

Universität Hohenheim  
Institut für Betriebswirtschaftslehre  
Fachgebiet Bankwirtschaft und Finanzdienstleistungen



## **Managing Distressed Debt**

12. Semester

Abgabetag: 17.5.2010

# Inhaltsverzeichnis

Abbildungsverzeichnis .....	II
Tabellenverzeichnis .....	III
Abkürzungsverzeichnis .....	IV
1 Einleitung .....	1
2 Distressed Debt .....	2
2.1 Definition .....	2
2.2 Erscheinungsformen von Distressed Debts .....	3
2.2.1 Börsennotierte Distressed Debts .....	3
2.2.2 Nichtbörsennotierte Distressed Debts .....	3
2.3 Wie Entstehen Distressed Debts .....	3
2.3.1 Makroökonomische Ursachen.....	3
2.3.2 Mikroökonomische Ursachen.....	4
2.4 Möglichkeiten im Umgang mit Distressed Debts.....	4
3 Der Distressed Debt Markt.....	5
3.1 Eigenschaften des Marktes .....	5
3.2 Entwicklung des Marktes.....	6
3.2.1 Die Anfänge.....	6
3.2.2 Entwicklung des Marktes In Deutschland.....	7
3.2.3 Der Stand Heute .....	7
3.3 Teilnehmer – Gründe für den Handel .....	8
3.3.1 Investoren.....	8
3.3.2 Verkäufer .....	9
3.3.3 Sonstige Teilnehmer .....	10
3.4 Transaktionstypen .....	10
4 Die Transaktion von Single Named Debts.....	11
4.1 Ablauf.....	11
4.1.1 Vorbereitung und Verkauf .....	11
4.1.2 Strategien der aktiven Investoren .....	13
4.1.3 Strategien der passiven Investoren.....	15
4.2 Rechtliche Aspekte in Deutschland - Grundzüge.....	15
5 Ausblick .....	16
Literaturverzeichnis.....	V

## **Abbildungsverzeichnis**

Abbildung 1: Schematische Darstellung des Investitionsprozesses

11

# Tabellenverzeichnis

Tabelle 1: Überblick über Debt to Equity Swaps 2009

14

## **Abkürzungsverzeichnis**

BGB	Bürgerliches Gesetzbuch
Bzw.	Beziehungsweise
Evtl.	Eventuell
Ca.	Cirka
Mio.	Millionen
RTC	Resolution Trust Company
Sog.	Sogenannte
USA	Vereinigte Staaten von Amerika
V.a.	Vor allem
Vgl.	Vergleiche
Z.B.	Zum Beispiel

# 1 Einleitung

Die schlechte Wirtschaftslage, die weltweite Finanzkrise und eine Reihe weiterer Faktoren haben dafür gesorgt, dass der Bestand von problembehafteten Krediten in den Büchern der Banken seit Jahren ständig zugenommen hat. Wie wichtig es ist, den Umgang mit diesen Schulden zu optimieren kann man besten erklären, wenn man sich vor Augen führt, welche Folgen ein komplett ausgefallener Kredit für das ausgebende Institut hat. So muss bei einer Zinsmarge von ca. 1,3% ein Ausfall eines Kredites über 100 000 € mit einem Neukreditgeschäft in Höhe von ca. 7,7 Mio. € ausgeglichen werden.

Im Folgenden soll erklärt werden, was überhaupt unter einem Distressed Debt zu verstehen ist, in welchen Formen dieser auftreten kann und warum dieser grundsätzlich entsteht – wobei hier zwischen gesamtwirtschaftlichen und einzelwirtschaftlichen Ursachen zu unterscheiden ist. Im Anschluss soll geklärt werden, welche Möglichkeiten sich für eine Bank anbieten mit Distressed Debts umzugehen. Eine Möglichkeit der Bank besteht darin, sich des problembehafteten Kredites einfach durch einen Verkauf bzw. eine Abtretung zu entledigen. Warum dies für die Bank von Vorteil sein kann und warum es Investoren gibt die an einem Distressed Debt interessiert sind soll ebenfalls Gegenstand dieser Arbeit sein. Zudem gilt es den Markt, in welchem dieser Handel stattfindet, sowie dessen Entwicklung genauer zu beleuchten. Ebenso sollen die teilnehmenden Parteien und deren Motivation aufgezeigt werden. Dabei liegt ein spezieller Fokus auch auf dem Ablauf einer Distressed Debt Transaktion, sowie der Darstellung der Strategien, welche Investoren zur Gewinnrealisierung verfolgen. Insgesamt spielen im Zusammenhang mit Distressed Debt sowohl beim Kauf / Verkauf als auch beim weiteren Verfahren rechtliche Aspekte, – handelsrechtlicher und bankrechtlicher Art – sowie Steuern und Bilanzen eine große Rolle, welche sich auch in Abhängigkeit des Landes, in welchem investiert wird, stark unterscheidet.

Diese Rahmenbedingungen können hier nur teilweise dargestellt werden. Da sie auf die grundsätzlich vorhandenen Möglichkeiten im Umgang mit Distressed Debt keine Auswirkungen haben, werden sie weitgehend ausgespart. Zudem existieren eine ganze Reihe von Investitions- und Exitstrategien für passive und aktive Investoren deren vollständige Ausführung im Rahmen dieser Arbeit kaum möglich war. Zudem hätte man noch speziell auf die unterschiedlichen Arten der Verbriefung von Schuldtiteln und deren Handel am Sekundärmarkt eingehen können. Da das Seminar jedoch unter der Gesamtüberschrift des Corporate Restructuring geführt wird, werden hier eher solche Titel behandelt, welche sich aus Investorensicht hierfür eignen.

## 2 Distressed Debt

### 2.1 Definition

Ursprünglich stammt der Begriff des Distressed Debt aus den USA und ist stark durch die dortige Marktstruktur geprägt. Distressed Debts sind demnach Verbindlichkeiten, bei welchen der Schuldner seinen Zins- oder Tilgungsverbindlichkeiten nicht nachgekommen ist, Gläubigerschutz unter Chapter 11<sup>1</sup> beantragt hat oder sich in finanziellen Schwierigkeiten befindet, so dass seine Verbindlichkeiten im Sekundärmarkt mit einer Risikoprämie von 10%-Punkten oder mehr über entsprechenden US-Staatsanleihen gleicher Fälligkeit gehandelt werden<sup>2</sup> – wobei dieser Wert keine Konstante darstellt und demnach abweichen kann.

Im Deutschen hingegen kennt der Begriff des Distressed Debt keine eindeutige Definition. Es besteht jedoch die Möglichkeit, Forderungen über die Betrachtung von Bilanzkennzahlen, welche auf eine fehlende Kapitaldienstfähigkeit hinweisen, als Distressed einzustufen<sup>3</sup>.

Zudem kann das Rating einer Forderung zur Einstufung herangezogen werden. Dies bedarf jedoch einer vorhergehenden Festlegung einer Ratingstufe, bei deren Unterschreitung die Forderung als Distressed Debt bewertet wird<sup>4</sup>. Diese Möglichkeit der Bewertung ist jedoch häufig nicht möglich, da sie ebenso wie eine Bewertung über eine Risikoprämie in der Regel eine Börsennotierung voraussetzt.

