



Die nachfolgende Ausarbeitung basiert auf der wirtschaftlichen Situation in der Bundesrepublik Deutschland im Oktober 2009. Es wurden die verschiedenen Strategien für Unternehmen in Zahlungsschwierigkeiten dargestellt. Autoren sind René Höpfner und Felix Werthemann.

Distressed-Strategien

Investmentansätze in Distressed Assets können in vielfacher Hinsicht variieren, bspw. hinsichtlich des Wertpapiertyps, des Stadiums der Notlage der Unternehmen oder der Haltedauer der Wertpapiere. Die geläufigste Form der Klassifizierung von Investmentstrategien für institutionelle Investoren ist die Unterscheidung nach dem Grad der Kontrolle, die ein Investor erlangt.

Die Bandbreite der Distressed-Strategien reicht dabei vom Erwerb von liquiden und illiquiden Wertpapieren Not leidender Unternehmen, wobei der Fokus dieser eher passiven Strategien auf einer zügigen Kurserholung der Wertpapiere liegt, bis hin zu sehr aktiven Strategien, die darauf abzielen, die Kontrolle an dem Unternehmen zu erlangen, um dann anschließend über eine Restrukturierung der Kapitalstruktur und/oder des Business-Modells eine Wertsteigerung des Unternehmens zu erreichen.

Passive-Non-Control-Strategien

Ziel dieser Strategien ist es, Wertpapiere mit einem deutlichen Abschlag gegenüber ihrem intrinsischen Wert zu kaufen und solange zu halten, bis die Unternehmen ihre wirtschaftliche oder finanzielle Schieflage überwunden haben bzw. mindestens so lange, bis eine Wertsteigerung erreicht wurde.

Hauptsächlich handelt es sich bei der Art der Wertpapiere um vorrangige Unternehmenskredite (Senior Debt), nachrangige Fremdkapitalpositionen (Junior-Debt) oder hybride Finanzinstrumente (Preferred Securities).

In der aktuellen Marktphase werden Distressed-Strategien auch mit Structured/Securitized Debt wie ABS, MBS, CDOs, CLOs etc. umgesetzt. Als Distressed Debt wird Fremdkapital

bezeichnet, wenn dieses mit Spreads von mind. 1.000 Basispunkten gegenüber Staatsanleihen gehandelt wird, oder die Kredite unterhalb 70 % ihres Nominalwertes notieren. Auf der Käuferseite stehen meistens Hedgefonds, die im Gegensatz zu Banken oder Versicherern (Verkäuferseite) keinen Restriktionen hinsichtlich Ratings oder Investitionen in Unternehmen, die sich in der Insolvenz oder Liquidation befinden, unterliegen.

Neben Banken und Versicherungen können grundsätzlich auch klassische Long-only Fonds oder auch Hedgefonds selbst als Verkäufer auftreten. Dies ist insbesondere dann der Fall, wenn die Fondsmanager andere Erwartungen an die weitere Entwicklung des Notleidenden Unternehmens haben und somit den intrinsischen Wert der Gesellschaft anders bewerten als die Käuferseite bzw. nicht über ausreichende Kapazitäten verfügen, um erfolgreich die Distressed Securities zu verwalten und sich daher von den Papieren trennen wollen. Als Strategien verfolgen die Hedgefonds-Manager unterschiedliche Ansätze. Diese reichen von Buy-and-Hold-Strategien über Arbitrage-Modelle bis hin zu neuen Finanzierungen.

Buy-and-Hold/Hold-to-Maturity bzw. Long-only-Strategien

Häufig halten Hedgefonds, die einer Long-only-Strategie folgen, auch Stressed Debt - Unternehmensanleihen, deren Qualität aber nach wie vor als gut bezeichnet werden kann. Die Spreads dieser Anleihen liegen im Zuge der negativen Markterwartung meist deutlich über dem fundamental gerechtfertigten Niveau. Diese Unternehmen befinden sich im Gegensatz zu Distressed-Unternehmen im engeren Sinne weder im Zahlungsverzug noch in der Liquidierung oder im bereits eröffneten Insolvenzverfahren. Daher profitieren diese Wertpapiere meist deutlich von einer einsetzenden Markterholung.

