

Insolvente Unternehmen als Anlagekategorie auch in Deutschland

Von Prof. Dr. Ottmar Schneck www.ottmar-schneck.de

Nach Angaben des Statistischen Bundesamtes hat sich im Jahr 2004 die Zahl der Unternehmensinsolvenzen um 4,6% weiter erhöht.¹ Von den gegen die bisher 39.320 insolventen Unternehmen insgesamt 40,5 Mrd. € geltend gemachten Insolvenzforderungen, erhielten unbesicherten Normalgläubiger durchschnittlich eine Rückzahlung (Insolvenzquote) von 3-5% der Forderungssumme.² Der Werteverlust bei einer Insolvenz betrifft dabei nicht nur Schuldner und Gläubiger, sondern stellt einen erheblichen Schaden für die gesamte Volkswirtschaft dar.

Gleichzeitig sehen sich die deutschen Kreditinstitute einem wachsenden Druck ausgesetzt, ihre Profitabilität auf ein international vergleichbares Niveau zu steigern.³ Eine Studie der Unternehmensberatung Boston Consulting Group, spricht beim Kreditgeschäft vom "Millionengrab"⁴. Mit Einführung der Eigenkapitalrichtlinie Basel II werden sich die Kosten für Kredite an Unternehmen schlechter Bonität erhöhen müssen, um diese Rentabilität zurückzugewinnen. Als Reaktion versuchen nun die Kreditinstitute ihre Kreditportfolien konsequent zu bereinigen und zu managen.⁵ Die jüngst angekündigte und nun am Start befindliche Deutsche Kredit Börse AG in München, an der „faule“ Kredite ge- und verkauft werden können, ist ein Baustein dieser Politik. Die Einrichtung sogenannter Intensivstationen in Banken zur Behandlung von Problemkrediten ist ein weiterer Baustein. Die Dresdner Bank gründete z.B. eigens hierfür die Institutional Restructuring Unit, eine Abteilung, die speziell für die Behandlung von Problemkrediten und "nichtstrategischen" Engagements zuständig ist und diese einem "aktiven Exit-Management" zuführen soll.⁶

In diesem Umfeld wird auch in Deutschland das sogenannte „distressed debt investing“, d.h. der Ankauf von Forderungen gegen Not leidende bzw. bereits insolvente Unternehmen durch spezialisierte Fonds thematisiert. Während sich in den USA bereits langfristig ein Marktsegment für diese Investoren etabliert hat, kann die deutsche Marktentwicklung bislang lediglich als zögerlich beschrieben werden.⁷ In den vergangenen Monaten mehren sich jedoch die Anzeichen, dass sich die sogenannten Vulture Investoren (vulture englisch für Geier) auch in Deutschland etablieren könnten. Im Folgenden wird daher die Strategie dieser Investoren beschrieben; außerdem sollen die sich wandelnden Rahmenbedingungen des deutschen Marktes betrachtet werden.

Stuard Gilson, Professor der Harvard University, sieht die Anfänge des modernen distressed debt investing bereits kurz nach der Amerikanischen Revolution. Investoren kauften damals Staatsanleihen, die auf Grund der hohen Staatsverschuldung und der besorgniserregenden Inflationsrate weit unter dem Nominalwert gehandelt wurden. Sie spekulierten darauf, dass Finanzminister Hamilton eine Rückzahlung der Staatsanleihen zum Nominalwert durchsetzen würde, um das Vertrauen in das us-amerikanische Finanzsystem wiederherzustellen.⁸

Das moderne distressed debt investing wird definiert als Investition in Forderungen gegen Not leidende Unternehmen, wobei ein Anspruch als Not leidend bezeichnet wird, wenn mit der planmäßigen Tilgung und Zahlung von Zinsen und Provisionen nicht mehr gerechnet werden kann.⁹ Dies entspricht einem Rating der Kategorien C bzw. D. Der us-amerikanische Wirtschaftswissenschaftler Edward Altman orientiert sich dagegen an den Marktpreisen und definiert eine Forderung als Not leidend, wenn ihre Rendite einen Spread von mindestens 1.000 Basispunkten über 10-jährigen U.S.-Treasury Anleihen aufweist.¹⁰

