

Schalast, Christoph

**Working Paper**

## Der deutsche NPL-Markt 2007: aktuelle Entwicklungen, Verkauf und Bewertung ; Berichte und Referate des NPL-Forums 2007

Frankfurt School - Working Paper Series, No. 90

**Provided in Cooperation with:**

Frankfurt School of Finance and Management

*Suggested Citation:* Schalast, Christoph (2008) : Der deutsche NPL-Markt 2007: aktuelle Entwicklungen, Verkauf und Bewertung ; Berichte und Referate des NPL-Forums 2007, Frankfurt School - Working Paper Series, No. 90, Frankfurt School of Finance & Management, Frankfurt a. M., <https://nbn-resolving.de/urn:nbn:de:101:1-2008082944>

This Version is available at:

<https://hdl.handle.net/10419/27855>

**Standard-Nutzungsbedingungen:**

Die Dokumente auf EconStor dürfen zu eigenen wissenschaftlichen Zwecken und zum Privatgebrauch gespeichert und kopiert werden.

Sie dürfen die Dokumente nicht für öffentliche oder kommerzielle Zwecke vervielfältigen, öffentlich ausstellen, öffentlich zugänglich machen, vertreiben oder anderweitig nutzen.

Sofern die Verfasser die Dokumente unter Open-Content-Lizenzen (insbesondere CC-Lizenzen) zur Verfügung gestellt haben sollten, gelten abweichend von diesen Nutzungsbedingungen die in der dort genannten Lizenz gewährten Nutzungsrechte.

**Terms of use:**

*Documents in EconStor may be saved and copied for your personal and scholarly purposes.*

*You are not to copy documents for public or commercial purposes, to exhibit the documents publicly, to make them publicly available on the internet, or to distribute or otherwise use the documents in public.*

*If the documents have been made available under an Open Content Licence (especially Creative Commons Licences), you may exercise further usage rights as specified in the indicated licence.*

**Frankfurt School – Working Paper Series**

**No. 90**

**Der deutsche NPL Markt 2007:  
Aktuelle Entwicklungen, Verkauf und Be-  
wertung – Berichte und Referate des NPL  
Forums 2007**

by Christoph Schalast, Bernd Morgenschweis, Hans Otto Sprengnetter,  
Klaas Ockens, Rainer Stachuletz, Robert Safran

Februar 2008



Frankfurt School of  
Finance & Management  
Bankakademie | HfB

Sonnemannstr. 9–11 60314 Frankfurt an Main, Germany  
Phone: +49 (0) 69 154 008 0 Fax: +49 (0) 69 154 008 728  
Internet: [www.frankfurt-school.de](http://www.frankfurt-school.de)

## **Abstract**

The work report first describes the current developments on the German market for non-performing loans, which after its peak in spring 2007 is now also affected by the financial crisis. The sale of small and medium-size portfolios is described within the scope of a case study. Furthermore, the report focusses on the automated and trustworthy assessment and the servicing of real property portfolios.

**Key words:** Non Performing Loans, Distressed Debt, Portfoliomanagement, Workout, Outsourcing, Servicing, Banking and Regulation Law, Bankers Duty of Secrecy, Failing Banks, Corporate Loans, Consumer Loans, Real Estate Loans

JEL classification: K12, K19, K22, K29

ISSN: 14369753

## Contact:

Prof. Dr. Christoph Schalast  
Academic Director Master of Mergers &  
Acquisitions (LL.M.)  
Frankfurt School of Finance & Management  
Sonnemannstraße 9-11  
D-60314 Frankfurt am Main  
Germany  
Phone: +49-(0)69-975831 0  
Fax: +49-(0)69-975831 20  
c.schalast@frankfurt-school.de

Dr. Hans Otto Sprengnetter  
Geschäftsführer  
WertermittlungsForum Dr. Sprengnetter  
GmbH  
Barbarossastraße 2  
D-53489 Sinzig/Rhein  
Germany  
Phone: +49-(0)2642-99099 11  
Fax: +49-(0)2642-99099 69  
ingrid.efferz@wertermittlungsforum.de

Bernd Morgenschweis  
Berlin-Hannoversche Hypothekenbank AG  
Mitglied des Vorstandes  
Corneliusstraße 7  
D-10787 Berlin  
Germany  
Phone: +49-(0)30 299-9400  
Fax: +49-(0)30 2599-9409  
Bernd.Morgenschweis@BerlinHyp.de

Prof. Dr. Rainer Stachuletz  
Berlin School of Economics Fachhoch-  
schule für Wirtschaft Berlin  
Badensche Strasse 50 / 51  
D-10825 Berlin  
Germany  
Phone: +49-(0)30 85789 166  
Fax +49-(0)30 85789 353  
Stachuletz@aol.com

Klaas Ockens  
Sireo Real Estate  
Jahnstraße 64  
D-63150 Heusenstamm  
Germany  
Phone: +49-(0)6104 664 241  
Fax: +49-(0)6104 664 249  
Klaas.ockens@sireo.de

Dr. Robert Safran  
Schalast & Partner Rechtsanwälte  
Mendelssohnstraße 75-77  
D-60325 Frankfurt am Main  
Germany  
Phone: +49-(0)69-975831 0  
Fax: +49-(0)69-975831 20  
frankfurt@schalast.com

## Inhaltsverzeichnis

1	Vorwort .....	6
2	Christoph Schalast, NPL-Markt 2007: Handel, Portfoliomanagement, Servicing, Gesetzgebung .....	7
2.1	Zur Einführung: Thesen .....	7
2.2	Rechtssicherheit .....	11
2.3	Marktkonsolidierung .....	13
2.4	Gesetzgebung .....	15
2.5	Ausblick .....	17
3	Bernd Morgenschweis, Verkauf von Non Performing Loans: Ein Praxisbericht .....	19
3.1	Handlungsdruck auf NPLs steigt .....	19
3.2	Positive Aspekte.....	21
3.3	Kritische Punkte.....	24
3.4	Warum „bad loans“ verkaufen? .....	27
3.4.1	Geschäftsprozess beim Verkauf notleidender Kredite aus der Sicht der Berlin Hyp .....	28
3.4.2	Die Verkaufsentscheidung .....	28
3.4.3	Die Veräußerungsvorteile für die Berlin Hyp.....	36
3.5	Ausblick .....	37
4	Hans Otto Sprengnetter, Risikoaufdeckung durch automatisierte und belastbare Bewertungen großer Immobilienbestände.....	38
A.	Belastbare Bewertung großer Immobilienbestände .....	38
4.1	Unterschiedliche Genauigkeitsanforderungen .....	38
4.2	Genauer Immobilienwert zwingend erforderlich .....	40
4.2.1	Methoden, die eine „genaue“ Immobilienbewertung garantieren .....	40
4.2.2	Verfahren zur genauen Einzelbewertung.....	41
4.2.3	Anwendungsbereiche für genaue Immobilienwerte .....	41
4.3	Annäherung an den Immobilienwert ausreichend .....	45
4.3.1	Methoden zur annähernden Immobilienbewertung .....	45
4.3.2	Verfahren zu überschlägigen Einzelbewertungen.....	47
4.3.3	Clusterbewertung (Gruppenbewertung).....	51
4.3.4	Stichprobenbewertung .....	52
4.3.5	Sonstige Massenbewertungsverfahren .....	53
4.3.6	Anwendungsbereiche für annähernde Immobilienwerte .....	53
4.4	Bewertungsgenauigkeit contra Aufwand.....	56
4.4.1	Genauigkeitsbetrachtung.....	56
4.4.2	Kosten der verschiedenen Bewertungsverfahren.....	59
4.5	Kosten-Nutzenanalyse .....	60
4.6	Ergebnis, Verfahrensempfehlung.....	60
B.	Möglichkeiten automatisierter Immobilienbewertung.....	63
1	Entwicklungsanlässe und allgemeine Anforderungen .....	63

5	Klaas Ockens, Non Performing Loans in Deutschland: Aktuelle Marktentwicklungen beim Servicing von Immobilien – NPLs .....	70
5.1	Market-Update „Immobilien-NPLs“ .....	70
5.1.1	Einführung .....	72
5.1.2	„The 3rd Wave“ .....	72
5.2	Special Servicing .....	74
5.2.1	Qualifikation von Special Servicern .....	77
5.2.2	Entwicklungen im Special Servicing .....	81
5.3	Ausblick .....	84
6	Rainer Stachuletz, Podiumsdiskussion I: Das NPL-Business als Standortfaktor für den Finanzplatz Deutschland .....	86
7	Robert Safran, Podiumsdiskussion II: Distressed Debt Investing – Geschäftsmodelle und Strategien .....	90

## 1 Vorwort

Mit diesem Working Paper legt die Frankfurt School of Finance & Management einen Konferenzband mit den zentralen Vorträgen des NPL Forums vom 16.05.2007 vor. Das NPL Forum hat sich inzwischen als ein wichtiger Branchentreff etabliert, was sich auch daran zeigt, dass Mitveranstalter des 3. NPL Forums am 24.05.2008 die Bundesvereinigung Kreditankauf und Servicing (BKS) e.V. ist.

Der Verkauf und das Servicing von notleidenden Krediten (NPL) haben sich in Deutschland inzwischen etabliert, aber der Markt ist von den Turbulenzen der Finanz- und Kreditkrise nicht verschont geblieben. Hinzu kommen aktuelle Initiativen des Gesetzgebers, die – getrieben von oftmals unvollständigen Presse- und Fernsehberichten – zu einer Überreaktion führen könnten, die so nicht notwendig ist und für die Refinanzierung deutscher Kreditinstitute – gerade auch im internationalen Vergleich – höchst negative Folgen haben könnte. Im Zusammenhang mit der augenblicklichen Finanz- und Kreditkrise könnte diese Entwicklung den bereits erkennbaren Engpass bei Mittelstandsfinanzierungen oder mittleren und größeren Immobilienprojekten weiter verstärken. Umso mehr ist es wichtig, nicht nur der Fachöffentlichkeit, sondern auch darüber hinaus, den NPL-Markt und seine Abläufe transparent zu machen. Dies ist eines der Anliegen des NPL Forums und des vorliegenden Arbeitsberichtes.

Auch an dieser Stelle möchte ich mich bei allen Referenten und Teilnehmern des NPL Forums 2007 bedanken, die mit ihrem Interesse und ihrer Bereitschaft zur offenen Diskussion daran mitwirken, die für den deutschen NPL Markt notwendigen wissenschaftlichen Grundlagen zu schaffen, ohne dabei die praktische Relevanz außer Acht zu lassen.

Alle Autoren freuen sich über Hinweise, Kommentare und Kritik. Jeder Autor ist dabei für seinen Beitrag allein verantwortlich.

Frankfurt am Main im Februar 2008

Christoph Schalast

## **2 Christoph Schalast\*, NPL-Markt 2007: Handel, Portfoliomanagement, Servicing, Gesetzgebung**

### **2.1 Zur Einführung: Thesen**

Der deutsche Markt für Non Performing Loans (NPLs) hat sich seit den ersten bekannt gewordenen Portfolioverkäufen im Jahre 2003 erfolgreich etabliert. Hervorzuheben ist dabei, dass er heute sowohl für Käufer wie auch für Verkäufer attraktiv ist. Hintergrund hierfür ist die Standardisierung der Transaktionen sowie die Professionalisierung des sog. „Servicing“, das heißt der Abwicklung der Engagements. Besonders ist dabei hervorzuheben, dass es – gerade auch im internationalen Vergleich – in Deutschland gelungen ist, die Bugwelle an Non Performing Loans, die sich aufgrund von steuergetriebenen und dann gescheiterten Immobilienspekulationen in den neuen Bundesländern aufgebaut hat, ohne regulatorische Eingriffe – wie etwa in den USA – auf ein übliches Maß abzubauen.<sup>1</sup> Diese Fähigkeit des deutschen Marktes zur Selbstregulierung wird zunehmend in entstehenden NPL-Märkten als Spezialität mit Vorbildcharakter gesehen.<sup>2</sup>

Das Anwachsen von Non Performing Loans ist dabei ein weltweites Phänomen und die nächsten „Hotspots“ werden voraussichtlich die neuen EU-Mitgliedsstaaten in Osteuropa sowie die Staaten Brasilien, Russland, Indien und China (sog. „BRIC-Staaten“) sein.<sup>3</sup>

---

\*Rechtsanwalt Prof. Dr. Christoph Schalast ist Academic Director des M&A-Studiengangs der Frankfurt School of Finance & Management. Der Beitrag ist überarbeitete und aktualisierte Fassung des gleichnamigen Vortrags auf dem NPL Forum 2007 der Frankfurt School of Finance and Management am 16.05.2007.

<sup>1</sup> Siehe insgesamt zur Marktentwicklung Schalast, Veräußerung von Einzelforderungen (Single Names) und Portfolios notleidender Kredite – Markttrends und Entwicklungen, BKR 2006, 193 ff.

<sup>2</sup> Der Verfasser berät derzeit Arcil, ein Joint Venture führender indischer Banken, beim Aufbau eines Servicers, siehe dazu Schalast, The economic dimension of NPL – A dynamic market worldwide, Mumbai 2007, i.E.

<sup>3</sup> Diese Staaten standen im Mittelpunkt der HfB-Conference 2007 „A Bridge to BRIC“ am 02.06.2007, weitere Informationen dazu unter: [www.hfb-conference.de](http://www.hfb-conference.de).



**Abbildung 1: NPL-Markt – Weltweit I** (Quelle: Ernst & Young Global NPL-Report 2006/eigene Recherche)

Tschechische Republik	Entstehend
Türkei	Entstehend
Indien	Entstehend
China	Entstehend
Philippinen	Entstehend
Russland	Entstehend
Polen	Ansteigender Markt
Thailand	Ansteigender Markt
Indonesien	Ansteigender Markt
Deutschland	Etabliert
Italien	Etabliert
Taiwan	Etabliert
Korea	Etabliert
Japan	Etabliert

Auffällig ist bei einem internationalen Vergleich, dass der Hintergrund von schnell wachsenden NPL-Märkten regelmäßig die Verbindung einer Immobilienkrise („Blase“) mit gesamtwirtschaftlichen Problemen (Rezession beziehungsweise Reformstaaten und Restrukturierungsbedarf) ist. In den meisten Staaten – hervorzuheben sind dabei die USA oder Japan – ist es aber in der Folge erfolgreich gelungen, die Krise zu bewältigen und ein professionelles Portfoliomanagement, bei dem unter anderem der Verkauf von NPLs eine Handlungsoption ist, zu etablieren. Diese wachsenden NPL-Märkte haben des Weiteren dazu geführt, dass unter anderem in den USA Fonds, wie Lone Star, entstanden sind, die sich auf solche Investments spezialisiert haben und die ihr Know How in unterschiedlichen Weltregionen und Jurisdiktionen nutzen können.

Abbildung 2: NPL-Markt – Weltweit II	
<b>USA – Ende der 1980er Jahre</b>	<b>Japan – Anfang der 1990er Jahre</b>
<ul style="list-style-type: none"> <li>• Krise der “loan &amp; saving industry”</li> <li>• Darlehensverkauf um Kosten zu decken</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Wirtschaftliche Probleme</li> <li>• Platzen der Immobilienblase</li> <li>• Folge: Restrukturierung des Bankensektors</li> </ul>
<b>Frankreich – 1995</b>	<b>Italien – Späte 1990er</b>
<ul style="list-style-type: none"> <li>• Restrukturierung der                             <ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Wirtschaft</li> <li>▪ Banken</li> </ul> </li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Wirtschaftliche Krise</li> <li>• Rezession in Europa</li> <li>• Restrukturierung ganzer Branchen</li> </ul>
<b>Südostasien – späte 1990er</b>	<b>Taiwan – Frühe 2000er</b>
<ul style="list-style-type: none"> <li>• Wirtschafts- und Bankenkrise</li> <li>• Restrukturierung des Banken- und Immobiliensektors</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Entstehung einer Handels- und Immobilienblase</li> <li>• Engagement in Südostasien und China</li> </ul>

Wegen der geschilderten Erfolgsgeschichte befindet sich der deutsche NPL-Markt derzeit in einer Phase des Umbruchs und der Konsolidierung. Symptomatisch hierfür ist, dass die Zeit der spektakulären Portfolioverkäufe mit ihren Milliardenvolumen erkennbar vorbei ist. Hintergrund hierfür ist, dass die großen privaten Geschäftsbanken ihre NPL-Kreditbücher wieder auf Normalstand von maximal ca. 4% gebracht haben.

**Abbildung 3: NPL-Deals (≥ € 500m)**

Käufer	Face Value (€)	Jahr	Verkäufer
Merrill Lynch	n/a	2007	Aareal Bank AG
Shinsei	1.300m	2006	Aareal Bank AG
Citigroup/GMAC	1.400m	2006	EuroHypo
Goldman Sachs	2.200m	2006	Hypovereinsbank
Goldman Sachs	1.800m	2005	Hypovereinsbank
Lone Star	690m	2005	Aareal Bank AG
JP Morgan	580m	2005	DZ Bank
Lone Star, Merrill Lynch	1.400m	2005	Dresdner Bank
Goldman Sachs/Cerberus	2.200m	2005	Delmora Bank
Citigroup, GMAC	2.400m	2004	Eurohypo
Lone Star	1.200m	2004	Dresdner Bank
Lone Star	3.600m	2004	Hypo RealEstate
Deutsche Bank	511m	2003	Dresdner Bank

**Banken aus dem öffentlichen Sektor**

Keine Key-Deals von Banken aus dem öffentlichen Sektor

An die Stelle der großen Verkäufe treten zunehmend sog. „Single Names“ und „Baskets“, das heißt Einzelengagements und kleinere Portfolios, wobei die Transaktionsgröße sich naturgemäß ebenfalls verringert. Wenn man früher einen der Marktführer gefragt hätte, bei welchem Volumen eine Transaktion Sinn macht, wären regelmäßig Zahlen zwischen €100 und €150 Mio. gehört – heute sind auch „Single Names“ und „Baskets“ mit einem Volumen von €10 Mio. attraktiv und es finden zunehmend Transaktionen im einstelligen Bereich statt. Grund hierfür ist, dass zwischenzeitlich Marktstandards und alternative Angebote, wie die Versteigerung von notleidenden Krediten durch Plattformen, entwickelt wurden. Damit bleibt der deutsche Markt – trotz Konsolidierung und Finanzkrise – weiterhin für Newcomer, sowohl auf Seiten der Investoren wie auch auf Seiten der sog. Servicer, attraktiv. Kennzeichen hierfür ist der aktuelle Markteintritt von NPL-Investoren beziehungsweise Abwicklungsexperten aus dem Vereinigten Königreich und Skandinavien. Dies zeigt: Der Verkauf von notleidenden Forderungen gehört heute zum Handlungsrepertoire für Kreditgeber, wenn sie ihre Entscheidung darüber treffen, ob für sie ein internes Workout, ein (Teil-)Outsourcing oder ein Verkauf attraktiv ist. Dabei wägen sie ab, inwieweit die NPLs ihr Kerngeschäft tangieren und welches Risiko sie darstellen. Sie beurteilen die Auswirkungen auf das Rating und prüfen, inwieweit die Fokussierung auf ihr Kerngeschäft, die Kreditvergabe nicht zu sehr viel besseren Ergebnissen führen kann.

Abbildung 4: Vorteile für Kreditgeber	
Wirkung von NPLs	Folgen eines Verkaufs
<ul style="list-style-type: none"><li>• NPLs → kein Kerngeschäft</li><li>• Hohes Risiko</li><li>• Einfluss auf Rating</li><li>• Anstieg der Verwaltungskosten</li><li>• Reduzierung der freien Liquidität</li></ul>	<ul style="list-style-type: none"><li>• Fokussierung auf Kerngeschäft</li><li>• Risikoreduzierung</li><li>• Positive Bilanzierung</li><li>• Besseres Rating</li><li>• Rückgang der Verwaltungskosten</li><li>• Freie Liquidität für das Kerngeschäft</li></ul>

Auf der anderen Seite ist abzuwägen, inwieweit ein professionelles und spezialisiertes Workout zu höheren Erträgen aus der Zwangsvollstreckung führen kann, denn erkennbar spekulieren die Investoren mit einem solchen Ergebnis. Darüber hinaus ist beim Darlehensnehmer – gerade in der aktuellen Wachstumsperiode – ein Turn-Over denkbar, der zu einem künftigen Kapitaldienst führen kann. Dies kommt aber allein dem Inhaber der Forderungen zugute.

## 2.2 Rechtssicherheit

Ein wichtiger Faktor für die Marktkonsolidierung im letzten Jahr ist das deutsche Rechtssystem. Nach einigen anfänglichen Unsicherheiten im Hinblick auf die Rechtslage beim Verkauf von notleidenden Krediten<sup>4</sup> beseitigte der BGH mit seinem Urteil vom 27.02.2007<sup>5</sup> letzte Zweifel. Der BGH hat dabei – gegen vereinzelte Stimmen aus der Rechtsprechung<sup>6</sup> – zusammen mit der h.M. bestätigt, dass das Bankgeheimnis keinen vertraglichen Abtretungsaus-

---

<sup>4</sup> Siehe dazu Anders in Anders/Binder/Hesdahl/Schalast/Thöne, Aktuelle Fragen des Bank- und Kapitalmarktrechts I: Non-Performing-Loans/Faule Kredite – Handel, Workout, Outsourcing und Securitisation, Workingpaper der Frankfurt School of Finance & Management Nr. 54, Juni 2004.

<sup>5</sup> BGH XI ZR 195/05 – BB 2007, 793 (=DB 2007, 735; = WM 2007, 643). Siehe dazu auch Derleder, Das Outsourcing notleidender Bankkredite und seine rechtlichen Grenzen, VuR 2007, 81 ff.

<sup>6</sup> Vgl. OLG Frankfurt, WM 2004, 1386.

schluss bei notleidenden Forderungen begründet<sup>7</sup>. Das Bankgeheimnis hat schuldrechtlichen Charakter und aus ihm kann kein dinglich wirkendes Abtretungsrecht geschlossen werden.<sup>8</sup> Auch aus § 134 BGB (Verstoß gegen ein gesetzliches Verbot) i.V.m. § 203 Abs. 1 StGB (Geheimnisverrat) sowie den Datenschutzvorschriften kann – zumindest für private Banken – kein gesetzliches Abtretungsverbot hergeleitet werden. Wenn es im Rahmen einer Transaktion zu einer Verletzung von Bankgeheimnis oder Datenschutz kommen sollte, ist der Kreditnehmer nicht schutzlos gestellt, sondern kann Schadensersatz geltend machen. Als Konsequenz ist erkennbar, dass in der aktuellen Praxis der Kreditvergabe regelmäßig eine Abtretungserlaubnis zwischen den Parteien vereinbart wird, wobei eine Weigerung des Kreditnehmers zu einem entsprechenden Zinsaufschlag führt. Damit hat die deutsche Rechtsprechung das gute Rating und die im internationalen Vergleich immer wieder gerühmte Rechtssicherheit in Deutschland als Standortfaktor für den NPL-Markt bestätigt.<sup>9</sup>

Eine der Gründe, warum Sparkassen und Landesbanken bisher nur zurückhaltend im Markt aktiv sind, ist allerdings die weiterhin höchtrichterlich ungeklärte Frage, ob die Gefahr einer Strafbarkeit gemäß § 203 StGB bei einem Verkauf von notleidenden Krediten im Raum steht. Im Rahmen eines Darlehensverkaufes lässt es sich nicht vermeiden, Informationen über die Darlehensnehmer dem Erwerber offenzulegen. Teilweise ist der Verkäufer schon gem. § 402 BGB dazu verpflichtet. Gem. § 203 Abs. 2 Nr. 1 und Nr. 2 StGB ist allerdings die Weitergabe von Informationen über einen gewerblichen Darlehensnehmer einer Sparkasse möglicherweise strafbar, weil diese Norm den Geheimnisverrat durch Amtsträger betrifft. Sie ist für Privat- und Genossenschaftsbanken dagegen ohne Belang, da die Handelnden niemals Amtsträger sein können.

Ein erstes Urteil zu dieser Problematik erging im Juli 2007.<sup>10</sup> Das Landesgericht Kiel hat in dieser Entscheidung festgestellt, dass auch Sparkassen zum Verkauf notleidender Kredite befugt sind. In diesem Fall habe der Kreditnehmer seine Vertragspflichten nicht eingehalten und es gäbe ein überwiegendes Interesse an der Veräußerung: Eine Ungleichbehandlung zwischen

---

<sup>7</sup> LG Frankfurt, WM 2005, 1120, KG Berlin NZG 2006, 706, OLG Köln, WM 2005, 2385.

<sup>8</sup> Vgl. BGH, WM 2006, 380, 384.

<sup>9</sup> Vgl. Nobbe, Der Verkauf von Krediten, ZIP 2008, S. 97 ff.

<sup>10</sup> LG Kiel, AZ: 18 O 24/07.

Sparkassen und Privatbanken ist in dieser für die Refinanzierung wichtigen Frage auch nicht vertretbar. Die Entscheidung wurde vom OLG Schleswig formal und nicht inhaltlich bestätigt und in einem Parallelverfahren hat das OLG zwischenzeitlich die Revision zum BGH zugelassen.<sup>11</sup>

### 2.3 Marktkonsolidierung

Wie eingangs erläutert: Der deutsche Markt für NPLs hat sich etabliert, die notwendige Rechtssicherheit ist hergestellt und Marktstandards wurden entwickelt.<sup>12</sup> Wie hoch das tatsächliche aktuelle Marktvolumen ist, ist dabei streitig. Die Zahlen aus der Vergangenheit schwanken zwischen €300 Mrd. und €160 Mrd. In ihrer aktuellen Studie „Notleidende Kredite – eine etablierte Assetklasse. Der Handel mit Kreditportfolios in Deutschland (Stand April 2007)“ hat die Deutsche Bank Research für das Jahr ein veröffentlichtes Handelsvolumen von €7,644 Mrd. festgestellt, das tatsächliche Volumen dürfte aber mindestens das Doppelte betragen. Der bereits früher vorausgesagte Trend des Rückgangs von Immobilienkrediten und der Zunahme von Unternehmenskrediten ist zumindest für die Marktteilnehmer klar erkennbar. Dabei ist nachvollziehbar, dass in den Presseveröffentlichungen Firmenkredite seltener genannt werden, doch die Kreditbücher sprechen eine klare Sprache.<sup>13</sup> Schließlich spricht auch die zunehmende Attraktivität der Assetklasse Distressed Debt Investing – die zwischen NPL und Private Equity angesiedelt ist – für diese Tendenz.<sup>14</sup>

---

<sup>11</sup> Ausführlich dazu: Schalast/Safran/Sassenberg, Strafbarkeit von Sparkassenvorständen bei Verkauf notleidender Kredite, NJW 2008, im Erscheinen.

<sup>12</sup> Folgerichtig liegt heute auch reichhaltige Literatur zu dem Thema vor. Aus den zahlreichen Veröffentlichungen seien hier nur genannt: Wiedenhofer (Hrsg.), Non Performing Loans (NPL) Problemkredite – Transaktionen, Recht und Steuern, 2006, Jobe/Stachuletz (Hrsg.), Workout Management und Handel von Problemkrediten, 2005, Scholz/Hofmann (Hrsg.), (Teil-)Outsourcing bei notleidenden Krediten, Berater-Inkassoforderungsverkauf-Beteiligungsmodell, 2006 und zuletzt die Dissertation von Gehrlein, Die Veräußerung und Übertragung eines Kreditportfolios unter Berücksichtigung der Übertragungsstrukturen, des Bankgeheimnisses und des Datenschutzes, 2007, siehe auch die Arbeitsberichte Nr. 76, 73, 66, 54 und 51 der Frankfurt School of Finance & Management, die unter [www.frankfurt-school.de](http://www.frankfurt-school.de) verfügbar sind sowie die Vorträge von Hammen und Wittig in der 2. Abteilung des Bankrechtstags 2005, Forderungsübertragung, insbesondere im Licht von Bankgeheimnis und Datenschutz.

