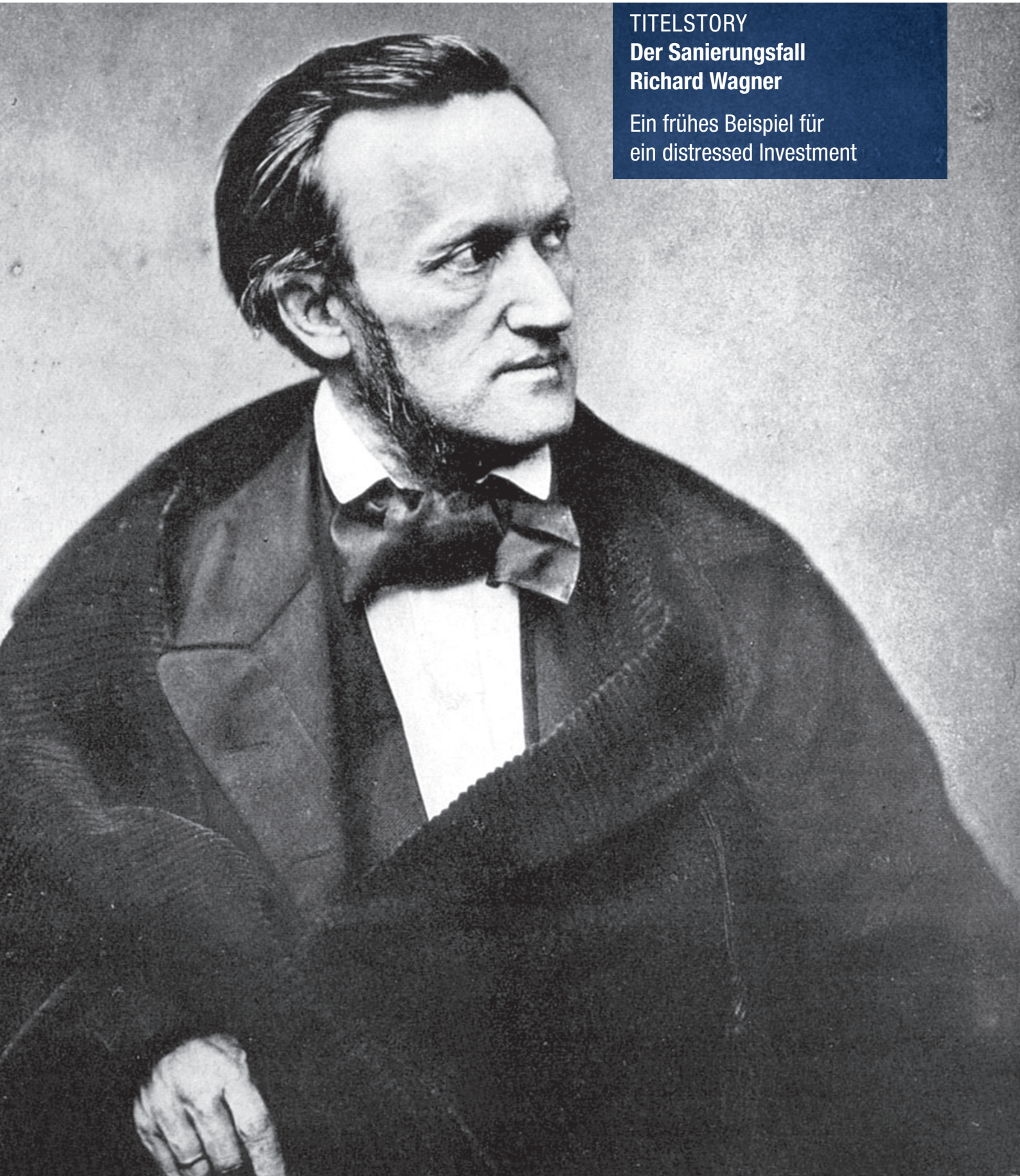
HERMANN

HERMANN JOBE & PARTNER
RECHTSANWÄLTE · WIRTSCHAFTSPRÜFER · STEUERBERATER

standpunkt

Das Magazin für Mandanten, Unternehmen und Kreditinstitute *I/2010*



TITELSTORY

Der Sanierungsfall Richard Wagner

Ein frühes Beispiel für ein distressed Investment

Liebe Leserinnen, liebe Leser,

ob wir Recht als gerecht, den Ausgang eines Gerichtsprozesses als angemessen, ob wir Probleme als destruktive Barrieren oder als konstruktive Herausforderungen begreifen: Entscheidend ist, von welchem Standpunkt aus wir den Gegebenheiten gegenübertreten. Auf unseren Standpunkt kommt es an. Er bestimmt, mit welcher Perspektive wir Ereignissen begegnen. Er ist entscheidend dafür, wie wir Menschen, Sachverhalte, Dinge und uns selbst beurteilen.

Vor diesem Hintergrund haben wir für unser neues Kanzleimagazin, das Sie gegenwärtig in Händen halten, den Namen ***standpunkt*** gewählt.