Bei Bankkrediten gibt es jedoch lediglich ein Rating zum Unternehmen selbst, und nicht zur einzelnen Forderung, sodass häufig bankinterne Frühwarnsysteme, sowie teilweise die Tatbestände des Zahlungsverzugs bzw. unregelmäßiges Zahlungsverhalten zur Einstufung herangezogen werden<sup>5</sup>. Oftmals ist in der Literatur auch die Rede von Non-/ Subperforming Loans, Bad Loans und weiteren Begrifflichkeiten. Von einer Unterscheidung wird hier abgesehen, zumal keine einheitliche Meinung bezüglich deren Definition besteht<sup>6</sup>.

---

<sup>1</sup> Abschnitt des amerikanischen Insolvenzrechts

<sup>2</sup> Vgl. Rattner (2003), S.1

<sup>3</sup> Vgl. Jonstarndt (2007), S.7

<sup>4</sup> Schalast / Daynes bewerten Forderungen als Distressed Debt welche Unterhalb von BB+ gemäß S&P liegen

<sup>5</sup> Vgl. Blatz (2006), S.85f

<sup>6</sup> Vgl. Schalast/ Daynes (2005), S.9

## **2.2 Erscheinungsformen von Distressed Debts**

### **2.2.1 Börsennotierte Distressed Debts**

Wie bereits in der Definition angesprochen, treten Distressed Debts in unterschiedlicher Art und Weise auf. An der Börse werden Schuldtitel wie Wandel- oder Unternehmensanleihen öffentlich gehandelt<sup>7</sup>.

### **2.2.2 Nichtbörsennotierte Distressed Debts**

Schuldtitel, die nicht an der Börse gehandelt werden und sich direkt im Besitz einer Bank befinden, können weiterhin anhand des Schuldners unterschieden werden. Man kann hier zwischen Unternehmens-, Konsumenten- oder Immobilienkrediten differenzieren. Es kann sich bei diesen Schuldtiteln sowohl um normale Bankdarlehen als auch um Schuldscheindarlehen oder Private Placements handeln<sup>8</sup>.

## **2.3 Wie Entstehen Distressed Debts**

### **2.3.1 Makroökonomische Ursachen**

Eine Häufung von problembehafteten Schulden ist oftmals auf makroökonomische Ursachen zurück zu führen<sup>9</sup>. So werden z.B. durch eine Gütermarktdeflation die Realschulden von Unternehmen wie auch von privaten und öffentlichen Haushalten erhöht. Die nominellen Einnahmen sinken während die Schulden fixiert bleiben. Zudem gehen die Absatzzahlen der Unternehmen, bedingt durch ein vermindertes Kaufinteresse seitens der Konsumenten in deflationären Zeiten, auch mengenmäßig zurück<sup>10</sup>.

Ähnlich verhält es sich mit den Vermögensmärkten. Diese Märkte, wie der Aktien- oder Immobilienmarkt, sind wesentlich von den Erwartungen der Anleger getrieben. Diese Erwartungen sind oftmals übertrieben und können zu inflationären Preisanstiegen auf diesen Märkten führen. Theoretisch lässt sich prognostizieren, dass eine solche Vermögensmarktinflation – einhergehend mit einer an positive Erwartungen geknüpften Vergrößerung des Kreditvolumens – auch immer eine Deflation nach sich zieht. Vormals sicher geglaubte Anlagen wie Aktien oder Immobilien, welche auch als Sicherheit bei der Kreditaufnahme dienten, werden praktisch entwertet und schränken die betroffene ökonomische Einheit in ihrem Handlungsspielraum stark ein<sup>11</sup>.

---

<sup>7</sup> Vgl. Blatz (2006), S.84

<sup>8</sup> Vgl. Ebenda

<sup>9</sup> Vgl. Jobe (2005), S.44f

<sup>10</sup> Vgl. Ebenda, S.45

<sup>11</sup> Vgl. Ebenda, S.50ff



Es werden nun die zur Besicherung von Krediten eingesetzten Vermögensgegenstände oftmals unter Marktwert verkauft; Gläubiger werden mit einer vergleichsweise geringen Quote befriedigt. Letzten Endes wirkt dieser Vorgang destabilisierend für die ganze Wirtschaft und bringt zudem eine restriktive Neukreditvergabe der Banken mit sich.

### **2.3.2 Mikroökonomische Ursachen**

Man kann natürlich nicht nur die gesamtwirtschaftlichen Ursachen für das gehäufte Auftreten von Distressed Debts verantwortlich machen. Ebenso kann Versagen des Bankmanagements ein Grund für Distressed Debt sein. Die Agenten der Banken verdienen mit der Kreditvergabe Provisionen und riskieren dabei das Entstehen von faulen Krediten. Fehlende aufsichtsrechtliche Pflichten, wie beispielsweise eine an der Bonität des Kreditnehmers orientierte Gestaltung der Kreditkonditionen, können ebenfalls ausschlaggebend für das Auftreten von Distressed Debt sein<sup>12</sup>.

Dies war auch ein Grund dafür, den ersten Basler Akkord zu überarbeiten und zum Jahr 2007 die Vorschriften zur Eigenkapitalunterlegung von Basel II geltend zu machen<sup>13</sup>.

## **2.4 Möglichkeiten im Umgang mit Distressed Debts**

Die Frage, wie eine Bank mit ihrem Bestand an Distressed Debt umgehen sollte lässt sich nicht allgemeingültig beantworten und hängt auch immer von der Art der jeweiligen Schuld ab<sup>14</sup>. Grundsätzlich lassen sich jedoch drei Möglichkeiten im Umgang mit Distressed Debt aufzeigen.

Zum ersten besteht die Möglichkeit des bankinternen Workouts<sup>15</sup> des Problemkredits – dies ist die traditionelle Vorgehensweise der Banken. Dabei kann man diese Option weiterhin differenzieren. Die Bank hat natürlich die Möglichkeit einfach passiv abzuwarten und zu hoffen, dass der Schuldner wieder voll zahlungsfähig wird bzw. bei Zeiten eine Beendigung des Engagements, also eine Verwertung der Kreditsicherheiten z.B. im Rahmen einer Liquidation durchzuführen. Bei dieser Option nimmt die Bank immer einen sicheren Verlust in Kauf.

Handelt es sich bei dem Distressed Debt jedoch um eine Forderung gegenüber einem gewerblichen Unternehmen, so besteht zudem die Möglichkeit, sofern das Unternehmen als sanierungswürdig und -fähig eingestuft ist<sup>16</sup>, eine durch die Bank begleitete Sanierung/

---

<sup>12</sup> Vgl. Jobe (2005), S.60

<sup>13</sup> Vgl. Übelhör/ Warns (2004), S.19

<sup>14</sup> Vgl. Lützenrath (2006), S.31

<sup>15</sup> Vgl. Ebenda, S.35

<sup>16</sup> Vgl. Jobe (2005), S.102 f

Restrukturierung zu forcieren. Für ein solches Vorgehen zieht die Bank üblicherweise auch externe Berater hinzu.

