter (2006), S.74.

<sup>50</sup> Vgl. Lützenrath et al. (2006), S.12.

<sup>51</sup> Vgl.: Richter (2006), S.73.

<sup>52</sup> Lützenrath et al. (2006), S.12.

<sup>53</sup> Vgl. Lützenrath et al. (2006), S.12.

<sup>54</sup> Vgl. Deutsche Bundesbank (2007), S.30.

2006 vor der Finanzkrise noch bei 30.357. Ebenso finden sich in vielen europäischen Ländern im Vergleich zu Deutschland blockierende hohe rechtliche sowie auch regulatorische Hindernisse, was ein Wachstum dieser Märkte für den Handel mit notleidenden Krediten stark einschränkt.<sup>55</sup> Weitere Indikatoren für einen Anstieg des deutschen Distressed Debt Markt hätten die Ineffizienzen der deutschen Kapitalstruktur sein können. So veranlasste der Konsolidierungsdruck, resultierend aus der geringen Marktkapitalisierung deutscher Banken und dem Wegfall der Gewährträgerhaftung<sup>56</sup>, zusätzlich zu den Implikationen aus der Einführung von Basel II<sup>57</sup> die Kreditinstitute zur Bereinigung ihrer Bilanzen, was wiederum den Verkauf von notleidenden Krediten mit sich ziehen sollte.<sup>58</sup>

Tatsächlich hat sich aber, nachdem der Markt in 2003 boomte, das Markt- und Transaktionsvolumen seit dem Jahr 2007 drastisch verringert.<sup>59</sup> Mit einem Volumen von ca. 14,4 Milliarden Euro, stellte das Jahr 2006, bisher den Rekord, was den Handel mit notleidenden Krediten angeht, dar. Dabei lag laut Aussagen von Experten das Transaktionsvolumen bei mindestens 21.<sup>60</sup> Seitdem ist der Handel mit Distressed Debt Titeln allerdings rückläufig. So etwa lag dieses im darauffolgenden Jahr 2007 nur noch bei geschätzten 6,5 Milliarden Euro.<sup>61</sup> Womit ist dieser Rückgang aber nun begründet? Der Mangel an genannten notleidenden Krediten kann kein Grund dafür sein. Dieser hat gemäß Marktteilnehmern immer noch ein Volumen von ca. 200 Milliarden Euro.<sup>62</sup> Der Grund für die bisherige Zurückhaltung im Umgang mit Distressed Debt seitens den Kreditinstitute auf dem deutschen Markt hat also andere Ursachen.

Zunächst ist der seit 2006 andauernde Rückgang mit der Finanzkrise zu begründet. Die internationale Subprime- oder Kreditkrise und die damit verbundenen Auswirkungen für Banken bremsen den Handel mit faulen Krediten. Des Weiteren war ein derartig aktives und offensives Agieren seitens der Investoren seit 2003, welches letztlich zu dem raschen Anwachsen des Marktes beigetragen hatte, auf Dauer nicht haltbar. So konnten Investoren seit

---

<sup>55</sup> Vgl. Kolbeck (2006), S.7.

<sup>56</sup> Der Wegfall der Gewährträgerhaftung sorgt bei den Banken für mehr Druck bei der Kontrollierung von Kreditrisiken.

<sup>57</sup> Die mit der Einführung von Basel II in Kraft getretene Richtlinie zur Eigenkapitalunterlegungspflicht für Kredite richtet sich nun nach der Bonität des Schuldners. Folglich müssen Banken höhere Kapitalkosten für sogenannte notleidende Kredite aufbringen. Die Veräußerung von diesen Krediten befreit die Kreditinstitute von dem regulatorischen Eigenkapital welches somit für andere lukrativere Geschäftsfelder verwendet werden kann. Vgl. DTZ Zadelhoff Tie Leung (2005), S.14.

<sup>58</sup> Vgl. Daimer (2009), S.8.

