

### Kreditderivate

Satyajit Das: Credit Derivatives – CDOs and Structured Credit Products, 3. Auflage, Verlag John Wiley & Sons Pte Ltd, Singapur, 2005, 800 Seiten, Leinen, 125 Euro, ISBN 13 978-0-470-82159-6

Kreditderivate dienen längst nicht mehr allein der Übertragung von Kreditrisiken vom Sicherungsnehmer (Protection Buyer) auf den Sicherungsgeber (Protection Seller). Zunehmend werden Kreditderivate auch zu Diversifikationszwecken im Rahmen eines aktiven Portfoliomanagements und insbesondere auch zur Ausnutzung von Arbitrageeffekten eingesetzt beziehungsweise in diese investiert.

Der Handel mit Kreditderivaten hat zudem eine rasante Entwicklung erfahren. Kreditderivate sind ferner vielfach Bestandteil innovativer strukturierter Produkte. Die Bedeutung von Kreditderivaten kommt nicht zuletzt in dem Variantenreichtum an Produkttypen und Strukturen zum Ausdruck.

In seiner bereits in 3. Auflage erschienenen Publikation Credit Derivatives – CDOs and Structured Credit Products stellt Das kenntnisreich das weite Feld der Kreditderivate, die verschiedenen Erscheinungsformen und Einsatzmöglichkeiten ausführlich dar. Zunächst befasst sich der Autor näher mit den Grundtypen, allen voran mit den Credit Default Swaps (CDS) (Kapitel 1: Credit Derivative Products). Dabei wird auch auf spezifische Dokumentations- und Rechtsfragen eingegangen unter Berücksichtigung der 2003 ISDA Credit Derivatives Definitions.

Danach behandelt der Autor Satyajit Das sachkundig die strukturierten Kreditprodukte (Kapitel 2: Structured Credit Products); einen Bereich der Kreditderivate, der sich ebenfalls sehr schnell entwickelt und immer neue Instrumente hervorbringt. Dies liegt vor allem an den Strukturierungsmöglichkeiten, die es erlauben, dass sich die individuelle Ausgestaltung und Dokumentation des Kreditderivatprodukts flexibel an dem jeweils verfolgten Zweck orientiert.

Zu diesen von dem Autor beschriebenen strukturierten Kreditderivaten zählen unter anderem: First-to-default und Nth-to-default Swaps; Portfolio Swaps, Constant

Maturity Credit Default Swaps, Credit Index Produkte sowie Equity Default Swaps.

Es folgen Ausführungen zu den Credit Linked Notes – einer Anleihe mit integriertem Kreditderivat (Kapitel 3: Credit Linked Notes). Neben den Credit Linked Structured Notes erörtert Das weiter die Repackaged Credit Linked Notes und die synthetischen Credit Linked Notes. Dabei berücksichtigt der Autor gleichfalls die dahinter stehenden Motive und beabsichtigten Zwecke: Während sowohl die Credit Linked Structured Notes als auch die Repackaged Credit Linked Notes oftmals investorengetrieben sind, um entweder (indirekt) einen Zugang zu bestimmten Vermögenswerten zu erhalten oder um Arbitrageeffekte auszunutzen, werden synthetische Credit Linked Notes von Kreditinstituten häufig zur Reduzierung ihres Kreditrisikos und damit als Instrument ihres Kreditrisikomanagements genutzt.

Einen weiteren Schwerpunkt legt Das insbesondere auf die Collateralised Debt Obligations – CDOs (4. Kapitel: Collateralised Debt Obligations), was ihre Bedeutung im Markt reflektiert. CDO-Strukturen verbriefen regelmäßig Portfolios von Kreditrisiken. Besteht die zugrunde liegende Assetklasse (Underlying) aus Darlehen, spricht man von Collateralised Loan Obligations (CLOs), im Falle von Anleihen von Collateralised Bond Obligations (CBOs).

Positiv ist, dass der Autor in seinen Ausführungen auch auf innovative CDO-Strukturen eingeht, deren Bezeichnung sich zumeist nach dem Underlying richtet, wie zum Beispiel CDO Mezzanine Notes, Collateralised Fund Obligations (CFOs), CDOs of ABS, CDOs of CDOs (CDO<sup>2</sup>), synthetische CDOs (CSOs), Credit Index CDOs.

Eingehend befasst sich Das dann mit Bewertungs- und Kalkulationsfragen sowie Risikomanagementthemen bei Credit Default Swaps und anderen Kreditderivatstrukturen (Kapitel 5: Credit Derivatives Pricing and Valuation) und dem Kreditportfoliomanagement (Kapitel 6: Credit Modelling/Credit Portfolio Management).

