

## Rolle des Käufers und Sanierers von Sub-performing/Non-performing Loans: die Bank als **Broker** oder mehr?

Die Investition in notleidende Darlehen und krisenbetroffene Unternehmen (Distressed Investing) hat in Europa und insbesondere in Deutschland in den vergangenen Jahren deutlich zugenommen. Gründe liegen zum einen in der hohen Anzahl an Insolvenzen in den Jahren 2001 bis 2005 und den gestiegenen Anforderungen der Banken an Kreditnehmer im Zuge von Basel II. Darüber hinaus suchen vor allem anglo-amerikanische Distressed Investoren neue Anlagemöglichkeiten außerhalb ihrer traditionellen Investitionsregionen. Dabei wurde Deutschland als das attraktivste Ziel identifiziert – Deutschland hat das größte Kreditvolumen in Europa<sup>1)</sup> und erholt sich gerade von einem konjunkturellen Tief, welches den Anteil an notleidenden Darlehen in den Kreditportfolios der Banken deutlich erhöht hat. Seit der Entstehung des Marktes für notleidende Kredite in Europa und Deutschland gehören internationale tätige Investmentbanken zu den größten und aktivsten Investoren in krisenbetroffene Unternehmen.

### Veränderte Rolle des Käufers

In der jüngsten Vergangenheit hat sich das Wettbewerbsumfeld für Investoren in Notleidende Unternehmen geändert. Außerordentliche Renditen auf Investorensseite können nicht mehr allein durch die finanzielle Restrukturierung von Unternehmen erreicht werden, sondern zur Renditeerzielung wird ein deutlich operativer Ansatz notwendig. Der Beitrag beleuchtet die veränderte Rolle des Käufers von notleidenden Krediten/Darlehen aus Sicht der Investmentbank als Distressed Investor.

Was versteht man unter Sub-performing/Non-performing Loans? Der Begriff Distressed Debt beziehungsweise notleidendes Darlehen/Kredit ist im internationalen Sprachgebrauch nicht eindeutig abge-

grenzt sowie rechtlich, steuerlich, bilanziell und aufsichtsrechtlich nicht einheitlich definiert. Gemeinsam ist allen möglichen Definitionen, dass ein Schuldner mit einer Teilleistung oder mit seinen gesamten Verpflichtungen im Verzug ist.<sup>2)</sup> Im Allgemeinen spricht man von Darlehen/Krediten als „Sub-performing“, wenn mit einer vollständigen Tilgung beziehungsweise Zahlung von Zinsen nicht mehr gerechnet werden kann, allerdings der entsprechende Kreditvertrag nicht gekündigt ist beziehungsweise keine Kündigungsvoraussetzungen erfüllt sind. Als „Non-performing“ bezeichnet man eine Kreditverbindlichkeit,

wenn mit Tilgungen beziehungsweise Zinszahlungen nicht mehr gerechnet werden kann und der Kreditvertrag gekündigt ist beziehungsweise die Kündigungsvoraussetzungen vorliegen.<sup>3)</sup>

### Marktentwicklung, Preise und Renditevorstellungen

Bezogen auf das gesamte Volumen an notleidenden Krediten gilt der deutsche Markt als der größte und attraktivste in Europa. Auch wenn die Schätzungen über das genaue Volumen eine erhebliche Bandbreite zeigen (von 100 Milliarden Euro bis hin zu 320 Milliarden Euro) besteht unter den Investoren Einigkeit darin, dass der deutsche Markt auch in naher Zukunft die größten Renditechancen bietet und sich der Markt auf einem hohen Niveau einpendeln wird (Abbildung 1). Dabei zeigt sich eine deutliche Verschiebung der Gewichtung hin zu Einzelkrediten (sogenannte Single Names). Dominierten vor ein bis zwei Jahren noch Portfoliotransaktionen und dabei vor allem Immobilienkredite, kommen jetzt und in Zukunft einzelne Unternehmenskredite beziehungsweise -anleihen in den Fokus der Investoren.