Des Weiteren besteht die Möglichkeit eines externen Servicings. Diese Möglichkeit bietet sich in erster Linie bei Immobilien- oder Verbraucherkrediten an, für welche eine Sanierung auf keinen Fall in Frage kommt oder aus Kosten-Nutzen Gesichtspunkten nicht sinnvoll ist. Die Bank gliedert deshalb ihren Bestand an Distressed Debts aus bzw. beauftragt eine sog. Bad Bank, welche als wirtschaftlich und rechtlich unabhängige Einheit geführt wird, mit deren Inkasso und Abwicklung. Diese Form des Workouts wurde in Deutschland bislang vorrangig bei bereits ausgefallenen Krediten angewandt.

Als dritte Möglichkeit lässt sich für die Bank schließlich noch der Verkauf eines Distressed Debt oder eines Distressed Debt Portfolios anführen<sup>17</sup>. Welche Gründe dafür sprechen, eine solche Forderung zu veräußern, in welchem Umfang und auf welche Art und Weise dies geschieht, und wieso überhaupt ein Interesse am Erwerb solcher Forderungen besteht, soll Gegenstand des nächsten Kapitels sein.

## **3 Der Distressed Debt Markt**

### **3.1 Eigenschaften des Marktes**

Allgemein zeichnet sich der Markt für Distressed Debt Markt durch ein hohes Risiko, hohe Erträge sowie ein hohes Maß an Marktunvollkommenheit aus, zudem korreliert er nur in geringem Maße mit anderen Anlageklassen<sup>18</sup>.

Ein Distressed Debt Investor muss hinsichtlich der erwarteten Rendite die mit seiner Investition verbundenen Risiken ermitteln. Dabei hängt seine Rendite wesentlich von dem Kaufpreis, der Dauer der Investition sowie dem im Anschluss erzielten Exiterlös ab<sup>19</sup>. Zudem muss beim Erwerb die Ausfallwahrscheinlichkeit berücksichtigt werden.

Das hohe Risiko beim Investing in Distressed Debt wird jedoch auch mit überdurchschnittlich hohen Renditen honoriert. So erzielen gute Distressed Debt Investoren eine Rendite zwischen 20% und 25%<sup>20</sup> und sind dabei unabhängig von der Entwicklung anderer Anlageklassen<sup>21</sup>. Die weitere Entwicklung eines Distressed Debt hängt wesentlich von firmenspezifischen Faktoren wie den Fähigkeiten des Managers ab.

---

<sup>17</sup> Vgl. Lützenrath (2006), S.36

<sup>18</sup> Vgl. Kraft(2001), S.75

<sup>19</sup> Vgl. Ebenda, S.58 f

<sup>20</sup> Vgl. Braunschweig (2002), S.10

<sup>21</sup> Vgl. Markowitz (1952), S.77ff

So wie andere renditestarke Investments zeichnet sich auch der Distressed Debt Markt durch hohe Unvollkommenheit, speziell im Bereich von nicht Börsen notierten Bankkrediten, aus. Zum einen weist der Markt eine hohe Intransparenz auf. So sind aktuelle Gläubiger kaum bekannt, im Falle von Bankkrediten sogar aufgrund der Vertraulichkeitserklärung geschützt. Somit gibt es keine öffentlichen Marktpreise zu deren Bewertung. Zudem müssen Krisenunternehmen zunächst identifiziert werden<sup>22</sup>. Das Wissen, welches die Investoren sich aneignen, ist somit ein strategischer Vorteil. Aufgrund der Free-Rider Problematik<sup>23</sup> bei der Erwerbung von Distressed Debt Titeln sind die Investoren sehr daran interessiert, diese Intransparenz auch aufrecht zu erhalten.

Neben der Intransparenz besteht auf dem Distressed Debt Markt auch eine Informationsasymmetrie zwischen Gläubiger und Schuldner, z.B. hinsichtlich des Unternehmenswertes oder der zukünftigen Entwicklung, zumal die Informationspolitik eines Unternehmens in Krisensituationen eher restriktiv ist. Informationen über solche Sachverhalte sind demnach für Investoren extrem bedeutsam – speziell im Hinblick auf eine Preisfindung<sup>24</sup>.

Zusätzlich zeichnet sich der Distressed Debt Markt noch dadurch aus, dass er illiquide ist. Diese Illiquidität stellt eine Gefahr für den Investor dar, da dieser zur Gewinnrealisierung einen Exitkanal benötigt<sup>25</sup>.

## **3.2 Entwicklung des Marktes**

### **3.2.1 Die Anfänge**

Ausgangspunkt der Entwicklung des Distressed Debt Marktes war die Krise US-amerikanischer Banken in den 1980er Jahren<sup>26</sup>. Zur Bewältigung dieser Krise, welcher rund 1000 Sparkassen und am Ende auch deren Sicherungsfonds zum Opfer gefallen waren, wurden staatliche Abwicklungsgesellschaften (Resolution Trust Companies) gegründet und mit der Aufgabe betraut, die Aktiva der insolventen Institute zu veräußern. Aufgrund der Tatsache, dass amerikanische Sparkassen (Saving & Loans), als Finanzierer privater Immobilien auftreten, wurden gehäuft Darlehenspakete aus Hypothekenfinanzierungen von den RTCs in verbriefter Form zum Verkauf angeboten<sup>27</sup>. Im Laufe der Zeit hat sich zunächst

---

<sup>22</sup> Vgl. Gilson (1995), S.20ff

<sup>23</sup> Das Problem des kollektiven Handelns, ein Wirtschaftssubjekt kann den Nutzen eines Gutes ohne Gegenleistung erlangen.

<sup>24</sup> Vgl. Feder (2002), S.40

<sup>25</sup> Vgl. Lützenrath (2006), S.71

<sup>26</sup> Vgl. Jobe (2005), S. 360f

<sup>27</sup> Vgl. Bonn (o.J), S.22

in Asien, später in Schweden, Italien und Großbritannien ein vergleichbarer Markt, wenn auch nicht in gleicher Größenordnung, etabliert<sup>28</sup>.

### **3.2.2 Entwicklung des Marktes In Deutschland**

In Deutschland kam der Handel mit Distressed Debt 2003 das erste Mal groß an die Öffentlichkeit, auch wenn schon zuvor teilweise ein Handel stattgefunden hat. In diesem Jahr wurden große Pakete von Distressed Debt und Non Performing Loan veräußert. Der spektakulärste Verkauf fand damals zwischen der Hypo Real Estate Bank und dem amerikanischen Investor Loan Star statt<sup>29</sup>. Er hatte einen Umfang von 490 Mio. Euro. Im folgenden Jahr betrug das gehandelte Volumen in Deutschland bereits über 7 Milliarden Euro. Dabei hatte sich Deutschland jedoch lange Zeit von anderen Distressed Debt Märkten unterschieden, da der Verkauf von Distressed Debt nur als strategisches Mittel im Umgang mit einem Kreditportfolio betrachtet wurde<sup>30</sup> und nicht aus einer Notsituation der Banken resultierte. Der öffentliche Handel mit Distressed Debt, der in den USA einen Grossteil des Handelsvolumens ausmacht, ist in Deutschland weiterhin weniger stark entwickelt. So werden am deutschen Kapitalmarkt nur einige wenige syndizierte Kreditforderungen, gehandelt<sup>31</sup>.