<sup>13</sup> Insoweit ist nachvollziehbar, dass die Deutsche Bank Research in ihrer Studie nur 2% gehandelte Firmenkredite aber 53% Bestand an Corporate NPLs in den Büchern festgestellt hat.

<sup>14</sup> Vgl. Daynes/Schalast, Distressed Debt Investing in: Busack/Kaiser (Hrsg.), Handbuch Alternative Investments, Band 2, 271 ff.

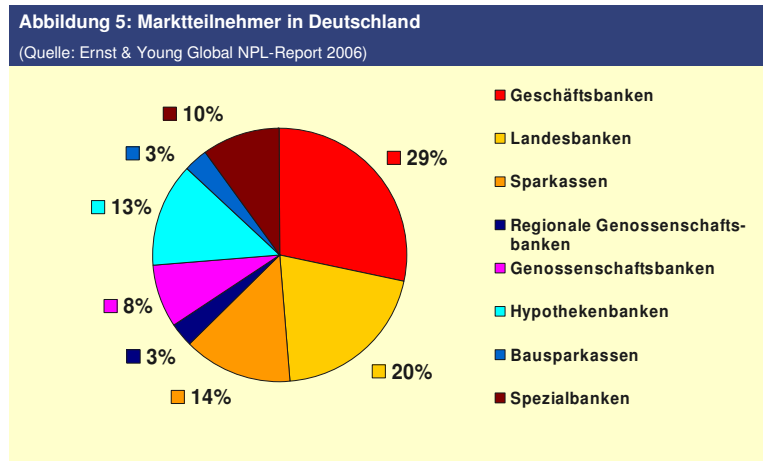
Ursache hierfür dürfte sein, dass gerade im Bereich der Firmenkredite strategische Entscheidungen im Vordergrund stehen und die geringere Transaktionsgröße auch mehr Verschwiegenheit – an sich ein Kriterium für diesen Markt – gewährleistet. Erkennbar ist des Weiteren, dass Genossenschaftsbanken und öffentlich-rechtliche Banken (insbesondere die Sparkassen) noch über erhebliches Marktpotential verfügen<sup>15</sup>, wobei auf der anderen Seite diese beiden Säulen des deutschen Bankenmarktes mit der BAG Hamm und SGK eigene Lösungsmöglichkeiten entwickelt haben und bisher nur vereinzelt auf dem „Markt“ in Erscheinung getreten sind. Doch ist zu vermuten, dass sich dies in der nächsten Zeit signifikant verändert.

Spannend und für die Marktentwicklung wichtig ist dabei, dass sich zunehmend ein Sekundärmarkt entwickelt. Das heißt, für die Investoren gibt es nicht mehr nur die Exitvariante Workout beziehungsweise Servicing, sondern sie können – z.B. im Rahmen eines Secondaries – weiterveräußern oder auf Verbriefungsstrukturen zurückgreifen.<sup>16</sup> Auch auf der Käuferseite sind Veränderungen feststellbar. Nachdem der Markt, zumindest was die veröffentlichten Deals betrifft, in der Vergangenheit vor allem von Opportunity Fonds, wie Lone Star, und Investmentbanken geprägt war, kehren zunehmend die deutschen Player, das heißt nicht zuletzt die deutschen Geschäftsbanken zurück.

---

<sup>15</sup> Nach der Deutschen Bank Research-Studie beträgt der Anteil der öffentlich-rechtlichen Banken an den verkauften Kreditportfolios bislang gerade einmal 3%.

<sup>16</sup> Dazu ausführlich: Dickler/Schalast, Distressed Debt in Germany: What´s next? Possible Innovative Exitstrategies, Frankfurt School, Workingpaper Series Nr. 73, 2006.



Der deutsche Markt für NPLs gliedert sich damit in verschiedene Assetklassen auf: Neben spezialisierten NPL-Investoren, wie Lone Star, sind zunehmend Real Estate und Corporate Investoren mit entsprechendem Fokus aktiv, NPL-Fonds sind in Planung und der scheinbar wenig aufregende Handel mit Consumer-Krediten entwickelt sich stabil und unabhängig vom sonstigen Marktgeschehen. Insoweit also gute Aussichten und Perspektiven, die Karawane ist nur zum Teil zu den „Emerging Markets“ weiter gezogen. Viele Marktteilnehmer vermuten eine Belebung nicht zuletzt durch notleidende Private Equity-Investitionen sowie Corporate Loans mit hohem Leverage in der zweiten Jahreshälfte 2008.

## 2.4 Gesetzgebung

Lange Zeit war für den Gesetzgeber der Markt für notleidende Kredite kein Thema, er konnte – zu Recht – davon ausgehen, dass die Probleme durch die Rechtsprechung gelöst werden. Diese hat sich seit Mitte 2007 erkennbar geändert, als eine öffentliche Diskussion darüber entstanden ist, inwieweit zum Schutze von Verbrauchern Gesetzesänderungen notwendig sind. Eingebunden ist die Diskussion insgesamt in die „Heuschreckenthematik“ und insoweit



ist es bezeichnend, dass das Bundesjustizministerium nunmehr den Entwurf eines Gesetzes zur Begrenzung der mit Finanzinvestitionen verbundenen Risiken (RisikobegrenzungsGesetz) entsprechend erweitern möchte.<sup>17</sup>

Der im Januar 2008 vorgelegte Gesetzentwurf enthält dabei u.a. die folgenden Vorschläge:

- Pflicht zum Angebot nicht abtretbarer Darlehensverträge
- Rechtzeitiger Hinweis auf Folgeangebot beziehungsweise Nichtverlängerung
- Verbesserung des Kündigungsschutzes für Verbraucher
- Verschuldensunabhängiger Schadenersatzanspruch bei ungerechtfertigter Vollstreckung
- Informationspflicht bei Verkauf etc.

Das Ziel der Vorschläge des Bundesministeriums ist ein stärkerer Schutz von Verbrauchern und auch Unternehmern gegenüber Kreditkäufern. Doch ein solcher Schutz ist schon bei der derzeitigen Rechtslage gewährleistet und es gibt auch – trotz der öffentlichen Diskussion darüber – bisher keinen nachgewiesenen Fall, in dem gegen gesetzliche Vorschriften oder vertragliche Bedingungen verstoßen und gegen einen Kreditnehmer Maßnahmen eingeleitet wurden, die nicht auch von der verkaufenden Bank hätten rechtmäßig durchgeführt werden können.

Ähnliches gilt für das Angebot nichtabtretbarer Darlehensverträge für Häuslebauer. So bieten derzeit schon in der Praxis Banken, wie etwa die Commerzbank, nicht abtretbare Darlehensverträge an, die dann mit einem Risikoaufschlag von 0,1 bis 0,2% versehen werden. Insoweit ist davon auszugehen, dass dieses Thema durch den Markt geregelt wird. Anders stellt sich die Situation für Unternehmenskredite dar, wo die Möglichkeit der Nichtabtretbarkeit derzeit nicht gegeben ist.

---

<sup>17</sup> Vgl. BMJ Pressemitteilung vom 23.01.2008, Mehr Sicherheit für Häuslebauer.

Auch der vorgeschlagene Schadenersatzanspruch bei einer ungerechtfertigten Vollstreckung aus der Grundschuld besteht bereits nach der aktuellen Gesetzeslage. In der öffentlichen Diskussion ist allerdings die insoweit abstrakte Gefahr der Abtretung einer Grundschuld ohne dazugehörige Sicherungszweckabrede und damit einer doppelten beziehungsweise überhöhten Vollstreckung durch den Erwerber in Nominalhöhe in den Mittelpunkt gerückt. Dazu ist festzuhalten: Auch solche Fallkonstellationen sind bisher nicht nachgewiesen worden. Ein Kreditinstitut, das einen notleidenden Kredit verkauft, wird – allein schon aus Eigeninteresse – immer das Kreditsaldo mitteilen und den Erwerber an die Sicherungszweckerklärung binden.<sup>18</sup> Der Erwerber der Forderungen wird sich regelmäßig an die Sicherungsabrede halten, da er ansonsten mit zivilrechtlichen und strafrechtlichen Konsequenzen rechnen muss. Insgesamt bietet der Schuldnerschutz im Rahmen der Zwangsvollstreckung ausreichende Möglichkeiten, um den „unrechtmäßigen“ Verlust eines Hauses zu verhindern. Der immer wieder angesprochene Fall eines Kreditnehmers, der seine Forderungen immer bedient hat und dann sein Eigenheim in der Zwangsvollstreckung verloren hat, existiert nicht. Angesichts dieser Umstände ist nur zu hoffen, dass Gesetzgeber sich hinreichend über die tatsächliche Situation informiert und nicht durch eine Überreaktion auf eine rein abstrakte Gefahr hin eine Gesetzesänderung initiiert.<sup>19</sup> Der aktuelle Vorschlag führt im Ergebnis jedenfalls dazu, dass die Grundschuld sich rechtlich der Hypothek annähert. Sinnvoll kann es dagegen sein, die bereits bestehende Aufsicht durch die BaFin weiter zu konkretisieren sowie die Transaktionen für Kreditnehmer transparenter zu machen.

## 2.5 Ausblick

Der deutsche Markt für Problemkredite hat sich dauerhaft etabliert und aktives Portfoliomanagement ist heute für Kreditgeber eine Handlungsvariante neben anderen. Damit ist – im internationalen Vergleich – eine Normalisierung eingetreten, wofür nicht zuletzt der sich derzeit sprunghaft entwickelnde Sekundärmarkt spricht. Signifikant für diese Entwicklung ist auch, dass sich die seit 2003 dynamisch gewachsenen Abwicklungsspezialisten/Service in-

---

<sup>18</sup> Vgl. dazu Die Welt 22.01.2008: Hausbesitzer haben Angst von Kreditverkäufen, wo der Generalsekretär von Haus&Grund deutlich macht, dass kein solcher Fall bekannt wurde.

<sup>19</sup> Vgl. dazu den Überblick bei Nobbe, a.a.O., ZIP 2008, S. 105 f.

zwischen einem Rating unterziehen<sup>20</sup> und damit auch die Vergleichbarkeit der Leistungen zunehmend hergestellt wird. Das deutsche Rechtssystem ist gerade auch beim Verkauf von notleidenden Krediten durch eine Ausgewogenheit zwischen den Interessen von Schuldner und Gläubiger gekennzeichnet. Auf der anderen Seite ist die Rechtssicherheit, die der deutsche Rechtsstaat garantiert, einer der Gründe, warum Deutschland derzeit ein attraktives Ziel für Investoren, Private Equity Funds und eben auch NPL-Spezialisten ist. Insoweit wäre es bedauerlich, wenn dieses für die deutsche Konjunktur wichtige Marktumfeld durch überflüssige, weil eben nicht praxisrelevante, regulatorische Maßnahmen eingetrübt wird. Ausländische Investoren haben heute schon oftmals das Gefühl, in Deutschland nicht sehr willkommen zu sein und dieser Eindruck könnte sich dadurch weiter verstärken.

---

<sup>20</sup> Vgl. Gleumes in: Problemerkredite – Kredithandel – Refinanzierung – Berichte und Referate des Frankfurt School-NPL Servicing Forums 2007, Frankfurt School, Working Paper Series, 2007, i.E.

### 3 Bernd Morgenschweis, Verkauf von Non Performing Loans: Ein Praxisbericht


#### 3.1 Handlungsdruck auf NPLs steigt

Eine Folge der kritischen Entwicklung der deutschen Immobilienmärkte der vergangenen Jahre war es, dass sich in den Bilanzen vieler Kreditinstitute ein deutlich gewachsener Bestand an notleidenden Krediten gebildet hatte. Dies wiederum beeinträchtigte die Rentabilität, Kreditausfälle nahmen zu und Vergabemöglichkeiten für neue Immobiliendarlehen gestalteten sich schwieriger. Somit wurde es für die betroffenen Kreditinstitute notwendig, ihre Kreditportfolien zu optimieren und insbesondere den Anteil notleidender Darlehen zu reduzieren, um so die eigenen Unternehmenswerte zu stabilisieren und wieder verstärkt Neuausleihungen durchzuführen.

Für die deutschen Pfandbriefbanken gab es darüber hinaus noch zusätzliche spezifische Ursachen, die eine entsprechende Neuausrichtung der Bilanzaktiva erforderten:

**Handlungsdruck auf NPLs steigt (1/2)**

- Abschaffung des Hypothekendarlehensgesetzes – Markt und regulatorische Kräfte zwingen zum Umdenken
  - ➔ Vorteile für die Refinanzierung (Monopol für Ausgabe hypothekarisch gesicherter Schuldverschreibungen) entfallen
  - ➔ Hypothekendarlehenbanken in harter Konkurrenz zu vielen Banken !
  
- Übersättigter Bankenmarkt zwingt zur Bilanzbereinigung, um Margen zu stabilisieren bzw. erhöhen zu können.
  - ➔ Angemessene Margen als Ergebnis risikoorientierter Preisgestaltung
  - ➔ Ermittlung wesentlicher Risikofaktoren und Analyse der Kosten für risikobehaftete Kredite




So führte die Abschaffung des deutschen Hypothekendarlehensgesetzes und die damit verbundene Installation des Pfandbriefgesetzes zu Veränderungen der regulatorischen Kräfte und zuneh-

menden Marktdruck. In der Konsequenz entfiel der bisherige Finanzierungsvorteil der gesamten Branche, das Monopol zur Emission von Hypothekendarlehen, was zu einem bis dahin diesbezüglich unbekanntem Wettbewerb mit anderen deutschen Banken führte.

Gerade vor dem Hintergrund eines insgesamt gesättigten Bankmarkts funktioniert der Wettbewerb bei Krediten über die entsprechenden Margen. So musste es darum gehen, adäquate Kreditmargen als Ergebnis risikoorientierter Preisbildungsmethoden zu erzielen. In diesem Zusammenhang war es von ebensolcher Bedeutung, die relevanten risikotreibenden Faktoren und die Kosten notleidender Bestandskredite zu ermitteln.

**Handlungsdruck auf NPL's steigt (2/2)**

- Zunehmende Bedeutung des Kapitalmarkts mit steigendem Druck, Zinsmargen zu erhöhen und den Anteil „bad loans“ zu reduzieren
  - ➔ Optimierung der Portfoliostruktur: Fokus auf sehr gute bis gute Risikoklassen und
  - ➔ Bereinigung des Portfolios durch Outsourcen oder Verkauf der notleidenden Kredite (Sanierung/Abwicklung)
  
- Aus Basel II resultierende Verpflichtung, ein dem Risiko angepasstes Eigenkapital zu gewährleisten
  - ➔ Entwicklung und Einführung einer konservativen Kreditrisikostategie für neue Darlehen (keine weitere Vergrößerung des Risiko-Portfolios)
  - ➔ Verringerung des Portfolios riskanter Kredite – zur Kostensenkung (Beschäftigte, Betrieb, Risiko) und Einsparung von Eigenkapitalkosten



Die wachsende Bedeutung des Kapitalmarktes und der daraus resultierende erhöhte Druck führten zu der Notwendigkeit, die eigenen Portfoliostrukturen zu optimieren. Dies hieß, den Anteil ertragswirksamer Kredite am Gesamtportfolio zu erhöhen und den der notleidenden Kredite durch Auslagerung oder Verkauf zu vermindern.

Die neuen Basel II-Vorschriften zur Bereitstellung risikoorientierten Eigenkapitals erforderten schließlich, eine konservativere Risikostrategie für das Kreditneugeschäft zu entwickeln und zu implementieren – unter anderem, um über diese konservative Strategie vermehrt gute Risiken auf die Bücher zu nehmen, keinesfalls aber, sich weiter neue, erhöhten Risiken einzukaufen.

Die Reduzierung der Risiko-Portfolios stand auch durch Basel II stärker im Focus – auch um deutliche Kosteneinsparungen (Personalkosten der Workout-Teams, operationelle Kosten der Abwicklung/Sanierung und natürlich Abschreibungen/Wertberichtigungen) zu generieren.


### 3.2 Positive Aspekte

Aus dem Abbau von Risikoportfolios ergeben sich u.a. zu folgende positive Aspekte:

Die Verminderung von Kreditrisiken führt zu einer zu qualitativen Verbesserung der Bankbilanz. Durch die regelmäßigen Veröffentlichungen der Zahlen mit immer größer werden Detailliertheit registrieren dies in der Folge natürlich auch die anderen Marktteilnehmer. Es wird genau registriert, dass sich das betreffende Institut von seinen „Altlasten“ trennt und über die konsequente Aussteuerung der „Sub- und Non performing Loans“ deutlich Risikopotenzial abbaut. Dies wiederum erfreut natürlich auch die Rating-Agenturen – auch hier hat die Reduzierung des problembehafteten Darlehensbestandes einen entsprechend positiven Einfluss auf die Beurteilung.

**Positive Aspekte (1/3)**

- Reduzierung der Kreditrisiken (Risikotransfer) führt zur Bereinigung der Bilanz und zu mehr Transparenz
  - ✓ Der „Markt“ honoriert eine bereinigte Bankbilanz ohne versteckte Risikopositionen
  - ✓ Positiver Einfluss auf die Bewertung durch Rating-Agenturen
- Erhöhte Liquidität und verringerter Bedarf an Eigenkapital auch durch Basel II
- Höhere Gewinne/potentielle Gewinne aufgrund des Auslaufens zinsloser Darlehen
  - ✓ Umschichtung der zinslosen Anlagen (Verkauf) zu verzinsten Anlagen (Gestaltung des Kaufpreises - Ausgabe neuer Darlehen)



Die Einsparung von Eigenkapitalbindungskosten durch die Konzentration auf die guten Kredite/Risiken ist eine weitere positive Folge der Aussteuerungsaktivitäten. Gerade diese Kosten können durch speziellen Abbau von Darlehen, die keine Zinseinkünfte mehr erbringen, deutlich reduziert werden. Zusätzlich kann die hierdurch frei gewordene Liquidität (Kaufpreiser-

löse) wieder gewinnbringend angelegt und dadurch die Ertragsstärke weiter erhöht werden. Hier kann sich zum Beispiel das zusätzliche Kreditneugeschäft (in guten Risiken) wiederum sehr positiv auf die Gesamtportfoliostruktur auswirken.

**Positive Aspekte (2/3)**

- Konzentration der vorhandenen Workout-Kompetenz auf gewinnbringende Problemfälle
- Verringerung der im Workout-Bereich erforderlichen Ressourcen (kein Kerngeschäft)

Leistung und Gewinn bestimmen die Vorgehensweise

- ✓ Trennen zwischen „Totalverlusten“ (keine Aussicht auf Rückzahlung) und sanierbaren Darlehen
- ✓ Der Abbau des Portfolios „bad loans“ eröffnet die Möglichkeit, die Mitarbeiteranzahl in der Workout-Gruppe zu reduzieren (Kostenverringern)

Berlin Hyp


Durch die aktive Auseinandersetzung mit dem eigenen Kreditrisikopotential sollte mittels einer detaillierten Analyse in der Regel sehr schnell erkennbar sein, bei welchen Engagements es sich lohnt, ein eigenes (hausinternes) Workout-Team zur Restrukturierung/Sanierung einzusetzen und bei welchen Krediten es sich nicht lohnt. Von letzteren Krediten, bei denen die Erfolgsaussichten überproportional gering sind, sollte man sich dann zum Beispiel über einen Verkauf trennen.

Ein weiteres Kostenthema ist die kritische Auseinandersetzung mit der „richtigen“ Größe des Workout-Teams. Hier muss klar sein, was sich das Institut auf Dauer für einen Personalbestand leisten will. Auf lange Sicht (mit Ausnahme von Spezialinstituten) gehört ein hoher Bestand an Ressourcen in der Problemkreditbearbeitung normalerweise nicht zum Kerngeschäft einer erfolgreichen Bank. Auch hier ergibt sich durch einen (ggf. Teil-) Verkauf problematischer Kredite zusätzliches Kostensenkungspotenzial, da so der Bearbeitungsaufwand sehr schnell und umfangreich reduziert werden kann.

Entscheidend bei allen Überlegungen ist der Ertrags Gesichtspunkt. Ertrag und Performance bestimmen das Handeln. In einem ersten Schritt – quasi als „Grob-Klassifizierung“ – muss zunächst einmal unterschieden werden zwischen völlig uneinbringbaren (hierbei existiert keine Möglichkeit mehr, das ausgeliehene Geld zurückzubekommen) und sanierungsfähigen Krediten (diese weisen mindestens noch ein positives Charakteristikum auf).

**Positive Aspekte (3/3)**

- Keine weiteren Rückstellungen für ein bereinigtes Darlehenportfolio erforderlich
  - Verkauf - verringert das Risiko, weiteren negativen Entwicklungen im Markt ausgesetzt zu sein
  - ✓ - reduziert die Möglichkeit künftiger Risiken (Wertverlust der Sicherheiten)
- „Verkäufer-Markt“ ermöglicht derzeit exzellente Preise
  - Je höher der Preis für einen „bad loan“, umso größer der Gewinn für das Unternehmen
  - Ausländische Investoren mit hoher Liquidität dominieren den Markt.
- Positiver externer Effekt durch proaktive Problemlösung.



Sehr positiv ist ferner, dass in einem um kritische Kredite bereinigten Portfolio die Wahrscheinlichkeit, dass durch einen weiteren Sicherheitenverfall (z.B. durch ein leerstehendes Gebäude oder eine entsprechend negative Marktentwicklung) die Wertberichtigungen steigen, deutlich geringer ist.

Ein nachfrageorientierter Markt fördert nachhaltig ein stabiles Preisniveau. Das beste Beispiel hierfür liefert zurzeit der deutsche Immobilienmarkt. Nutznießer dieser Entwicklung sind immobilienfinanzierende Kreditinstitute, die sich von ihren notleidenden Krediten trennen möchten. Diese Nachfrageorientierung – wesentlich durch ausländische Investoren mit bedeutenden Liquiditätsreserven getrieben – ermöglicht derzeit überaus attraktive Preise für die in der Abwicklung/Sanierung befindlichen Kredite/Objekte.




Als Nebeneffekt führt der Abbau von Problemportfolien dazu, dass die in diesem Zusammenhang erworbene Erfahrungen sich positiv auf die Marktstellung des Unternehmens auswirken, sowohl in Bezug auf die Mechanismen des Problemlösungsverhaltens als auch als kompetenter Partner in der Abwicklung solcher Deals.

### 3.3 Kritische Punkte

Wo Licht ist, da ist auch Schatten. Insofern sind natürlich auch durchaus kritische Punkte im Zusammenhang mit der Reduzierung der notleidenden Kredite vorhanden, auf die nachfolgend hingewiesen wird:

#### Kritische Punkte (1/3)

- Datenqualität / Ressourcenbedarf  
Der Investor benötigt Vielzahl von Informationen zu den Darlehen (detaillierte Historie, Sicherheiten, Bewertung)  
? Sind die Daten von guter Qualität oder sind weitere Pflegemaßnahmen notwendig?
- Frage, ob Transaktion gesetzlich zulässig ist  
? gekündigte oder nicht gekündigte Darlehen (Bankgeheimnis)?
- Ausreichende Mindestlosgröße des ausgewählten Portfolios, damit die Transaktion sowohl für den Verkäufer als auch den Käufer profitabel ist.





Die Datenqualität und – damit eng verbunden – der Ressourcenbedarf sind hierbei von zentraler Bedeutung. So benötigt der Investor eine große Menge Informationen über die betreffenden Portfolien, wie beispielsweise Details über den Lebenszyklus des Kredits, Sicherheiten und Objektbewertungen. Auch ist während des Verkaufsprozesses kontinuierlich zu überprüfen, ob die vorhandenen Daten von ausreichender Qualität und Aktualität sind oder ob seitens des Investors ein darüber hinaus gehender Bedarf existiert.


Des Weiteren muss Klarheit darüber bestehen, dass der jeweilige Kreditverkauf auch aus rechtlicher Sicht problemlos möglich ist. Das Zentrum des Interesses bildet hierbei das Bank-


geheimnis. Insoweit muss zwingend zwischen „Non performing Loans“ (i.d.R. gekündigte Kredite und damit keine Zustimmung des Kunden zum Verkauf erforderlich bzw. keine Verletzung des Bankgeheimnisses zu befürchten) und „Sub-performing Loans“ (hier ist für den Fall des Verkaufs die Zustimmung des Kreditnehmers erforderlich!) unterschieden werden.

Da der Prüfungsaufwand für das Due-Diligence-Verfahren sehr kosten- und personalintensiv ist, stellt eine gewisse Mindestlosgröße des Transaktionsvolumens eine Voraussetzung für eine für Käufer und Verkäufer gleichermaßen nutzbringende Veräußerung dar. Hier sollte also im Vorfeld der Portfolioselektion berücksichtigt werden, dass der Verkauf auch für den Käufer ein finanziell interessantes Geschäft sein muss – andernfalls läuft die Bank Gefahr, dass zu wenig oder keine Interessenten vorhanden sind.

### Kritische Punkte (2/3)

- **Ausreichende Absicherung/bewertbare Sicherheiten**  
 Entscheidend!! Welche Erlösquote wird benötigt, um das Darlehen abgeben zu können?
- **Individuelle Einzelkreditanalyse vs. Portfolio-Analyse**  
 Ausreichende Sicherheiten / Rückstellungen / Abschreibungen im Einzelnen oder insgesamt?  
Portfolio-Zusammenstellung i.O. oder mehrere kritische Darlehen?

 **Vor Bekanntgabe eines Portfoliodeals sollte klar sein, dass Werte/Preise „marktgerecht“ sind**  
=> **Reputationsrisiko!!**



Kernthema der Portfolioselektion vorausgehenden Analyse des Bestandes muss die Klärung der ausreichenden Besicherung/Abschirmung mit Wertberichtigungen sein. Ist die Forderung beispielsweise nur zu 30% mit Sicherheiten unterlegt bzw. Wertberichtigungen abgeschirmt (d.h. die Bank hat 70% unbesichert/Blankoanteile) und der potenzielle Investor ist nur bereit, 40% der Forderung zu bezahlen (weil er vielleicht die Sicherheiten völlig anders bewertet als die Bank), ist der erfolgreiche Abschluss der Transaktion hochgradig gefährdet (die Bank

würde in diesem Beispiel einen Forderungsverlust von rd. 30% zusätzlich über notwendige Direktabschreibung realisieren müssen).


Im Rahmen der vorstehend angesprochenen Bestandsanalyse muss herausgearbeitet werden, inwieweit die Portfolio-Auswahl über alles stimmig ist. Das heißt, dass es durchaus akzeptabel ist, wenn einige relativ gering abgeschirmte Kredite in dieser Auswahl enthalten sind, sofern das Risiko des „Nachbesserns“ über Direktabschreibung über andere, stärker abgeschirmte Kredite kompensiert werden kann.

Vor dem Marktgang muss also eine sehr genaue Überprüfung der Werthaltigkeit des zu veräußernden Portfolios erfolgen – zumal – sollte der Deal scheitern – ein klares Reputationsrisiko besteht. Denn jeder Marktteilnehmer/-beobachter kann bei einem angekündigten, aber dann doch nicht zustande gekommenen Portfoliodeal rückschließen, dass es wahrscheinlich am zu geringen Kaufpreis bzw. letztlich an der nicht ausreichenden Abschirmung gescheitert ist. Dies wiederum gibt dann Raum für weitere Spekulationen (z.B. über die „mangelhafte“ Portfolioqualität des betroffenen Institutes).


**Kritische Punkte (3/3)**

- Wie hoch ist der erwartete Cashflow?  

Prüfung der für die Darlehen zu erwarteten Cashflows – sind diese in Relation zum erwarteten Preis ausreichend?