Long-/Short-Ansätze und Arbitrage-Modelle innerhalb der Kapitalstruktur

Bei Long-/Short- und Arbitrage-Strategien werden innerhalb der Kapital-

struktur eines Unternehmens unterschiedliche Wertpapiere gehalten, bspw. Long-Positionen auf Nachrangkapital und Short-Positionen auf Senior Debt und/oder Aktien des Unternehmens.

Die Vorteilhaftigkeit dieser Strategien basiert zumeist darauf, dass zu Beginn der Marktverwerfung die Marktpreise für Senior Debt stärker fallen als für Junior Debt. Ebenfalls anzutreffen sind Arbitrage-Modelle mit sogenannten Busted Convertibles. Als Busted Convertibles werden Wandelanleihen bezeichnet, bei denen der Konversionspreis mindestens 50 % über dem aktuellen Aktienkurs des Unternehmens liegt. Weil die Option der Wandelanleihe so weit aus dem Geld ist, werden diese Wandelanleihen häufig mit dem gleichen Wert wie herkömmliche Anleihen gehandelt.

Distressed Financing

Neben den rein Trading-orientierten Strategien und Active-Control-Strategien finden sich am Markt auch Zwischenformen. So werden zum Beispiel im Rahmen von Restrukturierungen neue Finanzierungen benötigt. Im Unterschied zu den oben beschriebenen Handelsstrategien der Hedgefonds werden hierbei nicht in der Vergangenheit emittierte „alte“ Fremdkapital-Positionen erworben, sondern dem Unternehmen wird „neues“ Fremdkapital in Form von neuen Loans, Mezzanine oder DIP (Debtor-in-Possession, spezielle Überbrückungskredite gemäß Chapter 11 des US-Insolvenzrechts) zur Finanzierung zur Verfügung gestellt. Dieses „neue“ Fremdkapital hat meistens Vorrang vor den Ansprüchen aus „altem“ Fremdkapital. Daher sind die Risiken, relativ gesehen, geringer.

Die Übergänge zwischen Passive-Non-Control-Strategien und Active-Control-Strategien sind fließend. Viele Hedgefonds identifizieren über quantitative und qualitative Analysen die eingangs beschriebenen unterbewerteten Wertpapiere und setzen auf eine Unternehmens- bzw. Kurserholung. Einige Hedgefonds beteiligen sich auch aktiv an der finanziellen Restrukturierung eines Unternehmens,



ohne dabei jedoch die Kontrolle zu übernehmen. Distressed-Finanzierungen sind meist mit Restrukturierungsvorschlägen verbunden. Die meisten Hedgefonds beteiligen sich jedoch nicht aktiv an einer operativen Restrukturierung.

Aktive-Control-Strategien

Bei einer Active-Control-Strategie geht es darum, die Kontrolle über das Unternehmen zu erlangen, um die Restrukturierung des Unternehmens aktiv zu beeinflussen. Im Gegensatz zu den Non-Control-Strategien, die letztendlich eine Bewertung eines bestehenden Business-Plans und eine Wette auf vom Investor nicht beeinflussbare Ereignisse darstellen, wird bei einer Control-Strategie der Investor zum Unternehmer. Dieser hat die Möglichkeit, den zukünftigen Wert seiner Investition durch geeignete Maßnahmen aktiv zu beeinflussen. Mit derartigen Investitionen ist üblicherweise auch eine längere Haltezeit im Vergleich zu Non-Control-Strategien verbunden.

Die Transaktionen werden in der Regel von Private-Equity-Fonds umgesetzt. Diese Private-Equity-Fonds werden dann auch als Distressed-, Turnaround- Special-Situation-Fonds bezeichnet. Neben einem substanziellen Gewinnpotenzial gibt es auch erhebliche Risiken, welche eingeschätzt werden müssen. Die Beurteilung, ob eine Investition in einer Turnaround-Situation sinnvoll ist und ein Turnaround herbeigeführt werden kann, hängt im Wesentlichen auch von dem Resultat der Analyse ab, warum das Unternehmen in die Krise geraten ist und welche Maßnahmen zur Behebung der Krise erforderlich sind.