In Abhängigkeit von den Instrumenten, in die investiert wird, dem jeweiligen regionalen Markt und seinen Rahmenbedingungen sowie der Risikostruktur der einzelnen Investitionen werden bei SPL/NPL Investments Zielrenditen von sechs bis 25 Prozent des eingesetzten Kapitals angestrebt. Diese Bandbreite wird primär bestimmt durch die relevante Besicherung (entweder in Form von harten Sicherheiten wie Gebäude, Maschinen oder Ähnliches oder in Form von sogenannten Ebitda oder Free Cash-Flow Coverage Ratios). Eine sechsprozentige Rendite setzt in der Regel volle Besicherung voraus und zum Beispiel einen Ebitda Coverage von 1–2x.

*Mathias Heller, Strategic Value Partners (Deutschland) GmbH, Frankfurt am Main, und Heike Munro, Managing Director, Deutsche Bank AG, London*

*Mit Investitionen in notleidende Darlehen und krisenbetroffene Unternehmen (Distressed Investing) konnten aus Sicht der Autoren in den vergangenen zehn Jahren Renditen erzielt werden, die die gängigen Indizes an den Aktienmärkten klar übertroffen haben. In der heutigen Marktphase sehen sie freilich die Erwartungen und die erzielten Renditen schon signifikant reduziert und damit die Wettbewerbssituation für die Käufer von notleidenden Krediten grundlegend verändert. (Über-)Renditen, so die These, können künftig nur dann erzielt werden, wenn der Investor nicht nur an der finanziellen Restrukturierung beteiligt ist, sondern auch die Verbesserung der operativen Situation des Investments aktiv begleitet. Die Grenzen zwischen Private Equity Häusern, Distressed Debt Investoren, Hedge Fonds, Turnaround Fonds und spezialisierten Abteilungen von Investmentbanken erwarten sie als zunehmend durchlässiger. Letzteren messen sie als Intermediär, als Finanzierer oder als Restrukturierer eine bedeutende Rolle bei. (Red.)*

Im Vergleich dazu werden sehr viel höhere Zielrenditen (die in den seltensten Fällen mit der tatsächlich erzielten Rendite übereinstimmt) gefordert, wenn durch den Investor ein Eigenkapitalrisiko genommen wird. Dies ist zum Beispiel der Fall, wenn eine Firma komplett restrukturiert wird und häufig auch noch ein neues Management gefunden werden muss und der Investor zusätzlich frisches Kapital in der Form von Eigenkapital beisteuert. Der Grund für das generelle Interesse in Distressed Investments lässt sich durch die Renditeunterschiede in der Vergangenheit mit anderen Anlageformen erklären. Abbildung 2 zeigt den Renditeunterschied zwischen dem S&P 500 Index und dem Tremont Distressed Index.

Insgesamt hat der Tremont Distressed Index den S&P 500 in den letzten zwölf Jahren um 21 Prozent übertroffen. Im heutigen Markt haben sich die Renditeerwartungen und erzielte Renditen allerdings signifikant reduziert. Größerer Wettbewerb unter den Investoren und damit höhere Preise für notleidende Darlehen haben zu einer Margenreduktion geführt.

Gleichzeitig führte die Einführung neuer Finanzierungsinstrumente wie beispielsweise Second Liens (in Deutschland seit 2003 mit Bains Akquisition von Brenntag) und PIK Anleihen (in Deutschland seit 2005 mit Takko) zu geringeren Renditen. Noch gravierender für die Investoren ist allerdings, dass aufgrund der gegenwärtigen Wettbewerbssituation unter den Investoren trotz teilweise schwacher Sicherheitenlage höhere Verschuldungsgrade und schwächere Kreditbedingungen bei den erworbenen Unternehmen akzeptiert.