 Je höher der Cashflow, desto höher der Preis!

Hat der Cashflow Steigerungspotenzial ? => „Einpreisen“!
- Garantien/Steuerprobleme?
- Möglichst keine Spezialtransaktion (Sicherheitenverbünde / Konsortialkredite / öffentliche Bürgschaften)!




Es muss geprüft werden, ob der erwartete Kredit-Cashflow im Verhältnis zum angenommenen Preis steht. Grundsätzlich gilt, je besser der Cashflow der Zukunft, der aus diesen Krediten noch erwartet wird, desto höher der Verkaufspreis. Dies ist im Rahmen der Portfolioselektion natürlich zu analysieren und entsprechend in die Kaufpreiserwartung „einzupreisen“.

Geklärt werden muss auch, wer die deutsche Mehrwertsteuer/Umsatzsteuer (für den Fall dass sie anfällt – dies ist derzeit rechtlich leider noch nicht ganz klar!) trägt. In der Regel wird diese entsprechend bei der Kaufpreisfindung „eingepreist“. Des Weiteren sollten auch die Engagements bei denen sich die Sicherheitenkonstruktion überaus kompliziert darstellt (Sicherheitenpool, Konsortialgeschäfte, Bürgschaften/Garantien der öffentlichen Hand), möglichst nicht in das zu verkaufende Portfolio eingebracht werden, um späteren Komplikationen aus einer nicht reibungslosen Abwicklung/Übertragung der Forderung entgegenzuwirken.

### 3.4 Warum „bad loans“ verkaufen?

**Warum „bad loans“ verkaufen?**

- Ein (zu) hoher Anteil „bad loans“ in der Bilanz
  - Die meisten davon ohne Zinsen/Ertrag
  - Schlechte Prognosen (weiterer Wertverlust bei Sicherheiten in Ostdeutschland)
- Hoher Wertberichtigungsbestand in Diskussionen mit Rating-Agenturen negativ (1,6 Mrd. € per 12/05)
- Bereich „Risikobetreuung“ zeigt weiter steigenden Mitarbeiterbedarf - Betriebskosten steigen
- Markt für „bad loans“ boomt, Risikoportfolio kann schneller als erwartet – bei akzeptablen Preisen - reduziert werden.



Über die Position „Wertberichtigungsbestand“ bzw. das von Wertberichtigungen betroffene Kreditportfolio gibt es in der Regel intensive Diskussionen (Abschirmungsquoten, Marktentwicklung, etc.) mit den Rating-Agenturen. Außerdem wird immer mehr Personal benötigt, um den Arbeitsaufwand, der mit der Bearbeitung notleidender Kredite verbunden ist, bewältigen

zu können. Die operationalen Kosten steigen. Auch der deutsche Immobilienmarkt hat sich in den letzten Monaten massiv verändert: Auf Basis einer anziehenden Immobiliennachfrage in Verbindung mit gewachsenen Beständen von Risikodarlehen entwickelte sich der Markt für notleidende Kredite in Deutschland in den letzten zwei bis drei Jahren sprunghaft. Somit entstand die Chance, Risikoportfolien schneller als erhofft zu akzeptablen Preisen zu reduzieren.

### 3.4.1 Geschäftsprozess beim Verkauf notleidender Kredite aus der Sicht der Berlin Hyp

Der Ablauf des Verkaufsprozesses wurde in folgende nacheinander ablaufende Phasen unterteilt:



### 3.4.2 Die Verkaufsentscheidung

Im Rahmen der grundsätzlichen Verkaufsentscheidung wird zunächst mit der Identifizierung des Portfolios begonnen. Hierbei wird die Auswahl nach den vorstehend bereits beschriebenen Kriterien (u.a. zinslos/zinstragend, Performing/Non performing, Cashflow-Erwartung, Abschirmungsquote, etc.) getroffen und das Portfolio danach zusammen gestellt. Die dann folgende Vorstandspräsentation enthält zusätzlich auch noch erweiterte Darstellungen (je nach

den für die Bank wichtigen, individuell festzulegenden Parametern). In diesem Zusammenhang sind auch strategische Gesichtspunkte (Kerngeschäft ja/nein) zu berücksichtigen.

Geschäftsabwicklung 


**Grundsatzentscheidung (1/3)**

<p><b>Portfolio-Identifikation</b></p> <ul style="list-style-type: none"><li>➤ Gute/schlecht bediente/ nicht bediente Darlehen?</li><li>➤ Strategisch/nicht strategisch?</li><li>➤ Abschreibung / Wertberichtigung / Zinsrückstände/ zinslos?</li></ul>	<p><b>Berlin Hyp-Projekt:</b></p> <ul style="list-style-type: none"><li>▪ 200 non performing loans, Volumen 500 Millionen €</li><li>▪ Die meisten zinslos und von der Bank gekündigt</li><li>▪ Zusammengefasst in zwei Paketen:<ul style="list-style-type: none"><li>• <b>Retailportfolio</b> (80 Kunden, Kreditvolumen rund 50 Mio. €)</li><li>• <b>Gemischtes Portfolio</b> (120 Kunden, Kreditvolumen rund 450 Mio. €) Wohn- und Gewerbeimmobilien</li></ul></li></ul>
---	---



In dem Projekt der Berlin Hyp ging es um ein Portfolio mit 200 notleidenden/gekündigten Krediten mit einem Gesamtvolumen von rd. 500 Mio. €. Die meisten davon erbrachten keine Zinsleistungen mehr. Dieses Portfolio wurde aus Gründen der besseren Verkaufsaussichten in zwei Teil-Portfolios untergliedert: Ein Retailportfolio (kleinvolumige Kredite) mit 80 Schuldnern und einem Volumen von rd. 50 Mio. € sowie einem Portfolio sowohl aus wohnwirtschaftlich als auch gewerblich genutzten Objekten mit 120 Schuldnern und einem Volumen von rd. 450 Mio. €.

Grundsatzentscheidung (2/3)


Geschäftsabwicklung  


**Auswirkungen auf das eigene Unternehmen?**

- Datenqualität i.O. oder sind noch „Hausaufgaben“ zu machen? (Zeit-/Personalpläne Anforderungen)
- Angemessene Sicherheiten bzw. Wertberichtigungen? Abschreibungen? Zusätzliches Potential?
- Optimum finden: Verlust an Zinsertrag ⇔ höhere EWB / Abschreibungen
- Beschäftigtenzahl prüfen – Personalverringern möglich?

Berlin Hyp-Projekt


- Es wurden pro Kreditnehmer 350 Datenfelder (Info's) benötigt
- Prüfen von 200 Krediten auf Angemessenheit der Sicherheiten bzw. EWB (u.a. 220 Neubewertungen durch den Gutachter innerhalb von zwei Monaten)
- 620 Stunden Unterstützung von externer Zeitarbeitsagentur (u.a. Einscannen von 22.000 Seiten Darlehensunterlagen)



Das Thema Datenqualität ist insoweit besonders wichtig, als dass es direkten Einfluss auf die Höhe des Kaufpreises hat. Es gilt die Faustformel: Je aktueller, umfangreicher und qualitativ hochwertiger die Daten, desto höher der Kaufpreis. Denn für alles, was aus dem zu erstellenden „Data-Tape“ nicht klar hervorgeht oder wo Daten fehlen, wird der Investor im Zweifel Abschlüsse auf den Kaufpreis vornehmen. Sollte also die Qualität der Daten für das identifizierte Portfolio nicht perfekt sein, empfiehlt sich, hier einen Datenqualitätsprozess aufzusetzen, in dem diese dann detailliert nachgepflegt werden. Wichtig ist auch die Beantwortung der Frage, ob die bestehenden Sicherheiten/Wertberichtigungen aus aktueller Einschätzung ausreichend sind, oder ob hier in naher Zukunft noch Wertberichtigungszuführungen (durch Sicherheitenverfall oder andere Markteinflüsse) drohen. Auch gilt es in der Einschätzung eventueller Kaufpreiserlöse ein Gleichgewicht zwischen einem durch den Verkauf der Forderungen zu realisierenden Zinsverlust (durch Abbau noch zinstragender Kredite) und den eventuell in der Zukunft drohenden Wertberichtigungserhöhungen (durch äußere Einflüsse) zu finden. Auch ist zu berücksichtigen, inwieweit die personelle Ausstattung durch eine überproportionale Reduzierung von besonders arbeitsaufwändigen Sanierungs-/Abwicklungskrediten nicht künftig entsprechend reduziert werden kann.

Im Projekt der Berlin Hyp waren pro Schuldner rund dreihundertfünfzig Datenfelder bereitzustellen. Alle für den Deal ausgewählten Kredite wurden in Bezug auf Ihre Werthaltigkeit ü-

berprüft, was zu 220 neuen Wertermittlungen durch entsprechend qualifizierte Sachverständige in zwei Monaten führte. Insgesamt wurden 620 Stunden Arbeitsleistung insbesondere für Kopier- und Verwaltungstätigkeiten unter Mithilfe einer externen Personalagentur notwendig. Eine der technischen/organisatorischen Herausforderungen war beispielsweise die Aufbereitung der rd. 800 Kreditakten (pro Datenraum) in die rd. 22.000 beschriftete Trennlaschen einsortiert werden mussten

**Geschäftsabwicklung**  



**Grundsatzentscheidung (3/3)**

**Portfolio-Zusammenstellung**

- Nationale/internationale Objekte/geografische Bündelung
- Kredite für Wohn-/Gewerbeimmobilien/Retail

**Vorstandsentscheidung**

- Basierend auf: vollständiger Präsentation der zum Verkauf vorgesehenen Kredite mit Darstellung mit Pros + Cons
- Beratung über sämtliche Vor- und Nachteile
- Abschließende Entscheidung

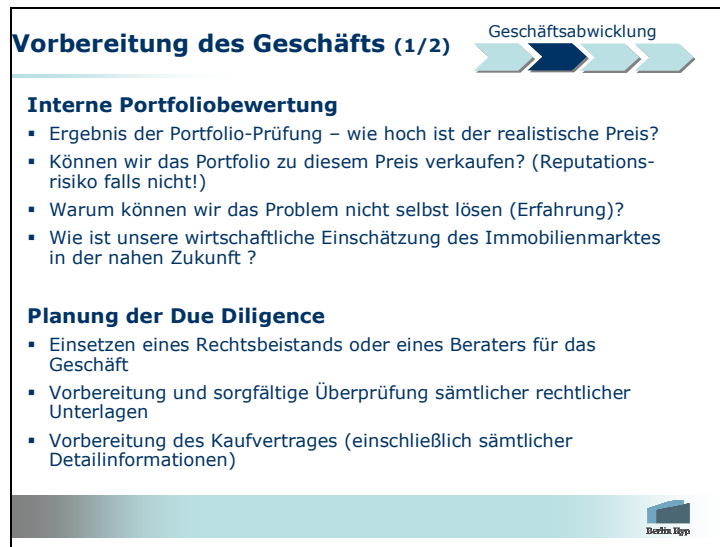


Für die Aufbereitung des Portfolios sind verschiedene Analysen/Darstellungen nach ggf. bestehenden Schwerpunkten (z.B. geografische Lagen der Objekte und deren Nutzung) notwendig, die die Transparenz für den potenziellen Erwerber erhöhen sollten.

Den Abschluss der Prozessphase bildet eine finale Vorstandsentscheidung. Diese basiert auf einem vollständigen Report mit allen Vor- und Nachteilen des Geschäfts. Dieser muss ausführlich mit allen positiven und negativen Kriterien aufbereitet sein und eine Empfehlung für die weitere Vorgehensweise enthalten.



### 3.4.2.1 Die Portfolio-Vorbereitung



Die Verkaufsvorbereitung des Portfolios startet mit einer internen Bewertung des zur Veräußerung anstehenden Risikokreditbestandes. Das Resultat bildet eine Einschätzung über den zu erzielenden Preis und die sich daran anschließenden Frage, ob dieser realisierbar erscheint (hier ist eine aktuelle Markteinschätzung/-kenntnis zwingend erforderlich). Ebenfalls müssen auch intensive Überlegungen in Bezug auf das ggf. auftretende Reputationsrisiko durchgeführt werden. Denn sollte der Deal am Ende des Tages am Preis scheitern, lässt dies für den Markt ggf. Rückschlüsse auf eine nicht ausreichende Abschirmungsquote auf dieses Portfolio – und damit schlimmstenfalls auf die Risikoabschirmungsquote des gesamten Kreditbestandes des Institutes – zu .

Für die Vorbereitung der Due-Diligence-Phase empfiehlt es sich unbedingt, eine Anwalts- oder Beratungsgesellschaft einzuschalten. Diese muss mittels eines neutralen Qualitäts- und Quantitätssicherungsprozesses sicherstellen, dass die Aktenlage mit den veröffentlichten Daten übereinstimmt und vor allem vollständig ist. Alle rechtlich relevanten Dokumente müssen vorbereitet und einer genauen Überprüfung unterzogen werden. Des Weiter-

ren sollte auch bereits im Vorfeld der spätere Kaufvertrag mit allen Details beigefügt sein, um spätere Diskussions-/Interpretationsspielräume zu reduzieren.

Ist dies abgeschlossen, wird unmittelbar danach die Erstellung einer umfangreichen Liste eventuell interessierter Verkäufer vorgenommen. Die Auswahl erfolgt entweder durch die Bank selbst oder den Berater.

Anschließend beginnt dann die Einrichtung eines oder mehrerer Datenräume mit allen notwendigen technischen und sicherheitsrelevanten Ausstattungsmerkmalen, damit eine effiziente und vollumfängliche Sichtung/Analyse der Unterlagen durch die jeweiligen Prüfungsteams der Interessenten erfolgen kann.


**Vorbereitung des Geschäfts (2/2)** Geschäftsabwicklung

---

- **Auswahl der Investoren (Vorauswahl)**  
Auswahl der in Frage kommenden Investoren (autark oder mit Beratungsgesellschaft)
- **Einrichten des Datenraums**

**Berlin Hyp-Projekt:**

- 5 identische Datenräume in 5 unterschiedlichen Gebäuden, ausgestattet mit 25 Arbeitsplätzen (Telefon, Internet, Computer)
- Versorgung und Sicherheitsservice für jeden Raum
- 1 virtueller Datenraum im Internet eingerichtet (Retail-Portfolio)
- 1.400 Akten – gefüllt mit allen Informationen zu den Krediten
- 35.000 Trennblätter sorgen für gut sortierte Kopien in den Ordnern
- 22.000 Kreditunterlagen für das Internet-Portfolio eingescannt



Im Berlin Hyp Projekt wurden fünf Datenräume in fünf verschiedenen Gebäuden zur Verfügung gestellt. Diese waren jeweils mit 25 Datenarbeitsplätzen (PCs Internet, DSL, Telefon, etc.) ausgerüstet. Jeder Raum verfügte über eine eigene Versorgungs- und Sicherheitseinheit. Zusätzlich zu diesen „papierhaften“ Räumen wurde auch ein virtueller Datenraum internetbasiert für das Retail-Teilportfolio installiert. Zur Verfügung standen hier rd. 1.400 Datensätze mit allen wichtigen kreditrelevanten Informationen. In den 800 Kreditakten der Datenräume waren rund 35.000 „durchorganisierte“ Kopienseiten mit allen entschei-

dungsrelevanten Inhalten und im virtuellen Datenraum rd. 22.000 eingescannte Kreditdokumente abgelegt.

### 3.4.2.2 Das Due-Diligence-Verfahren

**Geschäftsabwicklung**  


**Durchführung des Geschäfts**

**Vertraulichkeitserklärung**

- Unbedingt erforderlich!!

**Informationsschreiben mit Details zum Verfahren**

- U.a. auch Telefonliste der verantwortlichen Personen

**Öffnung des Datenraums**

- Begrüßung
- Verfahren zur Aktualisierung der Informationsbasis klären
- Plan für Frage- und Antwortverfahren prüfen

**Berlin Hyp-Projekt:**

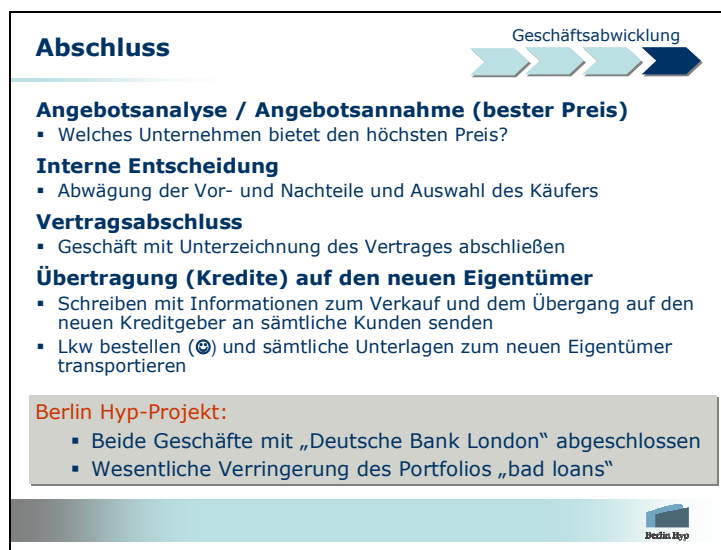
- 2.100 F+A – bearbeitet durch Kreditspezialisten
- Jede Woche „Investoren-Telefonkonferenzen“ (zusätzliche Fragen zu den zehn größten Darlehen)
- Antwortzeit: innerhalb von 72 Stunden



Die Phase des Due-Diligence-Verfahrens gründet auf einer Verschwiegenheitserklärung, die alle an dieser Projektphase beteiligten Teilnehmer/Teams unterzeichnen müssen. Es muss deutlich gemacht werden, dass die dort zur Kenntnis gelangenden hochgradig vertraulichen internen Informationen über das Portfolio bzw. die einzelnen Kredite nicht weitergegeben werden dürfen. Dann wird ein sogenannter Informationsbrief verteilt, in dem dann alle zur Abwicklung des Deals erforderlichen Informationen/Adressen der Ansprechpartner (Liste der Kontaktdaten aller Verantwortlichen) enthalten sein müssen. Abgeschlossen wird dieser Abschnitt durch die Öffnung des Datenraumes. Nach der Begrüßung der externen Partner muss der Aktualisierungsprozess der Informationsbasis ebenso geklärt werden (tägliches, wöchentliches Update der Informationen/Kreditakten) wie auch der Ablaufplan für den Frage- und Antwortprozess (Umfang der Fragen, Antwortzeit, Zeitplan für die Einreichung der Fragen, etc.).

Im konkreten Fallbeispiel der Berlin Hyp wurden 2.100 Fragen und Antworten durch die Kreditspezialisten abgearbeitet. Jede Frage wurde mehrfach qualitätsgesichert innerhalb von 48 Stunden beantwortet. Zusätzlich dazu fand auch jede Prozesswoche ein sogenannter „Loan Officer Call“ statt. Hier bestand die Möglichkeit, zu den zehn größten/wichtigsten Kredite zusätzliche Fragen zu stellen (zeitliche Antwortbefristung: maximal 72 Stunden)

### 3.4.2.3 Der Geschäftsabschluss



Am Prozessende steht der hoffentlich auch erfolgreiche Geschäftsabschluss. Dieser basiert auf einer sehr genauen Datenanalyse der zugrunde liegenden Einzelgebote mit anschließender Annahme des besten Angebotes (i.d.R. die Offerte, die den besten Preis bietet). Die dazu gehörende interne Entscheidung, die eine Abwägung aller Vor- und Nachteile beinhaltet, führt zum Abschluss des Vertrages mit dem so ausgewählten Investor und in der Folge nach Vertragsabschluss zum Transfer des Risikoportfolios samt aller relevanten Daten zum neuen Eigentümer. Natürlich müssen in diesem Rahmen alle betroffenen Schuldner schriftlich über den Vorgang informiert werden.

Die Berlin Hyp schloss ihre beiden Portfolioverkäufe von notleidenden Krediten mit der Deutschen Bank London ab und konnte dadurch einen signifikanten Bestandsrückgang im Bad-Loan-Segment erreichen.

### 3.4.3 Die Veräußerungsvorteile für die Berlin Hyp

**Erfolge**

- **Wesentliche Reduktion des „bad loan“ Portfolios und Realisierung von zusätzlichen Erlösen erreicht**
- **Positive Bewertung durch Moody's**  
 Die international anerkannte Rating-Agentur Moody's hat den hypothekarisch gesicherten Schuldverschreibungen der Bank die gute Bewertung Aa1 zuerkannt. Dies belegt die gute Struktur unserer Deckungswerte und die Fortschritte, die die Berlin Hyp bei der Optimierung ihres Risikoportfolios gemacht hat. Darüber hinaus verfügt die Berlin Hyp über bereits zwei voneinander unabhängige Höchstwertungen „AAA“ für ihre öffentlichen Pfandbriefe.
- **Verringerung der Bearbeitungskosten (6 Mitarbeiter)**




Das Risikokreditportfolio wurde grundlegend reduziert, während gleichzeitig beträchtliche Deckungsbeiträge aus den Verkäufen selbst erzielt wurden. Tatsächlich lagen die erzielten Preise über den vorher projizierten Annahmen.

Als Beleg für die gute Struktur der Aktiva – u.a. aus dem Ergebnis der Entwicklung, die die Bank in Bezug auf die Optimierung ihres Risikoprofils eingeschlagen hat – stuft die international angesehene Rating-Agentur Moody's in der Folge die hypothekarisch gesicherten Schuldverschreibungen in das gute Rating Aa1 ein. Die Berlin Hyp verfügt außerdem über zwei unabhängige Rating-Ergebnisse für ihre öffentlichen Pfandbriefe, beide mit der bestmöglichen Bewertung AAA. Durch die signifikante Portfolioreduzierung wurde inzwischen konsequenter Weise dann auch der Personalbestand reduziert.

### 3.5 Ausblick

**Ausblick**

- Das Interesse internationaler Investoren am Geschäft mit „bad loans“ besteht unverändert – dazu kommt: positive Einschätzung des deutschen Marktes
- Der nächste Schritt besteht wahrscheinlich darin, diese Portfolios umzustrukturieren und sie an neue Kunden weiterzuverkaufen.
- Der Verkauf all dieser kritischen Darlehen führt zu optimierten Bilanzen. Damit erreicht man einerseits gute Rückmeldung von den Rating-Agenturen, andererseits erhält man die Freiheit und die nötige Flexibilität für neue Darlehen.



In einem boomenden Markt gehören Geschäfte mit Portfolien notleidender Kredite momentan sicherlich auch zum Kerngeschäft der hiervon betroffenen Banken. Das Interesse internationaler Investoren für solche Transaktionen wächst stetig. Als Nebeneffekt wird viel frisches Kapital nach Deutschland geleitet. Der vermutlich nächste Schritt auf der Investorenseite ist die Restrukturierung der Portfolien und der Weiterverkauf an neue Kunden. Insgesamt wird das Management von Kreditrisiken auch in der Zukunft eine zentrale Herausforderung für alle betroffene Bankentscheidungsträger bilden.

## 4 Hans Otto Sprengnetter, Risikoaufdeckung durch automatisierte und belastbare Bewertungen großer Immobilienbestände<sup>21</sup>

Dieses Vortragsthema setzt sich aus zwei (Unter)Themen zusammen:

- A. Belastbare Bewertung großer Immobilienbestände
- B. Möglichkeiten automatisierter Immobilienbewertung

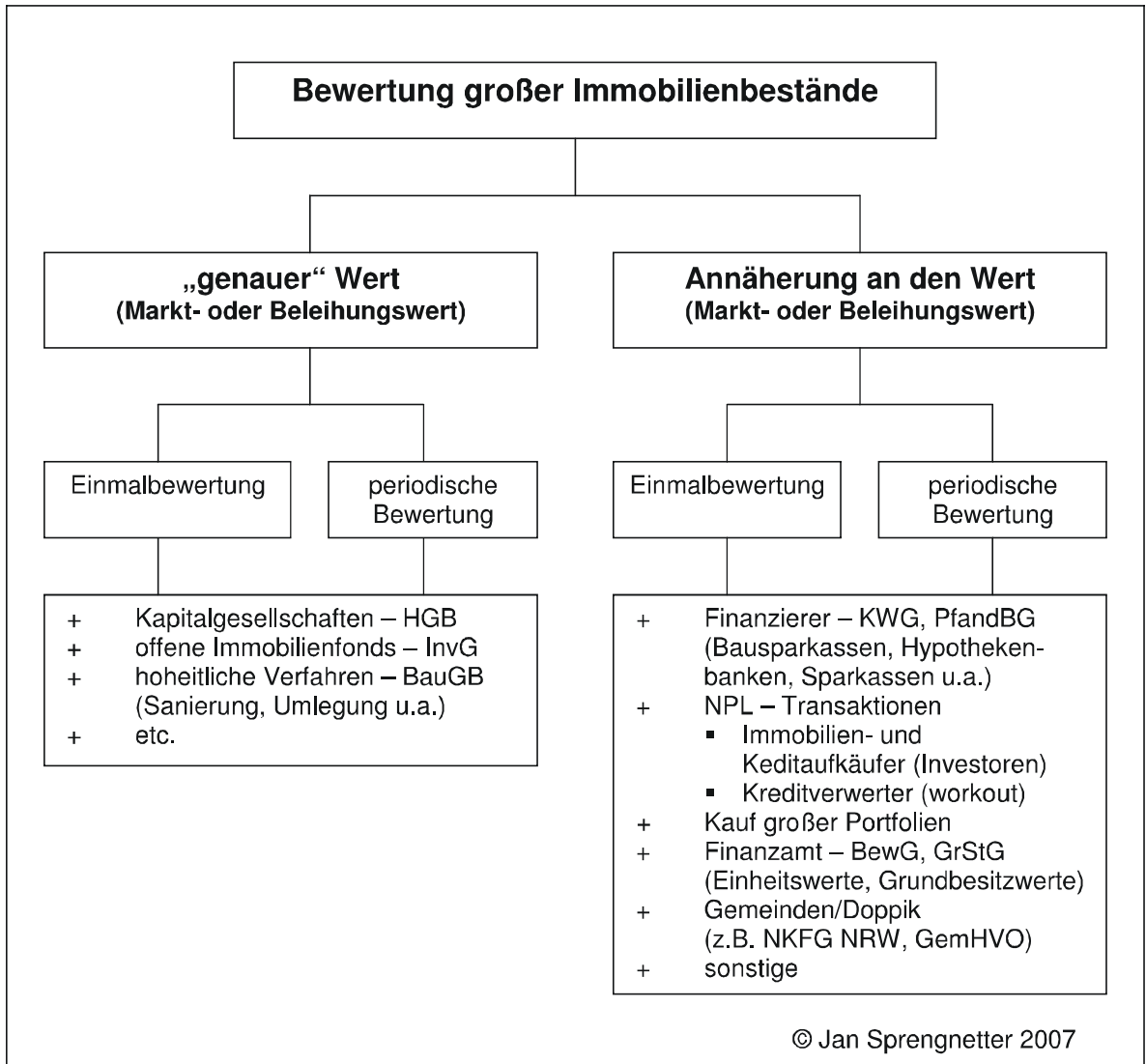
### A. Belastbare Bewertung großer Immobilienbestände

#### 4.1 Unterschiedliche Genauigkeitsanforderungen

Die Aufgabe, große Immobilienbestände einmalig oder auch fortlaufend zu bewerten, fällt in unterschiedlichen Aufgabenstellungen an. Diese können u.a. nach den Genauigkeit(sanforderung)en unterschieden werden. In manchen Fällen sind, insbesondere bedingt durch gesetzliche Maßgaben, **exakte Immobilienwerte** zu ermitteln, in anderen Fällen reichen **Annäherungen an den Immobilienwert** aus.