Handelt es sich primär um eine Situation der Überschuldung, kann nach einer Sanierung der Passivseite das Unternehmen fortgeführt werden. Liegen die Ursachen der Krise eher bei operativen Faktoren, so müssen das Unternehmen und der Gestaltungsspielraum dahingehend genauer analysiert werden. In einigen Fällen liegen die Ursachen auch in einem schwachen Management, welches notwendige Entscheidungen wie Teilschlie-

ßungen oder eine Anpassung der Kostenstruktur an die Auftragslage zu lange aufgeschoben hat. Im Allgemeinen liegt der zentrale Werttreiber bei einem Distressed-/Turnaround-Investment in der Umsetzung operativer Maßnahmen. Das Vorgehen bei einem Distressed-/Turnaround-Investment stellt sich daher wie folgt dar:

- Zunächst müssen die Überlebensfähigkeit des Unternehmens, der Kapitalbedarf und das Wertsteigerungspotential eines Turnarounds in einer operativen Due Diligence abgeschätzt und in einem ersten Schritt die Liquidität des Unternehmens gesichert werden. Zur Liquiditätssicherung sind oft Maßnahmen für eine kurzfristige Erhöhung des Cashflows notwendig wie z.B. Schuldenerlass und aktives Working-Capital-Management. Daher werden oftmals bereits während der Transaktionsanbahnung parallel Gespräche mit Kunden und Banken geführt.
- In einem zweiten Schritt werden Kostensenkungsmaßnahmen implementiert. Detaillierte Deckungsbeitragsanalysen pro Kunde und pro Produkt sowie Analysen zur Fixkostenallokation bilden die Grundlagen für Entscheidungen zur Schließung von Betriebszweigen und zur Straffung des Produktportfolios („Down Sizing“). Produktionsprozesse werden auf Effizienzsteigerungspotenziale hin analysiert und ggf. durch gezielte Investitionen optimiert. Um eine reibungslose Umsetzung der geplanten Restrukturierungsmaßnahmen zu gewährleisten, werden meist vor einer Investition auch entsprechende Vereinbarungen mit den Vertretern der Arbeitnehmer geschlossen.
- In einem dritten Schritt wird aufbauend auf einer Kosteneffizienten Struktur ein profitables Umsatzwachstum angestrebt.

Vor oder während einer Insolvenz stellt sich die Frage, ob das Unternehmen sanierungsfähig oder sanierungswürdig ist. Die Beantwortung

dieser Frage hängt unmittelbar davon ab, welche Einnahmen aus der Verwertung der Assets erzielt werden können und wie hoch die Bewertung des Unternehmens bei einer Fortführung ausfällt.

Der Einstieg in ein notleidendes Unternehmen durch Investoren findet unter der Prämisse der Fortführung des Unternehmens statt und hängt von der Beurteilung des Restrukturierungsplans und dem Rendite-Risiko-Profil der Investition ab. Ein Restrukturierungsplan welcher von erfahrenen Turnaround-Investoren ausgearbeitet wurde, gewährleistet in dieser Situation die bestmögliche Berücksichtigung der Interessen der Gläubiger und Arbeitnehmer. Liegt das Ergebnis einer Verwertung unter dem der Fortführungsbewertung, z.B. gemäß Fortführungsbewertung A, ist die Fortführung des Unternehmens sinnvoll. Überschreitet das Verwertungsergebnis die Fortführungsbeurteilung B, steht die Fortführung des Unternehmens zur Disposition.

Distressed-/Turnaround-Transaktionen stellen für Private-Equity-Fonds eine besondere Herausforderung dar. So sind hoher Zeitdruck und Krisenmanagement während der Transaktionsanbahnung durch eine drohende Insolvenz oder drohende operative Störungen bei sich verschlechternden operativen Leistungen zu berücksichtigen. Auch erhöhte Kosten und Probleme bei der Informationsbeschaffung sowie der Aufarbeitung von oft widersprüchlichen Unternehmenszahlen bilden erschwerende Bedingungen und behindern einen standardisierten Verkaufsprozess. Der Beurteilung der Haftungsrisiken und der genauen Identifizierung der übergehenden bzw. mit dem Kaufpreis zu verrechnenden Verbindlichkeiten kommt bei der Bewertung von Turnaround-Investments eine erhöhte Bedeutung zu.