### Banken als Distressed Investoren

Generell lassen sich bei SPL/NPL drei verschiedene Investorengruppen unterscheiden:

**Unfreiwillige Investoren**, die aufgrund der Bonitätsverschlechterung eines Schuldners gezwungenermaßen zu SPL/NPL Investoren wurden. Hierzu zählen vor allem Banken, die Kredite an Unternehmen ausreichen, sowie institutionelle Investoren, die in High-Yield Anleihen oder in die Finanzierung von Firmenübernahmen (Leveraged Buy-outs – LBOs) investieren. Diese Investoren sind häufig aufgrund ihres internen Regelwerkes gezwungen, sämtliche Wert-

**Tabelle: Überblick Distressed Debt Investoren**

Merkmale	Art des Investors		
	Unfreiwillige Investoren	Trader	Asset-Manager
Investitionsziel	Wiedererlangung des Nominalwertes der Forderung beziehungsweise möglichst geringer Verlust bei Ausfall der Forderung	Generierung einer attraktiven Rendite durch Kaufen und Halten von Verbindlichkeiten, die einen attraktiven Relative Value bieten	Generierung einer attraktiven Rendite durch aktiven Einfluss auf den Restrukturierungsprozess (durch Aufkaufen von Verbindlichkeiten/Investitionen ins Eigenkapital)
Anlageklasse	Fremdkapital	Fremdkapital	Fremd- und Eigenkapital
Investitionsstrategie	Exit/Rückgewinnung	Passiv; kein Eingriff in die Restrukturierung	Aktiv durch Eingriff in die Restrukturierung
Zeithorizont	kurzfristig (ein bis zwei Jahre)	kurzfristig (sechs Monate bis ein Jahr)	mittel- bis langfristig (zwei bis fünf Jahre)
Typische Marktteilnehmer	Banken, Collateralized Debt Obligation Vehikel (CDOs/CLOs/CBOs)	Hedge Fonds, Investmentbanken (Trading Bereich)	Hedge Fonds, PE Firmen, Investmentbanken (Portfolio Manager)

papiere beziehungsweise Kredite zu verkaufen, sollte der zugrunde liegende Schuldner Not leidend werden. Dies ist insbesondere der Fall für CLOs (Collateral Loan Obligation Fonds), die mittlerweile zusammen mit Hedge Fonds 67 Prozent aller Leveraged Loan (also nicht nur LBOs) Investoren darstellen. CLOs sind in der Regel gezwungen, um ihr eigenes Rating bei den Rating Agencies zu halten, alle Kredite, die ein Rating unter CCC haben, zu verkaufen.

**Trader**, die einen opportunistischen Ansatz verfolgen und bei einer erfolgreichen Restrukturierung an einer möglichen Wertsteigerung der erworbenen Kreditforderungen beziehungsweise Wertpapiere partizipieren wollen. Diese Gruppe nimmt

nur passiv an Restrukturierungsmaßnahmen teil und strebt keine Kontrolle des Schuldners an. Diese Investorengruppe ist am schwierigsten einzuschätzen, da sie auf der einen Seite zu einem Diskont eingekauft hat und deshalb mehr Handlungsspielraum hat als die ursprünglichen Investoren, aber auf der anderen Seite nicht unbedingt positiv für den Restrukturierungsprozess sein kann, wenn sie zum Beispiel zustimmungspflichtige finanzwirtschaftliche Maßnahmen blockieren, um Zugeständnisse der anderen Gläubiger zu erreichen.

**Asset-Manager**, die eine aktive Begleitung des Not leidenden Unternehmens im Rahmen einer Restrukturierung oder eines Workouts anstreben, um entweder ihre er-