---

<sup>21</sup> Dieser Vortrag basiert in Teil A auf der Abhandlung von Sprengnetter, Jan: Immobilienbewertung bei NPL-Transaktionen (non performing loans) – Annäherung an einen Market Value. Diplomarbeit an der Universität Trier; Fachbereich IV – Betriebswirtschaftslehre; Lehrstuhl: Organisation und Strategisches Management; Univ.-Prof. Dr. Walter Schertler; Betreuer: Dipl.-Wirt.-Inf. Michael Rausch.



**Abb. 1: Bewertung großer Immobilienbestände**  
 – Unterscheidung nach Genauigkeitsanforderungen



## 4.2 Genauer Immobilienwert zwingend erforderlich

### 4.2.1 Methoden, die eine „genaue“ Immobilienbewertung garantieren

Die nachstehende Abb. 2 zeigt eine Übersicht der für „genaue“ Bewertungen verfügbaren Methoden. Grundsätzlich laufen „genaue“ Bewertungen immer auf Einzelbewertungen hinaus.

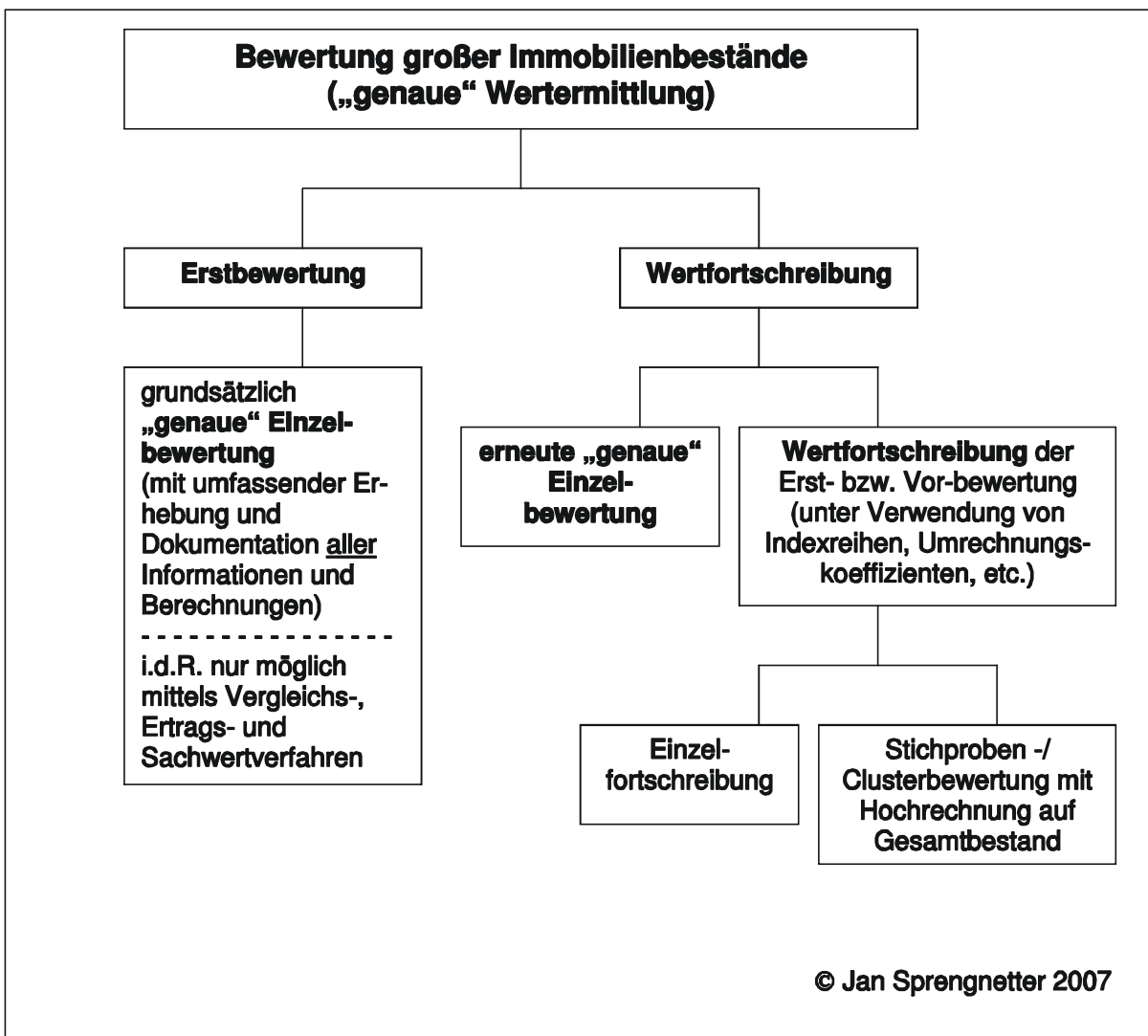


Abb. 2: Methoden zur „genauen“ Bewertung großer Immobilienbestände

Nachstehend werden einige Bereiche beschrieben, in denen „genaue“ Immobilienwerte und der damit verbundene Aufwand unumgänglich sind.

#### **4.2.2 Verfahren zur genauen Einzelbewertung**

„Genaue“ Bewertungen sind – wie noch auszuführen ist – in Deutschland (fast) ausschließlich mit den klassischen drei in der WertV geregelten deutschen Wertermittlungsverfahren – dem Vergleichs-, Ertrags- und Sachwertverfahren (den sog. normierten Verfahren) – zu garantieren.

#### **4.2.3 Anwendungsbereiche für genaue Immobilienwerte**

Die Ausführungen in diesem Abschnitt sollen u.a. darlegen, dass alle Versuche, genaue Immobilienwerte mittels anderer (den sog. nicht-normierten) Verfahren zu bestimmen, fehlgeschlagen sind. Von den deutschen Gerichten wurden diese auch bisher nicht akzeptiert.

##### **4.2.3.1 Kapitalgesellschaften (HGB-Regelungen)**

Insbesondere Kapitalgesellschaften (AG's, KG's auf Aktien und GmbH's) müssen eine „möglichst sichere Einsichtnahme in ihre Vermögens-, Finanz- und Ertragslage“ garantieren. Hierzu sind u.a. (Eröffnungs- und Folge-)Bilanzen zu erstellen.

Das Sachanlagevermögen ist gemäß § 266 Abs. 2, A.II HGB in der Bilanz in folgende Positionen zu untergliedern:

1. Grundstücke, Bauten ...
2. Technische Anlagen ...
3. Andere Anlagen ...
4. Geleistete Anzahlungen ...

Betriebsnotwendige Grundstücke sind in der Bilanz mit ihrem **„beizulegenden Wert“**, ausgehend von den **Wiederbeschaffungskosten des einzelnen Grundstücks, anzusetzen.**

Der Gesetzgeber hat nicht konkretisiert, was er unter dem unbestimmten Rechtsbegriff beizulegender Wert versteht. In der handelsrechtlichen Literatur wird dargelegt, dass hierzu folgende Werte geeignet sein können:

- Der Einzelveräußerungspreis (= **Verkehrswert**),
- der Ertragswert und
- der Wiederbeschaffungswert (= **Verkehrswert** plus Anschaffungsnebenkosten).

Der Verkehrswert wird dabei als Untergrenze des beizulegenden Werts angesehen, der Wiederbeschaffungswert als Obergrenze.

Unstreitig ist wohl zwischenzeitlich, dass die **bilanzielle Bewertung** des Immobilienvermögens **zwingend eine genaue Einzelbewertung verlangt**. Diese darf auch nicht mit Zeit- und Kostenargumenten umgangen werden. Wie teuer die Missachtung für die Verantwortlichen werden kann, hat zuletzt das staatsanwaltliche Ermittlungsverfahren gegen Verantwortliche der Deutschen Telekom AG gezeigt. Die Werte für die Eröffnungsbilanz waren mittels der sog. Clustermethode – und demzufolge relativ ungenau – ermittelt worden. Im Strafverfahren hatte die Telekom unter Stützung auf Sachverständigenaussagen behauptet, dass *„auch bei Anwendung der fundiertesten Bewertungsmethoden eine Bewertungsschärfe von nur 30% erreichbar sei“*.

Der Staatsanwalt ist diesen Aussagen nicht gefolgt und hat mich ca. 10 Jahre später mit der Überprüfung der Eröffnungsbilanzbewertung (> 10.000 Grundstücke) beauftragt.

Ergebnis u.a. der Telekom-Nachbewertung war:

Gemäß Tagesschau vom 02.06.2005 zahlten die Telekom-Verantwortlichen *„wegen des Vorwurfs strafrechtlich relevanter Falschdarstellung des Unternehmens in den Bilanzen und im Börsenprospekt vom Nov. 1996“* 5 Mio. €, die Wirtschaftsprüfungsgesellschaft 250.000,- € wegen des Vorwurfs falsch testierter Bilanzen und sechs weitere Beschuldigte zwischen 20.000,- € und 250.000,- € für gemeinnützige Zwecke.

#### 4.2.3.2 Offene Immobilienfonds (InvG-Regelungen)

Im Zusammenhang mit Kapitalanlagengesellschaften schreibt das Investmentgesetz (InvG) in § 67 (1) vor, welche **Immobilienarten** erworben werden dürfen (insbesondere Mietwohngrundstücke, Geschäftsgrundstücke und gemischt genutzte Grundstücke, Erbbauchrechte).

Das **InvG schreibt Wertermittlungen** für folgende Anlässe **zwingend vor** (vgl. u.a. § 70 Abs. 2 Satz 2 InvG):

- vor Erwerb der Liegenschaft – Einmalaufgabe
- vor Verkauf der Liegenschaft – Einmalaufgabe
- periodische (mindestens einmal jährlich) Bewertung der Liegenschaften – Daueraufgabe.

In § 77 InvG ist bestimmt, wer die Wertermittlungen durchführen darf (**Sachverständigenausschuss**; Mitglieder sollen zuverlässig und erfahren sein).

Die Wertermittlungen besitzen im Geschäftsbetrieb der Offenen Immobilienfonds (OIF) vorrangig drei Funktionen:

- Kontrollfunktion (von den ermittelten Werten darf z.B. beim Erwerb und bei der Veräußerung nur unwesentlich abgewichen werden)
- Steuerungsfunktion (z.B. sollen Renditen objektweise analysiert werden können)
- Anteilswertermittlung (z.B. zur Ermittlung des Ausgabe- und Rücknahmepreises der Anteilsscheine).

Die **Anforderungen an die Wertgutachten** für OIF sind durch eine Richtlinie des Bundesverbandes deutscher Investmentgesellschaften (BVI) dezidiert festgelegt. Diese Regelungen einschließlich der darin enthaltenen Maßgabe, dass grundsätzlich die WertV anzuwenden ist, stellen i.V.m. § 77 InvG grundsätzlich sicher, dass die ermittelten **Verkehrswerte „genau“ abzuleiten** sind.

Trotz der sehr dezidierten gesetzlichen Vorgaben für die Bewertung von Immobilien hat es sehr häufig **Falschbewertungen in erheblichem Umfang** gegeben. Erinnerung sei nur an die jüngsten Immobilienbewertungskandale des iii-Fonds, des Deka-Fonds und des Difa-Fonds

(vgl. WFA 2□2004, 78, 4□2004, 170 und 1□2005, 38, Die Welt 10.01.2005/ Internetnewsletter). Die Deutsche Bank schloss Ende 2005 sogar offene Immobilienfonds. Folge waren schwindendes Anlegervertrauen und milliardenschwere Mittelabflüsse (Die Welt, 12.11.2004, 27).

### **Der Teufel steckt also nicht in den Regelwerken – er steckt im System!**

Dies ist erkannt, deshalb sieht eine Änderung des Investmentgesetzes ([www.bundesfinanzministerium.de/Diskussionsentwurf InvG](http://www.bundesfinanzministerium.de/Diskussionsentwurf_InvG), 18.1.2007) folgende Änderungen zur Verbesserung des Anlegerschutzes vor:

□ Die **Sachverständigen** sollen zukünftig **von der Depotbank** (und nicht mehr von der Fondsgesellschaft selbst) **ausgewählt** und bestellt, Gutachtenkopien sollen auch immer an die Bankenaufsicht (BaFin) gesendet werden. Hierdurch soll die bislang vielfach bemängelte Abhängigkeit der Sachverständigen von den Fondsgesellschaften (Stichwort „bestellte Immobilienwerte“) beendet werden.

Die bisherigen Sachverständigenausschüsse (derzeit Organ der Fondsgesellschaft) sollen abgeschafft werden. Die **Wertermittlungen** sollen jeweils **durch zwei Sachverständige**, die getrennt und unabhängig von einander arbeiten, durchgeführt werden.

□ „Eine entsprechende *Qualifikation hinsichtlich der Fachkenntnisse wird bei Personen, die von einer staatlichen, staatlich anerkannten oder nach DIN EN ISO/IEC 17024 akkreditierten Stelle als Sachverständige für die Wertermittlung von Immobilien bestellt oder zertifiziert worden sind, vermutet.*“ (Begründung zum Diskussionsentwurf)

□ Die **Fondsberichterstattung** soll **erweitert** werden (sog. **Transparenzoffensive** der OIF bezüglich der Veröffentlichung von Verkehrswerten, Mieten, Vertragslaufzeiten, Leerstandsdaten und Renditen von Einzelobjekten).

Anm.: Auf die Wirksamkeit dieses neuen Qualitätssicherungssystems bin ich allerdings gespannt.

#### **4.2.3.3 Sonstige Bereiche (BauGB-Regelungen etc.)**

In Abbildung 1 ist dargestellt, dass auch in anderen Bereichen größere Immobilienbestände einmalig und wiederholt „genau“ zu bewerten sind. Genannt wird hier beispielhaft die (mehrfache) Bewertung sämtlicher Grundstücke eines städtebaulichen Sanierungsverfahrens oder einer Entwicklungsmaßnahme (Anfangswerte, Endwerte, Ausgleichsbeträge). Die Maßgaben für diesbezügliche Immobilienbewertungen befinden sich insbesondere im BauGB und in der WertV.<sup>22</sup>

### **4.3 Annäherung an den Immobilienwert ausreichend**

#### **4.3.1 Methoden zur annähernden Immobilienbewertung**

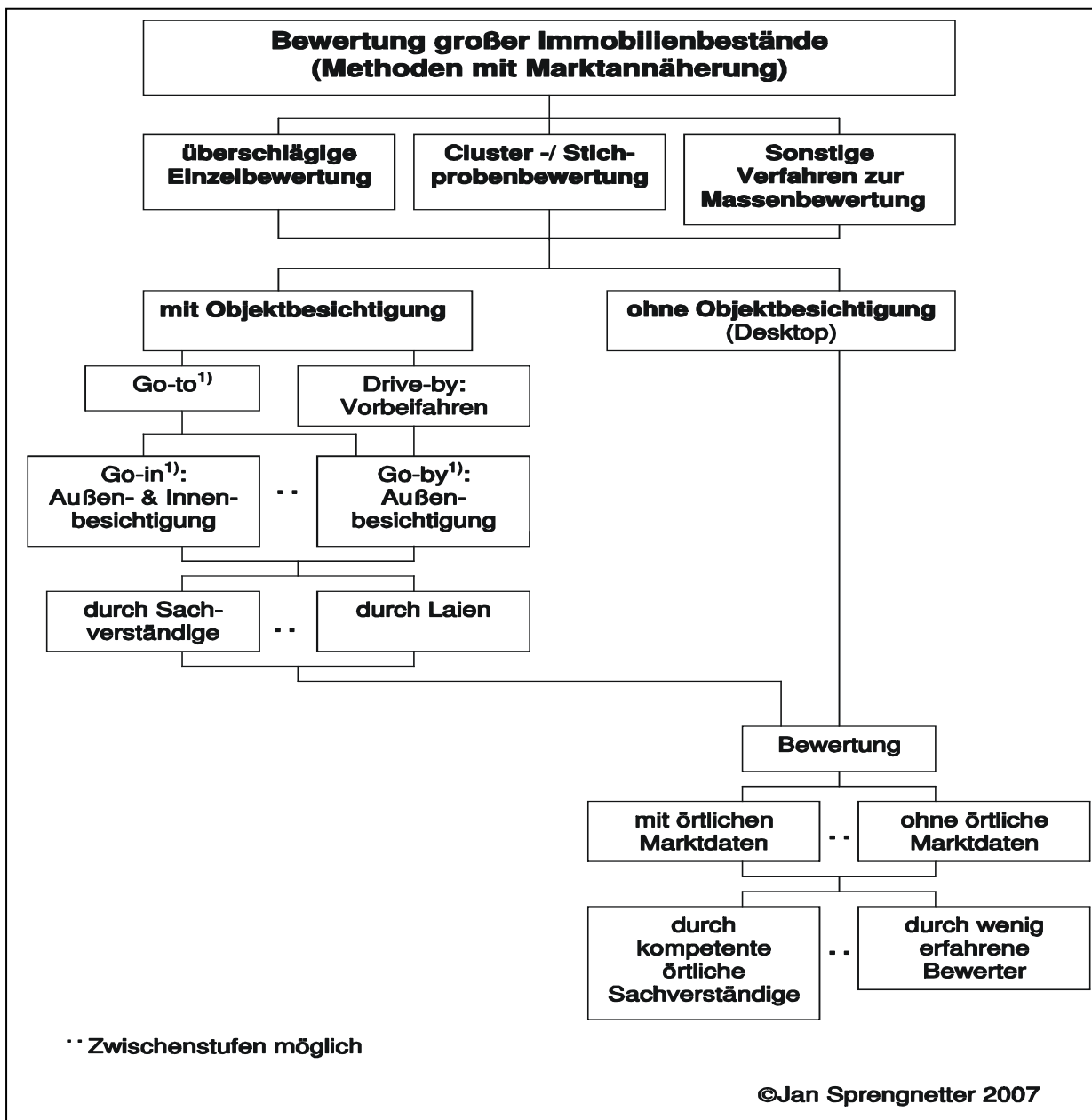
Grundsätzlich stehen folgende Methoden zur Verfügung:

- überschlägige Einzelbewertungen
- Clustermethode (Gruppenbewertung)
- Stichprobenmethode

Diese Methoden können auch nebeneinander angewendet werden.

---

<sup>22</sup> Vgl. hierzu die umfangreichen Abhandlungen in Sprengnetter, H.O. u.a.: Grundstücksbewertung, Lehrbuch; Teil 11 (Wertermittlungen in Bodenordnungsverfahren).



**Abb. 3:** *Methoden zur Annäherung an den Marktwert großer Immobilienbestände (Erstbewertung)*

<sup>23</sup> Die Bezeichnungen go-to (d.h. der Bewerter geht zum Grundstück), go-by (der Bewerter macht eine Außenbesichtigung) und go-in (der Bewerter macht eine Außen- und Innenbesichtigung) wurden von Jan Sprengnetter eingeführt (Quelle: unveröffentlichte Diplomarbeit).

### 4.3.2 Verfahren zu überschlägigen Einzelbewertungen

Einzelbewertungen von Immobilien können anstatt mit den Verfahren zur genauen Bewertung auch mittels verschiedener Verfahren zur überschlägigen Bewertung vorgenommen werden.

Beispiele für die anwendbaren Verfahren:

#### a) Normierte Verfahren (Vergleichs-, Ertrags- und Sachwertverfahren)

in denen die Einzelansätze pauschal geschätzt werden. So z.B. die Mieten aufgrund allgemeiner Analysen branchenspezifischer Flächenproduktivitäten – z.B. als Prozentwerte branchenüblicher Umsätze.

Abweichend von den normierten Verfahren sind dies vorrangig:

#### b) Vereinfachte Bewertungsverfahren

Praxisbedeutsam sind diesbezüglich insbesondere Bewertungen mittels der sog. Maklerformel:

$$\text{Immobilienwert} = \text{Jahresrohertrag} \cdot \text{Vervielfacher}$$

Dieses u.ä. Verfahren sind grundsätzlich viel zu einfach strukturiert, als dass mit ihnen hinreichend zuverlässige Immobilienbewertungen möglich wären („*Immobilienwerte lassen sich nicht auf einem Bierdeckel ermitteln*“).<sup>24</sup>

---

<sup>24</sup> So liest man z.B.: „Der Wert von großen Wohnimmobilien beträgt durchschnittlich das 12fache des Jahresrohertrags.“ Durchschnittlich mag das zwar zutreffend sein; im Einzelfall beträgt der Marktwert aber das 8 – 16fache. Wenn im Einzelfall das 9fache sachrichtig ist, ist eine Finanzierung oder ein Ankauf zum 12fachen Wert eine Fehlinvestition.



### c) Verfahren, deren Bewertung auf Angebotspreisen basiert

Mit Preisangaben von Immobilienangeboten (aus dem Internet oder auch durch den Ankauf ausgewerteter Immobilienmarktdaten<sup>25</sup>) kann man einen schnellen Überblick der angebotenen Vergleichsimmobilien und der dafür geforderten Kaufpreise erlangen. In wie weit sind diese Informationen aber zur Wertbestimmung von Immobilien geeignet?

#### Vorteile

- Die Informationen sind schnell (automatisiert) und grundsätzlich auch preiswert zu beschaffen.
- Diese Daten vermitteln auch Bewertungslaien einen schnellen Marktüberblick.

Für Nicht-Bewertungsfachleute (z.B. für Makler und ihre Kunden) ist dies ein brauchbares Verfahren, sich einen Grobüberblick über den Grundstücksmarkt zu verschaffen, wenn solche Vergleichsobjekte verfügbar sind.

#### Nachteile

- Bei diesen Informationen handelt es sich um Preisforderungen (Wünsche), die **nicht** mit den **realisierten Kaufpreisen** übereinstimmen.

Die Informationen sind regelmäßig bezüglich wesentlicher wertbeeinflussender Umstände (Bodenwertniveau, Makro-/Mikrolage, baulicher Zustand, Planungs- und Beitragsrecht, Rechte und Belastungen etc). unvollständig oder sogar unzutreffend. Für beweisbare (belastbare) Immobilienbewertungen sind diese Daten nicht oder nur extrem eingeschränkt verwendbar.

- In vielen Regionen und für viele Objektarten sind nur ganz wenige oder sogar überhaupt **keine Vergleichsangebote verfügbar**.<sup>26</sup> Die Methode ist deshalb nicht allgemein anwendbar.

---

<sup>25</sup> Vgl. z.B. [www.immobilien-marktdaten.de](http://www.immobilien-marktdaten.de).

<sup>26</sup> Die Gefahr der Fehlbewertung bei nur wenigen (< 30) Angebotspreisen kann an den Grafiken zu den Markt-anpassungsfaktoren für Einfamilienwohnobjekte anschaulich erläutert werden (vgl. Sprengnetter, Grundstücksbewertung, Arbeitsmaterialien, Kapitel 3.03).

Es wurden bereits wiederholt Grundstücksmarktanalysen bezüglich des Unterschiedes zwischen Kaufpreisforderung und realisierten Kaufpreisen durchgeführt.<sup>27</sup> Dabei wurde festgestellt – sofern es überhaupt zu einem Verkauf kam – dass die von Maklern angebotenen Objekte durchschnittlich ca. 10% unterhalb der ursprünglichen Preisforderung veräußert wurden. Es zeigte sich, dass in keinem der 385 untersuchten Fälle der ursprünglich geforderte Kaufpreis überschritten wurde. Ca. 15% der Objekte waren zum geforderten Kaufpreis trotz nachhaltigem Angebot überhaupt nicht veräußerbar.

Die Wertermittlungs*Forum* Sachverständigen GmbH hat zudem über mehrere Jahre hinweg verfolgt, welche Kaufpreise für Objekte (in Zeitungs- und Internetanzeigen) gefordert wurden, für die es vorweg ein differenziertes Verkehrswertgutachten erstellt hatte. Die Kaufpreisforderungen bewegten sich von 5% bis 95% oberhalb des ermittelten Verkehrswertes.<sup>28</sup> Im Durchschnitt wurden 103% der ermittelten Verkehrswerte als Kaufpreis erzielt.

#### **Fazit:**

Für Wertermittlungszwecke gibt es bessere als die vereinfachten Verfahren; auch stehen i.d.R. schnell erkundbare gute örtliche Marktdaten (Bodenrichtwerte, Mieten, Liegenschaftszinssätze, Marktanpassungsfaktoren) zu akzeptablen Preisen zur Verfügung, so dass die Bewertung auf der Grundlage von Angebotspreisen nicht erforderlich ist. Es sollten deshalb Verfahren angewendet werden, die

- für alle Grundstücksteilmärkte (in allen Regionen, für alle Objektarten) verwendbar sind;
- für alle Bewertungsanlässe (überschlägige Schnellbewertung sowie genaue Bewertung) einsetzbar sind und
- auf belastbaren Datengrundlagen (tatsächlich realisierten Kaufpreisen und Mieten etc.) basieren.

#### Da Systeme zur automatisierten Immobilienbewertung

---

<sup>27</sup> Vgl. Sprengnetter u.a., Vermarktungszeiträume und Preisnachlässe bei Immobilienverkäufen (WFA 1/1998, 29 ff.) und Sprengnetter u.a., Vermarktungszeiträume und Preisnachlässe bei Immobilienverkäufen (2) (WFA 2/2001, 55 ff.).

<sup>28</sup> Hier zwingt sich die Frage auf, wie weit dann wohl die Kaufpreise für vorab nicht bewertete Objekte vom Verkehrswert abweichen.

für **alle Bewertungsarbeiten**

(überschlägige Wertermittlungen durch geschulte Laien und genaue Wertermittlungen durch Sachverständige) sowie

für **alle Regionen** deutschlandweit und

für **alle Objektarten**

einsetzbar sein sollen, wird das vom Wertermittlungs*Forum* entwickelte Bewertungssystem vorrangig die normierten deutschen Wertermittlungsverfahren unterstützen, nämlich das Vergleichs-, Ertrags- und Sachwertverfahren. Nur für diese Verfahren sind – wenn überhaupt – in Deutschland flächendeckend belastbare Bewertungsdaten kurzfristig ableitbar. Für diese Verfahren gibt es bereits heute viele Daten (vgl. hierzu die Ausführungen unter B.1).

**d) Discounted Cash-Flow-Verfahren**

Leider gibt es für dieses Verfahren noch keine einheitliche Handlungsanweisung – demzufolge sind diesbezügliche Verfahrensempfehlungen (auch Softwarelösungen) derzeit uneinheitlich und führen zu unterschiedlichen Ergebnissen.

Insgesamt ist festzustellen, dass das DCF-Verfahren bezüglich seiner Eignung zur Marktwertermittlung unausgereift ist (vgl. Sprengnetter u.a., Grundstücksbewertung, Teil 6, Kapitel 10: Das DCF-Verfahren einschließlich dessen Einsatz in der Verkehrswertermittlung).

Infolge der fehlenden (einheitlichen) Normierung und der uneinheitlichen Anwendungsformen stehen für dieses Verfahren auch noch nicht die zur Marktanpassung seiner Rechenergebnisse erforderlichen „internen Zinsfüße“ zur Verfügung.

**Fazit:**

Mit diesem Verfahren sind derzeit in Deutschland noch keine beweisbar marktkonformen Wertermittlungen möglich. Da jedoch zunehmend angelsächsische Unternehmen im deutschen Immobilienmarkt aktiv werden, die das DCF-Verfahren anwenden, empfiehlt sich für eine bessere Vergleichbarkeit (auch Akzeptanz der Bewertungen) eine Darstellung auch in DCF-Form. Der Autor empfiehlt deshalb bereits seit Jahrzehnten – wenn Sachverständige dieses Verfahren dennoch zur Marktwertermittlung anwenden (müssen) –, sollte zunächst der Marktwert mittels der klassischen deutschen Wertermittlungsverfahren ermittelt werden. An-

schließlich kann man dann den internen Zinsfuß so ansetzen, dass man mittels DCF-Verfahren das identische (nämlich marktkonforme) Ergebnis erhält.