Folgende Transaktionsstrukturen sind häufig anzutreffen:

I. Transaktion mit positivem Kaufpreis für das Eigenkapital

Wird der Unternehmenswert vor eigener Insolvenz mit einem Wert ange-



setzt, der die existierende Nettoverschuldung übersteigt, so erhält der Verkäufer den Kaufpreis („KP“) als Differenz zwischen Unternehmenswert und der Nettoverschuldung. Diese Konstellation entspricht einer Standardsituation, in der der Verkauf über einen herkömmlichen Share Deal abgewickelt werden kann.

II. Transaktionen mit einer nur teilweisen Rückzahlung des Fremdkapitals

In vielen Fällen ist jedoch auf Unternehmensebene schon ein erheblicher Fremdfinanzierungsgrad vorhanden, so dass der Unternehmenswert nicht mehr die existierende Nettoverschuldung übersteigt. In diesen Situationen gibt es zwei Alternativen, wie eine Übernahme erfolgen kann:

a) Das Eigenkapital wird zu einem symbolischen Kaufpreis von 1 Euro übernommen. Um eine notwendige Bilanzsanierung sowie die Transaktion als solche zu ermöglichen, wird gleichzeitig auch ein Schuldenerlass („Hair Cut“) mit den Banken vereinbart. Banken haben an einer derartigen Vereinbarung dann ein Interesse, wenn bei einer Verwertung der Assets ein geringer Erlös zu erwarten ist.

b) Nach dem mehrheitlichen Kauf der Schulden zu einem deutlichen Abschlag („Discount“) hat der Investor bei einer drohenden Zahlungsunfähigkeit vor einer Insolvenz die Möglichkeit, einen Debt-Equity-Swap zu forcieren. Dabei erfolgt meist zunächst eine Kapitalherabsetzung. Im Anschluss findet eine Kapitalerhöhung statt, bei welcher der Investor die Verbindlichkeiten als Sacheinlage einbringt, um in der Folge eine Anteilsmehrheit zu erhalten. Die detaillierte Ausgestaltung solcher Transaktionen ist abhängig von den jeweiligen rechtlichen Rahmenbedingungen der betreffenden Jurisdiktion.

Bei beiden Transaktionstypen erhält der Private-Equity-Fonds eine Anteilsmehrheit, da die alten Anteilseigner nicht in der Lage waren, dem Unternehmen genügend Liquidität zur Verfügung zu stellen, um eine drohende Insolvenz abzuwenden. Die Vorteilhaftigkeit der beiden Transak-

tionstypen hängt von der spezifischen Situation und diversen Faktoren auch auf Ebene des Fonds ab.

III. Transaktionen aus der Insolvenz

Ein Erwerb aus der Insolvenz kann in Deutschland in Form einer übertragenen Sanierung nach dem Regelverfahren durchgeführt werden. Hierbei werden die Assets in einem Asset Deal aus der Insolvenzmasse an den Erwerber übertragen. In diesem Verfahren ist auch ein sogenanntes „Cherry Picking“ möglich, bei dem die interessantesten Assets übernommen werden und die restlichen in der Insolvenzmasse verbleiben. Ein Asset Deal ist grundsätzlich auch vor einer Insolvenz denkbar und kann vor allem dann sinnvoll sein, wenn nur gewisse Teile aus einer rechtlichen Einheit übernommen werden sollen oder gewisse Risiken oder Altlasten, die in einer rechtlichen Struktur vorhanden sind, bewusst von der Transaktion ausgeschlossen werden sollen. Alternativ ist in einer Insolvenz theoretisch auch das Insolvenzplanverfahren mit einem Share Deal möglich, das jedoch in der Praxis eine untergeordnete Bedeutung hat.

Unabhängig von der Art und Weise, wie eine Übernahme erfolgt, findet anschließend meist eine Kapitalerhöhung statt, um den Restrukturierungsplan zu finanzieren. Gleichzeitig wird das „alte“ Fremdkapital meist durch eine neue Finanzierungsstruktur abgelöst.