**Abbildung 1: Transaktionsvolumen Distressed Debt in Deutschland 2002 bis 2009 (est.)**

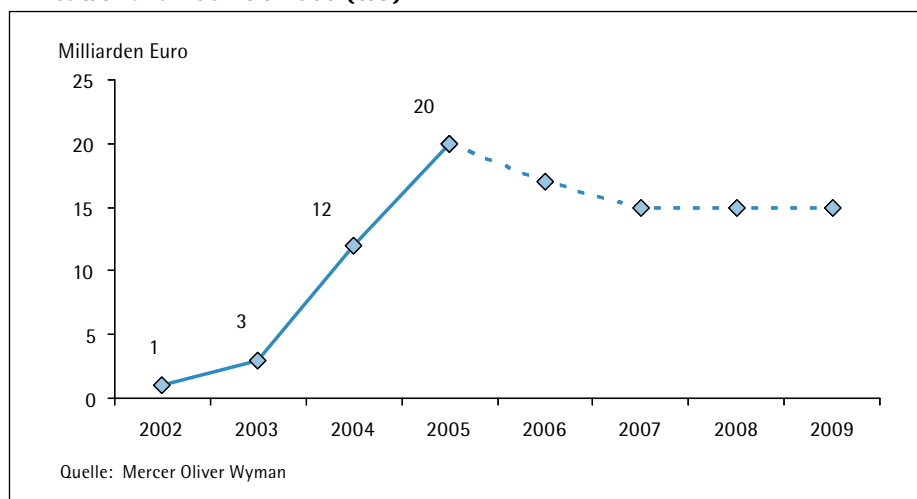
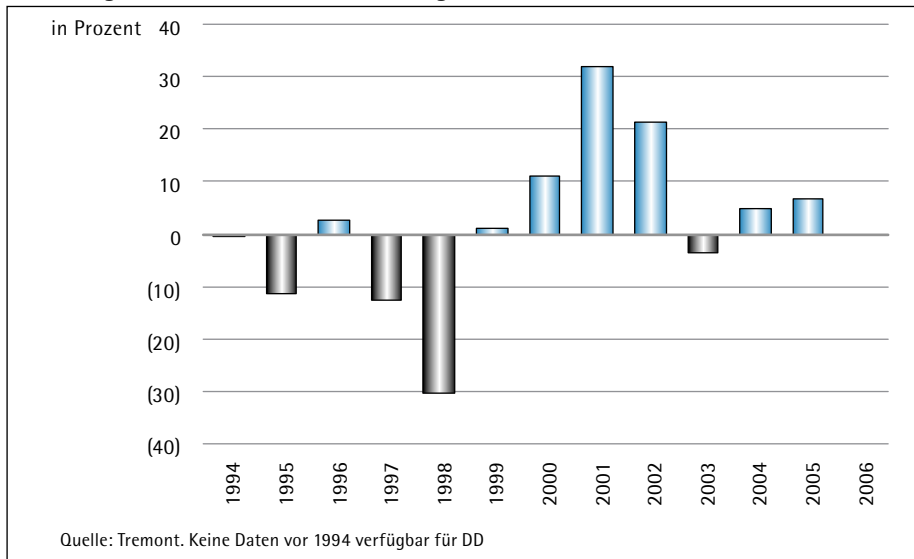


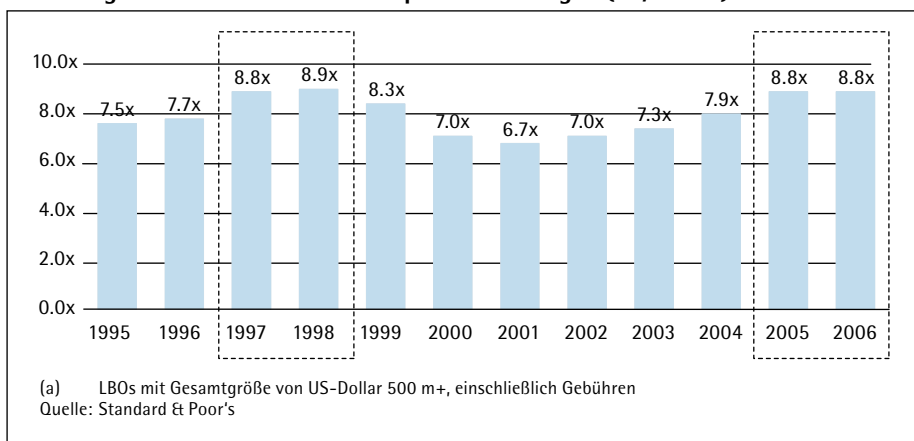
Abbildung 2: Attraktive Renditen – Vergleich Distressed zu S&P 500



worbenen Kreditforderungen abzusichern oder die Kontrolle über das Unternehmen zu erlangen (aktiv/control). Kernkompetenz dieser Investorengruppe ist der erfolgreiche Turnaround des Schuldners, der die Barwerte der Sanierungserlöse maximiert. Solche Investoren lassen sich häufig mit Private-Equity-Firmen (PE-Firmen) vergleichen (mit dem Unterschied, dass bei diesen Investoren im Vergleich zu PE-Firmen, Kontrolle kein Muss-Kriterium ist).