In einem zweiten Entwicklungsschritt wird in WF-OneClick das derzeit in WF-ProSa realisierte DCF-Verfahren um eine automatisierte DCF-Wertermittlung aus einer zuvor durchgeführten Ertrags- und Marktwertermittlung erweitert.

### 4.3.3 Clusterbewertung (Gruppenbewertung)

Unter einer Cluster- bzw. Gruppenbewertung versteht man die Zusammenfassung gleichartiger Objekte zum Zwecke der gemeinsamen (und damit zeit- und aufwandsreduzierten) Wertermittlung. Diese Methode wird vorrangig zur Bewertung großer Immobilienportfolios angewendet.

Clusterbewegungen erfolgen i.d.R. in folgenden **vier Schritten**:

1. Die zu bewertenden Objekte (Grundgesamtheit) werden in weitgehend homogene Gruppen eingeteilt. Z.B. wurden die in einem Portfolio befindlichen Mehrfamilien-Wohnhausgrundstücke (MFH) wie folgt gruppiert:

Wohnungszahl	Gemeindegrößen (tausend Einwohner)			
	<5	5 – 40	40 – 100	>100
3 – 7	2	20	10	–
8 – 20	–	40	180	48
> 20	–	–	12	65

**Abb. 4: Gruppierung der Mehrfamilienwohnobjekte**

2. Aus jeder Gruppe werden einzelne Objekte stichprobenhaft einzeln bewertet (z.B. genau mit den klassischen Wertermittlungsverfahren der WertV<sup>29</sup> oder mittels Näherungsverfahren<sup>30</sup>).

---

<sup>29</sup> Vgl. Abschnitt 4.2.2.

<sup>30</sup> Vgl. Abschnitt 4.3.2.

3. Je Gruppe werden die Stichprobenergebnisse auf den Wert der Gesamtgruppe hochgerechnet (z.B. bei MFH proportional der Wohnfläche).
4. Durch Addition der Gruppenwerte erhält man einen Schätzwert für das Gesamtportfolio.

Die mit einer Clusterbewertung erreichbare **Genauigkeit** hängt insbesondere ab:

- a) Von der sachgemäßen (werthomogenen) Clusterbildung;<sup>31</sup>
- b) von den Informationen über die wertrelevanten Eigenschaften der Einzelobjekte (z.B. baulicher Zustand, Vermietungssituation);
- c) vom Konzept und Umfang der Stichprobe, die bewertet wird und
- d) von der Genauigkeit der Einzelbewertung.

Das Wertermittlungs*Forum* hat schon mehrfach mittels Clusterbewertungen durchgeführte Portfoliobewertungen von mehreren 1.000 Objekten dezidiert mit Einzelbewertungen überprüft. Dabei wurden erhebliche Fehlbewertungen festgestellt. Der Fehler des zuletzt überprüften Portfoliogesamtwertes betrug ca. 50%, d.h. der ermittelte Wert war 50% überhöht.<sup>32</sup>

#### **Fazit:**

Clusterbewertungen sind grundsätzlich geeignet, große Portfolios in überschaubarer Zeit mit reduziertem Aufwand zu bewerten. Bei sachgemäßer Gruppierung und fehlertheoretisch fundierter Stichprobenplanung lassen sich vorgegebene Genauigkeiten bei der Bestimmung des Gesamtwertes erreichen. Für die Bestimmung des Verkehrswerts einzelner Objekte ist diese Methode nicht geeignet.

#### **4.3.4 Stichprobenbewertung**

Diese Bewertungsmethode entspricht der Clustermethode ohne vorherige Gruppenbildung. D.h. die Bewertungsstichprobe wird aus der ungegliederten Grundgesamtheit gezogen. Sie

---

<sup>31</sup> Bei einer entsprechenden Untersuchung hat das Wertermittlungs*Forum* festgestellt, dass – abweichend von der Gruppenbildung in Abb. 4 – bei MFH andere bzw. wenn möglich weitere Gruppierungen ratsam sind. Z.B. führt eine Gruppierung nach Bodenwertniveaus (anstatt nach der Einwohnerzahl) und eine weitere Untergliederung nach dem Baujahr zu wesentlich zutreffenderen Ergebnissen.

<sup>32</sup> Dieser Gesamtfehler war gleichermaßen durch eine unzureichende Gruppierung, eine zu kleine Stichprobe und unzulängliche (d.h. zu ungenaue) Einzelbewertungen innerhalb der Stichproben verursacht.

kann nur erfolgreich auf homogene Immobilienportfolios angewendet werden. Grundsätzlich ist sie ungenauer als die Clusterbewertung.

### **4.3.5 Sonstige Massenbewertungsverfahren**

In der Praxis kommt eine Vielzahl sonstiger Verfahren zur Anwendung (z.B. Marktwertableitung aus dem Beleihungswert, aus steuerlichen Werten, aus Versicherungswerten oder aus Vorgutachten). Diese Verfahren werden hier jedoch nicht abgehandelt. Fehlertheoretisch bestehen bei allen Massenbewertungsverfahren die in Abschnitt 4.4 dargelegten Zusammenhänge; grundsätzlich sind diese sonstigen Verfahren jedoch noch ungenauer.

Nachstehend werden einige Bereiche beschrieben, in denen angenäherte Immobilienwerte zur Anwendung kommen.

### **4.3.6 Anwendungsbereiche für annähernde Immobilienwerte**

#### **4.3.6.1 Immobilienfinanzierung (KWG, PfandBG u.a.)**

In Abb. 1 sind auch die Finanzierer (Realkreditinstitute wie Bausparkassen, Hypotheken- u.a. Banken, Lebensversicherungen etc.) unter der Rubrik „Annäherung an den Immobilienwert“ gelistet. Die Immobilienbewertung stellt bei den Finanzierern sowohl eine Einmalaufgabe dar (z.B. bei der Herausgabe des Kredites; vgl. § 16 PfandBG) als auch eine Daueraufgabe (bei der Kreditüberwachung, vgl. § 20a Abs. 6 KWG und § 26 BelWertV). Bei der Kreditausgabe steht die Aufgabe der Bewertung großer Immobilienbestände selten, wenn überhaupt dann bei der fortlaufenden Kreditüberwachung großer Immobilienportfolios an. Grundsätzlich haben die Finanzierer gemäß den rechtlichen Maßgaben (KWG, PfandBG, BelWertV, Beleihungsanweisungen etc.) auch exakte Immobilienwerte zu bestimmen. Tatsächlich werden hier in vielen Fällen jedoch „pragmatische Wege“ beschritten. D.h., die Realkreditinstitute betreiben überwiegend (u.a. aus Kosten- und Zeitgründen) nicht den Aufwand, der für eine „exakte“ bzw. „gerichtsfeste“ Immobilienbewertung erforderlich ist.

So werden z.B. häufig die Auskünfte aus den öffentlichen Registern (z.B. Baugenehmigungen, Grundakten, Bauplanungsrecht und Beitragsrecht) nicht schriftlich sondern (fern)mündlich, d.h. nicht oder nicht beweisbar eingeholt. Auch erfolgen die Durchführung der Objektbesichtigung<sup>33</sup> und die Objektbeschreibung zumeist nur in „Kurzform“ und damit für Außenstehende nicht komplett nachvollziehbar.

#### **4.3.6.2 NPL-Transaktionen (Ankauf und Verwertung von Krediten bzw. deren Sicherheiten)**

Für diese Aufgabenbereiche gibt es – anders als in den in den Abschnitten 4.3.5 und 4.3.6.4 beschriebenen Aufgabenbereichen – keine mir bekannten rechtlichen Vorschriften bezüglich der Immobilienbewertung (Anforderungen an die Bewerter, an die Gutachten und an die Bewertungsgenauigkeit). Demzufolge kann hier jede Bewertungsaufträge vergebende Institution die Maßgaben für die Wertermittlung (Erhebungsaufwand, Bearbeitungszeit, Form, Verfahren u.a.) selbst festlegen. Die Vorgaben basieren in diesen Bereichen vorrangig auf institutsindividuellen Überlegungen zu Kosten, Zeit und erforderlicher Risikominimierung. Bei vielen Bewertungsaufträgen der Vergangenheit bestimmte aber auch alleine die im Einzelfall verfügbare Zeit den möglichen Aufwand und die erreichbare Bewertungsgenauigkeit. Das verbleibende erhöhte Risiko wird durch einen Preisabschlag am überschlägig kalkulierten Immobilienwert berücksichtigt.

Aus Zeit- und Kostengründen haben viele Institutionen, die größere Immobilienbestände zu bewerten haben, tlw. sehr unterschiedliche Wege eingeschlagen. Zur Anwendung kommen dabei im Wesentlichen die in Abschnitt 4.3.2 beschriebenen Verfahren.

---

<sup>33</sup> Manche Realkreditinstitute lassen die Objektbesichtigung in der nachfolgend als „Drive-by-Methode“ beschriebenen Weise, in vielen Fällen sogar noch durch Bewertungsunkundige, durchführen.

### 4.3.6.3 An- und Verkauf großer Immobilienportfolios (Block- bzw. Paketverkäufe)

Das Kaufinteresse an deutschen Immobilien war noch nie so groß wie heute. 2005 wurden über 20 Mrd. Euro, 2006 sogar 49,5 Mrd. Euro in den Kauf deutscher Immobilien investiert. In diesen Zahlen sind die Milliarden-Käufe von Wohnungen noch nicht enthalten.

Insbesondere ausländische Investoren interessieren sich zunehmend für den deutschen Markt – 75 Prozent aller Investoren stammten aus dem Ausland. Vor allem große internationale Vermögensverwalter und Pensionsfonds investieren hierzulande. Dabei ist eine besondere Entwicklung zu beobachten: Am besten lassen sich Immobilien derzeit in großen Paketen an ausländische Investoren verkaufen. Man spricht hier von so genannten Portfoliotransaktionen. Dabei wurden die Gesamtpakete (entgegen früheren Erfahrungen) tlw. zu Preisen veräußert, die über der Summe der Einzelverkehrswerte lagen.<sup>34</sup>

### 4.3.6.4 Sonstige Bereiche

In Abb. 1 ist dargestellt, dass auch in anderen als in den Abschnitten 4.3.1 bis 4.3.6.2 beschriebenen Bereichen für große Immobilienbestände einmalig und permanent Annäherungen an den Verkehrswert zu bestimmen sind. Zu nennen sind hier beispielhaft:

□ Die **steuerliche Wertermittlung** (Einheitswerte, Grundbesitzwerte). Die hierfür maßgeblichen Wertermittlungsvorschriften befinden sich insbesondere im BewG und GrStG.<sup>35</sup>

□ **die Gemeinden**

Die Gemeinden sollen ihr Rechnungswesen von der Kameralistik auf die Doppik umstellen. Hierzu ist die Bewertung sämtlicher kommunalen Liegenschaften erforderlich. Die Rechtsgrundlagen sind bundesländerweise unterschiedlich (z.B. in NRW Kommunales Finanzmanagementgesetz vom 16.11.2004).

□ **große Kapitalgesellschaften**

---

<sup>34</sup> Gesicherte generelle Erkenntnisse zur Relation „Summe Einzelverkehrswerte versus Wert des Portfolios“ liegen derzeit noch nicht vor. Die vom *WF* gestartete Analyse gestaltet sich wegen der doch sehr unterschiedlichen Verkaufsanlässe, Bewertungsgenauigkeiten und Portfoliozusammensetzungen (z.B. in unterschiedlichen Regionen mit unterschiedlicher Leerstandsprognose) schwierig.

<sup>35</sup> Vgl. hierzu die umfangreichen Abhandlungen in Sprengnetter, H.O. u.a.: Grundstücksbewertung, Lehrbuch; Teil 12, Kapitel 3 (Steuerliche Bewertung).



Die hier anzustellenden Wertermittlungen dienen der einmaligen oder fortlaufenden Kapitalübersicht oder der Feststellung des Unternehmenswerts.

□ **geschlossene Immobilienfonds**

Für die Bewertung deren Immobilien gibt es keine gesetzliche Verpflichtung. Viele Gesellschaftsverträge der GIF sehen jedoch Einmal- und regelmäßige Nachbewertungen vor.

#### 4.4 Bewertungsgenauigkeit contra Aufwand

**Eine Immobilienbewertung wird umso zeit- und kostenaufwändiger,  
je genauer, d.h. belastbarer sie sein soll (Zielkonflikt).**

Die Ermittlung eines „genauen“ (d.h. rechtssicheren) Immobilienwerts verlangt das Abarbeiten/Einhalten fixer Arbeitsschritte. Dies gilt für die Unterlagenbeschaffung, die Objektbesichtigung bis hin zur Gutachtenform einschließlich der Dokumentation der erfassten Objekt- und Marktinformationen inkl. Datenquellen und sämtlicher Berechnungen (wie z.B. Ableitung des Liegenschaftszinssatzes und der nachhaltig erzielbaren und tatsächlichen Miete, Berechnung des Rauminhalts).

Bezüglich der effektiven Vorgehensweise bei „genauen“ Immobilienbewertungen und deren Kosten bzw. des erforderlichen Zeitaufwands gibt es hinreichend Erfahrungen. Generell sind hier zwingend Einzelbewertungen erforderlich, die (zumindest derzeit noch) nach § 34 HOAI abzurechnen sind.

Die Kosten für Bewertungen mit Annäherung an den Marktwert streuen in Abhängigkeit von der vorgegebenen Methode, umgekehrt bestimmen vorgegebene (Höchst)Kosten die anwendbare Methode.

##### 4.4.1 Genauigkeitsbetrachtung

Ein wichtiges Kriterium zur **Schätzung** des erforderlichen Aufwands ist die im Ergebnis gewünschte Genauigkeit. Nachstehend erfolgt eine **Genauigkeitseinschätzung für die** in den Abb. 2 (Methoden zur „genauen“ Bewertung) und

Abb. 3 (Methoden zur „Annäherung an den Marktwert“) dargestellten **gängigsten Bewertungsmethoden** in tabellarischer Übersicht. Darin werden nur die in der Praxis wichtigsten Fallgestaltungen betrachtet.

	überschlägige Einzelbewertung						„ge- naue“	
Besichti- gung:	Laie (Drive- by) <sup>1)</sup>	Bewerter (go-by) <sup>1)</sup>		Bewerter (go-by) <sup>1)</sup>		Sach- verst. (go-by) <sup>1)</sup>	Sach- verst. (go-in) <sup>1)</sup>	Einzel- bewer- tung
Bewertung:	anderer Bewer- ter (Desk- top) <sup>2)</sup>	anderer Bewerter (Desktop) <sup>2)</sup>		anderer Sachverständi- ger (Desktop) <sup>2)</sup>		Sachver- ständiger	Sachver- ständiger	Sachver- ständi- ger
Daten:	ortsfern	ortsfern		ortsfern		örtlich	örtlich	örtlich
Verfahren:	1	1	2	1	2	2	2	2
Genauig- keit:	± 40%	± 35%	± 30 %	± 30%	± 25%	± 15% <sup>3)</sup>	± 10% <sup>3)</sup>	± 5% <sup>3)</sup>
Methode:	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)

1) Drive-by = Besichtigung aus dem Auto heraus; go-by = Außenbesichtigung; go-in = Außen- und Innenbesichtigung  
 2) Desktop = Bewertung ohne eigene Besichtigung  
 3) Diese Werte erhöhen sich um ca. 5%, wenn dem Sachverständigen keine beweisbaren marktkonformen Daten des örtlichen Grundstücksmarktes zur Verfügung stehen.

© Jan Sprengnetter 2007

**Tab. 1: Schätzung der bei Immobilienbewertungen erzielbaren Genauigkeiten**

Bei diesen Genauigkeitsschätzungen handelt es sich um die Einschätzung der mittleren Fehler (= Standardabweichung) der einzelnen Wertermittlung. Bei der Bewertung großer Immobi-

lienportfolien reduziert sich grundsätzlich (d.h. wenn systematische Fehler verhindert werden) der mittlere Bewertungsfehler des Gesamtportfoliowerts.

Diese Genauigkeitseinschätzung beruht auf den Ergebnissen der Befragungen von langjährig erfahrenen Sachverständigen.<sup>36</sup> Teilweise liegen diesen Fehlerschätzungen aber auch empirische Untersuchungen zugrunde.<sup>37</sup>

Man kann der Tabelle entnehmen, dass **die größten Genauigkeitsanstiege** von Methode (5) nach Methode (6) und von Methode (7) nach Methode (8) zu erwarten sind.

**a) Methode (5) → Methode (6) = + 10% Genauigkeit**

Diese wesentlichste Genauigkeitssteigerung ist zu erwarten, wenn die Objektbesichtigung und (auch überschlägige) Objektbewertung von einem Ortsunkundigen auf einen örtlichen Sachverständigen übergeht. Begründet ist dies wie folgt:

Grundsätzlich kann nur ein örtlich tätiger Sachverständiger, der auch die Kaufpreise und Mieten seines Grundstücksmarktes regelmäßig auswertet, tatsächlich beweisbar marktkonforme jederzeit aktuelle Bewertungsergebnisse liefern.<sup>38</sup>

**b) Methode (7) → Methode (8) = + 7% Genauigkeit**

Letztendlich kann die höchste erreichbare Genauigkeit ( $\pm 5\%$ ) nur von einem örtlich tätigen Sachverständigen, der alle für eine genaue Einzelbewertung erforderlichen Voraussetzungen gewährleistet, erreicht werden.

---

<sup>36</sup> Vgl. entsprechende Erhebung durch Jan Sprengnetter.

<sup>37</sup> Vgl. Sprengnetter, H.O. in Demme: „Handbuch des Immobilienmaklers“, 3. Aktualisierung Mai 1986, Abschnitt 3/7.2.1 „Gefahr intuitiver bzw. gesamtheitlicher Wertschätzungen“. Dort befinden sich auf der Grundlage von Praxisversuchen durchgeführte Fehlerermittlungen für die Methoden (1) und (8).

<sup>38</sup> Zwecks Genauigkeitssteigerung der Methode (5) sollen für WF-OneClick örtliche Marktdaten (örtliche Mieten, regionalisierte Liegenschaftszinssätze und Marktanpassungsfaktoren etc.) durch die goValueArbeitskreise erhoben und durch WF-Research ausgewertet werden.

## 4.4.2 Kosten der verschiedenen Bewertungsverfahren

Zu den in Abb. 2 und

Abb. 3 sowie der Tab. 1 beschriebenen Methoden der Immobilienbewertung werden nachstehend Kosten- und Zeitkalkulationen durchgeführt.

Diesseits sind nur die externen Kosten der verschiedenen Bewertungsmethoden ermittelbar; diese sind in nachstehender Tab. 2 gegenübergestellt.

	überschlägige Einzelbewertung			„genaue“ Einzelbewertung
Bewertung:	Desktop teildifferenziert nicht-normierte Verfahren	Desktop WF-OneClick normierte Verfahren	Desktop differenziert <sup>1)</sup> normierte Verfahren	differenziert <sup>1)</sup> normierte Verfahren
Kosten Bewertung	100 € – 150 €	60 € – 80 €	250 € – 300 €	
Besichtigung:	durch örtlichen Sachverständigen	durch örtlichen Sachverständigen	durch örtlichen Sachverständigen	durch örtlichen Sachverständigen
Kosten Außenbesichtigung	120 €	120 €	120 €	Außen- und Innenbesichtigung
Gesamtkosten <sup>2)</sup>	220 € – 270 €	180 € – 200 €	370 € – 420 €	HOAI-orientiert <sup>3)</sup>
Daten:	Einbindung regionaler, meist nicht belastbarer Daten (bspw. Angebotspreise und -mieten, Yields)	Einbindung verfügbarer regionaler Daten (BRW; Mieten, Vergleichs- und Marktanpassungsfaktoren); eingeschränkte Genauigkeit aufgrund von automatisch errechneten Wertansätzen und automatisierter Bewertung	Einbindung örtlicher, belastbarer Daten	Genaue Ermittlung von Flächen und Inhalten, Berücksichtigung von Rechten und Belastungen, Einholung aller Informationen öffentlicher Register etc.
Methode:	(3)	(5)	(7)	(8)
Genauigkeit: <sup>4)</sup>	± 35% <sup>2) 5)</sup>	± 25% <sup>2)</sup>	± 15% <sup>2)</sup>	± 5%

1) Z.B. mit WF-ProSa, WF-SmartValue oder WF-ProBel.

2) Eine zusätzliche Innenbesichtigung erhöht die Kosten jeweils um 65 € und steigert die Genauigkeit der ermittelten Werte um ca. 5%.

3) Bei einem Objektwert von 220.000 € betragen die Gesamtkosten ca. 920 €.

4) Hierbei handelt es sich um eine Schätzung der mit diesen Verfahren durchschnittlich erreichbaren Genauigkeit.

5) Die Genauigkeit der ermittelten Werte bei der teildifferenzierten Einzelbewertung hängt sehr stark von den herangezogenen Daten ab. Der angegebene Genauigkeitswert (± 30%) ist ein Mittelwert der von goValue im Kundenkontakt gesammelten Erfahrungen.

© Jan Sprengnetter 2007

**Tab. 2: Kosten (in Euro) der verschiedenen Bewertungsverfahren**

#### 4.5 Kosten-Nutzenanalyse

Nimmt man jeweils die Mittelwerte der Kostenspannen (vgl. Tab. 2), so ergibt sich folgendes Genauigkeits-Kostenverhältnis:

Methode	Genauigkeit	Kosten
(3) n-nV	± 30%	245 Euro
(5) nV	± 25%	190 Euro
(7) nV	± 10%	460 Euro
(8) nV	± 5%	920 Euro

© Jan Sprengnetter 2007

**Tab. 3: Kosten-Genauigkeitsvergleich**

Durch diese Gegenüberstellung wird deutlich, dass das nicht-normierte Verfahren (n-nV) ein schlechteres Genauigkeits-Kostenverhältnis und somit ein schlechteres Kosten-Nutzenverhältnis als die normierten Verfahren (nV) aufweist. Die geringe Genauigkeit ist insbesondere auf die Nichtbelastbarkeit der verwendeten Daten, die höheren Kosten auf die nicht so weitgehende Automatisierbarkeit der nicht-normierten Verfahren zurückzuführen.

Es lässt sich jedoch nicht generell festlegen, welches der (normierten) Verfahren das geeignetste ist. Dies hängt im Wesentlichen von der einzelfallweise zu führenden Genauigkeits-Kostenabwägung ab, häufig in der Praxis auch von der verfügbaren Zeit. Dennoch sind für NPL-Aktionen vorrangig die Methoden (5) und (7), dort wo es auf besondere Genauigkeit ankommt die Methode (8) zu empfehlen.

#### 4.6 Ergebnis, Verfahrensempfehlung

Das weit verbreitete Vorurteil, dass die Anwendung normierter Wertermittlungsverfahren für die Bewertung großer Immobilienbestände zu teuer, zu zeitaufwändig und zu ungenau sei, wird durch diese Untersuchung widerlegt. Als Ergebnis dieser Arbeit ergibt sich:

## **Die belastbare automatisierte Bewertung großer Immobilienbestände in Deutschland verlangt insbesondere**

- 1. die Anwendung der klassischen drei deutschen Wertermittlungsverfahren,**
- 2. bundesweit ermittelte belastbare regionale Marktdaten und**
- 3. die Verfügbarkeit eines effektiven Sachverständigensystems für Immobilienbewertung.**

### **zu 1:**

Nur für das Vergleichs-, Ertrags- und Sachwertverfahren kann es gelingen, in kurzer Zeit deutschlandweit regionalisierte Marktdaten abzuleiten. Für einige Bereiche Deutschlands gibt es diese Daten bereits (Gutachterausschüsse aufgrund des gesetzlichen Auftrags gem. § 193 Abs. 3 BauGB, WF-Research + goValueArbeitskreise etc.). Diese Marktdaten sind vorrangig: Bodenwerte, Mieten, normierte Vergleichspreise für Wohnobjekte, Ertragswert-Liegenschaftszinssätze, Sachwert-Marktanpassungsfaktoren, Normalherstellungskosten, Umrechnungskoeffizienten und Indexreihen.

Für die nicht-normierten Verfahren wird es diese Marktdaten flächen- und objektartabdeckend nicht geben. Beispiele:

- a) DCF-Verfahren: Keine Normierung des Modells  
→ unterschiedliche Anwendungen und demzufolge abweichende Ergebnisse; keine Marktanpassungsfaktoren (i.S.d. § 7 Abs. 1 Satz 2 WertV).
- b) Bewertung mit Angebotspreisen und -mieten: Keine realisierten Marktdaten (nur Preiswünsche), keine abschließenden Objektinformationen, nicht für alle Objektarten geeignet  
→ keine beweisbaren (belastbaren) Wertermittlungen; unsichere Ergebnisse; d.h. Verfahren fällt für viele Anwendungsbereiche aus.

Ein weiterer Vorteil, wenn das automatisierte Bewertungssystem (z.B. „WF-OneClick“) vorrangig auf die normierten deutschen Verfahren abstellt, ist:

Alle Wertansätze können automatisiert errechnet und auch die normierten Wertermittlungsverfahren automatisiert durchgeführt (Erstbewertung) werden. Später evtl. benötigte differen-

zierte Wertermittlungen (Zweitbewertung) für ein oder mehrere Objekte können dann relativ einfach durch Aufruf der Erstbewertung und deren Nachbesserung (z. B. durch Verfeinerung der Wertansätze) erstellt werden.

**zu 2:**

Das Wertermittlungs*Forum* leitet bereits heute bundesweit die meisten zur marktkonformen Wertermittlung erforderlichen Daten in i.S.d. § 13 Abs. 2 WertV „geeigneter“ Form und belastbar ab.<sup>39)</sup> Dies sind insbesondere Liegenschaftszinssätze, Marktanpassungsfaktoren, Umrechnungskoeffizienten und Indexreihen.

Derzeit sind beim Wertermittlungs*Forum* in der Entwicklung

- der „WF-Mietrechner“ (automatisierte Ableitung von Mieten für alle Regionen und alle wesentlichen Objektarten),
- Regionalfaktoren zu p und k (Kooperation WFRResearch mit den goValueArbeitskreisen),
- Vergleichsfaktoren für bebaute Grundstücke (Forschungsauftrag 2007 vom BMVBS und BBR zwecks Aufbaus eines bundesweiten „Preisinformationssystems“).

**zu 3:**

Das Wertermittlungs*Forum* entwickelt seit mehr als 28 Jahren Bewertungssoftware (insbesondere „WF-ProSa“, „WF-SmartValue“, „WF-ProBel“, „WF-AKuK“ und „WF-Bibliothek“); es ist im Bereich der professionellen und kompletten Software zur Immobilienbewertung der deutsche Marktführer.<sup>40)</sup> Das neue Softwareprodukt, das webbasiert automatisiert sowohl einzelne als auch umfassendste Immobilienbewertungen leisten soll, heißt „WF-OneClick“. Dieses wird in Abschnitt 2 beschrieben; das Produkt wird in ca. vier Monaten verfügbar sein.

---

<sup>39)</sup> Es wird an dieser Stelle auch darauf hingewiesen, dass in Deutschland auch nichtbelastbare (z.B. unsachgemäß abgeleitete, urheberrechtswidrige) Marktdaten angeboten und verwendet werden.

<sup>40)</sup> Vgl. [http://www.immobilienvirtschaft.de/SID109.d-8QKEZuTJ0/newsDetails?newsID=1179906880.64&d\\_start=int=1&topic=Markttuebersichten&topicView=Markt%FCbersichten](http://www.immobilienvirtschaft.de/SID109.d-8QKEZuTJ0/newsDetails?newsID=1179906880.64&d_start=int=1&topic=Markttuebersichten&topicView=Markt%FCbersichten)

## **B. Möglichkeiten automatisierter Immobilienbewertung**

### **1 Entwicklungsanlässe und allgemeine Anforderungen**

Es gibt viele Gründe für die immer weiter zunehmenden Anstrengungen um die Automatisierung in der Immobilienbewertung. Diese sind z.B.:

- Bewerter** (freiberufliche oder angestellte) wollen ihre Arbeitsprozesse immer effektiver gestalten. Deshalb suchen sie nach Softwareprodukten zur Immobilienbewertung, die sämtliche Aufgaben in diesem Zusammenhang aus einem Guss automatisch unterstützen.
- Entscheidungen** über (Real)Kredite oder den **An- und Verkauf von Immobilien** müssen nicht zuletzt aus Gründen des Wettbewerbs immer schneller getroffen werden. Zur Reduzierung von Risiken basieren diese Entscheidungen auf Immobilienbewertungen; demzufolge sind häufig schnelle Bewertungsergebnisse über Einzelimmobilien und über ganze Immobilienportfolios gefordert.