Von der Marktseite her beschrieben werden weiter die verschiedenen Verwendungsmöglichkeiten von Kreditderivaten für Kreditinstitute und Investoren (7. Kapitel: Credit Derivative Applications). Zunächst dienen Kreditderivate als Instru-

ment des Kreditrisikomanagements und bei funded-Strukturen auch direkt der Liquiditätsverbesserung. Darüber hinaus erlauben Kreditderivate aber auch den Zugang zu spezifischen Kreditrisiken und dienen Investoren somit als zusätzliche attraktive Anlagemöglichkeit (Leveraged Investments), was durch den zunehmenden Handel mit Kreditderivaten flankiert wird. Zuletzt stellt Das die bisherige Entwicklung des Kreditderivatmarkts dar und geht dabei auf die jeweiligen Entwicklungsstufen, die Marktstruktur, die wirtschaftliche Bedeutung und die Marktteilnehmer ein (8. Kapitel: Credit Derivative Markets). Die schnelle Entwicklung auf dem Gebiet der Kreditderivate und das Angebot immer neuer Produkttypen, wie jüngst etwa die Constant Proportion Debt Obligations (CPDOs), eine Variante der Credit Index CDOs, werden sicherlich Gegenstand einer nächsten Auflage sein.

Das rezensierte Werk ist aufgrund der Breite und Tiefe der behandelten Kreditderivatprodukte und Strukturen jedem uneingeschränkt zu empfehlen, der sich mit dem Thema Kreditderivate näher beschäftigt.

RA Dr. Rudolf Lemke, Frankfurt am Main

### New Workout Management

Rüdiger Volk, New Workout Management als Kern einer eigenständigen Bankdienstleistung – auf dem Weg zu einer Sanierungsspezialbank; 476 Seiten, 199 Seiten Anhang, Logos Verlag Berlin, Berlin 2007 (zugleich Dissertation Universität Leipzig)

Spätestens seit der Einführung der MaK müssen sich die deutschen Kreditinstitute eingehender als früher mit der Intensivbetreuung und Sanierung gefährdeter Firmenkunden befassen. Leider verkannte das deutsche Kreditgewerbe, dass Kredite kriselnder Firmenkunden nicht einen „Abfall“, sondern einen „Wertstoff“ darstellen können. Wie in den Geschäftsfeldern Kreditkarte und Ratenkredit wurden interessante Entwicklungen regelrecht verschlafen. Gerne kauften ausländische Verwerter deutschen Instituten Non-performing Loans zu Discountpreisen ab, verwerteten die Sicherheiten oder platzierten die Kredite mittels Verbriefung

weiter. Diese Institute müssen das Potenzial aufgrund der Passivität des deutschen Kreditgewerbes als wahres El Dorado betrachtet haben.

Rüdiger Volk befasste sich seit der Metallgesellschaft-Schieflage mit der Sanierung von Firmenkunden, er baute in den neunziger Jahren den Bereich Workout Management der Deutschen Bank Leipzig auf und betreute auch in Berlin federführend manche Sanierung, beispielsweise der Herlitz AG. In seiner Dissertation beschrieb er nicht nur den State of the Art im bankinitiierten Sanierungsgeschäft. Er arbeitete auch die kritischen Erfolgsfaktoren heraus, um den Workout-Prozess zu optimieren. Die Lösung sieht er in der von ihm als New Workout Management bezeichneten Vorgehensweise institutionalisiert in Form der Sanierungsspezialbank.

In den meisten Publikationen dominiert die Sicht des gefährdeten Unternehmens, bei Volk erfolgt die Fokussierung auf die Gläubigerbank: Wie sollte der Workout Prozess ablaufen, um den maximalen Nutzen für engagierte Kreditinstitute zu generieren. Die Arbeit ist tief gegliedert in fünf Hauptabschnitte, beispielsweise Ableitung von Handlungsimplicationen für das Bankmanagement zur Optimierung des Workout-Prozesses (3. Abschnitt). Die Arbeit hebt sich ab von den in Praxis und Theorie diskutierten und angewandten Distressed-Debt-Lösungen, da diese häufig lediglich Risiken transferieren.

Das Volk'sche Konzept dagegen bietet Problemlösungen, indem sie erstens den Focus auf mittelständische Firmenkunden legt und zweitens die vorgeschlagene Sanierungsspezialbank in den Rahmen Industrialisierung im Bankenbereich einbettet. Sie gibt Anstöße und Vorschläge, um Intensivbetreuung und Sanierung besser als bislang zu gestalten. Der umfangreiche Anhang enthält zahlreiche verschlüsselte Problemfälle, die als Ausgangsbasis der wissenschaftlichen Analyse dienen.