Die Investmentstrategien beim distressed debt investing sind vielfältig. Neben Eigenkapitalanteilen können Investoren auch nahezu alle Fremdkapitalansprüche erwerben, wie zum Beispiel Bankkredite, Schuldverschreibungen und Lieferantenkredite aber auch

Forderungen aus rechtlichen Titeln.¹¹ Der Vorteil der Fremdkapitalanteile liegt in der höheren Befriedigung im Falle der Liquidation. Wird das Unternehmen jedoch restrukturiert, können Investoren anbieten, Fremdkapitalansprüche in Eigenkapitalanteile zu tauschen (Debt-equity Swap) und so Beteiligungsrechte erwerben. Zusätzlich unterscheiden sich die Investitionsstrategien im Anlagezeitraum sowie in der Einflussnahme die die Investoren auf die operative Geschäftsführung ausüben. In der Regel werden die folgenden drei Anlagestrategien unterschieden:¹²

Passive Anlagestrategie

Passive Investoren verfolgen eine reine Handelsstrategie indem sie versuchen, Marktineffizienzen zu erkennen und auszunutzen. Solche Ineffizienzen können sowohl aus der Überreaktion des Marktes, beispielsweise bei Bekanntgabe der drohenden Insolvenz, entstehen oder durch mangelndes Interesse der Analysten und Investoren im Laufe des Insolvenzprozesses begründet sein.¹³ Die Anleger spekulieren dann entweder auf die kurzfristige Behebung der Fehlbewertung durch den Markt, z.B. bei Vorstellung des Insolvenzplans, oder verfolgen einen mittel- bis langfristigen Anlagehorizont und hoffen auf eine Erholung des Krisenunternehmens.

Aktive Investitionsstrategie

Ziel aktiver Investoren ist die Übernahme der Kontrolle über das Krisenunternehmen, um maßgeblichen Einfluss auf die Restrukturierung auszuüben und von der Erholung des Unternehmenswertes zu profitieren.¹⁴ Um nicht durch einen Eigenkapitalschnitt betroffen zu sein, kann diese Strategie zunächst den Erwerb von Fremdkapitalforderungen vorsehen, die dann im Rahmen des Insolvenzverfahrens durch einen Debt-equity Swap in Eigenkapitalanteile getauscht werden. Die Investoren fungieren hierbei entweder als enge Berater des Managements oder übernehmen selbst die operative Geschäftsführung. Nach der erfolgreichen Reorganisation des Unternehmens wird der Gewinn regelmäßig durch den Verkauf an strategische Investoren oder einen IPO realisiert.

Bondmail-Strategie¹⁵

Der Name dieser Strategie lehnt sich an den englischen Begriff "blackmail" (dt. Erpressung) an, da Bondmail-Investoren sich die rechtlichen Abstimmungsregeln des Insolvenzverfahrens zu Nutze machen, um die übrigen Investoren zu erpressen. Charakteristisch hierfür ist die Aussage des in den USA als Bondmail-Spezialisten bekannten Stanford Phelps:

*" Change the terms to give my bonds a better deal or I'll tie you up in the courts ... indefinitely."*¹⁶

Insbesondere bei außergerichtlichen Einigungsversuchen der Gläubiger können diese Investoren durch die Drohung, das Insolvenzverfahren künstlich in die Länge zu ziehen, erheblichen Druck auf die übrigen Gläubiger ausüben.