<sup>59</sup> Vgl. Schuppener/ Plückebaum (2008), S.75.

<sup>60</sup> Vgl. Schuppener/ Plückebaum (2008), S.75.

<sup>61</sup> Vgl. Schuppener/ Plückebaum (2008), S.75.

<sup>62</sup> Vgl. Schuppener/ Plückebaum (2008), S.75.

2003 zu extrem günstigen Bedingungen für Veräußerer, Kredite aufkaufen was wiederum wie bereits angesprochen, das Marktwachstum enorm vorantrieb.<sup>63</sup>

Gemäß Experteneinschätzungen wird dem deutschen Distressed Debt Markt aber in Zukunft wieder gutes Potenzial zugesprochen. Ausschlaggebend für diese Annahme ist dabei vor allem das anvisierte Volumen an notleidenden Krediten, was auf ca. 200 Milliarden Euro geschätzt wird, welches ein Ansteigen der Transaktionen bewirken wird. Zudem werden Banken, welche den Forderungsverkauf bisher noch nicht als Chance zur Risikoreduktion ansehen, diesem zukünftig einen größeren Stellenwert zuordnen. Somit wird das Management von Distressed Debt in Deutschland zukünftig an Bedeutung dazu gewinnen.<sup>64</sup>

## 6 Fazit

Das Bild der Investoren, die in notleidende Kredite investieren, ist, wie bereits angesprochen, in der öffentlichen Wahrnehmung nicht das beste. Mitarbeiterentlassungen und Budgetkürzungen werden oft in einem Satz mit den Finanzinvestoren genannt. Sicher mag es richtig sein, dass die meisten Investoren in dem Kauf von Forderungen ein lukratives Geschäft mit einer überproportionalen Renditeerwartung sehen. Andererseits sind die daraus resultierenden Restrukturierungsprozesse oft zur Insolvenzabwägung notwendig und sichern nicht selten den Fortbestand des Unternehmens sowie den Erhalt von Arbeitsplätzen.<sup>65</sup> Entscheidend wird aber die von dem Investor anvisierte Strategie sein. Passive Strategien beschränken sich, wie bereits an anderer Stelle schon angesprochen, auf den Kauf von Unternehmensanleihen. Hier befindet sich der Emittent grundsätzlich in einem Zahlungsverzug ist aber ansonsten dennoch operativ gesund. Aktive Strategien hingegen sehen die Beteiligung am Eigenkapital bis hin zur Übernahme des Unternehmens als primäres Ziel. Dabei ist der Erfolg des Investments stark von der Auswahl des richtigen Investment Managers abhängig. Nur für wirklich gut informierte und fachlich kompetente Manager besteht, aufgrund des ineffizienten Charakters des Distressed Debt Marktes, tatsächlich die Chance auf eine Überrendite.<sup>66</sup>

Der Forderungsverkauf als Handlungsoption aus Sicht der Kreditinstitute zur Risikoausgliederung wird in Zukunft zunehmen. Vor allem Banken, die bisher diese Option als solche nicht genutzt haben, werden dies laut Experteneinschätzungen in naher Zukunft für sich in Be-

---

<sup>63</sup> Vgl. Schuppener/ Plückebaum (2008), S.75.

<sup>64</sup> Vgl. Schuppener/ Plückebaum (2008), S.75.

<sup>65</sup> Vgl. Peppmeier/ Plückebaum (2008), S. 9.