### **3.2.3 Der Stand heute**

Seit den Anfängen des Distressed Debt Handels in den 1980er Jahren hat sich der Markt stetig weiterentwickelt und das Handelsvolumen ist stetig gestiegen (s.o.). Nach dem „Fall Lehman Brothers“ im Herbst 2008 hatten sich jedoch viele Investoren mangels Kapitals, zunächst aus dem Markt zurückgezogen. Zudem war es schwierig, Annahmen über die künftige Zahlungsfähigkeit von Unternehmen zu machen, so dass Investoren nur bereit waren, Distressed Debt unter hohen Abschlägen zu erwerben – in Erwartung sinkender Preise. Auf der anderen Seite war die Eigenkapitalunterlegung bei einigen Banken so dünn, dass sie sich keine großen Abschreibungen auf ihre laufenden Engagements erlauben konnten<sup>32</sup>. So sank also zunächst die Anzahl der Transaktionen in Deutschland, trotz steigender Anzahl von Unternehmen in Finanzierungsnot. Mittlerweile hat sich der Markt jedoch soweit erholt, dass zumindest Banken mit einer hohen Eigenkapitalunterlegung

---

<sup>28</sup> Vgl. Lützenrath (2006), S.12

<sup>29</sup> Vgl. Jobe (2005), S.366

<sup>30</sup> Vgl. Schlagloth (2004), S.16

<sup>31</sup> Vgl. Liebler (2004), S.649

<sup>32</sup> Vgl. Jäger (2009), S.3

wieder bereit sind, als Verkäufer von Distressed Debt zu agieren, ebenso wie Käufer wieder bereit sind, höhere Preise zu bezahlen<sup>33</sup>.

In den USA sah sich der Handel mit Distressed Debt im Jahr 2009 dagegen auf einem Allzeit Hoch. So wurden im abgelaufenen Jahr Distressed Debt Titel im Gesamtwert von 184 Mrd. US Dollar gehandelt<sup>34</sup>. Dabei konnte Merrill Lynch als erfolgreichster Investor eine durchschnittliche Rendite von 39,5 % erzielen<sup>35</sup>.

### **3.3 Teilnehmer – Gründe für den Handel**

#### **3.3.1 Investoren**

Distressed Debt Investoren werden von der Öffentlichkeit oftmals sehr kritisch betrachtet, und als „Geier“ oder „Heuschrecken“ bezeichnet<sup>36</sup>. Diese Sichtweise gründet darauf, dass irrsinniger Weise angenommen wird, solche Investoren würden aus dem Leid von in Not geratenen Schuldern einen Nutzen ziehen, also exorbitante Gewinne herausschlagen<sup>37</sup>. Dabei wird meist die Tatsache übersehen, dass die Rendite der Investoren alleine dadurch zu Stande kommt, dass sich bisherige Gläubiger des Schuldners von diesem trennen wollen, jedoch nicht im gleichen Maße wie ein spezialisierter Investor in der Lage sind, den Wert des Distressed Debt zu realisieren<sup>38</sup>.

Grundsätzlich können beim Distressed Debt Investing drei Arten von Investoren unterschieden werden<sup>39</sup>.

Zum einen gibt es unfreiwillige Investoren, welche ursprünglich in einen Schuldtitel investiert haben, der „performing“ war und nun durch eine Verschlechterung der Zahlungsfähigkeit des Schuldners Distressed geworden ist. Üblicherweise sind solche Investoren Banken, die besicherte und unbesicherte Kredite an Privat- und Firmenkunden vergeben. Diese Investorengruppe ist in erster Linie daran interessiert, den Nominalbetrag ihrer Forderung zurück zu bekommen<sup>40</sup>.

Investoren, die gezielt in Distressed Debt Titel investieren lassen sich weiterhin unterscheiden in passive Trader, welche häufig in Anleihen oder syndizierte Forderungen<sup>41</sup> investieren und einen vergleichsweise kurzfristigen Anlagehorizont haben, und aktive Asset Manager welche einen eher langfristigen Anlagehorizont haben und bei der Restrukturierung

---

<sup>33</sup> Vgl. Jäger (2009), S.2

<sup>34</sup> Vgl. Walden Siew (2008)

<sup>35</sup> Vgl. Reuters.com

<sup>36</sup> Vgl. Heusinger (2004)

<sup>37</sup> Vgl. Tjong (2002)

<sup>38</sup> Vgl. Jobe (2005), S.355

<sup>39</sup> Vgl. Rattner(2003), S.10

<sup>40</sup> Vgl. Jobe (2005), S.356

<sup>41</sup> die Gewährung eines einheitlichen Kredites durch mindestens zwei Kreditinstitute an einen Kreditnehmer

eines Unternehmens mitwirken wollen und gegebenenfalls an einer Kontrollübernahme interessiert sind. Solche Asset Manager versuchen beispielsweise über den Kauf größerer Kreditblöcke, ein Vetorecht innerhalb der Gläubigergruppe für den Fall möglicher Abstimmungen, aufzubauen. Ihr Ziel ist es, am Ende der Investition den Barwert von Sanierungserlösen zu maximieren<sup>42</sup>. Zudem haben aktive Investoren im Vergleich zu passiven eine höhere Renditeerwartung.

### 3.3.2 Verkäufer

Da grundsätzlich alle Verkäufer von Distressed Debts auch als Investoren auftreten können<sup>43</sup>, stellt sich die Frage, weshalb ein Verkauf überhaupt sinnvoll ist.

Grundsätzlich können die Motive dabei in strategische und ertrags-/bilanzielle Gründe unterschieden werden<sup>44</sup>.

Oftmals fehlen den Gläubigern das Wissen und die Erfahrung im Umgang mit Distressed Debts. Weiterhin muss eine Bank im Falle einer Eigensanierung auch das zukünftige Neugeschäft berücksichtigen und kann z.B. nicht wie ein Investor bei sofortiger Begleichung einer Verbindlichkeit auf einen Teil der Forderung verzichten, da dies Auswirkungen auf die Zahlungsmoral zukünftiger Kreditnehmer hätte<sup>45</sup>. Daneben haben Investoren den Vorteil, ein im Vergleich zu Banken differenzierteres Anlageprofil zu besitzen. Präferieren Banken in erster Linie gut besicherte, unproblematische Investments und wollen diese in einer Distressed Situation am besten sofort liquidieren, so sehen risikobereite Investoren hier im Zuge einer Restrukturierung eine hohe Renditechance<sup>46</sup>.

Zudem ist die Abwicklung von Distressed Debt mit einem hohen zeitlichen und personellen Aufwand verbunden (bei der Restrukturierung streben die Investoren je nach Strategie einen Anlagehorizont zwischen 2 und 5 Jahren an). Durch das Abstoßen kann die Bank sich also wieder verstärkt auf ihr Kerngeschäft konzentrieren<sup>47</sup>.

Des Weiteren werden Institute, welche sich nachhaltig von Distressed Debts trennen, von externen Rating Agenturen im Normalfall besser bewertet<sup>48</sup>.

