

# ADVISORY NOTES.

Nº2 | Februar 2007

Genussscheine  
und die Jagd auf „notleidende“ Kredite

## Genussscheine und die Jagd auf „notleidende“ Kredite

**D**EUTSCHLAND – DAS LAND DER Schnäppchen. So titelte der Spiegel die Motivation jener überwiegend amerikanischen Finanzinvestoren, welche gegenwärtig mit Nachdruck sogenannte „notleidende“ Kredite (Non Performing Loans, oder kurz NPL) aufkaufen. Hierunter fallen alle Darlehen bzw. rückzahlungspflichtigen Ausleihungen, die ent-

ternehmer, sondern seine Bank und der sie ablösende Finanzinvestor gehören müssen.

Blickt man nämlich auf die Geldinstitute, so haben diese grundsätzlich eine hohe Motivation zum Kreditverkauf. Denn durch den systematischen Abbau bestehender Risiken wird



weder ihren Tilgungsplan nicht einhalten können oder zumindest (stark) ausfallgefährdet erscheinen.

Nach Bankenangaben sollen allein in Deutschland ca. 5-8% aller Kredite zu dieser Gruppe zählen (entspricht einem Volumen von bis zu 300 Milliarden Euro). Dies dürfte dann ungefähr 15% des weltweiten NPL-Marktes gleichkommen. In Anbetracht solcher Zahlen ist es nicht weiter verwunderlich, dass Deutschland als derzeit „heißester“ und gleichzeitig größter Markt in Europa gesehen wird.

### Win-Win auf Kosten des Schuldners

Warum bemühen sich nun aber ganze Heerscharen von Investoren um Etwas, was zuvor als „notleidend“ gebrandmarkt wurde?

Wie sooft verbirgt sich hinter einem zuerst altruistisch anmutenden Beweggrund eine scharf kalkulierte Win-Win-Situation – wobei zu den Gewinnern nicht unbedingt der betroffene Un-

gleichzeitig die hiermit in Verbindung stehende Eigenkapitalhinterlegungspflicht (BASEL II) deutlich reduziert. Auf diese Weise entsteht aus zuvor gebundenen ertragslosen Risikoaktiva freie Liquidität, welche dann in gewinnbringende Projekte investiert werden kann. Letztendlich führen diese und weitere Gründe in ihrer Gesamtheit dazu, dass Banken notleidende Kredite erheblich unter ihrem ausstehenden Wert verkaufen können und dies auch tun.

An dieser Stelle setzt nun die Motivation der NPL-Investoren ein, welche unter so verheißungsvollen Namen wie Cerberus, Lupus Alpha oder Lone Star firmieren. Denn mit dem günstigen Erwerb der „notleidenden“ Kredite wird auch der Zugriff auf die hinterlegten Sicherheiten frei – und hierin liegt der eigentliche Nukleus des Interesses. Betrachtet man die Differenz zwischen Erwerb und Verwertung der Kredite so lassen sich im Branchenschnitt mehr als 20 Prozent herausholen. Weil daneben keine weitere gemeinsame Geschäftsbeziehung auf den Spiel steht, können die Schuldenaufkäufer hierbei auch entsprechend unzimperlich vorgehen. Dass sich viele der betroffenen Unternehmen inzwischen genötigt sahen, sich zu „Opfergemein-

schaften“ zusammenzuschließen um ihre Interessen vor Gericht gebündelt verteidigen zu können, lässt erahnen, wieviel Kompromissbereitschaft ihnen zuvor zuteil geworden ist.

---

## NPL – Heuschrecke ante portas?

---

Während das Geschäft mit Non Performing Loans bisher vor allem den Zugriff auf Immobilien zum Ziel hatte, geraten nun zunehmend die in Bedrängnis geratenden Unternehmen selbst ins Visier. Die neue Strategie der NPL-Investoren ist dabei folgende: Verletzt das betroffene Unternehmen eine der meist zahlreich vorhandenen Kreditvertragsklauseln („covenants“), wird das Darlehen schnellstmöglich vorzeitig fällig gestellt. Weil der Unternehmer in dieser künstlich herbeigeschafften Krise normalerweise nicht kurzfristig die Gläubigeransprüche befriedigen kann, wird ihm als Alternative zur drohenden Insolvenz ein Angebot gemacht, welches dann kaum ausgeschlagen werden kann: Der sogenannte „Debt-Equity-Swap“. Hierunter versteht man die Umwandlung des fälligen Darlehens in direkte Unternehmensanteile. Angesichts der in Deutschland vorfindbaren Eigenkapitalausstattung kommt dies für die betroffenen Unternehmen meist einer faktischen Übernahme gleich („hostile takeover“).