<sup>66</sup> Vgl. Dr. Johannes Huth (2007), o.S.

tracht ziehen. Dazu beitragen wird vor allem die seit 2007 geltende Vorschrift zur Kreditvergabe durch Basel II. Den Verkauf von notleidenden Krediten hemmen könnte dabei aber der damit verbundene hohe finanzielle, personelle und zeitliche Aufwand. Kreditinstitute sollten um an einer positiven Entwicklung teilhaben zu können, rechtzeitig sowohl strukturelle als auch organisatorische Voraussetzungen für derartige Transaktionen schaffen.<sup>67</sup>

Die Entwicklungstendenzen für das Transaktionsvolumen im Bereich Distressed Debt auf dem deutschen und dem internationalen Markt aufzuzeigen ist schwierig. Die Auswirkungen der Finanzkrise und die momentan vorherrschenden Zahlungsschwierigkeiten einiger europäischer Länder verdeutlichen die angespannte wirtschaftliche Lage. Inwieweit dies Investoren abschrecken oder animieren wird notleidende Kredite krisengefährdeter Unternehmen zu kaufen, ist momentan nicht absehbar. Klar ist aber, dass die Voraussetzungen für Investoren immer anspruchsvoller werden. Das Screening von Märkten und Branchen sowie fundierte Fachkenntnisse werden in Zukunft immer wichtiger.

---

<sup>67</sup> Vgl. Schröder/ Schuppener (2006), S. 139.

# Anhang

**Tabelle 2: NPL – Investoren in Deutschland**

NPL-Investoren in Deutschland		
Opportunity-Funds	(Investment-) Banken	Kleinere Investoren
Lone Star	Goldman Sachs	Avenue Group
Cerberus	JP Morgan	CPM
Apollo	Shinsei Bank	Cyrus
Fortress	Deutsche Bank	Pardus
Citadel		Spectra
(...)	(...)	(...)

Quelle: Vgl. Lützenrath et al. (2006), S.20.

## Literaturverzeichnis

- Brooks, A. (1995):** Making a profit out of a crisis, in: International Securities Lending, 4. Quartal 1995, S.26-28.
- Daimer, Andreas (2009):** Distressed Debt Investments: Debt-Equity-Swaps am deutschen Markt.
- Deutsche Bank Research (2007a):** „Notleidende Kredite“ – eine etablierte Assetklasse, Aktuelle Themen 381, (Pdf- Dokument, Stand 05.04.2007)  
[http://www.dbresearch.de/PROD/DBR\\_INTERNET\\_DE-PROD/PROD0000000000209028.pdf](http://www.dbresearch.de/PROD/DBR_INTERNET_DE-PROD/PROD0000000000209028.pdf)
- Deutsche Bundesbank (2007a):** Bankstellenstatistik 2007. (WWW-Seite, Stand: 2007)  
<http://www.bundesbank.de/download/bankenaufsicht/pdf/bankstellenstatistik07.pdf>
- Dick, Markus (2010):** Der Verkauf von Non Performing Loans. Eine Analyse von NPL - Transaktionen aus Bankensicht.
- DTZ Zadelhoff Tie Leung (2005):** Non- Performing Loans Handbuch. (Hrsg.) DTZ, CSFB, Eurohypo, Lovell´s, Proceed Portfolio Services.
- Ernst & Young (2005):** Das Geschäft mit Non- Performing Loans. (WWW-Seite, Stand: 21.019.2005)  
[http://www.kmf.bwl.unimuenchen.de/schmalenbach/download/diehm\\_schmalenbach.pdf](http://www.kmf.bwl.unimuenchen.de/schmalenbach/download/diehm_schmalenbach.pdf)
- Gilson, Stuard. (2001):** Creating value through corporate restructuring.
- Gleumes, G. (2005):** Der Verkauf von notleidenden Krediten an Distressed-Debt-Investoren, in: Stachlutz, R. (Hrsg.): Workout-Management und Handel von Problemkrediten, Frankfurt am Main, Bankakademie, 2005, S.349-386.
- Grell, Frank/ Demisch, Dominik (2006):** Einfallstor Kredit – Rechtliche Hürden bei Debt-Equity-Swaps, in: Finance-Magazin, Heft 2 vom 27.01.2006, S.34-35.
- Dr. Huth, Johannes (2007):** Distressed Debt Market: Des einen Leid ist oft des anderen Freud. Handelszeitung online (WWW-Seite, Stand: 21.06.2007)  
[http://www.handelszeitung.ch/artikel/Unternehmen-Distressed-Debt-Market-Des-einen-Leid-ist-oft-des-anderen-Freud\\_\\_91537.html](http://www.handelszeitung.ch/artikel/Unternehmen-Distressed-Debt-Market-Des-einen-Leid-ist-oft-des-anderen-Freud__91537.html)
- Kemmel, Volker / Bauer, Markus (2006):** Corporate Acquisition through Debt-Equity Swaps in Germany, Jones Day, (Pdf- Dokument, Stand Juli 2006)  
<http://www.jonesday.com/files/Publication/bf52a371-c306-408a-a667-0224517c0a08/Presentation/PublicationAttachment/23fbb46f-8cdf-4261-8825-07f5fcf7129d/Corporate%20Acquisitions.pdf>