Daneben können pessimistische Annahmen über die zukünftige Entwicklung eines Unternehmens, sowie die Sorge, dass durch den Ausfall des Kredites die gesamte Bank in

---

<sup>42</sup> Vgl. Jobe (2005), S.355

<sup>43</sup> Vgl. Liebler (2004), S.651

<sup>44</sup> Vgl. Rubinstein (2004), S.4f

<sup>45</sup> Vgl. Jobe (2004), S.359

<sup>46</sup> Vgl. Lützenrath (2006), S.55

<sup>47</sup> Vgl. Liebler (2004), S.4f

<sup>48</sup> Vgl. Ebenda(2004), S.4f

Schiefelage gerät, ein Anlass zur Veräußerung des Distressed Debt sein<sup>49</sup>. Aber auch interne Richtlinien bzw. rechtliche Anlagerestriktionen können den Kauf bzw. das Halten von Distressed Debt verbieten.

So hat beispielsweise die Umsetzung der Basel II Vorschriften zur Eigenkapitalunterlegung – bereits in deren Vorfeld – dazu geführt, dass ein gehäuftes Interesse der Banken am Verkauf von Distressed Debt aufgekommen ist<sup>50</sup>.

### 3.3.3 Sonstige Teilnehmer

Da die Veräußerung von Distressed Debt sehr komplex ist, werden beim Transaktionsprozess in der Regel von der Käufer-/Verkäuferseite noch weitere Parteien hinzu gezogen. Aufgrund der vielen rechtlichen Fragen, die bei dem Verkauf von Distressed Debt zu berücksichtigen sind, unterstützen Rechtsanwälte beide Parteien bei der Vertragsgestaltung<sup>51</sup>. Des Weiteren greifen Käufer häufig auf sog. „Special Servicer“ zurück, welche sich auf die Abwicklung von Problemkrediten spezialisiert haben. Der Erfolg des Investments hängt dabei wesentlich von den Fähigkeiten dieser Servicer ab<sup>52</sup>. Käufer lassen sich zusätzlich von sog. „Arrangern“, sowohl während der Vorbereitung, als auch bei der Transaktion, in organisatorischen und Fragen und hinsichtlich der Bewertung beraten.

Eine ähnliche Funktion haben auch teilnehmende Wirtschaftsprüfer oder Unternehmensberater, welche häufig zu einer Transaktion hinzugezogen werden<sup>53</sup>.

## 3.4 Transaktionstypen

Wie bereits zuvor angesprochen kann man bei Distressed Debt Transaktionen verschiedene Typen unterscheiden – wobei sich der Ablauf der Transaktion je nach Typ mehr oder weniger komplex gestaltet<sup>54</sup>. Dabei müssen Distressed Debt Investoren immer auch die rechtlichen Begebenheiten des Landes, in welchem die Transaktion abgewickelt wird, beachten<sup>55</sup>. Zum einen können sich Distressed Debt Transaktionen auf Einzelforderungen beziehen. Man spricht in diesem Fall von sog. Single Name Distressed Debt. Diese Transaktionen findet man speziell im Bereich von großvolumigen Unternehmenskrediten (ab 10 Mio. €) und Gewerbeimmobilienfinanzierung vor.

Zudem können Distressed Debt Basket bzw. Portfolio Transaktionen durchgeführt werden. Solchen Portfolio Transaktionen liegt die Idee zugrunde, kleinere Problemkredite, für die ein

---

<sup>49</sup> Vgl. Kraft (2001), S. 76f

<sup>50</sup> Vgl. Bolder (2005), S.14f

<sup>51</sup> Vgl. Lützenrath (2006), S.17

<sup>52</sup> Vgl. Moody's (2002), S.4

<sup>53</sup> Vgl. Lützenrath (2006) S.17

<sup>54</sup> Vgl. Jobe (2004), S.372

<sup>55</sup> Vgl. Jobe(2004), S.354

Einzelverkauf nicht in Frage kommt, transaktionskosteneffizient veräußern zu können. Diese Transaktionen liegen üblicherweise in einer Größenordnung von mindestens mehreren 10 Mio. € wobei Transaktionen über 100 Mio. € oder mehr die Regel sind<sup>56</sup>.

Die Transaktion kann dabei, je nach Reife des jeweiligen Marktes, sowohl durch Verhandlungen als auch in Form von Auktionen durchgeführt werden<sup>57</sup>.

## 4 Die Transaktion von Single Named Debts

### 4.1 Ablauf

Wie bereits erwähnt, gibt es verschiedene Arten von Distressed Debt Transaktionen. Im Folgenden soll der Ablauf eines Transaktionsprozesses, genauer eine Investition in Single Named Distressed Debt ausführliche dargestellt werden. Ebenso sollen die Strategien der aktiven Investoren, mit einem Schwerpunkt in der Aufführung von Debt Equity Swaps und Reverse Debt Equity Swaps, dargestellt werden. Neben den aktiven Investoren werden auch die Strategien der passiven Investoren kurz beleuchtet. Die Phasen, die während der Transaktion durchlaufen werden, lassen sich schematisch wie folgt darstellen. Dabei könnte man den reinen Investmentprozess noch um eine Vorbereitungsphase zur Kapitalsuche erweitern<sup>58</sup>.

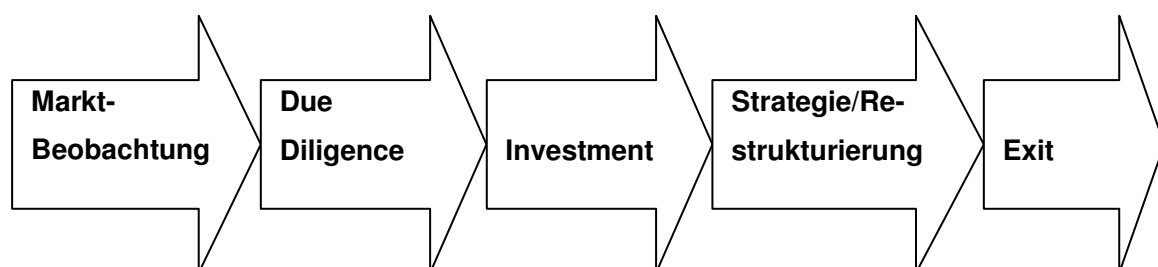


Abbildung 1: Schematische Darstellung des Investitionsprozesses<sup>59</sup>

#### 4.1.1 Vorbereitung und Verkauf

In der Phase der Marktbeobachtung kann der Investor sowohl aktiv als auch passiv agieren. Viele der Investoren befinden sich schon im Vorfeld auf einer Liste (sog. Longlist)<sup>60</sup> der Verkäufer und werden von diesen direkt angesprochen. Entschließt sich ein Investor zu einer aktiven Beobachtung des Marktes, so muss er anhand einer eigenen Analyse eine erfolgsversprechende Investitionsmöglichkeit ausfindig machen. Da sich erfolgreiche von

---

<sup>56</sup> Vgl. Lützenrath (2006), S.12

<sup>57</sup> Vgl. Ebenda, S.353

<sup>58</sup> Vgl. Kraft (2001), S.94

<sup>59</sup> Eigene Darstellung in Anlehnung an Kraft (2001) S.94; Schalast/ Daynes(2005), S.20

<sup>60</sup> Vgl. Daimer (2001), S.11



weniger erfolgreichen Distressed Debt Investoren immer auch in der besseren Auswahl einer Investitionsmöglichkeit unterscheiden, ist diese Phase für einen positiven Ausgang vorentscheidend<sup>61</sup>. Dabei sollten die Unternehmen in die investiert werden soll, zur Realisation hoher Gewinnmargen einer Unterbewertung, hervorgerufen durch Marktineffizienzen, unterliegen<sup>62</sup>. Weiterhin kann das Unternehmen, um für ein Investment in Frage zu kommen, entweder neues Geld benötigen, einem Führungswechsel zustimmen oder einfach sehr gut für eine Restrukturierung („Turnaround“) geeignet sein<sup>63</sup>.