Mittlerweile sind allerdings auch PE-Firmen im Distressed Investing involviert und haben teilweise eigene Fonds für diesen Zweck aufgelegt. Im Fokus bei diesen Spielern steht der Versuch, operationale Probleme zu beseitigen und die Bilanzstruktur zu verbessern (ganzheitliches Konzept). Die Tabelle gibt einen Überblick über die verschiedenen Investorengruppen.

Abbildung 3: Durchschnittliche Kaufpreisbewertungen (EV/Ebitda)



Zwei grundsätzliche Investmentstrategien

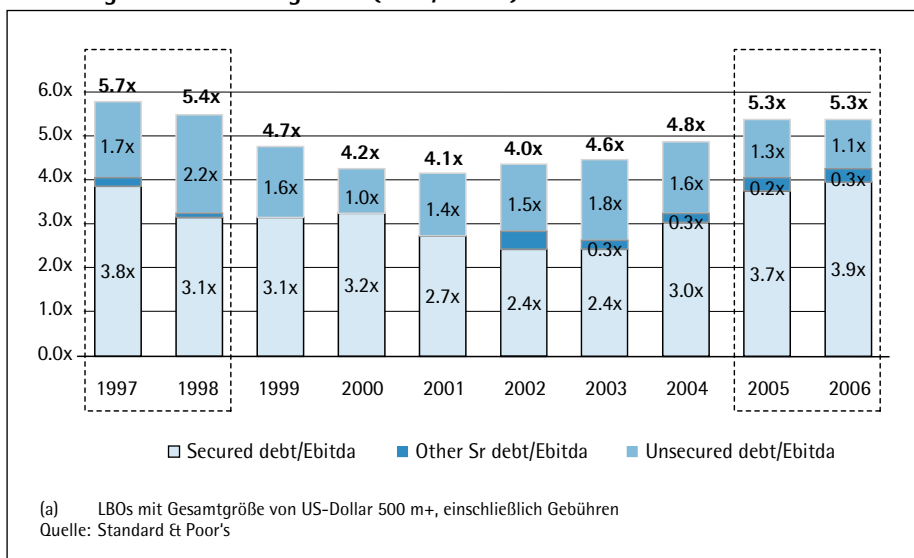
Für SPL/NPL Investoren gibt es keine „Standardvorgehensweise“. Jede Situation erfordert eine spezifische Herangehensweise und ist daher im Wesentlichen Unternehmensauswahl.<sup>4)</sup> Generell lassen sich als zwei grundsätzliche Investmentstrategien unterscheiden:

**Aktive Strategien** zielen darauf ab, durch Kauf von Forderungen beziehungsweise Wertpapieren eines Not leidenden Schuldners eine aktive Rolle im Restrukturierungsprozess einzunehmen, um dadurch eine Wertsteigerung ihrer Forderungen zu realisieren oder die Kontrolle über das Unternehmen zu erreichen, dessen Kredite/Anleihen der Investor erworben hat.

Investoren mit einer **passiven Anlagestrategie** verfolgen einen Kaufen-und-Halten-Ansatz (buy-and-hold). Diese Investoren versuchen über das Ausnutzen von vermeintlichen Fehlbewertungen oder durch die Teilhabe an der erfolgreichen Restrukturierung eines Unternehmens Rendite zu generieren.