- Knips, S./ Dunst, M./ Stalman, S.-M. (2005):** German non-performing loans.
- Kolbeck, Michael (2006):** Germany – A Distressed Economy? Lone Star Europe, Distressed Asset Conference.
- Kraft, Volker (2001):** Private Equity für Turnaround- Investitionen: Erfolgsfaktoren in der Managementpraxis.
- Kunz, Hartmut/ Ehnert, Thoralf (2007):** Debt for Wquity Swaps – Turnaround Investment in Deutschland, in Finanz Betrieb, 7-8/2007, S.395-387.
- Lützenrath, Christian/ Schuppener, Jörg/ Peppmeier, Kai (2006):** Distressed Debt und Non-Performing Loans. Handel und Wokout von Not leidenden Firmenkundenkrediten in der Bankpraxis.
- Mitter, C. (2006):** Distressed Debt Investing und Unternehmenssanierung.
- Moore, M. A. (1992):** Investing in Distressed Bank Loans and Securities, in: The Trading and Securization of Senior Bank Loans, (Hrsg.) Von Carlson, J. H./ Fabozzi, F. J.; S.277-302.
- Moyer, Steven (2005):** Distressed Debt Analysis.
- Peppmeier, Kai/ Plückebaum, Christian (2008):** Praxisbericht – Durch erfolgreiche Restrukturierungsberatung zum Turnaround, Newsletter Restrukturierung der WGZ Bank. (Pdf- Dokument, Stand 14.11.2008)  
<http://www.turnaround.de/de/veroeffentlichungen/index.html?MS;P:afile,i66BCC24BEDCBDC0>
- Richter, Nicholas (2006):** Möglichkeiten und Grenzen des Distressed Debt Investing in Deutschland. Am Beispiel von Unternehmensverbindlichkeiten, S.9.
- Schalast, Christoph/ Daynes, Christian (2005):** Distressed Debt-Investing in Deutschland – Geschäftsmodelle und Perspektiven, Frankfurt am Main, Hochschule für Bankwirtschaft, Working Paper Series, September 2005.
- Schuppener, Jörg/ Plückebaum, Christian (2008):** Non Performing Loans- Handlungsoptionen, Motive und Strategiebestimmung aus Sicht der Kreditinstitute. (Pdf- Dokument, Stand November 2008)  
<http://www.turnaround.de/de/veroeffentlichungen/index.html?MS;P:afile,i5F69C336468460B>
- Schröer Marcus/ Schuppener Jörg (2006):** Der Verkauf von Non- Performing- Loans: Work- Out- Alternative für Kreditinstitute. (Pdf- Dokumet, Stand 04.2006)  
<http://www.turnaround.de/de/veroeffentlichungen/index.html?MS;P:afile,iD4930EAD7650F0D>
- Steinbarth, M./ v. Lüpke, T./ Ramadurai, K./ Gandy, B. (2005):** A Market for Bad Loans? Good News from Germany.
- Sydow, A. (2005):** Ein neuer Stern am Bankenhimmel, in: Die Welt vom 26.01.2005, S.13.