Wenn der Investor eine passende Investitionsmöglichkeit gefunden hat, muss er diese ähnlich einer Sorgfältigkeitsprüfung nach § 276 BGB, im Rahmen einer Due Diligence überprüfen<sup>64</sup>. Zweck dieser Überprüfung ist die Überwindung von Informationsasymmetrien. Der Investor erhält dabei einen Einblick in interne Abläufe und finanzielle Verhältnisse eines Unternehmens und rechtliche Aspekte bei der bevorstehenden Investition. Auf die Weise wird ihm die Entscheidungsfindung (investieren/nicht investieren) erleichtert<sup>65</sup>. Der Investor macht sich in dieser Phase also ein möglichst umfangreiches Bild bezüglich der Chancen und Risiken, und wird dabei von verschiedenen Spezialisten (s. Kapitel 3.3.3) unterstützt. Aber auch für den Verkäufer ist die Phase der Due Diligence von Bedeutung, da er hier die Möglichkeit hat den Investor von der Vorteilhaftigkeit der Investition zu überzeugen und so eine höhere Zahlungsbereitschaft zu generieren<sup>66</sup>.

Im Falle eines positiven Ergebnisses bei der Due Diligence, schließt sich der Erwerb des Distressed Debt, und damit das Investment an sich, an. Am Ende dieser Phase welche meist durch Vertragsverhandlungen (evtl. unter zur Hilfenahme einer Auktion im Falle von mehreren Kaufinteressenten) und eine Bewertung der Forderung eingeleitet werden, geht der Distressed Debt (und die dazugehörigen Sicherheiten) auf den Investor, meist in Form einer Forderungsabtretung, über („True Sale“)<sup>67</sup>. Da Firmenkredite häufig durch ein Bankenkonsortium vergeben werden, wurde, um solche Kredite leichter handelbar zu machen, ein Musterdarlehensvertrag für Firmenkredite ausgearbeitet<sup>68</sup>. Neben der Forderungsabtretung bestehen noch andere Möglichkeiten für den Investor, den Distressed Debt übertragen zu bekommen. So kann sich der Investor z.B. in Form einer Unterbeteiligung lediglich im Innenverhältnis am Kredit beteiligen, wobei das

---

<sup>61</sup> Vgl. Moyer (2005), S.259

<sup>62</sup> Vgl. Kapitel 3.1

<sup>63</sup> Vgl. Fitzgerald (2003), o. S.

<sup>64</sup> Vgl. Berens (1998), S.12

<sup>65</sup> Vgl. Kunz (2007), S.400

<sup>66</sup> Vgl. Shalast/Daynes (2005), S.25

<sup>67</sup> Vgl. Lützenrath (2006), S.125

<sup>68</sup> Vgl. Jobe (2005), S.415

Außenverhältnis zwischen der kreditgebenden Bank und dem Kreditnehmer bestehen bleibt<sup>69</sup>.

#### 4.1.2 Strategien der aktiven Investoren

Ist der Investor erst einmal im Besitz des Distressed Debt, stellt sich die Frage, wie sich der Wert des Investments am besten steigern lässt. Die folgenden Ausführungen konzentrieren sich dabei in erster Linie auf aktive Investoren (vgl. 3.3.1), die an einer Kontrollübernahme des Unternehmens oder zumindest an einer Beteiligung an der Reststrukturierung interessiert sind. Sie sehen die Renditechance ihres Investments folglich in der Wertsteigerung des Unternehmens durch eine erfolgreiche Restrukturierung.

Das wirkungsvollste Instrument hierfür ist die Durchführung eines Debt Equity Swaps. Dies wird auch in der Praxis häufig angewandt (s.Tab.1).

Bei einem Debt Equity Swap werden die Forderungen (Fremdkapital) des Investors, ganz oder teilweise, als Eigenkapital eingebracht. Die Forderung des Investors (Gläubiger), gegenüber dem Unternehmen erlischt also. Im Gegenzug erhält dieser eine Beteiligung in gleicher Höhe am Unternehmen<sup>70</sup>. Aus Sicht des Schuldners wird eine Verbindlichkeit in Eigenkapital umgewandelt. Die Investoren müssen natürlich darauf achten, dass ihre Beteiligung in einer Größenordnung ist, welche die Verhandlungsposition bei der Durchführung etwaiger Sanierungsmaßnahmen stärkt.<sup>71</sup>

Dieser Weg der Kontrollübernahme birgt jedoch auch erhebliche Risiken für den Investor. So kann es zum Beispiel vorkommen, dass der Investor im Falle einer Insolvenz des Unternehmens in Deutschland nach der sog. Differenzialhaftung die Differenz zwischen dem tatsächlichen Wert der eingebrachten Forderung und dem Kapitalerhöhungsbetrag selber begleichen muss. Zudem sind die Forderungen des Investors, sollten diese nicht vollständig in das Unternehmen eingebracht werden, im Falle einer Insolvenz nachrangig zu behandeln<sup>72</sup>.

Um diese Risiken zu umgehen, und gleichzeitig noch die Transaktionskosten zu senken, bietet sich das Verfahren des Reverse Debt to Equity Swaps an. Bei diesem Verfahren „wandern“ die Forderungen nicht zum Unternehmen, sondern das Unternehmen zu den Forderungen. Zunächst bringt der Investor dabei seine Forderung in eine neue, von ihm im Rahmen einer Bargründung<sup>73</sup> gegründete Gesellschaft ein. Im Anschluss überträgt der

---

<sup>69</sup> Vgl. Lützenrath (2006), S.125

<sup>70</sup> Vgl. Vallender (2007), S.132

<sup>71</sup> Vgl. Jobe (2005), S.355

<sup>72</sup> Vgl. Jäger (2009), S.2

<sup>73</sup> Unternehmensgründung bei der Das Gesamte Eigenkapital durch den Gründer in Form von Geldeinlagen eingebracht wird

Kreditnehmer, im Rahmen einer Ausgliederung, seinen Geschäftsbetrieb ganz oder teilweise, inklusive der betroffenen Verbindlichkeiten auf diese Gesellschaft<sup>74</sup>. Die Probleme wie beim normalen Debt Equity Swap bestehen hier nicht mehr.