Inzwischen entwickeln ausländische Investmentbanken in Deutschland das Sanierungsgeschäft, beispielsweise Morgan Stanley bei dem mittelständischen Textilunternehmen Ploucquet. Sie realisieren das von Volk vorgestellte Konzept des New Workout Managements. Offenbar sehen sie darin ein hoch rentables Geschäftsfeld, dem deutschen Kreditgewer-

be bleibt ein weiteres Mal nur übrig, „staunend daneben zu stehen“ und „zuzuschauen“. Den Geschäftsleitungen kann deshalb dringend empfohlen werden, sich eingehend mit der Publikation von Rüdiger Volk zu befassen.

Prof. Dr. Jürgen Singer, Universität Leipzig

### Financial Yearbook – Private Equity

Tatjana Anderer (Herausgeberin im Eigenverlag), FYB Financial Yearbook 2007 – Private Equity, Germany, 480 Seiten, Taschenbuch, ISBN 3-00-020261-7, 29 Euro

Vor zwei Jahren geriet das von privaten und institutionellen Anlegern bereitgestellte Beteiligungskapital für Unternehmen (Private Equity) – angestoßen durch Franz Münteferings „Heuschreckendebatte“ – verstärkt in die deutsche Öffentlichkeit. Bis heute ist das Thema fast jeden Tag in den Medien und die Private-Equity-Branche erlebt einen kräftigen Aufschwung. Trotz aller Kritik und einiger Negativbeispiele hat sich gezeigt, dass Private-Equity-Investoren den Erfolg der unterstützten Unternehmen steigern und auch langfristig Arbeitsplätze sichern können. Es wird erwartet, dass die Bedeutung der privaten Finanzierung in den nächsten Jahren – nicht zuletzt im Hinblick auf die weitere Umsetzung von Basel II – stark zunimmt. Die Bundesregierung plant, ein Private-Equity-Gesetz parallel zu der für 2008 geplanten Unternehmenssteuerreform zu verabschieden. Darin sollen Investitionen gefördert und die Unternehmensbeteiligungsgesellschaft (UBG) in eine Grundform im Private-Equity-Markt umgewandelt werden.

Das Financial Yearbook 2007 Germany sieht sich als Nachschlagewerk und Ratgeber zu neuen, alternativen Finanzierungsformen für deutsche Firmen, die nachhaltiges Wachstum anstreben und will Transparenz für Unternehmer und Investoren schaffen. Mit einem Umfang von fast 500 Seiten ist das Jahrbuch, das auch in englisch erscheint (eine Ausgabe für die osteuropäischen Länder ist in Planung), das erste auflagenstärkste Nachschlagewerk über die deutsche Private-Equity- und Corporate-Finance-Industrie.

Es erscheint seit 2002 im Eigenverlag und finanziert sich durch Hauptsponsoren und Anzeigen.

Die einleitenden Grußworte im Buch stammen von Bundeswirtschaftsminister Michael Glos und Dr. Thomas Mirow, Staatssekretär im Bundesministerium der Finanzen, die die Entwicklung im Private-Equity-Markt befürworten. Glos will für das Beteiligungskapital international wettbewerbsfähige Rahmenbedingungen schaffen, die Deutschland zu einem attraktiven Standort für neue Fonds machen. Im Mittelteil stehen 16 Autorenbeiträge von Experten der Branche, die sich unter anderem mit den Themen Risiken beim Verkauf von Unternehmen, Regeln der Unternehmensbewertung, Haftung des Wirtschaftsprüfers gegenüber Investoren, hybride Finanzierungsinstrumente, steuerliche Aspekte bei Private-Equity-Investments und US-Stiftungen als erfolgreiche Investoren befassen.

Danach gibt es einen Überblick aller wichtigen Partner mit Niederlassung in Deutschland, jeweils vorgestellt durch ein Kurzporträt und die Auflistung der angebotenen Dienstleistungen: Private-Equity Investoren, spezialisierte Kanzleien, Steuerberater, Wirtschaftsprüfer, Unternehmens- und Personalberater, Informationen zu staatlichen Förderprogrammen, Gründernetzwerken sowie zu Aus- und Weiterbildung. Der hintere Teil des Buches besteht aus einem Glossar mit englischen Begriffsdefinitionen und Fachausdrücken sowie einem Personen- und Firmenindex.

Das FYB-Team bietet außerdem einen nicht ganz uneigennütigen Service an: Es berät und hilft bei der Suche nach einem Finanzierungspartner oder Berater aus dem Private-Equity-Sektor, der zum jeweiligen Unternehmen passt und bei der Umsetzung der individuellen Vorhaben behilflich ist.

Sie haben Fragen zum Abonnement der Zeitschrift für das gesamte Kreditwesen?

Rufen Sie an unter  
Telefon 069/970833-32 (Hans Berger).

**Fritz Knapp Verlag**  
Frankfurt am Main