Aktuelle Situation

Das günstige Finanzierungsumfeld der Vorjahre führte zu einem rapiden Anstieg des Emissionsvolumens von High-Yield-Bonds und Leveraged Loans.

Zusammen mit der aktuellen Finanz- und Wirtschaftskrise ist ein Nährboden für Distressed-Strategien gegeben. Allein in den USA beläuft sich das ausstehende Nominalvolumen von High-Yield-Bonds auf über 1.000 Mrd. US-Dollar. Ende 2008 zählten davon über 80 % als Distressed Debt. Zusätzlich suchen durch Private Equity finanzierte Unternehmen Anschlussfinanzierungen für die fälligen Leveraged Loans, wovon der größte

Anteil in den kommenden Jahren abgelöst werden muss. Auch auf dem deutschen Markt ließen sich derartige Entwicklungen beobachten. Neben den Leveraged Loans sind allein im deutschen Mittelstand in den Jahren 2004 bis 2007 fast 4,5 Mrd. Euro an verbrieften Mezzanine-Kapital vergeben worden. Zusätzlich liegen weitere nicht verbrieftes Mezzanine-Darlehen in unbekannter Höhe bei den Banken. Nachdem der CDO-Markt zusammengebrochen ist, wird eine entsprechende Anschlussfinanzierung nicht möglich sein. Ab 2010 werden die ersten großen Programme für verbrieftes Mezzanine-Kapital auslaufen (z.B. das Preps-Programm der HVB aus 2004 mit 850 Mio. Euro).

Im Zusammenspiel mit dem konjunkturellen Umfeld ist zu erwarten, dass einige Unternehmen diese Herausforderung nicht meistern werden. Die Default-Rates lagen im April 2009 bereits bei 8 %, nachdem diese Ende 2007 noch weniger als 1 % betrugen. Die Erwartungen gehen von einem weiteren Anstieg der Default-Rates auf über 10 % innerhalb der nächsten Monate aus. Standard & Poors rechnet damit, dass ein neuer Höchststand von ca. 14 % bis Ende 2010 erreicht wird.

Anders als bei den vorangegangenen Rezessionen ist die Dynamik der Krise deutlich ausgeprägter. Vergleicht man die Entwicklung der Default-Rates im zeitlichen Verlauf mit den vorangegangenen Rezessionen, so ist der Anstieg bei den Default-Rates wesentlich stärker. Die Default-Rates zogen seit Beginn der Krise innerhalb von 12 Monaten in einer rasanten Entwicklung an. Im Vergleich dazu dauerte es 60 Monate in der letzten Krise, bis die Default-Rates ihren Höchststand von ca. 10% erreichten.

Berücksichtigt man das aktuelle Marktpreisniveau von High-Yield-Bonds und die historischen Höchststände der Default-Rates, dann erscheinen Distressed Investments als opportun. Die Bond-Spreads implizieren derzeit eine künftige Default-Rate von etwa 25 %, dem gegenüber steht ein historischer Höchststand von ca. 12 %.



Investment Case

Die historischen Renditen zeigen gerade in Krisenzeiten ein attraktives Rendite-Risiko-Profil für Distressed-Strategien. Dabei ist jedoch zu berücksichtigen, dass die Datenhistorie und -qualität sowohl bei liquiden Hedgefonds-Strategien als auch bei den Private-Equity-Renditen nicht optimal ist.

Die Opportunitäten von Distressed und Turnaround-Transaktionen haben viele Asset-Manager erkannt und entsprechende Produkte am Markt platziert. Allerdings investieren einige Häuser deutlich zu früh. Dies betraf vor allem Fonds, die im zweiten Halbjahr 2007 bis zum ersten Halbjahr 2008 aufgelegt wurden.

Bedingt durch das aktuelle Marktumfeld und die Schwierigkeiten hinsichtlich der Syndizierbarkeit von Leveraged Fonds weichen zudem auch viele Private-Equity-Fonds, die noch einen signifikanten Anteil des noch nicht investierten Zeichnungskapitals von ihren Investoren abrufen können, von dem klassischen Buy-out-Ansatz ab und fokussieren sich jetzt auch auf Distressed- und Turnaround-Strategien, obwohl sie sich in der Vergangenheit nicht auf diesen komplexen Bereich spezialisiert haben.