Aus der Beschreibung der Strategien wird bereits deutlich, dass sich das distressed debt investing deutlich von der traditionellen Anlage am Kapitalmarkt unterscheidet. Den relativ hohen Ertragschancen stehen hohe Risiken gegenüber, die zum einen unternehmensspezifisch sind, zum anderen auf den relativ engen Markt der zusätzlich durch hohe Intransparenz und Informationsasymmetrien gekennzeichnet ist zurückzuführen sind.¹⁷ Dabei weist die Wertentwicklung Not leidender Forderungen nur eine geringe Korrelation mit traditionellen Anlageklassen auf, da hauptsächlich die Entwicklung des Krisenunternehmens und der Verlauf des Insolvenzverfahrens wertbestimmend sind. Vor allem aktive Investoren

und Bondmail-Spezialisten sehen sich zudem einer Reihe von rechtlichen Risiken ausgesetzt.

Nicht zuletzt auf Grund dieser spezifischen Risiken konzentriert sich der Markt auf wenige Spezialisten; nach einer Studie des McKinsey Quarterly decken in den USA die 10 größten Spezialfonds 61% des Marktvolumens ab.¹⁸

Trotz der in den letzten Jahren steigenden Anzahl an Unternehmensinsolvenzen und der im internationalen Vergleich geringen Rentabilität deutscher Banken hat sich in Deutschland noch kein Marktsegment für distressed debt herausgebildet. Dennoch sprechen einige Indikatoren für eine Etablierung von Vulture Investoren auch im deutschen Markt.

Bereits seit einigen Jahren haben sich Private-Equity Gesellschaften wie Capital Management Partners, Orlando Management und Nordwind Capital auf Investitionen in Krisenunternehmen spezialisiert. Sogenannten Turnaround Fonds erwerben die Eigenkapitalmehrheit an Krisenunternehmen, um dann aktiv die Restrukturierung des Unternehmens voranzutreiben. Nach erfolgreichem Abschluss der Reorganisation werden die Unternehmensanteile in der Regel an strategische Investoren oder die Alteigentümer verkauft.

Zusätzlich zu diesen Private-Equity Fonds haben sich im vergangenen Jahr auch zunehmend U.S. Hedge Fonds, die auf distressed debt investing spezialisiert sind, Repräsentanzen in Deutschland aufgebaut. Hierzu zählen Cerberus, die nach Angaben der FAZ zusammen mit Goldman Sachs die berliner Wohnungsbaugesellschaft GSW übernommen haben,¹⁹ Oaktree, Fortress und Apollo Advisors.²⁰

Das zunehmende Interesse dieser ausländischen Investoren kann einerseits auf ein auf Grund der schlechten konjunkturellen Lage in Deutschland großes Angebot an Investitionsmöglichkeiten zurückgeführt werden, während der US Markt relativ gesättigt ist.²¹

Andererseits haben sich in den letzten Jahren in Deutschland einige Rahmenbedingungen für diese Investorengruppe maßgeblich verändert. Nur einige dieser Veränderungen sollen im Folgenden zusammengefasst werden.

Mit der Insolvenzrechtsreform im Jahr 1999 wurde in Deutschland die Möglichkeit der Reorganisation insolventer Unternehmen durch einen sogenannten Insolvenzplan geschaffen.²² Die rechtlichen Bestimmungen bezüglich des Insolvenzplans entsprechen weitgehend dem us-amerikanischen Vorbild des Chapter 11 und eröffnen aktiven Investoren auch in Deutschland die Möglichkeit insolvente Unternehmen zu reorganisieren. Bislang fehlt es in Deutschland jedoch noch an der praktischen Anwendung dieser Möglichkeit. Nach Angaben des statistischen Bundesamtes wurde im Jahr 2001 nur in 0,6% der Insolvenzverfahren ein Insolvenzplan verabschiedet.²³ In den USA wurde im gleichen Jahr gut ein Viertel der Insolvenzen nach Chapter 11, durch ein Reorganisationsverfahren, abgewickelt. Ebenso lassen deutsche Gerichte die Eigenverwaltung durch den Schuldner nach Anmeldung der Insolvenz regelmäßig nicht zu.²⁴ Trotz der Angleichung der Insolvenzverfahren unterscheidet sich schon der Grundgedanke der deutschen Insolvenzordnung, die die Stärkung der Gläubigerautonomie und die ökonomisch sinnvolle Verwendung von Vermögenswerten in den Vordergrund stellt, vom Hauptziel der US-Insolvenzordnung, die Schuldner einen Neustart ermöglichen soll.²⁵