Um sich als Unternehmen vor dem vorstehend beschriebenen Szenario schützen zu können, ist es wichtig zu verstehen, welche Konstellationen ein solches besonders fördern.

Vieles spricht dafür, dass Unternehmen, welche Teil eines Genußrechtsportfolios (wie etwa PREPS) sind, in den engeren Fokus von NPL-Investoren geraten. So gehen die Banken nach internen Aussagen davon aus, dass ein hoher Pro-

zentsatz der Genußscheindarlehen aufgrund ihrer Endfälligkeit nicht termingerecht getilgt werden kann. Weil der starke Wettbewerb unter den Mezzanine-Anbietern vielfach zu Fondskonstruktionen geführt hat, die nur eine sehr begrenzte Ausfallrate verkraften, beginnen die Kreditinstitute schon jetzt über Auffanglösungen nachzudenken.

---

## Mezzanine als Einfallstor für neue Herren

---

Die eleganteste Lösung könnte hier wieder einmal die „Entsorgung“ bei einem Kreditverwerter darstellen – zumal hierfür die rechtliche Ausgestaltung der Genußscheinprogramme auffällig prädestiniert erscheint. So verfügen alle standardisierten Mezzanine-Konstruktionen von vornherein über eine eigens hierfür gegründete Zweckgesellschaft („SPV“: „special purpose vehicle“). Wird ein derart strukturiertes Darlehen auf einen NPL-Investor übertragen, wechselt lediglich der Gesellschafter des SPVs, nicht aber der im Darlehensvertrag fixierte Gläubiger (das SPV). Dies wiederum schafft eine rechtliche Konstellation, bei der sogar (noch) nicht „notleidende“ Darlehen veräußert werden können, ohne dass die sonst hierfür zwingend erforderliche Zustimmung des Kreditnehmers eingeholt werden müsste. Ein Schelm wer dabei Böses denkt!

Jedenfalls müssen standardisierte Genußscheinprogramme auf in Kategorien von „Debt-Equity-Swaps“ denkende Investoren außerordentlich anziehend wirken. Denn hier lässt sich bereits frühzeitig ein potentielles Beteiligungsportfolio an mittelständischen Unternehmen aufbauen, ohne den sonst bei solchen Anlässen üblichen Bieterwettbewerb eingehen zu müssen. So ist es nur

wahrscheinlich, dass diese Chance auch gesucht wird.

**Fazit:** Die Gefahr, dass mittelständische Unternehmen durch die Hintertür eines Mezzanine-Programms ungeladenen Besuch von „Verwertungsexperten“ bekommen, muss derzeit nicht unmittelbar bestehen, ist aber auch nicht grundsätzlich auszuschließen. Fest steht zumindest, dass es aufgrund der Neuartigkeit dieser Programme keinerlei Erfahrungswerte gibt, wie Banken im Fall von Tilgungsschwierigkeiten reagieren werden. Dass NPL-Investoren in einem solchen Fall nicht lange auf sich warten lassen, um ihre Dienste anzubieten, konnte bereits schon beim ersten Ausfall im PREPS-Portfolio (Nici AG) beobachtet werden.

Dr. Karsten Zippel

*Kontakt: [zippel@aquin-cie.com](mailto:zippel@aquin-cie.com)*

© Aquin & Cie. AG 2007 - 2009. All rights reserved.

---

#### ADVISORY NOTES.

AUFZEICHNUNGSWERTE AUS DEM FELD  
CORPORATE FINANCE.

Unregelmäßig herausgegeben von:

AQUIN & CIE. AG

Schackstraße 1

D-80539 München

Phone +49 (0)89.41 35 39 – 0

Telefax +49 (0)89.41 35 39 – 29

[www.aquin-cie.com](http://www.aquin-cie.com)

München | Lindau | Bielefeld | Chicago | New Delhi | Beijing

---