Eine erfolgreiche Umsetzung von Distressed-Investments aus Sicht eines institutionellen Investors bedarf der Berücksichtigung mehrerer Faktoren, u.a. des Timings, der Strategiewahl und der Auswahl des Managers. Um die spezifischen Risiken mit Distressed-Strategien zu minimieren, ist es empfehlenswert eine diversifizierte Portfoliolösung anzustreben, in der sich jede Form der investierbaren Distressed-Strategien wiederfindet.

Insbesondere die Active-Control-Strategien erfordern eine gewisse Stärke und Maturität einer Rezession, in welcher sich eine Ergebniskrise auch die Liquiditätssituation zuspitzt und der Handlungsdruck bei den Unternehmen zunimmt. Dieses Zeitfenster scheint sich jetzt zu öffnen. Im Gegensatz zu den Hedgefonds-Strukturen sind die Private-Equity-Fonds-Strukturen meistens Blind Pools und investieren über einen längeren Zeitraum in Distressed Assets, so dass eine natürliche Mischung aus unterschied-

lichen tatsächlichen Investitionszeitpunkten gegeben ist.

Der Erfolg von Distressed-Investments hängt maßgeblich von den Fähigkeiten des ausgewählten Asset-Managers ab. Der Track Record kann dabei ein guter Indikator für die Erfahrung des Managers in der Distressed-Nische sein.

Allerdings sind die aktuellen Marktbedingungen nicht gänzlich mit 2002 vergleichbar. Die jetzige Rezession ist deutlich ausgeprägter im Vergleich zu früheren Rezessionen. Die Distressed-Investments erfolgten zur damaligen Zeit auch vorrangig in Unternehmen mit ehemals Investment-Grade-Rating, deren Kapitalstruktur weniger komplex war als bei vergleichbaren Unternehmen heute. Zudem sehen viele der neuen Distressed-Debt-Fond vor allem Opportunitäten in strukturierten und verbrieften Wertpapieren. Aber auch bei mittelständischen Active-Control-Transaktionen sind viele interessante Opportunitäten zu erwarten.

Für die Durchführung von Turnaround-Investitionen ist ein spezielles Fachwissen notwendig, das reine Hedgefonds oder Buy-out-Fonds i.d.R. in der erforderlichen Breite und Tiefe nicht ausreichend besitzen. Bei der Wahl geeigneter Manager für die Active-Control-Strategien sind daher eine Reihe von zusätzlichen Aspekten zu beachten, darunter Zugang und Selektion von potentiellen Deals, Verständnis für die Gründe, die zu einer Krisensituation führen und für die dagegen einzuleitenden Maßnahmen, Erfahrungen mit operativen Sanierungen, kompetente Einschätzung der branchenspezifischen Krisendynamik, Erfahrung mit nicht standardisierten und komplexen Transaktionsstrukturen sowie Verhandlungskompetenz mit verschiedenen Interessengruppen wie Verkäufern, Banken, Kunden, Zulieferern und Arbeitnehmern.

Fazit

In den letzten Jahren haben viele Unternehmen einen hohen Fremdfinanzierungsgrad erreicht, der in einer Rezession und einem Katalysator für vielschichtige Problemstellungen wird. In naher Zukunft wird es einige Unternehmen geben, bei denen

der Handlungsdruck deutlich steigen wird.

Es sind auch Insolvenzen und Eigentümerwechsel zu erwarten. Diese Entwicklungen werden Einfluss auf die Bewertungen von Eigen- und Fremdkapital von fundamental soliden Unternehmen haben.

Dieses Marktumfeld bietet ideale Bedingungen sowohl für Passive-Non-Control- als auch insbesondere für Active-Control-Strategien. Distressed-Investitionen können für institutionelle Investoren gerade in Zeiten einer Finanz- und Wirtschaftskrise eine attraktive Beimischung innerhalb ihrer Allokation in alternative Anlageklassen sein.

Die sehr stark unterschiedlichen und komplexen Anlagestrategien erfordern jedoch besondere Sorgfalt bei der Auswahl geeigneter Produkte und Asset-Manager.