Die für die Bewertung großer Immobilienbestände gedachten Softwareprodukte müssen **allgemeine Anforderungen** erfüllen, u.a.:

- vielseitige Einsatzmöglichkeit (da hohe Kosten für die Entwicklung und Aktualisierung)<sup>41)</sup>
- ansprechendes Finanzierungsmodell
- standardisierte Schnittstellen → Einbindung in institutsinterne (Fremd)Software
- Einzelbewertungen (differenzierte und vollautomatisierte)
- Zusammenfassung der Einzelbewertungen zu Portfolien
- Portfoliobewertungen (vollautomatisierte)
- einfache Wertfortschreibungen (von Einzelbewertungen sowie ganzer Portfolien)
- Rechteverwaltung und Historisierung (zur Nachverfolgung der durchgeführten Veränderungen) etc.

---

<sup>41)</sup> Durch den vielfältigen Einsatz reduzieren sich die Kosten für den einzelnen Anwender.



## 2 Automatisierungsmöglichkeiten im Bewertungsprozess

Das Wertermittlungs*Forum* entwickelt seit mehr als 25 Jahren Software zur Immobilienbewertung. Die derzeit aktuell vertriebenen Produkte sind insbesondere:

- „WF-ProSa“ (für hauptberufliche Immobilienbewerter)<sup>42</sup>
- „WF-ProBel“ (für Realkreditinstitute zur gleichzeitigen Markt- und Beleihungswertermittlung)
- „WF-SmartValue“ (für Immobilienmakler)
- „WF-AKuK“ (für Gutachterausschüsse u.a. zur automatisierten Kaufpreissammlung und -auswertung).

Diese Softwareprodukte besitzen schon weitestgehende Automatisierungen. Derzeit wird in Zusammenarbeit mit überregional operierenden Realkreditinstituten eine vollkommen neue, internetbasierte Bewertungssoftware (genannt „WF-OneClick“) entwickelt.

Am Beispiel dieser sich beim Wertermittlungs*Forum* in der Entwicklung befindlichen Software „WF-OneClick“ wird nachfolgend ein modernes und umfassendes Konzept zur automatisierten, überschlägigen aber auch belastbaren Immobilienbewertung (Einzel- und Portfoliobewertungen) dargestellt.

### **WF-OneClick**

„Mit wenigen Klicks zum Markt- und Beleihungswert.“

### **Die Philosophie**

Mit Hilfe von „WF-OneClick“ kann man den Markt- und Beleihungswert einer Standardimmobilie (Ein-, Zwei- oder Mehrfamilienwohnhaus, Eigentumswohnung, kleine Gewerbe- und gemischt genutzte Objekte) quasi per Klick äußerst einfach, schnell und dennoch sicher ermitteln. Hierzu sind i.d.R. weniger als 20 Eingaben (vorrangig Objektinformationen) und keine speziellen Wertermittlungskennnisse erforderlich.

---

<sup>42</sup> Das derzeit mit Abstand marktführende Softwareprodukt, das sämtliche Arbeiten im Zusammenhang mit Immobilienbewertungen unterstützt, ist „WF-ProSa“ (Programmsystem Sachverständigenbüro; vgl. [www.wertermittlungsforum.de](http://www.wertermittlungsforum.de), Rubrik Software/WF-ProSa).

### **Die wesentlichen Vorteile**

„WF-OneClick“ liefert

- ✓ auch mit wenigen zur Verfügung stehenden Daten
- ✓ flächendeckend in ganz Deutschland
- ✓ automatisch
- ✓ treffsichere und belastbare Wertermittlungsergebnisse
- ✓ Individualisierbarkeit für jeden Nutzer

### **Rechtssichere Bewertung**

- ✓ In „WF-OneClick“ erfolgt die automatisierte Marktwertermittlung zunächst nur auf der Grundlage der in der WertV und der WertR genormten Verfahren.<sup>43</sup>
- ✓ Die Beleihungswertermittlung erfolgt auf der Grundlage der BelWertV oder der instituts-eigenen Beleihungsrichtlinie, die dem Programm hinterlegt werden kann.

### **Treffsichere Bewertung**

Grundlage bilden die deutschlandweit durchgeführten Marktbeobachtungen der WF-Researchabteilung (Datenbasis vorrangig goValue-Daten):

- ✓ Sachwert-Marktanpassungsfaktoren
- ✓ Ertragswert-Liegenschaftszinssätze
- ✓ Mieten
- ✓ Immobilienpreise (auch Vergleichsfaktoren) und Immobilienpreisentwicklung<sup>44</sup>

---

<sup>43</sup> Nur für diese Verfahren sind derzeit flächendeckend für ganz Deutschland die erforderlichen Marktdaten ab-leitbar. Später werden auch andere Verfahren (z.B. das DCF-Verfahren) eingebunden.

<sup>44</sup> Die Anpassung an den Wertermittlungsstichtag erfolgt im Ertragswertverfahren vorrangig durch Ansatz stich-tagsbezogener Mieten, im Sachwertverfahren durch stichtagsbezogene Boden- und Gebäudeherstellungswerte. Die Faktoren zur Anpassung an die regionalen Kaufpreise (d.h. die Sachwert-Marktanpassungsfaktoren und die Ertragswert-Liegenschaftszinssätze) sind – wie jahrzehntelange Kaufpreissammlungen zeigen – relativ zeitu-nabhängig. Vergleichspreise bzw. Vergleichsfaktoren müssen dagegen immer mit der neuesten Kaufpreis-entwicklung an die Marktsituation zum Wertermittlungsstichtag angepasst werden. Das WertermittlungsForum hat im Auftrag der Staatsanwaltschaft (im Verfahren gegen die Telekom) ein belastbares und verallgemeinerbares Gesamtsystem der Ableitung und Veröffentlichung von Bodenpreisindizes für ganz Deutschland (gegliedert nach Regionen und Objektarten) entwickelt. WF-Research wird dieses System der Immobilienpreisindizes im Rahmen des nachstehend unter „Immobilienpreisanalyse“ beschriebenen Forschungsprojekts operationalisieren und die mit diesem System ermittelten Indizes zukünftig (evtl. gemeinsam mit GAA oder den gVAK) regelmä-ßig veröffentlichen.

Vgl. auch Sauerborn, Ch.: Die Bodenpreisentwicklung in Deutschland – Allgemein anwendbare Indexsysteme; Manuskript zum Vortrag auf dem WF-Jahreskongress am 21.01.2005 in Goslar.

### **Sachwert-Marktanpassungsfaktoren**

Von *WF*-Research werden regelmäßig (zuletzt 2006 auf der Grundlage von über 4.000 Kaufpreisen) für Ein-, Zwei-, Mehrfamilien- und Reihenhausgrundstücke aktuelle Marktanpassungsfaktoren ermittelt, die eine deutschlandweite treffsichere und belastbare Marktwertermittlung im Sachwertverfahren erst möglich machen.

### **Liegenschaftszinssatz-Gesamtsystem**

Für alle renditeorientierten Objektarten wird derzeit ein ausgefeiltes und differenziertes Gesamtsystem von Liegenschaftszinssätzen mit bundesdurchschnittlichen Referenzdaten und deutschlandweiten Regionalisierungsfaktoren erarbeitet. In Abhängigkeit von Objektart, Lage, Objektgröße und Restnutzungsdauer sind somit alsbald deutschlandweit automatisierte Ertragswertermittlungen für alle Bereiche, wo Immobilienwerte mit Annäherung an den Marktwert ausreichend sind, möglich.<sup>45</sup>

### **Mieten**

Mit Hilfe von ca. 1.400 über ganz Deutschland verteilt ansässigen Sachverständigen (tlw. auch in Zusammenarbeit mit Gutachterausschüssen) wird derzeit ein Mieten-Gesamtsystem aufgebaut, das es ermöglicht, für jede Lage Deutschlands eine treffsichere Aussage über die ortsübliche Miete treffen zu können (⇒ „*WF*-Mietrechner“).

### **Immobilienpreisanalyse**

Im Dezember 2006 hat das *WF* vom Bundesministerium für Verkehr, Bau und Stadtentwicklung (BMVBS) und vom Bundesamt für Bauwesen und Raumordnung (BBR) den Auftrag für eine Immobilienpreisanalyse erhalten. Ziel des Forschungsprojektes ist der Aufbau eines Preisinformationssystems, das differenzierte und belastbare Aussagen auf regionaler Ebene zu Kaufpreisen bzw. Immobilienwerten und deren Entwicklung zulässt.

---

<sup>45</sup> Wo „genaue“ Werte erforderlich sind, kann der örtliche Sachverständiger diese automatisiert erstellte Wertermittlung ohne wesentliche Arbeitsaufwendungen „nachbessern“.

Die Ergebnisse dieses Forschungsprojektes stehen voraussichtlich Ende 2007/Anfang 2008 zur Verfügung. Sie ermöglichen deutschlandweit treffsichere Wertermittlungen mittels Vergleichswertverfahren und die Aufstellung eines Marktzyklus- bzw. Marktschwankungsmodells.

### **Zukunftssicher**

Die Programmierung von „WF-OneClick“ erfolgt in JAVA. Damit ist sichergestellt, dass das Programm auch nach 2010 problemlos funktioniert.

### **Einfache Bedienung**

„WF-OneClick“ verfügt über eine webbasierte Bedienoberfläche, die eine einfache und intuitive Bedienung überwiegend mit Hilfe von Icons und Auswahlfeldern ermöglicht. Für eine Wertermittlung sind i.d.R. weniger als 20 Eingaben erforderlich.<sup>46</sup>

### **Schnittstellen**

„WF-OneClick“ verfügt über zahlreiche standardisierte Schnittstellen. Somit kann die Software z.B. problemlos in die institutseigene (z.B. Kreditbearbeitungs)Lösung, die die Ein- und Ausgabe steuert, integriert werden. „WF-OneClick“ übernimmt die wichtige Teilaufgabe: die automatisierte Wertermittlung.

Darüber hinaus verfügt „WF-OneClick“ über weitere Schnittstellen u.a. zu:

- geoport und on-geo zur Beschaffung von Karten, Plänen und ergänzenden Daten und Unterlagen
- VÖB-Immobilienanalyse zur Durchführung eines Markt- und Objektratings
- allen WF-Softwaremodulen (z.B. „WF-Fläche und Raum“)
- zu weiteren Datenanbietern, z.B. zur flächendeckenden Beschaffung von Bodenwerten.

### **Portfolioanalyse**

Alle Einzelbewertungen werden in einem Portfolio gesammelt. Zweck:

---

<sup>46</sup> Grundsätzlich gilt: Mit ganz wenigen Eingaben ist bereits eine automatisierte Wertermittlung möglich. Je mehr „richtige“ Daten eingegeben werden, umso genauer wird jedoch das Bewertungsergebnis.

- Monitoring
- turnusmäßige automatisierte Neubewertung/Wertüberprüfung für Einzelobjekte und Objektbestände

### **Beispiel** Bewertung eines EFH mit „WF-OneClick“

Dieses Beispiel zeigt, welche Eingaben für die vollautomatisierte Bewertung eines Einfamilienhauses erforderlich sind:

#### Allgemeine Eingaben:

1. Objektart: Einfamilienwohnhaus, Einfamilienwohnhaus mit Einliegerwohnung, Zweifamilienwohnhaus, Mehrfamilienwohnhaus, Eigentumswohnung
2. Objektadresse: Straße, Hausnummer, PLZ oder Ort
3. Eingabe „Grundstücksgröße, Vorderland“, „Grundstücksgröße, Hinterland“ und „Grundstücksgröße, Gartenland“. Aufteilung in selbstständig nutzbare Teilflächen.
4. Eingabe „lagebezogener Boden(richt)wert“ (wenn nicht automatisch via Internet beschafft)
5. Auswahl „erschließungsbeitrags- und abgabenrechtlicher Zustand“: frei, pflichtig; wenn pflichtig: Eingabe „Erschließungsbeitrag o.ä.“
6. Eingabe „Zu- oder Abschlag am Bodenwert“ in € oder % und Begründungsfeld

#### Objektspezifische Angaben:

1. Auswahl „Gebäudetyp“ und „Dachform“
2. Auswahl „Bauweise“: freistehend, Doppelhaus, Reihenendhaus, Reihenmittelhaus
3. Auswahl „Gebäudeart“: massiv, Fertighaus (massiv), Fertighaus (Holz)
4. Eingabe „Baujahr“
5. Auswahl „Modernisierungsmaßnahmen“, Jahr in der die Maßnahme durchgeführt wurde, Note des Bau- und Unterhaltungszustands
6. Auswahl „Ausstattung“: einfach, mittel, gehoben, stark gehoben
7. Eingabe „Wohnfläche“; alternativ Eingabe „Geschossfläche“, „überbaute Grundfläche“ oder „Kubatur“
8. Auswahl „Außenanlagen“: keine, unterdurchschnittlich, üblich, überdurchschnittlich

## 9. Eingabe besondere Bauteile und besondere Einrichtungen

### **Fazit:**

Bereits heute stellt das Wertermittlungs*Forum* hochautomatisierte Bewertungssoftware zur Verfügung.

Es wird nicht mehr lange dauern, bis diese neue noch vielseitiger einsetzbare Software zur noch automatisierteren Immobilienbewertung zur Verfügung steht.

Das Wertermittlungs*Forum* (insbesondere mit seinen Bereichen *WF*-Research/Marktdaten, goValue-SachverständigenPool, *WF*-Software) hat bereits bewiesen, dass es dauerhaft in der Lage ist, bundesweit belastbare regionale Marktdaten abzuleiten und zudem eine Software zu entwickeln und zu pflegen, mit der flächendeckend sichere Markt- und Beleihungswertermittlungen quasi auf Knopfdruck möglich sind.

### **Der Referent:**

Dr. Sprengher war viele Jahre Hochschullehrer im Bereich der Immobilienbewertung. Er hat in den letzten drei Jahrzehnten die deutsche Bewertungstheorie wie kein anderer fortentwickelt.

Die von ihm 1980 gegründete Wertermittlungs*Forum* GmbH ist die in Deutschland führende Institution in der Komplettbetreuung von Bewertungssachverständigen (Akademie, Zertifizierung, Beratung, Marktdaten, Arbeitshilfen, Lehrbuch, Software).

2006 war er Mitbegründer der goValue GmbH – einer Gesellschaft zur deutschlandweiten Vermittlung von Aufträgen der Bewertungsdienstleistungen vorrangig von institutionellen Auftraggebern ausschließlich an derzeit ca. 1.400 von der *WF*-Akademie und *WF*-Zert qualitätsgesicherte Experten der Immobilienbewertung.

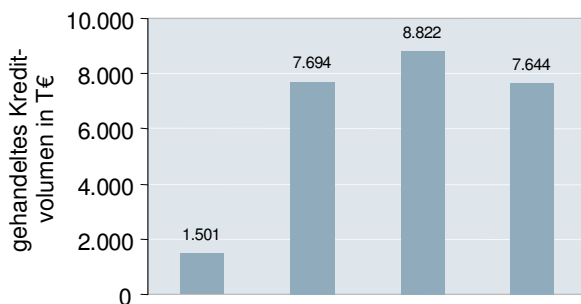
## 5 Klaas Ockens, Non Performing Loans in Deutschland: Aktuelle Marktentwicklungen beim Servicing von Immobilien – NPLs

### 5.1 Market-Update „Immobilien-NPLs“

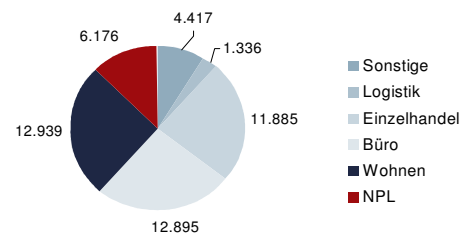
Seit nunmehr vier Jahren ist Deutschland der größte Markt für Non Performing Loans (NPLs) in Europa. Bis dato sind Portfolien mit Nominalwerten von mehr als €25 Milliarden veräußert worden – 80% davon sind immobilien besichert.

Zeit für einen Rück- und Ausblick auf die bisherige Entwicklung. Wie haben die bisherigen Verkäufe den Umgang mit notleidenden Krediten (und Kreditnehmern) verändert? Welche neuen Dienstleistungen und Dienstleister sind entstanden? Wie geht es weiter und was sind die „Lessons learned“? Nicht alle dieser Fragen lassen sich schon abschließend beantworten. Es lohnt sich aber auf jeden Fall, einmal eine Analyse des bisherigen Geschehens anzustellen.

Nominalvolumen (veröffentlichter) NPL-Transaktionen in Deutschland<sup>47</sup>



Portfolioinvestitionen in Deutschland 2006 im Überblick (Mio. €)<sup>48</sup>



<sup>47</sup> Quelle: DB Research, 04/2007

<sup>48</sup> Atis, Investment Market Research, 02/2007

Zu den bisherigen Verkäufern von NPLs zählen zu großen Teilen Geschäfts- und Hypothekenbanken, während der öffentlich-rechtliche Bankensektor bis dato noch zurückhaltend zumindest bei größeren Verkäufen war. Die Käuferseite ist nach wie vor von angelsächsischen Investoren geprägt. Zwei Adressen, Lone Star und Goldman Sachs, dominieren den Markt mit akquiriertem (Nominal-) Volumen von jeweils deutlich über €4 Milliarden.

NPL-Portfolien haben sich damit als eigenständige Asset-Klasse auf dem Immobilienmarkt etabliert. Ihr Anteil am Gesamtvolumen aller Portfoliotransaktionen betrug 2006 bereits 12%.

Der NPL-Markt hat sich weiterentwickelt. Im Hinblick auf die Portfolio-Struktur haben sich neben den „klassischen“ NPL-Verkäufen auch Verkäufe von Sub-Performing Loans (SPL) und von Einzelkrediten (Single-Names) etabliert. Parallel nahm die Größe der Transaktionsvolumina im letzten Jahr ab und der Trend zu mittleren und kleinen Transaktions-Volumina stieg deutlich an.

**Käufer der größten NPL-Transaktionen in Deutschland im Zeitablauf (Mio. €)<sup>49</sup>**

NPL-Käufe (Mio.)	2003	2004	2005	2006
Lone Star	€ 490 <sup>*)</sup>	€ 3.600 + 1.200	€ 1.400 <sup>*)</sup> + 690	
JP Morgan	€ 490 <sup>*)</sup>		€ 600	
Deutsche Bank	€ 511			€ 450 + 424
Citigroup		€ 2.400 <sup>*)</sup> + 394 <sup>*)</sup>		
Morgan Stanley		€ 394 <sup>*)</sup>		
GMAC		€ 2.400 <sup>*)</sup>		
Goldman Sachs			€ 2.300 + 1.800 + 350	€ 2.170 + 960
Merrill Lynch			€ 1.400 <sup>*)</sup>	
Cerberus			€ 400	
Shinsei			€ 388	€ 1.400

\*) Erwerb eines Anteils am NPL-Portfolio

<sup>49</sup> Presse, Sireo Reserach



Der NPL-Markt ist mittlerweile ein gebräuchliches Instrument des Bilanz- und Risikomanagements für Banken. Durch die damit einhergehende, zunehmende Professionalisierung, die sich beispielsweise in der verbesserten Datenqualität bei Due Dilligences widerspiegelt, nahm auch die Standardisierung der Transaktionsabläufe zu. Des Weiteren ermöglichen die inzwischen routinierten Prozessabläufe eine Verkürzung des benötigten Zeitraumes für Bieterverfahren.

Auch im NPL-Handel können neue Entwicklungen, wie der Einsatz virtueller Plattformen, beobachtet werden. Diese fungieren als internetbasierende Forderungsbörse für Verkäufe Notleidender Kredite, die hauptsächlich auf kleinere Portfolien abzielen. Ferner beginnt sich ein aktiver Zweitmarkt für NPL-Portfolien zu entwickeln, über den Investoren Teilpakete oder neustrukturierte Portfolien aus ihren zuvor gekauften Beständen weiterveräußern.

### **5.1.1 Einführung**

### **5.1.2 „The 3rd Wave“**

Das anhaltend große Interesse an NPL-Transaktionen am deutschen Markt von Seiten der Investoren unterstreicht die oben geschilderten Entwicklungen. Aktuell ist die Anzahl an aktiven Investoren am deutschen Markt auf etwa 60 angestiegen, und es wird weiterhin mit einem Zuwachs gerechnet. Man spricht in diesem Zusammenhang von einer wellenartigen Entwicklung der Investoreenseite, was auf vielfältige Investitionsstrategien zurück zu führen ist.

Die ersten NPL-Transaktionen waren initiiert von opportunistischen Investoren, die durch internationale Expertise in diesem Marktsegment von ihrem Know-how-Vorsprung profitierten, Deutschland als attraktiv einschätzten und Potential für überdurchschnittliche Renditen sahen. Als „Pioniere“ stiegen diese Investoren in den Markt ein, als Investments in Deutschland – anders als heute – noch nicht „Flavor of the day“ waren und es keine historischen Erfahrungswerte aus vergleichbaren Situationen gab. Gleichzeitig war das Problem mit Notleidenden Darlehen bei vielen Banken virulent geworden und zwang zu einer offensiveren Herangehensweise als in der Vergangenheit. Die Hintergründe sind vielfältig und hinreichend

bekannt. Börsenorientierte Institute waren die ersten großen Verkäufer von NPL-Portfolien und gaben den hungrigen Käufern, was sie wollten.

Dabei waren die Preise – anders als in den meisten ausländischen NPL-Märkten - durchaus auch für die Verkäufer attraktiv, so dass Portfolio-Verkäufe teilweise sogar zu Buchgewinnern bei den abgebenden Bankinstituten wurden. Mit dem Verkauf nahezu des gestammten Bestandes an notleidenden Darlehen durch die HRE (Hypo Real Estate) 2004 hatte sich der Markt in Deutschland endgültig etabliert.

In einer darauf folgenden zweiten Welle traten Investoren in den Markt ein, welche sich an den Geschäftsmodellen der Opportunisten orientierten und als „me too“-Käufer an dem sich rasch entwickelnden Markt partizipieren wollten. Im Hinblick auf die Laufzeit sahen sie Ihre Investition allerdings nicht kurz, sondern mittelfristig, was natürlich zu einer im Verhältnis niedrigeren Rendite aber auch zu einem geringeren Risiko beitrug. Bei den anvisierten Investitionen handelte es sich somit um Portfolien mit Wertsteigerungspotential auf mittlerer Frist.

Die Investoren, die im Rahmen einer dritten (aktuellen) Welle am Markt aktiv werden, sind häufig ohne ausgewiesene Branchen-Expertise, sondern suchen schlicht nach Anlagemöglichkeiten für allokiertes Kapital, das nach Deutschland fließt. Sie entwickeln Nischenstrategien, die auf kleine und/oder spezialisierte Portfolien abzielen. Auf diese Weise können mit der Investition verbunden Risiken Akquisitionskosten reduziert werden. Die teilweise hohen NPL-Renditeerwartungen der Investoren wurden durch zu ambitionierte Businesspläne nicht immer erfüllt.<sup>50</sup> Dennoch besteht weiterhin Interesse am deutschen NPL-Markt, zumal die Investoren aus vergangenen Transaktionen gelernt und ihre Vorgehensweisen dementsprechend angepasst haben. So beteiligen sie sich selektiver an NPL-Bieterverfahren, da diese bezüglich der Due Dilligence mit großem Aufwand und hohen Kosten verbunden sind. Die geringen Aussichten auf Zuschlag aufgrund vieler Bieter nehmen dieser Art der Beteiligung an Attraktivität.

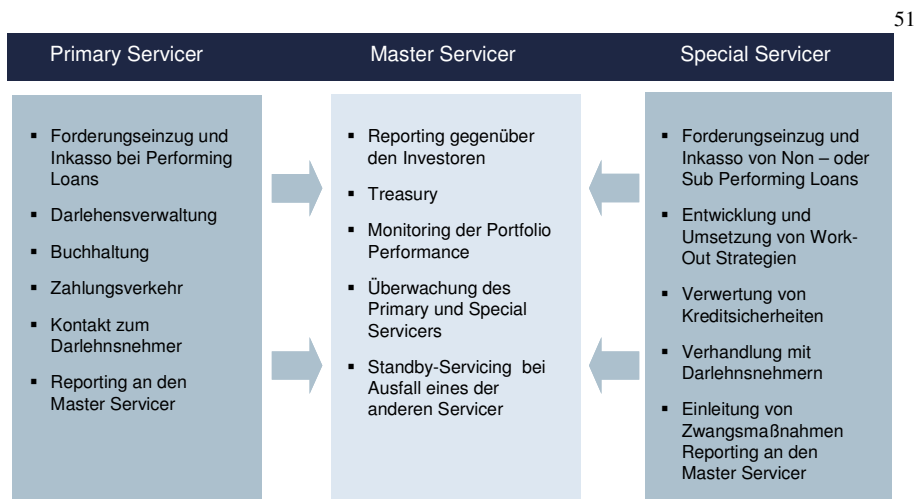
---

<sup>50</sup> Debtwire, European Distressed Debt Market Outlook, 2006

Parallel steigt das Interesse an Off Market-Transaktionen, die mit weniger Zeitdruck und Zuschlagsrisiken verbunden sind und im Vergleich zu On-Market-Transaktionen geringere Kosten aufweisen. Zusätzlich beinhaltet der direkte Kontakt zu Banken eine gute Vernetzung der Beteiligten, was den Image-Bedenken von Seiten der Verkäufer entgegenwirkt. Der erhöhte Zeitdruck und die Kapazitätsengpässe für eine gute Due Dilligence können durch geringere Abschläge aufgrund besserer Aufbereitung der Kreditunterlagen ausgeglichen werden. Folglich wird die Erzielung höherer Preise ermöglicht. Des Weiteren gewinnt die Fokussierung auf spezielle NPL-Kategorien von Seiten der Investoren auf dem zunehmend diversifizierten Markt an Bedeutung. Diese Optimierung und Spezialisierung der Investitionen kann durch den Einbezug von Servicern unterstützt und verbessert werden.

## 5.2 Special Servicing

Für den Begriff Servicing gibt es keine eindeutige Definition. Man unterscheidet vielmehr verschiedene Alternativen, die in Bezug auf das Aufgabenfeld variieren können. Zum einen können alle Aufgaben, die im Rahmen der Verbriefung anfallen, ganzheitlich an einen Servicer übertragen werden. Zum anderen besteht die Möglichkeit der Aufteilung der unterschiedlichen Aufgaben und der Zuordnung an spezialisierte Servicer.