Banken sind traditionell als Verkäufer von SPL/NPL im Markt aktiv. Sehr früh haben sich allerdings auch spezialisierte Abteilungen von international tätigen Investmentbanken in diesem Bereich als Investoren etabliert; diese Institutionen sind heute teilweise die größten und aktivsten Inves-

Abbildung 4: Verschuldungshöhe (Debt/Ebitda)



toren sowohl als Trader als auch aktive Asset Manager. Zu prominenten Vertretern werden die Deutsche Bank als Marktführer, Goldman Sachs und Morgan Stanley gezählt. Der Schwerpunkt der SPL/NPL Aktivitäten der Investmentbanken liegt bei kreditintensiven Investments, bei denen die gesamte Kapitalstruktur abgedeckt wird: von nicht-leistungsgestörten Krediten bis hin zu Liquidationen, von Bankforderungen über Anleihen bis hin zu Mezzanine (und in einigen Fällen auch Distressed Equity).

### Schwerpunkte der Investmenttätigkeiten

Im Überblick lassen sich die Schwerpunkte der Investmenttätigkeiten der Investmentbanken wie folgt zusammenfassen:

**Portfolio-Transaktionen:** Ankauf von Unternehmens- und Immobilienkrediten auf Portfoliobasis;

**Single Distressed Names:** Ankauf von leistungsgestörten und Not leidenden Forderungen auf Einzelschuldnerbasis. Hierbei sind zum Beispiel auch die Aktivitäten der Deutschen Bank als Restrukturierer wie bei Augusta, Deutsche Steinzeug und Zapf angesiedelt. Dies beinhaltet in der Regel sowohl Investitionen in die Kredite der Firma, (Teil-)Abschreibungen der Darlehen oder Umwandlung der Kredite in Eigenkapital (in der Form von Fremd- oder Eigenkapital). Obwohl diese Restrukturierungen in sehr unterschiedlichen Branchen erfolgen, haben sie viele Transaktionsparameter gemeinsam – sprich Kauf meistens der gesamten Bankverbindlichkeiten und aus dieser Gläubigersituation heraus der Versuch einer Komplettrestrukturierung mit frischem Kapital und Verbesserung der Kapitalstruktur durch entsprechende Maßnahmen wie die Wandlung von Fremd- in Eigenkapital.

**Finanzierungen:** Bereitstellung von nachrangigen Finanzinstrumenten im Rahmen einer Finanzierung von Not leidenden Unternehmen – dies beinhaltet auch die Aktivitäten der Bank als „Rescue Lender“ für Krisenunternehmen. Hier sind aber auch gesamte Refinanzierungen von Not leidenden Unternehmen angesiedelt als auch Bridge Finanzierungen, Aircraft-Finanzierungen und Underwriting von Aktienemissionen wie zum Beispiel bei Hayes Lemmerz und Air Canada durch die Deutsche Bank.

Der Einstiegspunkt in ein Investment seitens der Investmentbank (oder eines anderen Investors) ist entweder die Übernahme der Forderung einer Bank als Teil eines Portfolios oder der Ankauf einer Einzelforderung. Der Einstieg erleichtert der Investmentbank (oder dem Investor) die Firma (Chancen, Risiken, Liquiditätsbedarf und Restrukturierungschancen) besser zu verstehen, was wiederum den Ausbau des Engagements ermöglicht, entweder durch den Ankauf weiterer Bankforderungen aus einem Pool oder einer Bankengruppe, oder indem eine Gesamtrefinanzierung angestrebt beziehungsweise gestellt wird.