Positiv auf den Markt für distressed debt sollte sich auch die Öffnung des deutschen Marktes für Hedge Fonds seit Januar 2004 durch das Investmentmodernisierungsgesetz auswirken. Im Zuge dieser Öffnung wird auch mit einer Lockerung der Anlagerichtlinien für Versicherungen gerechnet, einem Anlegerkreis, der in den USA mit sogenannten alternativen Investments gut vertraut ist.²⁶

Des Weiteren wurden einige Unklarheiten des Steuerrechts abschließend geregelt, wie zum Beispiel die Besteuerung von Sanierungsgewinnen bzw. die Behandlung des Carried Interest der Privat-Equity Fonds.

Trotz der Verbesserung einiger Rahmenbedingungen für Vulture Investoren wird eine einfache Übertragung des US-Konzeptes nicht möglich sein. Zunächst sollte nicht außer Acht gelassen werden, dass sich das deutsche Finanzsystem weitreichend vom U.S.-

Finanzsystem unterscheidet. Während die USA quasi als Paradebeispiel eines kapitalmarktorientierten Finanzsystems gelten, indem Unternehmen ihren Kapitalbedarf weitgehend am Kapitalmarkt decken²⁷, fehlt in Deutschland insbesondere den kleinen und mittelständischen Unternehmen der Zugang zum Kapitalmarkt häufig völlig.²⁸ Diese Tatsache hat weitreichende Folgen für den Handel mit Not leidenden Forderungen. Während Investoren in den USA in der Regel bereits verbriefte, weitgehend standardisierte Forderungen leicht handeln können, ist der Handel mit Bankkrediten aufwendiger, da diese vor der Übertragung in einem Due Dilligance Verfahren geprüft werden müssen. Ferner setzt der Handel mit Bankkrediten voraus, dass die Kreditabteilungen der Banken marktfähige Preise für Not leidende Kredite oder ganze Kreditportfolien festlegen können. Auch auf der Nachfrageseite nach Fondsanteilen an distressed debt Fonds macht sich die Unterschiedlichkeit der Finanzsysteme bemerkbar. In den USA wird die Nachfrage nach solchen Fondsanteilen vorrangig durch große institutionelle Anleger, insbesondere die großen Pensionsfonds getragen, die einen Teil der von ihnen verwalteten Gelder in solchen hochspekulativen Anlageformen investieren können. Deutsche institutionelle Anleger haben dagegen in der Regel geringeren Spielraum und somit auch weniger Erfahrung mit der Anlage in solchen alternativen Anlagestrategien.²⁹ Auch nach der Öffnung des deutschen Marktes für Hedge Fonds müssen sich hier zunächst Erfahrungswerte sowohl auf Seiten der Investoren als auch der Fonds-Manager herausbilden.

Ein deutliches rechtliches Hemmnis für Vulture Investoren stellt das strenge deutsche Bankgeheimnis dar. Wird bei der Abtretung von Forderungen gemäß §398 BGB die Zustimmung des Schuldners vom Gesetzgeber nicht verlangt, sind die Banken trotzdem auf Grund des Bankgeheimnisses verpflichtet, strengste Verschwiegenheit über alle Fakten und Vorgänge die ihnen aus einer Kundenbeziehung bekannt geworden sind zu wahren. Somit dürfen sie möglichen Investoren ohne Zustimmung des Schuldners keine Auskünfte über die Art der Forderungen oder die Situation des Schuldners geben.³⁰ Auch die Transaktionskosten des Due Dilligance Verfahrens erhöhen sich durch die Einholung des Einverständnisses des Schuldners.