Target	Investor	Alteigentümer	Branche	Zeitpunkt	Transaktion
Bavaria Yachtbau	Oaktree Anchorage Advisors	Bain Capital	Bootsbau	Okt.09	Verzicht auf Kreditforderungen Gegen erhalt von 95% der Anteile
Monier	ATY	PAI, Lafarge	Dachbau	Juli 09	ATY übernimmt Monier komplett
Neumayer, Tekfor	Goldman Sachs, Oaktree	Barclays Private Equity	Autozulieferer	Juli 09	Gläubiger übernehmen 50% d. Anteile

**Tabelle 1:** Überblick über Debt to Equity Swaps 2009<sup>75</sup>

Da das Ziel des Investors in der Realisation von Gewinnen liegt, benötigt er eine Exitstrategie, mit der er sein Kapital wieder liquide machen kann. Hat der Investor nach einer erfolgreichen Sanierung bzw. Restrukturierung noch immer Fremdkapitalanteile, so kann er selbstverständlich deren Rückzahlung von dem Schuldner verlangen oder seine Ansprüche aus einer möglichen Liquidation des Unternehmens befriedigen<sup>76</sup>.

Daneben steht es dem Investor natürlich offen, seine im Rahmen des Debt to Equity Swaps erworbenen Eigenkapitalanteile weiter zu veräußern. Dies kann sowohl in Form eines Trade Sale<sup>77</sup>, eines Secondary Purchase<sup>78</sup>, als auch durch den Gang an Börse („Going Public“) geschehen. Die Vorteile des Trade Sale gegenüber einem Börsengang liegen neben den geringeren Kosten v.a. darin, dass die potentiellen Käufer bereits über weitreichende Kenntnisse der Branche verfügen und die Transaktion demnach relativ zügig abgewickelt werden kann. Ein Secondary Purchase kommt hingegen in Betracht, wenn das laufende Investment nicht mehr zu der Gesamtstrategie des Investors passt, das Potenzial jedoch

<sup>74</sup> Vgl. Jäger (2009), S.3

<sup>75</sup> Eigene Darstellung in Anlehnung an Jäger (2009), S.4

<sup>76</sup> Vgl. Kapitel 2.4.

<sup>77</sup> Verkauf an strategische oder industrielle Investoren

<sup>78</sup> Verkauf an weitere Finanzinvestoren

noch nicht komplett ausgeschöpft ist. Der äußerst lukrative Gang an die Börse wird oftmals durch die schlechte Vorgeschichte des Unternehmens und/oder ein schlechtes Börsenumfeld verhindert<sup>79</sup>.

### **4.1.3 Strategien der passiven Investoren**

Passive Investoren sehen den Wert einer Investition vor allem in deren Unterbewertung durch Marktineffizienzen<sup>80</sup>. Die grundlegende Strategie für den passiven Investor besteht darin, abzuwarten bis sich die unter dem Druck der schlechten Unternehmenslage, und die mangels Interesse der Analysten entstandene Unterbewertung wieder berichtigt hat. Die Verbesserung der Bewertung kann dabei auch mit den positiven Auswirkungen besonderer Ereignisse, z.B. der Vorlage eines Restrukturierungsplans, begründet werden. Diese „Event Driven“ Strategie ist jedoch sehr riskant da man diese Ereignisse nur schwer antizipieren kann<sup>81</sup>. Zudem fahren viele passive Investoren einfach nach dem „Free-Rider“ Ansatz. Dabei beobachten sie das Verhalten erfahrener und erfolgreicher (evtl. aktiver) Investoren, verzichten auf eine eigene Analyse und versuchen dann in dieselben Unternehmen zu investieren – also deren Strategie zu „kopieren“<sup>82</sup>.

## **4.2 Rechtliche Aspekte in Deutschland – Grundzüge**

Die Distressed Debt Transaktion kann sowohl in Form einer einzelnen Abtretung (Asset Deal) an den Käufer übertragen werden, als auch in im Zuge eines sog. Share Deals an eine Gesellschaft übertragen werden, die im Anschluss dem Investor verkauft wird<sup>83</sup>.

Da ein Investor im Vorfeld des Erwerbs von Krediten Informationen über den Schuldner benötigt, diese jedoch nicht öffentlich zugänglich sind, ist er zur Informationsbeschaffung in Deutschland auf die Bank angewiesen. Es stellt sich also die Frage ob Datenschutz, Bankgeheimnis oder Verschwiegenheitspflicht der Transaktion von Distressed Debts im Wege stehen<sup>84</sup>. Bei Share Deals ist dies unproblematisch.

Im Falle von Asset Deals ist man, nach längerer Diskussion, heutzutage in der Literatur einig, dass die Informationsweitergabe durch die Bank erfolgen darf, sofern es aufgrund berechtigter Eigeninteressen der Bank gerechtfertigt ist<sup>85</sup>. Dies ist zwar bei bereits ausgefallenen Krediten gegeben, bei Distressed Debts jedoch nicht der Fall. Zur Lösung dieses Problems muss die Informationsweitergabe also entweder vertraglich geregelt sein

---

<sup>79</sup> Vgl. Daimer (2007), S.14

<sup>80</sup> Vgl. Altman (1999), S.38ff

<sup>81</sup> Vgl. Kraft (2001), S.82

<sup>82</sup> Richter (2006), S.35

<sup>83</sup> Vgl. Schäfer (2007), S.3

<sup>84</sup> Vgl. Kammel (2004), S. 265

<sup>85</sup> Vgl. Jobe (2005), S.264

oder die Bank muss den Schuldner von deren Vorteilhaftigkeit überzeugen. Ebenso kommt eine anonymisierte Informationsweitergabe in Betracht<sup>86</sup>, welche in der Praxis üblicherweise bevorzugt wird.

Des Weiteren ist es möglicherweise erforderlich, dass der Investor eines Distressed Debt in Deutschland über eine Banklizenz verfügt. Zwar stellt die Übernahme eines Bankdarlehens, sowie die folgende Verwaltung, an sich noch kein Bankgeschäft dar, jedoch beabsichtigen Investoren gegebenenfalls auch eine Umschuldung der Kredite bzw. eine Neu-Kreditvergabe. In diesem Fall ist der Besitz einer Banklizenz unbedingte Voraussetzung<sup>87</sup>.

## 5 Ausblick

Die aktuelle wirtschaftliche Lage und die stetig steigende Anzahl an Unternehmensinsolvenzen macht die Anlage in Distressed Debt (speziell Single Named Debt) für immer mehr Investoren interessant und möglich – sofern diese über die nötigen Ressourcen und Fähigkeiten verfügen. Zudem sorgt eine restriktivere Kreditvergabe der Banken dafür, dass auch von Seiten der Unternehmen eine verstärkte Bereitschaft besteht, sich in einer Notsituation von Investoren finanzieren zu lassen. Daneben ist es auch für Banken zunehmend normal geworden, sich von Distressed Debt oder Distressed Debt Portfolios zu trennen. Auch die Tatsache, dass vermehrt größere Unternehmen betroffen sind, welche eine gute Chance auf Fortbestand haben<sup>88</sup>, und welche sowohl in der Öffentlichkeit als auch von Seiten der Investoren leichter wahrgenommen werden, wird möglicherweise zu einem Anwachsen des Distressed Debt Handels beitragen.