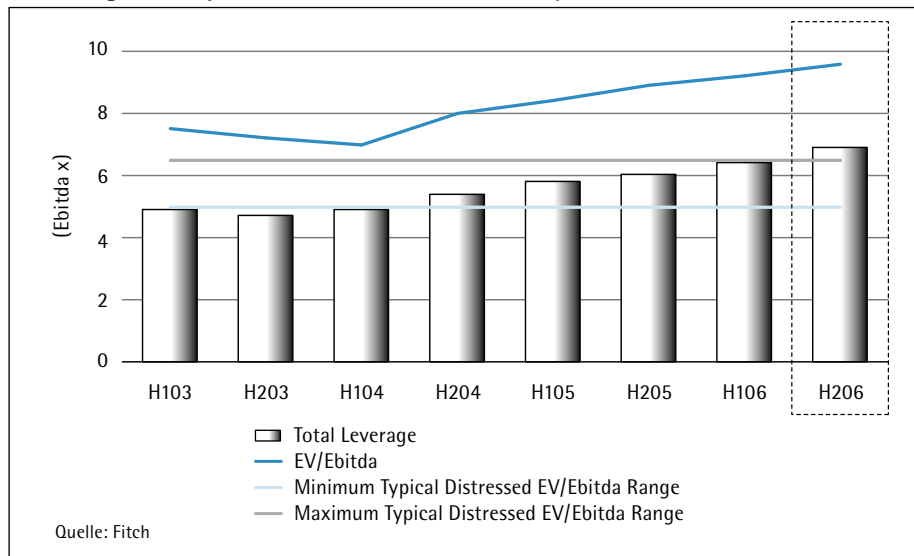
Investmentbanken investieren dem Angebot von Verkäuferbanken entsprechend in wirtschaftlich unter Druck geratene Wirtschaftszweige: wie zum Beispiel Kabel und Telekom im Jahr 2001 bis 2003, Energie in den Jahren 2003 bis 2007, und heute bestimmte Mittelstandssegmente, da hier häufig die Liquiditätslücke am größten ist, das Controlling zu wünschen übrig lässt und das Management häufig mit der Internationalisierung überfordert ist. Dies sind auch die Ansatzpunkte, die am häufigsten bei einer Restrukturierung zuerst adressiert werden müssen.

In der Zukunft wird erwartet, dass das größte Angebot an Distressed Investments aus dem Leverage Loan (LBO) Bereich kommen wird, da hier – wie bereits erwähnt – mittlerweile keine wirtschaftliche Rechtfertigung (oder historische Referenzpunkte) mehr für die Preise, die bezahlt werden, und die Verschuldung, die durch PE-Firmen den erworbenen Unternehmen aufgebürdet werden (siehe Abbildung 3 und 4). Unternehmen haben heute zwei bis fünf verschiedene Klassen von Fremdkapital; bei einem mittelständischen Unternehmen im Distressed Bereich teilweise sogar sechs bilaterale Darlehen, Poolkredite, Second Lien, Nachrangdarlehen, Genussscheine und Gesellschafterdarlehen.

### Finanzielle und operative Restrukturierung notwendig

Die großen Portfoliotransaktionen der vergangenen Jahre haben die Kreditbücher der Banken bereinigt. Daher wird erwartet, dass nur noch sehr sporadisch Portfolios von SPL/NPL an den Markt kommen werden. Eine deutliche Steigerung erfahren dagegen Veräußerungen von Einzelforde-

Abbildung 5: Europäischer Debt „out of the money“



rungen (sogenannte Single-Name-Transaktionen) beziehungsweise Paketen (sogenannte Baskets).

Das liegt zum einen daran, dass sich Standards in der Due Diligence etabliert haben, die zu einer erheblichen Effizienz geführt haben. Niedrigere Transaktionskosten wiederum führen dazu, dass sich auf der Investorenseite nicht nur die bekannten Player wie beispielsweise Investmentbanken und einzelne, große Hedge Fonds tummeln, sondern auch kleinere Investoren aktiv sind und ihre Anlageportfolios mit der Asset Klasse NPL diversifizieren.

Dadurch hat sich die Wettbewerbssituation deutlich erhöht. Zusätzlich ist durch die Suche nach Rendite (mit dem Hintergrund von historisch niedrigen Zinsen) die Liquidität im LBO und im Distressed Bereich stark gestiegen und trägt auch damit zu

einer Intensivierung des Wettbewerbs bei (so sind mittlerweile auch eine ganze Reihe von PE Firmen in diesem Bereich tätig).

#### Stark gestiegene Preise für Anlagen im Distressed Markt

Dadurch sind die Preise für Anlagen im Distressed Markt insgesamt stark gestiegen, und der Wert der Verschuldung ist mittlerweile „out of the money“, das heißt dass die Verschuldung, die ein Unternehmen aufgebürdet bekommt, oft höher als der gesamte Unternehmenswert ist (Abbildung 5). Daher wird es auch für etablierte Spieler schwieriger, nur durch eine finanzielle Restrukturierung (Financial Engineering) eine (außerordentliche oder überhaupt irgendeine) Rendite zu erzielen. Der Mehrwert, den eine Bank als Investor bisher erzielen konnte, beruhte historisch bei problembehafteten Krediten auf einem

maßgeschneiderten finanziellen (und nur untergeordnet operativen) Restrukturierungsansatz.