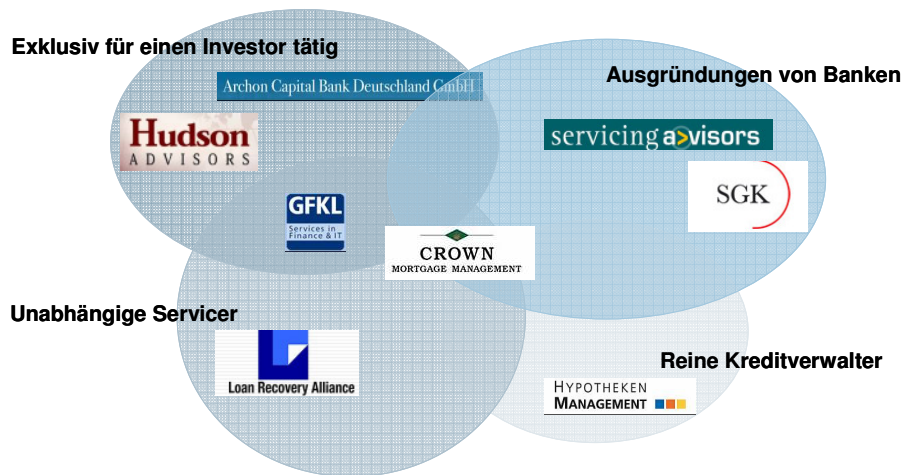


<sup>51</sup> Eigene Darstellung

Wenn die Rede vom „Servicing“ der Kredite ist, wird i.d.R. das „Special Servicing“ gemeint. Die lehrbuchmäßige Dreiteilung hat sich bisher in Deutschland noch nicht durchgesetzt. Allenfalls gibt es ausgewiesene „Primary „Servicer“, die hauptsächlich als Darlehensabwicklungsplattformen im standardisierten Kreditgeschäft von Banken agieren und grundsätzlich über kein spezifisches Abwicklungs-Know-how für leistungsgestörte Darlehen verfügen. Insofern übernimmt der „Special Servicer“ als Dienstleister faktisch alle Funktionen im Servicing von NPL-Portfolien.

Mittlerweile haben sich in Deutschland einige Servicer als reine Dienstleister für Investoren und Kreditinstitute etabliert. Große Käufer von NPL-Portfolien verfügen inzwischen regelmäßig über Tochtergesellschaften mit eigenem Personal, die sich ausschließlich um das Special Servicing im zuvor definierten Sinne kümmern. Obwohl rechtlich selbständig, sind diese Unternehmer faktisch exklusiv an einen Auftraggeber gebunden. Für Investoren steht die erfolgreiche Abwicklung ihres Kreditbestandes im Vordergrund. Auf diese Weise scheiden diese Servicer als unabhängiger Dienstleister für andere Investoren meist aus. Andere potentielle Auftraggeber befürchten häufig Interessenkonflikte, die aus konkurrierenden Mandaten resultieren können und sind daher nicht gewillt, ihre Portfolien einem solchen Dienstleister anzuvertrauen.

Auch für Finanzinstitute stellen diese Servicer i.d.R. nur die zweitbeste Lösung dar. Im Falle einer Veräußerung von Beständen hätte der Servicer und indirekt sein Mutterunternehmen einen entscheidenden Wettbewerbsvorteil, der andere Bieter abschrecken und somit die Erzielung eines möglichst hohen Veräußerungserlöses verhindern könnte. Aus diesem Grund bedienen sich Finanzinstitute meist mit direkt aus ihrem Hause ausgegründeten oder unabhängigen Servicern.



Schließlich entstehen einige der neuen Servicing Gesellschaften als Ausgründungen von Banken. Ihre Aufgabe besteht i.d.R. neben einer professionellen Abwicklung der mit übertragenen Bestände Ihres Gründungsgesellschafters in der Akquisition weiterer Mandate, um als eigenständiges Profit Center – und nicht wie zuvor als reines Cost Center – rentabel zu arbeiten.

Diese Servicer verfügen häufig über geschultes Personal, das aus der hausinternen Work Out Abteilung in die neue Gesellschaft wechselt. Dennoch ist der Schritt von der Schadensbegrenzung bzw. –abwicklung hin zu einem erfolgsbasierten eigenständigen Geschäftsmodell mit der reinen Ausgründung allein nicht getan, wie die Probleme einiger dieser Gesellschaften verdeutlichen.

Dennoch haben unabhängige Servicer den nicht von der Hand zu weisenden Vorteil, dass sie nicht mit der oben beschriebenen Problematik einer festen Bindung an einen Auftraggeber konfrontiert werden. Bei den Nachfragern handelt es sich somit, neben Finanzinstituten, um Käufer von Kreditportfolien. Hier stellt das Special Servicing den entscheidenden Faktor in der Umsetzung des Businessplans der Investoren dar.

---

<sup>52</sup> Eigene Darstellung

Diese zunehmende Nachfrage nach spezialisierten Dienstleistungen führt zu einer Etablierung unabhängiger Special Servicer am NPL-Markt. Es lassen sich zwei verschiedene Gruppen unterscheiden: Special Servicer, die international erfolgreich sind und ihr Geschäft geographisch auf Deutschland (bzw. häufig auch Kontinentaleuropa) erweitern und Servicer, die überwiegend als Spin-off deutscher Finanzinstitute entstehen. Unabhängigkeit allein ist natürlich noch kein Garant für Erfolg.

### **5.2.1 Qualifikation von Special Servicern**

Bei der Auswahl eines Special Servicers durch Investoren sind dessen Qualifikationen bezüglich Kundenorientierung, Prozessen und Fach Know-how ausschlaggebend. Die Kundenorientierung umfasst einerseits die individuelle Anpassung des Servicings an die Ziele und Bedürfnisse des Investors, andererseits den Kontakt und die aktive (!) Beratung des Schuldners, dessen Erreichbarkeit für schnelle Aktionen und Reaktionen gewährleistet sein sollte. Über Co-Investments, d.h. die Beteiligung des Servicers am Ankauf der NPL-Portfolien, kann zusätzlich eine Reduktion von Zielkonflikten erreicht werden, da durch die Eigenbeteiligung das Interesse des Servicers an einer langfristig optimalen Workout-Strategie gesteigert wird. Des Weiteren benötigen Servicer erfahrene und geschulte Mitarbeiter sowie Kompetenz und Agilität, um in diesem speziellen Marktsegment erfolgreich zu sein. Ein weiteres wesentliches Merkmal ist eine intelligente Workout Software, die zur Prozessoptimierung unabdingbar ist. Diese Technologien verbessern zum einen das Ergebnis und erleichtern zum anderen die Bewältigung großer NPL-Portfolien. Auf diese Weise erhöht sich die Kapazität des Servicers, die Personalstruktur wird entlastet und der Weg zur Erzielung eines optimalen Workout wird geebnet.

Besondere Relevanz bei der Auswahl von Special Servicern stellen Ratings dar, die in den Märkten schon lange als Qualifikationsnachweis dienen. Der Einsatz von gerateten Servicern ist eine unabdingbare Voraussetzung für Refinanzierung und bestätigt, dass die vom Servicer angebotenen Workout-Prozesse intensiv geprüft wurden.

Ratingagenturen wie Fitch, Moody's und Standard & Poor's konzentrieren sich bei ihren Bewertungen insbesondere auf das vorliegende Unternehmensprofil und den Track Record sowie die Managementenerfahrung und die Methoden der Kreditabwicklung. Weitere Ratingkriterien beziehen sich auf die Qualifikation der Mitarbeiter und deren Weiterbildung, die verwendete I-Technologie und die Finanzstärke des Unternehmens.

53

		
<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Unternehmensgeschichte</li> <li>▪ Erfahrung des Managements</li> <li>▪ Finanzstärke</li> <li>▪ Mitarbeiter und Weiterbildung</li> <li>▪ Standards und Abläufe</li> <li>▪ Loan Administration</li> <li>▪ Defaulted Loan Administration</li> <li>▪ Technologie</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Management</li> <li>▪ Mitarbeiter und Weiterbildung</li> <li>▪ Schuldenmanagement</li> <li>▪ Verlustbegrenzung</li> <li>▪ Asset Management</li> <li>▪ IT &amp; Reporting</li> <li>▪ Allgemeine Qualität</li> <li>▪ Finanzstärke</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Unternehmensprofil</li> <li>▪ Management und Organisation (Mitarbeiter und Weiterbildung, interne Kontrolle, Technologie)</li> <li>▪ Special Servicing Loan Administration</li> <li>▪ Finanzstärke</li> </ul>

<sup>53</sup> Eigene Darstellung

### 5.2.1.1 Workout-Strategien

Im Rahmen des Special Servicing bestehen grundsätzlich verschiedene Wege für die Abwicklung. Diese in der Theorie klaren und eindeutigen Alternativen stoßen jedoch häufig bei der praktischen Umsetzung auf eine Vielzahl von Widerständen und Problemen.

54

Restrukturierung / DPO	Zwangsversteigerung	Freihändige Sicherheitenverwertung	Aktives Management / Debt-Equity Swap
<ul style="list-style-type: none"> <li>• Restrukturierung leicht gestörter Kreditengagements um Turnaround zu erreichen,</li> <li>• Überzeugung, dass der Darlehensnehmer dauerhaft die neuen Darlehensbedingungen einhält</li> <li>• Discounted pay-off: Darlehensnehmer verfügt über Cashflow und erwirbt die eigene Verbindlichkeit mit Abschlag</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Rechtlich klar vorgegebener Prozess</li> <li>• Ggf. Erwerb der Immobilie durch Bank/ Sparkasse und anschließender freihändiger Verkauf (evtl. nach Hebung von Wertpotenzialen)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Voraussetzung: Schuldner kooperiert</li> <li>• Bei Immobiliarsicherheiten häufig Maßnahmen zur Werterhöhung vor Verkauf erforderlich (insbesondere Vermietung, Entwicklung, Revitalisierung)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Vorübergehende Übernahme des Managements des Schuldners, um den Turnaround zu schaffen, damit die Darlehensforderung zurückgeführt werden kann</li> <li>• Tausch von Verbindlichkeiten in Eigenkapital</li> </ul>
<ul style="list-style-type: none"> <li>• Kooperation &amp; intensiver Dialog mit dem Schuldner</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Prozessmanagement erforderlich, um Verzögerungen zu vermeiden</li> <li>• Preis = Wert?</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Erfordert umfangreiches Immobilien Know-how, ggf. auch Kapitaleinsatz</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Erfordert hohes Maß an Management-Erfahrung</li> <li>• Keine schnelle Realisation zu erwarten</li> </ul>

Vor allem die Interessenskonflikte, die an den Servicer von Seiten des Verkäufers, der Investoren, des Schuldners und dessen Anwälten sowie von Dritten (Ämtern, Behörden und Öffentlichkeit) herangetragen werden, beeinträchtigen die Umsetzung von Workout-Strategien.

Die Priorität des Forderungs-Verkäufers liegt auf der Erzielung eines hohen Kaufpreises im Rahmen einer diskreten Prozessabwicklung, die zum einen sicherstellt, dass nach dem Verkauf keine Arbeit mehr bezüglich des Kredits auf ihn zukommt und zum anderen keine negative Publizität entsteht. Investoren sind bestrebt eine möglichst hohe Rendite in einem abgesteckten Zeitrahmen zu erreichen und ihr eingesetztes Eigenkapital schnellstmöglich wieder zurück zu gewinnen. Aus diesem Grund ist es für sie wichtig, dass ihr Businessplan 1:1 unter geringen Abwicklungskosten umgesetzt werden kann.

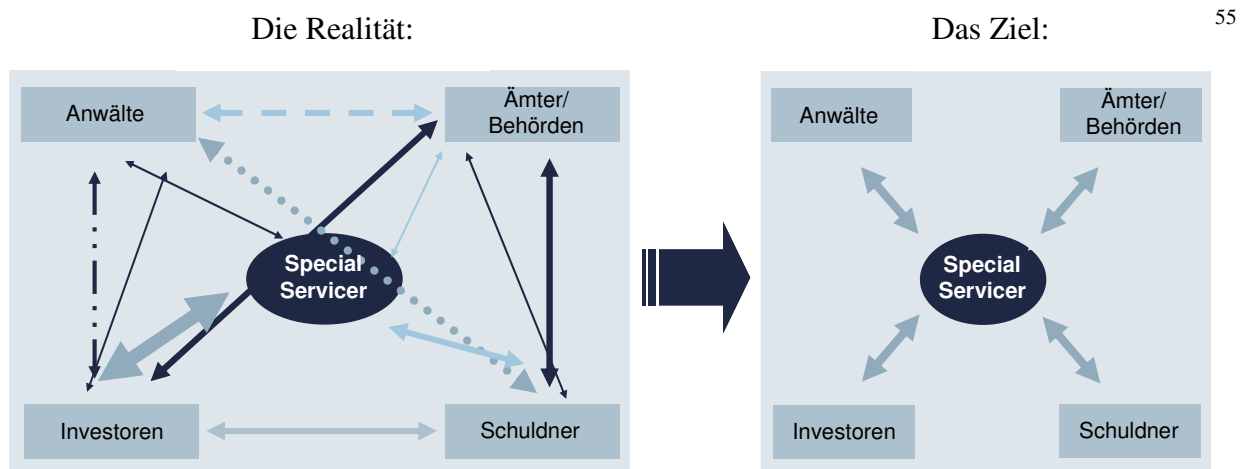
<sup>54</sup> Eigene Darstellung



Demgegenüber verfolgt der Schuldner das Ziel, möglichst viel Zeit zu gewinnen und sich nicht unter Druck setzen zu lassen, um sich auf alternative Lösungsansätze („Hoffnung“) konzentrieren zu können. Er ist bestrebt Verschlechterungen seiner Kreditkonditionen zu vermeiden, einen möglichst hohen Wertansatz für seine Immobilie zu erhalten oder bestenfalls seine Immobilie behalten zu können. Dabei erhält er von Seiten seiner Anwälte Unterstützung, die eine aktive Rolle im Workout-Prozess einnehmen und bestrebt sind, das Maximum für ihren Klienten herauszuholen.

Vor diesem Hintergrund besitzt der Servicer die Aufgabe realistische Businesspläne zu erstellen. Dies setzt unter anderem eine gute Zusammenarbeit mit den Behörden voraus, die den formalen Rahmen von Workout-Prozessen abstecken. Zusätzlich sind eine schnelle Einigung mit dem Schuldner sowie effiziente Arbeitsabläufe für eine zeitnahe Umsetzung identifizierter Lösungen genauso wichtig wie die nötige Entscheidungskompetenz, die dem Servicer zur Verfügung stehen muss. Parallel möchte der Servicer, neben der optimalen Konsensfindung, seinen persönlichen Benefit (Provision) maximieren.

Um die Konflikte, die durch die unterschiedlichen Zielsetzungen der Beteiligten entstehen, beheben zu können, ist es unerlässlich eine optimale Gestaltung der Beziehungen zu den involvierten Parteien eines Unternehmens zu erreichen. Das bedeutet, dass der Servicer als Binde- und Vermittlungsglied in der Mitte der Beteiligten angesiedelt wird und den Workout-Prozess in Form eines Partner-Relationship-Managements (PRM) steuert.



<sup>55</sup> Eigene Darstellung

In Deutschland ist jedoch häufig die Beziehung zum Schuldner in dem Maße beeinträchtigt, dass die angestrebte Vermittlerposition des Special Servicers nur schwer in die Realität umgesetzt werden kann. Dies ist zum einen damit zu begründen, dass die schnelle Abwicklung des notleidenden Kredits im Vordergrund steht und nicht, wie beispielsweise in den USA, die Sanierung des Schuldners. Generell setzt die Schuldnerberatung in den USA (Borrower Council) wesentlich früher an als es in Deutschland der Fall ist. Dadurch werden kreative und innovative Wege geschaffen, die zur Erzielung einer möglichst hohen Recovery Rate und einem ggf. anschließenden Folgegeschäft mit dem sanierten Schuldner beitragen.

Den Schuldner als „Kunden“ zu begreifen, fällt manchen Mitarbeitern im Special Servicing anfangs schwer. Häufig wird mit unveränderten Methoden wie zuvor bei der internen Bearbeitung seitens des ursprünglichen Darlehensgebers weitergearbeitet – nicht selten mit demselben Erfolg. Nur wenn der Servicer außer einem neuen Ansprechpartner für den Schuldner auch neue Optionen bietet, wird er seine Ziele erfolgreich umsetzen können. Schuldner, die unbeabsichtigt in die Situation geraten sind, und als „Non Performer“ verkauft werden, sind in der Regel kooperationsbereit und sachlichen Lösungen gegenüber aufgeschlossen. Dazu muss aber der Servicer die konkrete Initiative ergreifen, was zu häufig unterbleibt.

### **5.2.2 Entwicklungen im Special Servicing**

Die Entwicklung des Special Servicings ist besonders an den standardisierten und professionalisierten Prozessabläufen und der Ausweitung des Servicing-Spektrums zu beobachten. Durch klare und erprobte Prozessabläufe und vorgefertigte Vertragsdokumente kann eine routinierte Abwicklung erzielt werden, die zu geringeren Transaktionskosten beiträgt. Ebenso wird es dem erfahrenen und zunehmend speziell geschulten Personal ermöglicht, durch die Nutzung und den Ausbau der inzwischen vorhandenen Datengrundlage, den Servicing-Prozess zu professionalisieren.

Dies spiegelt sich im ausführlichen Reporting der Servicing-Aktivitäten wieder und erhöht somit die Transparenz der Servicing-Abläufe. Durch die Zunahme der Komplexität der Transaktionen findet eine stetige Weiterentwicklung der Vertriebswege statt. Dies trägt zur Aus-

weitung des Servicing-Spektrums bei. Die Ausweitung ist an vielfältigen Exitstrategien zu beobachten, die den Investoren die Wahl bieten Kreditportfolien zu halten, am Sekundärmarkt weiterzuverkaufen oder am Kapitalmarkt zu handeln.

56



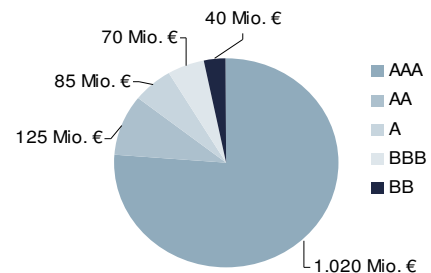
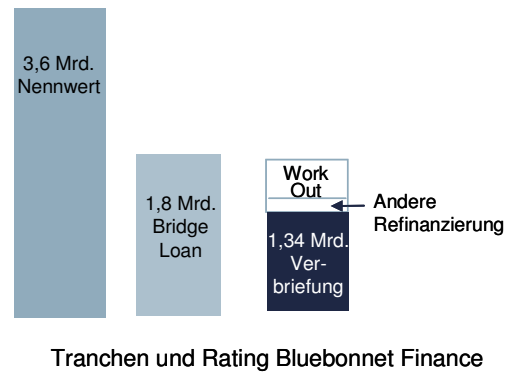
---

<sup>56</sup> Eigene Darstellung

Die Verbriefung von Non-Performing-Loans stellt beispielsweise in Italien eine bereits etablierte Refinanzierungsmethode dar. In Deutschland liegt das Augenmerk der Servicer bis dato auf konventionellen Exits. Verbriefungen sind selten. Eine interessante Ausnahme:

### Exkurs: Verbriefungstransaktion Bluebonnet Finance

Lone Star erwarb 2004 ein NPL-Portfolio im Wert von 3,6 Mrd. € von der Hypo-Real Estate Bank. Die Finanzierung wurde mittels Brückenkredit in Höhe von 1,8 Mrd. € von der Citigroup übernommen. Hudson Advisors, der exklusive Servicer von Lone Star ist seither für den Work Out der Kredite zuständig. Dies trug bereits zur Tilgung eines Teils der Schulden bei. Zur weiteren Tilgung des Kredits und der Refinanzierung platzierten Citigroup und Credit Suisse im Dezember 2006 eine Verbriefung in Höhe von 1,34 Mrd. €, welche die erste NPL-Verbriefung in Deutschland und gleichzeitig die größte Verbriefung ihrer Art in Europa darstellte. Im Zuge dieser Verbriefung wurde die Zweckgesellschaft „Bluebonnet Finance“ gegründet. Das zu verbriefende Portfolio setzte sich zu 62% aus Not leidenden Krediten und zu 38% aus leistungsgestörten aber noch nicht ausgefallenen Krediten zusammen und wurde in fünf Tranchen mit einem Rating von AAA-BB (davon über 1 Mrd. € (76%) AAA) eingeteilt.<sup>57</sup>



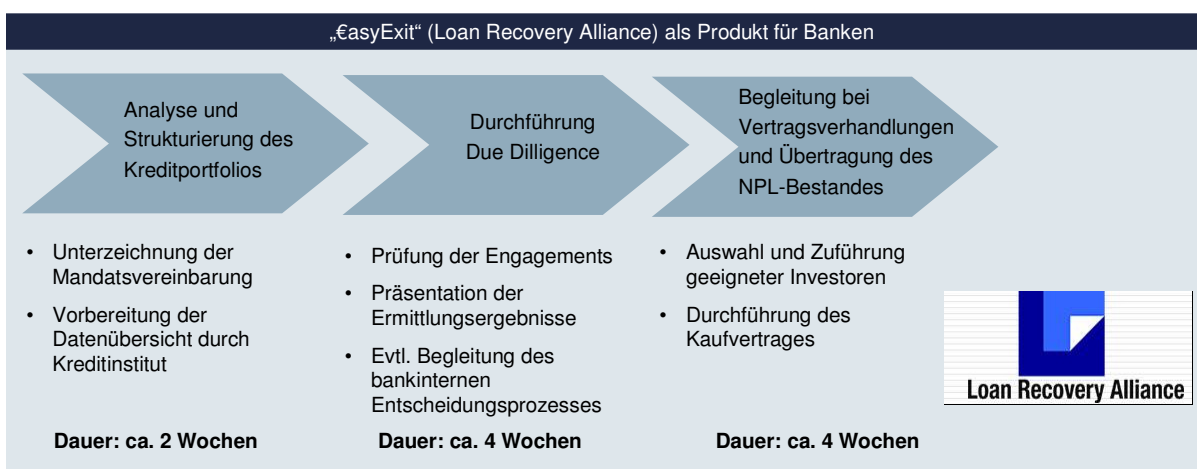
### 5.2.2.1 Innovatives Special Servicing

Mit dem Abflauen der großen Paketverkäufe verändern sich auch die Anforderungen an die Berater und Servicing Gesellschaften. Zunehmend kleine und lokal konzentrierte Bestände ersetzen die Milliarden Portfolien im Neugeschäft. Verkäufe laufen hier i.d.R. ohne Beteiligung der Öffentlichkeit und nicht selten als „negotiated deal“ anstelle aufwendiger, mehrstufiger Auktionsverfahren mit einer Vielzahl von Bieter.

<sup>57</sup> Fitch Ratings sowie die Grafik

Nicht jedes dieser Portfolien ist gleichermaßen für einen Verkauf geeignet und Institute ohne Transaktions-Erfahrung sind häufig unsicher über das „Ob“, „Wie“ und „Wie viel“ eines möglichen Verkaufs oder Outsourcings des Servicings. Hier sind Exit-Strategien gefragt, die speziell auf diese Bedürfnisse eingehen und kostengünstig, effizient und schnell die gewünschte Ergebnisse liefern.

58



Gerade vor dem Hintergrund kritischer sensationsjournalistischer Berichterstattungen in den Massenmedien über einzelne Fälle im Work Out ist eine seriöse, kompetente und geräuschlose Abwicklung übertragener Forderungsbestände für die abgebenden Banken essentiell.

### 5.3 Ausblick

Die Herangehensweise an den Umgang mit notleidenden Krediten hat sich durch die stetige Weiterentwicklung der beteiligten Akteure immens verändert. Alle Fragestellungen vom Schreibtisch aus lösen zu wollen ist genauso wenig empfehlenswert wie Workout-Prozesse auf halbem Wege zu beenden, oder die Be- und Verwertung der Sicherheiten den Gerichten zu überlassen.

<sup>58</sup> Eigene Darstellung

Die einstige Erstellung individueller Excel-Lösungen für jeden Einzelfall wird seit geraumer Zeit durch systematische Arbeitsabläufe und IT-Prozesse ersetzt, und die Monokultur im Personalwesen wird durch die Rekrutierung, das Coachen und die Motivierung von geeignetem Personal abgelöst. Ebenso ist es empfehlenswert sich nicht ausschließlich an den Interessen der Investoren zu orientieren, beispielsweise Vorgaben des Investors über geltendes Recht zu stellen, sondern das Augenmerk auf die Sicherstellung der Compliance zu richten. Der Aufbau eines Partner Relationship Managements, das den säumigen Schuldner genauso wie Anwälte, Gerichte, Investoren, Anschlussfinanzierer und Gutachter in den Arbeits- und Verhandlungsprozess integriert, rückt immer mehr in den Vordergrund. In diesem Zusammenhang sollte auch der Rechtsweg nicht vorschnell eingeschlagen, sondern als letztes aber durchaus wirkungsvolles Mittel angesehen werden, wenn keine gemeinsame Lösung erzielbar ist.

Das Special Servicing gewinnt immer mehr als Wertschöpfung an Bedeutung, und wird nicht mehr als Instrument, den Weg des geringsten Widerstandes zu identifizieren, gesehen. Als Konsequenz haben sich NPLs mittlerweile als eigene Asset-Class etabliert, die nachhaltig das Interesse der Investoren auf sich ziehen. Eine besondere Bedeutung nehmen dabei vor allem die (Immobilien-) Sicherheiten ein. Diese gilt es, möglichst exakt zu bewerten und mit realistischen Business-Plänen zu belegen, um deren Wert im Rahmen des „Asset Managements“ optimal nutzen zu können. Insbesondere hier gilt der Trend der Fokussierung auf das Kerngeschäft. An diesem neuralgischen Punkt zeigt sich die Professionalität eines (Special-) Servicers, denn der added-value kann nicht alleine im Workout mit dem Schuldner generiert werden. Eine perfekte Verzahnung und Zusammenarbeit auf der Ebene des Immobilien-Spezialisten und dem Loan-Officer ist die Voraussetzung, in diesem Metier erfolgreich zu sein. Nur wenige Servicer in Deutschland wie beispielsweise die Loan Recovery Alliance sind derart aufgestellt, solche Anforderungen zu erfüllen und mit dafür speziell entwickelten Produkten wie „Easy Exit“ erfolgreich am Markt zu sein. Als Folge davon werden gleichzeitig Wege zu weiteren Anschlussgeschäften (Cross Selling) wie z.B. der Verbriefung geebnet. Dies setzt natürlich wiederum voraus, dass unternehmerisch handelnde Spezialisten am Werk sind, die ständig weit über den Tellerrand der Schadensbegrenzung hinaussehen.

## **6 Rainer Stachuletz, Podiumsdiskussion I: Das NPL-Business als Standortfaktor für den Finanzplatz Deutschland**

Angesichts der großen Anzahl erfolgreicher NPL-Transaktionen in den letzten Jahren, stellt sich die Frage nach der aktuellen Bedeutung des Geschäftsfeldes, seiner künftigen Entwicklung in Deutschland bzw. weltweit, sowie der in diesem Zusammenhang noch zu bearbeitenden, wesentlichen Problemfelder.

Die aktuelle Diskussion verweist zusätzlich auf eine zunehmende Diskussion der Frage, ob von einem sich etablierenden Handel von NPL-Portfolios Gefährdungen für die Stabilität des Finanzsystems ergeben können.

Teilnehmer des Podiums waren:

- Prof. Dr. Rainer Stachuletz, Berlin School of Economics, Moderation
- Dr. Ulf Bachmann, J.P. Morgan Securities Ltd.
- Günter Gleumes, Servicing Advisors Deutschland GmbH
- Jens E.-K. Hildebrandt, SGK Servicegesellschaft Kreditmanagement mbH
- Claus Radünz, Credit Suisse
- Reiner Guthier, MHB-Bank AG, Lone Star Gruppe
- Stefan Schäfer, Deutsche Bank Research

*Alle Teilnehmer der Podiumsdiskussion stimmten zu Beginn der Diskussion darin überein, dass die Entwicklung des Handels mit Non Performing Loans als Erfolgsgeschichte bewertet werden darf. Das gehandelte Kreditvolumen sei derzeit eher abnehmend, dafür zeigt sich eine deutliche Verlagerung der Aktivitäten von Immobilienkreditportfolios in Richtung auf Corporate Loans (Single Names), Baskets und möglicherweise auch Konsumentenkredite. Prof. Dr. Stachuletz fragt nach der Entwicklungsfähigkeit zukünftige Geschäftsfelder.*

Herr *Hildebrandt* sieht für die nächste Zeit – auch aufgrund der zukünftig kleineren Portfolios – ein stärkeres Engagement der Sparkassen und Landesbanken im Kredithandel voraus. Die-

ses setzte allerdings noch eine weitere Verbesserung der Geschäftsorganisation im Sparkassenverband voraus.