Während Marktteilnehmer die Entwicklung eines deutschen Marktsegmentes für distressed debt für wahrscheinlich erachten,³¹ bleibt abzuwarten, in welcher Form die Anpassung an die unterschiedlichen Rahmenbedingungen vollzogen wird. So berichtet beispielsweise die Far Estern Economic Review unter dem Titel "Just one size doesn't fit all", dass sich auf dem südkoreanischen Markt kleine, vorrangig lokal geprägte Restrukturierungsunternehmen mit tiefgehendem Markt- und Kulturverständnis durchgesetzt hätten. Auch das Manager Magazin sieht in einem Artikel über Vulture Investoren in Deutschland diese Notwendigkeit zur Anpassung und fordert eine "deutschlandkompatiblere Art"³² des distressed debt investing.

Die Einführung der Deutschen Kredit Börse AG ist jedenfalls ein erster Schritt in diese Richtung. Die Fondlösung muss nun nachziehen.

¹ vgl. Statistisches Bundesamt; www.destatis.de/presse/deutsch/pk/2004/insolvenzen_stat_hahlen.htm

² vgl. Zeller, R./Wlecke, U.; "Die ungenutzte Sanierungsalternative"; *Frankfurter Allgemeine Zeitung*; 05.07.2004; S. 18

³ vgl. Internationaler Währungsfonds; *Germany Selected Issues*; IMF Country Report No. 03/342; Washington, 2003; S. 5

⁴ Otto, P.; "Firmenkundengeschäft ist Millionengrab"; *Handelsblatt*; 25.11.2003; S. 21

⁵ vgl. o.V. "Die Deutsche Bank schaut genauer hin"; *Frankfurter Allgemeine Zeitung*; 11.11.2003

⁶ vgl. Dresdner Bank; *Führungsspitze der IRU ernannt*; Pressemitteilung; www.dresdner-bank.de/content/03_unternehmen/03_presse/01_archiv/200211141.html

⁷ vgl. Aichholzer, C./Petzel, J.; *The Challenges of German Turnaround Investing*; Working Paper Harvard Business School; 2003; S. 6 sowie Deibert, V./Schellenberger, D.; "Vulture Investing: Geld anlegen, wo andere aufgeben"; *Die Bank*; 07.1998; S. 434 sowie Paetzmann, K.; "Zur Übertragung von US-Konzepten eines Distressed Debt Investing auf Deutschland"; *Zeitschrift für das gesamte Kreditwesen*; Nr. 17; 2003; S. 970 sowie Papendick, U.; "Unter Geiern"; *Manager Magazin*; 08/2003; www.manager-magazin.de/magazin/artikel/0,2828,257394,00.html