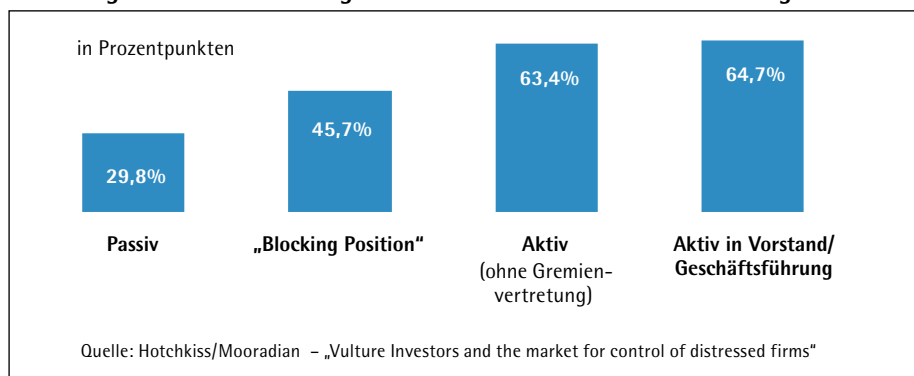
Diese veränderten Rahmenbedingungen führen in Zukunft dazu, dass (Über-)Renditen nur dann erzielt werden können, wenn der Distressed Investor nicht nur an der finanziellen Restrukturierung beteiligt ist, sondern auch die Verbesserung der operativen Situation des Investments aktiv begleitet. Untersuchungen im US-amerikanischen Umfeld haben gezeigt, dass die aktive Involvement eines SPL/NPL Investors mit Sitz im Management des investierten Unternehmens zu einer deutlich höheren Wertsteigerung führt (Abbildung 6)

#### Konvergenz der einzelnen Investorengruppen

In Zukunft wird eine weitere Konvergenz der einzelnen Investorengruppen stattfinden, die dann bestimmte Industriekonsolidierungen vorantreiben. Die Grenzen beziehungsweise Investitionsdivergenzen zwischen Private Equity-Häusern, Distressed Debt Investoren, Hedge Fonds, Turnaround Fonds und spezialisierten Abteilungen von Investmentbanken wird zunehmend durchlässiger.

Die Rolle der Banken als Distressed Investoren wird in diesem Zusammenhang sowohl vielfältiger als auch komplexer durch die unterschiedlichen Beziehungen, die diese Spieler zu Unternehmen, Investoren, Hedge Fonds und PE-Firmen unterhalten. Durch die erhöhte Komplexität im Markt und die divergierenden Interessen werden die involvierten Investmentbanken weiterhin eine wichtige Rolle in diesem Markt spielen, sei es als Intermediär, als Finanzierer oder als Restrukturierer.

Abbildung 6: ROI-Verbesserung in zwei Jahren bei US-Restrukturierungen



#### Fußnoten

<sup>1)</sup> Vgl. Kroll Mercer Oliver Wyman, A Market for the Making – The German Bad Loan Market, Februar 2005.

<sup>2)</sup> Aufsichtsrechtlich sorgen die ab dem 1. Januar 2007 in Kraft getretenen Bestimmungen des Basel II Akkords für eine gewisse Begriffsharmonisierung. Banken müssen ab diesem Zeitpunkt Forderungen mit erhöhtem Risikoprofil (Zahlungsrückstand von 90 Tagen oder mehr) mit mindestens zwölf Prozent Eigenkapital anstatt wie bisher mit acht Prozent unterlegen.

<sup>3)</sup> SPL = Sub-performing Loan; NPL = Non-performing Loan.

<sup>4)</sup> Makroökonomische oder generelle Marktfaktoren haben in der Regel keinen Einfluss auf Distressed Investments, da die Korrelation zu anderen Anlageklassen gering ist.