Die interessantesten Distressed Debt Märkte in Europa sind dabei Großbritannien und Deutschland. Hauptaugenmerk der Investoren wird in der Zukunft auf vorrangigen Unternehmensschulden (Senior Bond) liegen - wobei eine steigende Anzahl von Investoren, welche ein Interesse an einer Kontrollübernahme haben, erwartet wird<sup>89</sup>. Neben Senior Bonds werden die Investoren v.a. in sog. High Yield Bonds, also Anleihen von schlecht gerateten Unternehmen, investieren.

---

<sup>86</sup> Vgl. Schäfer (2007), S.3

<sup>87</sup> Vgl. §1 Abs.1 Satz 2 Nr.2 KWG

<sup>88</sup> Vgl. Handelsblatt

<sup>89</sup> Vgl. European Distressed Debt Market Outlook (2010)

## Literaturverzeichnis

Altman, Edward (1999): Distressed Securities – Analyzing and Evaluating Market Potential and Investment Risk, Washington D.C , BeardBook 1999

Blatz, Michael et.al. (2006): Gestärkt aus der Krise: Unternehmensfinanzierung in und nach der Restrukturierung, Berlin Heidelberg 2006

Berens, Wolfgang/ Strauch, Joachim (1998): Herkunft und Inhalt des Begriffs Due Dilligence, in: Berens, Wolfgang et.al (Hrsg.): Due Dilligence bei Unternehmensakquisitionen, Stuttgart, Schäffer-Pöschel 1998, S. 3-19

Bolder, Markus et.al. (2005): Non Performing Loans in Deutschland, Wachstumsmarkt oder Strohfeuer, in: Die Bank Nr.2, 2005 S.14-17

Bonn, Joachim (o.J): Entwicklungstendenzen im US-amerikanischen und japanischen Bankensystem – Konsequenz aus zwei Bankkrisen , in: 43.Semesterbericht d. Instituts für Kredit und Finanzwirtschaft Ruhr Universität Bochum.

Braunschweig, Christoph (2002): CalSTRS Ponders Distressed Debt in: Private Equity Week Vol9, No6, 2002, S.10

Daimer, Andreas (2007): Chancen und Risiken von Distressed Debt Investments - Eine empirische Analyse von Debt-Equity-Swaps am deutschen Markt

European Distressed Debt Market Outlook 2010 (PDF Dokument Stand 2010)

<http://www.debtwire.com/pdf/European-Distressed-Debt-Outlook-2010.pdf>

Feder, Warren / Lagrange, Patrick (2003): Considerations for Investors Before Investing in Bankrupt Companies, in: The Journal of Private Equity, Vol. 5, No. 4, 2002, S.38-41

Fitzgerald, Nate (2003): Here be dragons, in: Real Deals, Februar 2003

Forrester, J. Paul (2004): Distressed Debt Collateralized Obligations: What? Why? Now? in: Mayer, Brown, Rowe & Mav LLP

Gilson, Stuart (1995): Investing in Distressed Situations: A Market Survey, in: Financial Analysts Journal, November/Dezember 1995, Vol 51, S. 8-27

Handelsblatt.com(2010): Insolvenzenrekord für 2010 befürchtet (www-Seite Stand 2010 Zugriff am 14.5.2010 23.40 MEZ)

<http://www.handelsblatt.com/deutschland-insolvenzen-rekord-fuer-2010-befuerchtet;2527526>

Heusinger, Robert von (2004): Die Geier sind da, in: Die Zeit vom 16.12.2004

Jäger, Klaus (2009): Distressed Assets Newsletter, Finance Magazine, Oktober 2009 (Pdf-Dokument Stand 2009) Zugriff am 13.5.2010 22.30 MEZ

[http://www.wbcon.de/mediapool/9/97758/data/NLP1/2009-10\\_www.finance-magazin.pdf](http://www.wbcon.de/mediapool/9/97758/data/NLP1/2009-10_www.finance-magazin.pdf)

Jobe, Clemens (2005): Workout – Management und Handel von Problemkrediten, Frankfurt am Main, Bankakademie

Jonstard, Phillip (2007): Distressed equity offerings by German corporations in: University of Munich, Munich business Research Paper

Kammel, Volker (2004): Investition in notleidende Kredite, in: Brühl/Göpfert (Hrsg.): Unternehmensrestrukturierung, Schäfer Poeschel (2004)

Kraft, Volker (2001): Private Equity für Turnaround- Investitionen – Erfolgsfaktoren in der Managementpraxis, Diss. Nr. 2481, Frankfurt am Main, Campus.

Kunz, Hartmut et.al (2007): Debt for Equity Swaps – Turnaround Investment in Deutschland, in Finanz Betrieb, 7-8/2007

Liebler, Hans et.al. (2004): Distressed Debt Investing, in: Zeitschrift für das gesamte Bank und Börsenwesen, 52.Jg., September 2004

Lützenrath, Christian et.al.(Hrsg) (2006): Distressed Debt und Non Performing Loans – Handel und Workout von Notleidenden Firmenkundenkrediten in der Bankpraxis, Gabler.

Markowitz, Harry (1952): Portfolio Selection, in: The Journal of Finance, 1952

Moody's Investor Service, Special Report (2002): Moody's Approach to Monitoring Italian Non-Performing Loan Transactions, November 2002.

Moyer, Stephen G. (2005): Distressed Debt Analysis – Strategies for Speculative Investors, J. ROSS Publishing

Reuters.com (2009): US Distressed Debt best Performers in 2009- Report (www. Seite Stand 2010) Zugriff am 7.5.2010 20.30MEZ

<http://www.reuters.com/article/idUSN0250636020090602>

Rattner, Steven et.al (2003): Distressed debt Opportunities for Private Equity, Institute for Fiduciary Education.

Richter, Nicholas (2006): Möglichkeiten und Grenzen des Distressed Debt Investing in Deutschland, DUV 2006

Rösler, Peter et.al (Hrsg.)(2005): Handbuch Kreditgeschäft, Gabler

Rubinstein, Mark et.al. (2004): German Banks - Distressed Debt, Credit Suisse First Boston, Juli 2004

Schalast, Christoph / Daynes Christian (2005): Distressed Debt Investing in Deutschland – Geschäftsmodell und Perspektiven, in: HFB – Workingpaper Series No.66 (Pdf Dokument, Stand 2005) Zugriff am 8.5. 22.30 MEZ

[www.frankfurt-school.de/dms/Arbeitsberichte/Arbeits66e/Arbeits66e.pdf](http://www.frankfurt-school.de/dms/Arbeitsberichte/Arbeits66e/Arbeits66e.pdf)

Schäfer, Stefan (2007): Notleidende Kredite – Eine etablierte Assetklasse – der Handel mit Kreditportfolios in Deutschland, Deutsche Bank Research, 5.4.2007

Siew, Walden (2008): Distressed debt hits all time high, New York Times Online (www –Seite Stand 2008) Zugriff am 5.5.2010 19.00 MEZ  
<http://www.nytimes.com/2008/07/29/business/worldbusiness/29iht-deal30.1.14851285.html>

Schlagloth, Rolf (2004): Verkauf notleidender Forderungen – Erfahrungsbericht Niederschlesische Sparkasse, 14.10.2004



Tjong, Roger (2002): Distressed Debt draws Investors, in: Stanford Business Magazine, November 2002