Herr *Radiünz* und Herr *Gleumes* erwarten für die Zukunft eine noch weitergehende Standardisierung der Geschäfte, insbesondere Herr *Gleumes* schätzt, dass der Kreditportfoliohandel sich zunehmend vom Anwendungsfall Non Performing Loans lösen wird und zu einem Standardgeschäft des Asset-Managements im Rahmen der normalen Bilanzstrukturpolitik wird.

Dem stimmt Herr *Guthier* ausdrücklich zu und sieht für die Zukunft für einen Teil der Branche eine stärkere Integration bzw. Vernetzung von Investoren, Banken und Servicern voraus. Investoren, im Unternehmensverbund mit Banken und Servicern werden dem Kreditgeschäft insgesamt ein neues Aussehen geben.

Alle Teilnehmer sind sich darin einig, dass die Zukunft des Kreditportfoliohandels wesentlich von der zunehmenden Professionalisierung und Integration der Servicing-Gesellschaften mitbestimmt werde.

Auf die Frage von *Prof. Stachuletz* nach den zukünftigen Hauptproblemfeldern einer weiterhin erfolgreichen Marktentwicklung verweisen Herr *Gleumes* und Herr *Dr. Bachmann* auf die Notwendigkeit, die Geschäftsabwicklung bei der zu erwartenden stärkeren Einbeziehung kleinerer Portfolios (zwischen 5 und 20 Mio Euro) noch effizienter und noch professioneller zu gestalten. Dazu gehört auch die Aushandlung und Etablierung angemessener Risikoprämien. Gerade der Verkäufermarkt der letzten Jahre, die günstigen Bedingungen auf den Fremdkapitalmärkten und die nach wie vor reichlich vorhandene Marktliquidität begünstigen eine zu niedrige Bewertung der Portfoliorisiken. *Alle Beteiligten* sehen in diesem Punkt die Servicer in einer Schlüsselrolle.

Herr *Prof. Stachuletz* fragt, ob in Zukunft mit einem stärkeren Auftritt von Private Equity Investoren bzw. Hedge Fonds zu rechnen sein wird. Herr *Guthier* und Herr *Schäfer* bestätigen eine künftig zu erwartende, gewisse Verlagerung von großen, diversifizierten Immobilienkreditportfoliosrotene in Richtung auf kleinere, weniger diversifizierte und weniger gut besicherte Unternehmenskredite. Mit dieser Entwicklung darf auch eine zunehmende Aktivität insbe-



sondere von Private Equity Investoren erwartet werden. Das gleiche gilt nach Auffassung von Herrn *Dr. Bachmann* und Herrn *Radiünz* auch für Hedge Fonds Investoren, deren Geschäftsmodelle in bestimmten Segmenten mehr und mehr dem der Private Equity Industrie ähneln werden.

Auf die Frage von *Prof. Dr. Stachuletz*, welche Vorteile sich aus einer Weiterentwicklung des Kreditportfoliohandels für den Standort Deutschland ergeben, verweist Herr *Schäfer* auf den Nutzen einer Verbesserung der Risikoallokation im Kreditgeschäft. Herr *Dr. Bachmann* und Herr *Hildebrandt* bestätigen die besondere Rolle des Kredithandels für die Bilanzsteuerung der Banken. Herr *Guthier* unterstützt diese Auffassung und bestätigt, dass der deutsche Markt immer noch sehr begehrt sei, sieht in der Zukunft allerdings die Aufgabe, einen leistungsfähigen Sekundärmarkt für Non Performing Loans bzw. Kreditportfolios zu entwickeln um die verfügbaren Exit-Kanäle auszudifferenzieren. Alle Vertreter der Investorensseite bestätigen, langfristiges Interesse an Deutschland zu haben.

Zum Abschluss der Diskussion wies *Prof. Dr. Stachuletz* darauf hin, dass man sich – bei aller Zuversicht und Freude über den Erfolg des Geschäftsmodells - in Zukunft deutlich stärker als bisher mit der Frage beschäftigen müsse, ob und inwieweit NPL-Investoren bzw. ein sich möglicherweise weiterentwickelnder Verbriefungsmarkt die Stabilität des Finanzsystems eher unterstützen oder eher zusätzlich gefährden würde. Herr *Schäfer* sieht in der Etablierung und auch Ausweitung des NPL-Handels eher die Chance einer deutlich verbesserten Risikoallokation auf den Kreditmärkten und hält eine Gefährdung der Finanzmarktstabilität im Kontext des Kredithandels für unwahrscheinlich.

Aus Bankensicht betonen Herr *Dr. Bachmann* und Herr *Radiünz* ebenfalls die grundsätzlich stabilisierende Bedeutung des NPL-Handels für das Bilanz- und Risikomanagement der Kreditinstitute. *Dr. Bachmann* erwähnt allerdings, dass die aufgrund der hohen Marktliquidität gegenwärtige beobachtbare Preisentwicklung eher eine Tendenz zur Fehlbewertung von Kreditrisiken erkennen ließen.

Aus Investorensicht sieht Herr *Guthier* in diesem neuen Markt nach wie vor eine interessante Asset-Klasse, deren Renditen ein attraktives Argument darstellen.

*Prof. Stachuletz* äußert die Vermutung, dass angesichts der derzeit äußerst niedrigen Risikoprämien, der zunehmenden Bedeutung nur schwer diversifizierbarer single name Transaktionen, und eines deutlichen Mengenwachstums aufgrund der Erschließung auch kleinerer Portfolios eine weitere Verbesserung der Allokationseffizienz nur schwer beurteilt werden kann.

Abschließend warnt *Prof. Stachuletz* vor der Auffassung, makroökonomische oder systemische Risiken wären allein deshalb reduzierbar, weil sich die Investoren zunehmend außerhalb des Finanzsystems befinden.

## 7 Robert Safran, Podiumsdiskussion II: Distressed Debt Investing – Geschäftsmodelle und Strategien

Im Rahmen der zweiten Podiumsdiskussion sollten insbesondere die Geschäftsmodelle und Strategien der Investoren im Hinblick auf das Distressed Debt Investing diskutiert werden.

Teilnehmer des Podiums waren:

- Michael Baur, Partner, Alix Partners
- Clarence Dixon, Managing Director, Business Development Crown Inc.
- Frank Jung, Executive Director, Goldman Sachs
- Oskar von Kretschmann, Director, CIB Global Markets, Deutsche Bank AG
- Gesche Möller, Vice President, Merrill Lynch
- Prof. Dr. Christoph Schalast, Frankfurt School of Finance & Management, Moderator

*Gesche Möller* erläuterte, dass sich Merrill Lynch zurzeit besonders auf den deutschen Mittelstand fokussiere, insbesondere auch auf kleinere Unternehmen. Sie stellte in diesem Zusammenhang die These auf, dass der deutsche Markt zyklisch und wettbewerbsintensiv sei. Die Investoren müssten daher auch flexibel agieren. Da zurzeit keine großen Restrukturierungen in Deutschland durchgeführt würden oder anstünden, würden auch kleinere Unternehmen auf Private Equity mit verschiedenen Finanzierungsstrukturen zurückgreifen. Aus diesem Grunde würde von den Investoren auch die „ganze Palette“ angeboten werden. Das Engagement der Investoren beschränke sich daher nicht mehr ausschließlich auf den Handel mit Krediten. Man strebe vielmehr an, die Unternehmen gemeinsam durch eine Restrukturierung zu begleiten. Dabei wären Investmentbanken gegenüber Hege-Fonds deutlich im Vorteil, da diese, anders als Hege-Fonds, nicht investorengetrieben seien.

*Von Kretschmann* schließt sich grundsätzlich *Frau Möllers* Ansicht an. Er betont aber auch, dass allein €3 Milliarden für größere Investments zur Verfügung stünden, wobei die Transak-

tionen teilweise nicht öffentlich abgewickelt werden würden. Grundsätzlich habe sich der Markt sehr stark geändert. *Von Kretschmann* prognostizierte daher auch, dass sich mehrere Investoren „poolartig“ binden werden, um Forderungen oder Beteiligungen zu kaufen, um diese dann zu restrukturieren. Diese Marktveränderung würde sich auch bei den Investoren niederschlagen: War die Investorenlandschaft früher angelsächsisch geprägt, würden jetzt auch viele europäische Investoren im Markt agieren. Der Wettbewerb werde aber grundsätzlich intensiver, da die Anzahl attraktiver Assets zurückginge. Auch in Zukunft sei der Markt daher eher als schwierig einzuschätzen. Ferner sei aber der LBO-Bereich stark im Kommen, wobei 20% solcher Investments letztlich Not leidend sein dürften, was einem Volumen von €40 Milliarden bis €80 Milliarden entspräche.

Auch *Frank Jung* betonte derzeit die solide Basis der Investoren, die daher Markteintritte anderer Investoren gelassen entgegenstünden. Im Bereich der LBOs hält auch *Jung* einen Anstieg von notleidenden Engagements für durchaus möglich. Wenn die Zinsen ansteigen würden, wäre mit Covenant-Brüchen in diesen Sektoren zu rechnen, die wiederum in notleidende Investitionen münden würden. Unabhängig hiervon betonte *Jung* die Bedeutung des Secondary Markets. Insbesondere würden Assets von nicht spezialisierten Unternehmen aufgekauft, um diese dann weiterzuveräußern.

Auch *Michael Baur* bestätigt den bisher skizzierten Trend. Er betonte, dass sich die Rahmenbedingungen geändert hätten. Aus diesem Grunde sei unter anderem auch das Interesse von Investoren am Mittelstand gewachsen. Grundsätzlich seien aber die Anlageklassen komplexer geworden. Erfolgsfaktor sei daher insbesondere die Sicherung eines hohen Forderungsanteils. Hierdurch könnten bessere Lösungen erarbeitet werden; eine Kooperation mit allen Gesellschaftern sei dadurch leichter möglich. Grundsätzlich würden das Turn-Around-Management sowie die Restrukturierer im Markt allgemein bekannter. Dies würde sich unter anderem auch dadurch auszeichnen, dass einige Berater mittlerweile Cherry-Picking hinsichtlich einzelner Investitionsmöglichkeiten betreiben würden. Immer wichtiger würde es, einen „Plan B“ zu entwickeln, da eine Insolvenz oftmals nicht abzuwenden sei. In diesem Bereich würde insbesondere das so genannte Forum-Shopping tagtäglich an Bedeutung gewinnen, was eindrucksvoll durch das Unternehmen Scheffenacker belegt würde. In diesem Zusammenhang wies

*Baur* auf die Schwäche des deutschen Insolvenzrechts hin, was insbesondere darin begründet sei, dass das deutsche Insolvenzverfahren nicht gläubigerbetrieben sei. Aus diesem Grunde würden auch viele Investoren im Wege des Forum-Shoppings versuchen, den Weg nach Großbritannien zu beschreiten.

*Clarence Dixon* wies darauf hin, dass sich der Markt und die Investoren zu einer soliden Basis hin entwickeln würden. Es würden aber grundsätzlich neue Investoren auf den Markt kommen, wovon niemand Kenntnis nehmen würde. Gleichzeitig sieht er eine Tendenz von frischem Kapital. Zudem würde es in Zukunft wohl weniger Distressed Investments, sondern mehr Investitionen im Subprimemarkt geben. Dabei wären insbesondere der Sekundär- und der Tertiärmarkt attraktiv, sei in Deutschland aber noch nicht entwickelt.

Herr *Prof. Schalast* wollte in diesem Zusammenhang von den Diskussionsteilnehmern wissen, wo Investoren im Bereich Distressed Debt Investing derzeit ihr Geld verdienen würden.

Nicht jede einzelne Transaktion mitzumachen, ist nach Ansicht von *Kretschmann* eine Möglichkeit, Geld zu verdienen. Aus diesem Grunde würde er auch den „Hype“ nicht mitmachen. Oftmals hätten sich Investoren „zu hoch“ eingekauft, was dann teilweise zu Insolvenzen geführt hätte.

*Frank Jung* betonte, dass mittlerweile viele Leistungen outgesourct würden, da teilweise die Kapazitäten begrenzt seien. Zudem müssten auch nicht allzu viele Transaktionen abgewickelt werden, um profitabel zu sein.

In diesem Zusammenhang wollte Herr *Prof. Schalast* wissen, ob es auf dem deutschen Markt noch viele Targets gäbe.

Nach Ansicht von *Gesche Möller* gibt es viele Mittelstandssituationen, also Mittelständler mit einem Umsatz zwischen €50 Mio. und €100 Mio., auch wenn der Distressed Debt Markt zurückgehen würde. Grundsätzlich wäre es aber auch möglich, seine Nischen zu finden. So könnte etwa oftmals eine strategische Beratung erfolgen, statt den Fokus auf Liquiditätskrisen

zu legen. Zudem seien mittlerweile auch kleinere spezialisierte Baskets sehr interessant. Hierauf merkte *Prof. Schalast* an, dass die Grenzen zwischen Distressed Debt Investing und Private Equity mittlerweile ineinander verfließen würden.

Abschließend stellte *Prof. Schalast* die Frage, ob es noch einen großen Single-Name-Transaktionen in naher Zukunft geben wird.

Nach Ansicht von *Michael Baur* gäbe es wenige interessante Deals. Viele Mittelstandssituationen würden durch Investoren gelöst, wobei in der Tat die Themen bei Private Equity und NPL die gleichen seien.

**FRANKFURT SCHOOL / HFB – WORKING PAPER SERIES**

<b>No.</b>	<b>Author/Title</b>	<b>Year</b>
89.	Schalast, Christoph / Stralkowski, Ingo 10 Jahre deutsche Buyouts	2008
88.	Bannier, Christina / Hirsch, Christian The Economics of Rating Watchlists: Evidence from Rating Changes	2007
87.	Demidova-Menzel, Nadeshda / Heidorn, Thomas Gold in the Investment Portfolio	2007
86.	Hölscher, Luise / Rosenthal, Johannes Leistungsmessung der Internen Revision	2007
85.	Bannier, Christina / Hänsel, Dennis Determinants of banks' engagement in loan securitization	2007
84.	Bannier, Christina "Smoothing" versus "Timeliness" - Wann sind stabile Ratings optimal und welche Anforderungen sind an optimale Berichtsregeln zu stellen?	2007
83.	Bannier, Christina Heterogeneous Multiple Bank Financing: Does it Reduce Inefficient Credit-Renegotiation Incidences?	2007
82.	Cremers, Heinz / Löhr, Andreas Deskription und Bewertung strukturierter Produkte unter besonderer Berücksichtigung verschiedener Marktszenarien	2007
81.	Demidova-Menzel, Nadeshda / Heidorn, Thomas Commodities in Asset Management	2007
80.	Cremers, Heinz / Walzner, Jens Risikosteuerung mit Kreditderivaten unter besonderer Berücksichtigung von Credit Default Swaps	2007
79.	Cremers, Heinz / Traugber, Patrick Handlungsalternativen einer Genossenschaftsbank im Investmentprozess unter Berücksichtigung der Risikotragfähigkeit	2007
78.	Gerdemesmeier, Dieter / Roffia, Barbara Monetary Analysis: A VAR Perspective	2007
77.	Heidorn, Thomas / Kaiser, Dieter G. / Muschiol, Andrea Portfoliooptimierung mit Hedgefonds unter Berücksichtigung höherer Momente der Verteilung	2007
76.	Schalast, Christoph / Ockens, Klaas / Jobe, Clemens J. / Safran, Robert Work-Out und Servicing von notleidenden Krediten – Berichte und Referate des HfB-NPL Servicing Forums 2006	2006
75.	Abrar, Kamyar Fusionskontrolle in dynamischen Netzsektoren am Beispiel des Breitbandkabelsektors	2006
74.	Schanz, Kay-Michael / Schalast, Christoph – Wertpapierprospekte – Markteinführungspublizität nach EU-Prospektverordnung und Wertpapierprospektgesetz 2005	2006
73.	Dickler, Robert A. / Schalast, Christoph Distressed Debt in Germany: What's Next? Possible Innovative Exit Strategies	2006
72.	Belke, Ansgar / Polleit, Thorsten How the ECB and the US Fed set interest rates	2006
71.	Heidorn, Thomas / Hoppe, Christian / Kaiser, Dieter G. Heterogenität von Hedgefondsindizes	2006
70.	Löchel, Horst / Baumann, Stefan The Endogeneity Approach of the Theory of Optimum Currency Areas - What does it mean for ASEAN + 3?	2006
69.	Heidorn, Thomas / Trautmann, Alexandra Niederschlagsderivate	2005
68.	Heidorn, Thomas / Hoppe, Christian / Kaiser, Dieter G. Möglichkeiten der Strukturierung von Hedgefondsportfolios	2005
67.	Weber, Christoph Kapitalerhaltung bei Anwendung der erfolgsneutralen Stichtagskursmethode zur Währungsumrechnung	2005
66.	Schalast, Christoph / Daynes, Christian Distressed Debt-Investing in Deutschland - Geschäftsmodelle und Perspektiven -	2005

65.	Gerdesmeier, Dieter / Polleit, Thorsten Measures of excess liquidity	2005
64.	Hölscher, Luise / Harding, Perham / Becker, Gernot M. Financing the Embedded Value of Life Insurance Portfolios	2005
63.	Schalast, Christoph Modernisierung der Wasserwirtschaft im Spannungsfeld von Umweltschutz und Wettbewerb – Braucht Deutschland eine Rechtsgrundlage für die Vergabe von Wasserversorgungskonzessionen? –	2005
62.	Bayer, Marcus / Cremers, Heinz / Kluß, Norbert Wertsicherungsstrategien für das Asset Management	2005
61.	Löchel, Horst / Polleit, Thorsten A case for money in the ECB monetary policy strategy	2005
60.	Schanz, Kay-Michael / Richard, Jörg / Schalast, Christoph Unternehmen im Prime Standard - „Staying Public“ oder „Going Private“? - Nutzenanalyse der Börsennotiz -	2004
59.	Heun, Michael / Schlink, Torsten Early Warning Systems of Financial Crises - Implementation of a currency crisis model for Uganda	2004
58.	Heimer, Thomas / Köhler, Thomas Auswirkungen des Basel II Akkords auf österreichische KMU	2004
57.	Heidorn, Thomas / Meyer, Bernd / Pietrowiak, Alexander Performanceeffekte nach Directors' Dealings in Deutschland, Italien und den Niederlanden	2004
56.	Gerdesmeier, Dieter / Roffia, Barbara The Relevance of real-time data in estimating reaction functions for the euro area	2004
55.	Barthel, Erich / Gierig, Rauno / Kühn, Imhart-Wolfram Unterschiedliche Ansätze zur Messung des Humankapitals	2004
54.	Anders, Dietmar / Binder, Andreas / Hesdahl, Ralf / Schalast, Christoph / Thöne, Thomas Aktuelle Rechtsfragen des Bank- und Kapitalmarktrechts I : Non-Performing-Loans / Faule Kredite - Handel, Work-Out, Outsourcing und Securitisation	2004
53.	Polleit, Thorsten The Slowdown in German Bank Lending – Revisited	2004
52.	Heidorn, Thomas / Siragusano, Tindaro Die Anwendbarkeit der Behavioral Finance im Devisenmarkt	2004
51.	Schütze, Daniel / Schalast, Christoph (Hrsg.) Wider die Verschleuderung von Unternehmen durch Pfandversteigerung	2004
50.	Gerhold, Mirko / Heidorn, Thomas Investitionen und Emissionen von Convertible Bonds (Wandelanleihen)	2004
49.	Chevalier, Pierre / Heidorn, Thomas / Krieger, Christian Temperaturderivate zur strategischen Absicherung von Beschaffungs- und Absatzrisiken	2003
48.	Becker, Gernot M. / Seeger, Norbert Internationale Cash Flow-Rechnungen aus Eigner- und Gläubigersicht	2003
47.	Boenkost, Wolfram / Schmidt, Wolfgang M. Notes on convexity and quanto adjustments for interest rates and related options	2003
46.	Hess, Dieter Determinants of the relative price impact of unanticipated Information in U.S. macroeconomic releases	2003
45.	Cremers, Heinz / Kluß, Norbert / König, Markus Incentive Fees. Erfolgsabhängige Vergütungsmodelle deutscher Publikumsfonds	2003
44.	Heidorn, Thomas / König, Lars Investitionen in Collateralized Debt Obligations	2003
43.	Kahlert, Holger / Seeger, Norbert Bilanzierung von Unternehmenszusammenschlüssen nach US-GAAP	2003
42.	Beiträge von Studierenden des Studiengangs BBA 012 unter Begleitung von Prof. Dr. Norbert Seeger Rechnungslegung im Umbruch - HGB-Bilanzierung im Wettbewerb mit den internationalen Standards nach IAS und US-GAAP	2003
41.	Overbeck, Ludger / Schmidt, Wolfgang Modeling Default Dependence with Threshold Models	2003



40.	Balthasar, Daniel / Cremers, Heinz / Schmidt, Michael Portfoliooptimierung mit Hedge Fonds unter besonderer Berücksichtigung der Risikokomponente	2002
39.	Heidorn, Thomas / Kantwill, Jens Eine empirische Analyse der Spreadunterschiede von Festsatzanleihen zu Floatern im Euroraum und deren Zusammenhang zum Preis eines Credit Default Swaps	2002
38.	Böttcher, Henner / Seeger, Norbert Bilanzierung von Finanzderivaten nach HGB, EstG, IAS und US-GAAP	2003
37.	Moormann, Jürgen Terminologie und Glossar der Bankinformatik	2002
36.	Heidorn, Thomas Bewertung von Kreditprodukten und Credit Default Swaps	2001
35.	Heidorn, Thomas / Weier, Sven Einführung in die fundamentale Aktienanalyse	2001
34.	Seeger, Norbert International Accounting Standards (IAS)	2001
33.	Stehling, Frank / Moormann, Jürgen Strategic Positioning of E-Commerce Business Models in the Portfolio of Corporate Banking	2001
32.	Strohhecker, Jürgen / Sokolovsky, Zbynek Fit für den Euro, Simulationsbasierte Euro-Maßnahmenplanung für Dresdner-Bank-Geschäftsstellen	2001
31.	Roßbach, Peter Behavioral Finance - Eine Alternative zur vorherrschenden Kapitalmarkttheorie?	2001
30.	Heidorn, Thomas / Jaster, Oliver / Willeitner, Ulrich Event Risk Covenants	2001
29.	Biswas, Rita / Löchel, Horst Recent Trends in U.S. and German Banking: Convergence or Divergence?	2001
28.	Löchel, Horst / Eberle, Günter Georg Die Auswirkungen des Übergangs zum Kapitaldeckungsverfahren in der Rentenversicherung auf die Kapitalmärkte	2001
27.	Heidorn, Thomas / Klein, Hans-Dieter / Siebrecht, Frank Economic Value Added zur Prognose der Performance europäischer Aktien	2000
26.	Cremers, Heinz Konvergenz der binomialen Optionspreismodelle gegen das Modell von Black/Scholes/Merton	2000
25.	Löchel, Horst Die ökonomischen Dimensionen der ‚New Economy‘	2000
24.	Moormann, Jürgen / Frank, Axel Grenzen des Outsourcing: Eine Exploration am Beispiel von Direktbanken	2000
23.	Heidorn, Thomas / Schmidt, Peter / Seiler, Stefan Neue Möglichkeiten durch die Namensaktie	2000
22.	Böger, Andreas / Heidorn, Thomas / Graf Waldstein, Philipp Hybrides Kernkapital für Kreditinstitute	2000
21.	Heidorn, Thomas Entscheidungsorientierte Mindestmargenkalkulation	2000
20.	Wolf, Birgit Die Eigenmittelkonzeption des § 10 KWG	2000
19.	Thiele, Dirk / Cremers, Heinz / Robé, Sophie Beta als Risikomaß - Eine Untersuchung am europäischen Aktienmarkt	2000
18.	Cremers, Heinz Optionspreisbestimmung	1999
17.	Cremers, Heinz Value at Risk-Konzepte für Marktrisiken	1999
16.	Chevalier, Pierre / Heidorn, Thomas / Rütze, Merle Gründung einer deutschen Strombörse für Elektrizitätsderivate	1999
15.	Deister, Daniel / Ehrlicher, Sven / Heidorn, Thomas CatBonds	1999

14.	Jochum, Eduard Hoshin Kanri / Management by Policy (MbP)	1999
13.	Heidorn, Thomas Kreditderivate	1999
12.	Heidorn, Thomas Kreditrisiko (CreditMetrics)	1999
11.	Moormann, Jürgen Terminologie und Glossar der Bankinformatik	1999
10.	Löchel, Horst The EMU and the Theory of Optimum Currency Areas	1998
09.	Löchel, Horst Die Geldpolitik im Währungsraum des Euro	1998
08.	Heidorn, Thomas / Hund, Jürgen Die Umstellung auf die Stückaktie für deutsche Aktiengesellschaften	1998
07.	Moormann, Jürgen Stand und Perspektiven der Informationsverarbeitung in Banken	1998
06.	Heidorn, Thomas / Schmidt, Wolfgang LIBOR in Arrears	1998
05.	Jahresbericht 1997	1998
04.	Ecker, Thomas / Moormann, Jürgen Die Bank als Betreiberin einer elektronischen Shopping-Mall	1997
03.	Jahresbericht 1996	1997
02.	Cremers, Heinz / Schwarz, Willi Interpolation of Discount Factors	1996
01.	Moormann, Jürgen Lean Reporting und Führungsinformationssysteme bei deutschen Finanzdienstleistern	1995

#### **HFB – WORKING PAPER SERIES**

#### **CENTRE FOR PRACTICAL QUANTITATIVE FINANCE**

<b>No.</b>	<b>Author/Title</b>	<b>Year</b>
04.	Boenkost, Wolfram / Schmidt, Wolfgang M. Interest Rate Convexity and the Volatility Smile	2006
03.	Becker, Christoph/ Wystup, Uwe On the Cost of Delayed Currency Fixing	2005
02.	Boenkost, Wolfram / Schmidt, Wolfgang M. Cross currency swap valuation	2004
01.	Wallner, Christian / Wystup, Uwe Efficient Computation of Option Price Sensitivities for Options of American Style	2004

#### **HFB – SONDERARBEITSBERICHTE DER HFB - BUSINESS SCHOOL OF FINANCE & MANAGEMENT**

<b>No.</b>	<b>Author/Title</b>	<b>Year</b>
01.	Nicole Kahmer / Jürgen Moormann Studie zur Ausrichtung von Banken an Kundenprozessen am Beispiel des Internet (Preis: €120,-)	2003

Printed edition: € 25.00 + € 2.50 shipping

Download: [http://www.frankfurt-school.de/content/de/research/Publications/list\\_of\\_publication?year=2007](http://www.frankfurt-school.de/content/de/research/Publications/list_of_publication?year=2007)

**Order address / contact**

Frankfurt School of Finance & Management  
Sonnemannstr. 9–11 ▪ D–60314 Frankfurt/M. ▪ Germany  
Phone: +49 (0) 69 154 008–734 ▪ Fax: +49 (0) 69 154 008–728  
eMail: [m.biemer@frankfurt-school.de](mailto:m.biemer@frankfurt-school.de)  
Further information about Frankfurt School of Finance & Management  
may be obtained at: <http://www.frankfurt-school.de>