-
- ⁸ vgl. Gilson, S.; "Investing in Distressed Situations: A Market Survey"; *Financial Analysts Journal*; Nov./Dec. 1995; S. 8
- ⁹ vgl. Paetzmann, K.; "Zur Übertragung von US-Konzepten eines Distressed Debt Investing auf Deutschland"; *Zeitschrift für das gesamte Kreditwesen*; Nr. 17; 2003; S. 968
- ¹⁰ vgl. Altman, E./Bana, G.; *Defaults and Returns on High Yield Bonds: The Year 2002 in Review and the Market Outlook*; Working Paper NYU Salomon Center Leonard N. Stern School of Business; 2003; S. 22
- ¹¹ vgl. Gilson, S.; "Investing in Distressed Situations: A Market Survey"; *Financial Analysts Journal*; Nov./Dec. 1995; S. 8
- ¹² vgl. Gilson, S.; "Investing in Distressed Situations: A Market Survey"; *Financial Analysts Journal*; Nov./Dec. 1995; S. 11
- ¹³ zum Verhalten von Analysten im Insolvenzfall vgl. Gilson, S./Hotchkiss, E./Ruback, R.; *Valuation of Bankrupt Firms*; Working Paper; 1998; S. 61f
- ¹⁴ vgl. Deibert, V./Schellenberger, D.; "Vulture Investing: Geld anlegen, wo andere aufgeben"; *Die Bank*; 07/1998; S. 434 sowie Kraft, V.; *Private Equity Investitionen in Turnarounds und Restrukturierungen*; Campus Verlag, Frankfurt; 2001; S. 87
- ¹⁵ Gilson, S.; "Investing in Distressed Situations: A Market Survey"; *Financial Analysts Journal*; Nov./Dec. 1995; S. 12
- ¹⁶ Phelps, S. zitiert in Hotchkiss, E.; Mooradian, R.; "Vulture investors and the market for control of distressed firms"; *Journal of Financial Economics*; Vol. 43; 1997; S. 404
- ¹⁷ vgl. Kraft, V.; *Private Equity Investitionen in Turnarounds und Restrukturierungen*; Campus Verlag, Frankfurt; 2001; S. 76
- ¹⁸ Buehler, K./D'Silva, V./Wang, Z.; "The Allure of distressed debt"; *The McKinsey Quarterly*; Nr. 1; 2003; S. 24
- ¹⁹ vgl. Ritter, J.; *Die (un)geliebte Hauptstadt*; Frankfurter Allgemeine Zeitung; 29.06.2004
- ²⁰ vgl. Papendick, U.; "Unter Geiern"; *Manager Magazin*; 08/2003; www.manager-magazin.de/magazin/artikel/0,2828,257394,00.html
- ²¹ vgl. Rosenberg, H.; *The Vulture Investors*; John Wiley & Sons Inc.; New York; 2000; S. 7f
- ²² vgl. § 218 InsO
- ²³ vgl. Insolvenzstatistik des statistischen Bundesamtes, neuere Zahlen liegen der Autorin leider nicht vor
- ²⁴ vgl. Grub, V.; *Wege aus der Krise; Kommentar*; 2003; S. 2; www.forumrecht.com/reports/reports/rg_009.htm
- ²⁵ vgl. Zeller, R./Wlecke, U.; "Die ungenutzte Sanierungsalternative"; *Frankfurter Allgemeine Zeitung*; 05.07.04
- ²⁶ vgl. Neske, C./Spieler, C.; "Protektionismus drängt Ausländer zurück"; *Handelsblatt*; 26.11.2003; S. c02 sowie Schüler, M.; "Auch Versicherungen werden künftig in Hedge Funds investieren können"; *Handelsblatt*; 07.11.2003; S. b06
- ²⁷ vgl. Hackethal, A./Schmidt, R.; *Finanzsystem und Komplementarität*; Working Paper Johann Wolfgang Goethe Universität Frankfurt; No. 50; 2000; S. 12f
- ²⁸ vgl. Internationaler Währungsfonds; *Germany: Financial System Stability Assessment, including Reports on the Observance of Standards and Codes of the following topics: Banking Supervision, Securities Regulation, Insurance Regulation, Monetary and Financial Policy Transparency; Payment Systems and Securities Settlement*; IMF Country Report No. 03/343; Washington; 2003; S. 25f
- ²⁹ vgl. Köhler, P.; "Versicherer müssen Neuland betreten"; *Handelsblatt*; 08.07.2002; S. 19
- ³⁰ vgl. Paetzmann, K.; "Zur Übertragung von US-Konzepten eines Distressed Debt Investing auf Deutschland"; *Zeitschrift für das gesamte Kreditwesen*; Nr. 17; 2003; S. 971 sowie Sauter, W.; *Grundlagen des Bankgeschäftes*; Bankakademie-Verlag GmbH; Frankfurt; 2002; S. 216
- ³¹ vgl. Marks, H.; "Wir sind Teil der Lösung, nicht des Problems"; Interview von Hanno Beck; *Frankfurter Allgemeinen Zeitung*, 29.06.2004 sowie Papendick, U.; "Unter Geiern"; *Manager Magazin*; 08/2003; www.manager-magazin.de/magazin/artikel/0,2828,257394,00.html
- ³² Papendick, U.; "Unter Geiern"; *Manager Magazin*; 08/2003; www.manager-magazin.de/magazin/artikel/0,2828,257394,00.html