Als Rechtsanwälte kennen und verstehen wir den Standpunkt unserer Mandanten. Das ist Voraussetzung für eine zielgerichtete und verantwortungsbewusste Mandatsbearbeitung. Aber auch das Verständnis für die Position der Gegenseite, die zutreffende Einschätzung der Auffassung eines Gerichts oder eines anderweitig wichtigen Verfahrensbeteiligten sind bei unserer anwaltlichen Tätigkeit von großer Bedeutung, um die Ansprüche unserer Mandanten interessengerecht durchzusetzen.

Über unsere alltägliche rechtsberatende Arbeit hinaus, möchten wir Sie mit diesem Magazin künftig regelmäßig über aktuelle Themen mit rechtlichem Bezug informieren, die im Zusammenhang mit unserer Beratungspraxis stehen.

Für Anregungen zu unserem Magazin sind wir Ihnen jederzeit dankbar.

Eine anregende Lektüre wünscht Ihnen

Clemens J. Jobe

HERAUSGEBER HERMANN RWS HERMANN JOBE & PARTNER | Rechtsanwalt Clemens J. Jobe | Widenmayerstrasse 16 | 80538 München
Telefon: +49 (89) 210 19 91-0 | Telefax: + 49 (89) 210 19 91-99 | Internet: www.hermann-jobe.com | E-Mail: info@hermann-jobe.com
BILDNACHWEISE Wikipedia / Wikimedia Commons: Seite 1, 6, 7, 8 oben (GNU-Lizenz / © lkiwaner) / unten, 9, 10, 12 (GNU-Lizenz / Quelle: Versandzentrum Leipzig-Mockau © Martin Geisler)
fotolia: Seite 4 © llandrea, Seite 5 © LosRobsos, Seite 11 © fotobi, Seite 13 oben / unten / © Dan Race / © Maik Blume, Seite 15 unten © racamani, Seite 18 © O.K., Seite 19 oben / unten © Vasily Smirnov / © Sigtrix, Seite 23 © grafikweise, photocase: Seite 22 © Dino5.0, shutterstock: Seite 14, 15 oben, 16, 17, 21, zoonar: Seite 20 © feverpitch

INHALT

04 AKTUELLE RECHTSPRECHUNG
Sanieren oder Ausscheiden
Beratungspflichten bei Zins-Swap-Geschäften
Formularmäßige Zwangsvollstreckungsunterwerfung

06 TITELSTORY
Der Sanierungsfall Richard Wagner

12 UNTERNEHMERINTERVIEW
Auswirkungen der Insolvenz des Arcandor-Konzerns –
Interview mit Herrn Joachim Groschopp, Geschäftsführer der TriStyle Holding Gruppe

13 *standpunkt* FINANZIERUNGEN
Finanzierung im Mittelstand – die Herausforderung meistern

16 *standpunkt* RECHT
Plädoyer für das Sanierungsinstrument des Insolvenzplanverfahrens
Treuhand-Modelle als Sanierungsinstrument

20 *standpunkt* IMMOBILIE
Safe Haven oder die Ruhe vor dem großen Sturm?

22 AUSBLICK
Änderungen im Bereich der Verfügung von Bankmitarbeitern geplant

23 EPILOG
Die Wirtschaftskrise in Zahlen

Entscheidungen

Sanieren oder Ausscheiden

Beratungspflichten bei Zins-Swap-Geschäften

Formularmäßige Zwangsvollstreckungsunterwerfung

„Sanieren oder Ausscheiden“

– Gesellschaftsrechtliche Treuepflicht

Inhalt der Entscheidung:

Mit Urteil vom 19. Oktober 2009 (Az.: II ZR 240/08) hat der Bundesgerichtshof zu den Pflichten der Gesellschafter in der Sanierungssituation geurteilt.

Im Streitfall war ein in Berlin ansässiger, in der Rechtsform einer GmbH & Co. OHG strukturierter Immobilienfonds in wirtschaftliche Schwierigkeiten geraten. Für die – durch Gutachten über die Sanierungsfähigkeit bestätigte – Sanierung war der Abschluss einer Sanierungsvereinbarung mit den Gläubigerbanken erforderlich.

Zum Zwecke der Sanierung beschloss die Gesellschafterversammlung der Klägerin mit der erforderlichen Mehrheit eine Kapitalherabsetzung um 99,9 % und gleichzeitig eine Erhöhung des Eigenkapitals. Die Übernahme des Neukapitals war den Gesellschaftern freigestellt.

Eine parallele Änderung des Gesellschaftsvertrages führte dazu, dass die Gesellschafter, die an der Kapitalerhöhung nicht teilnahmen, ohne weiteres zum 31.12.2003 aus der Gesellschaft ausschieden. Vier von diesen Gesellschaftern, von denen wiederum nur zwei der Änderung des Gesellschaftsvertrages zugestimmt hatten, wurden von der Gesellschaft auf Zahlung des sog. negativen Auseinandersetzungsguthabens verklagt.

Der Bundesgerichtshof kam – anders als die Instanzgerichte – zu der Entscheidung, dass alle betroffenen Gesellschafter aus der Gesellschaft ausgeschieden seien und die Zahlung des negativen Auseinandersetzungsguthabens schuldeten. Für die beiden Gesellschafter, die zugestimmt hatten, folgte dies aus ihrer Zustimmung, für die beiden anderen Gesellschafter folgte dies aus der gesellschaftsrechtlichen Treuepflicht. ■■

Praxisrelevanz:

Die Entscheidung ist von hoher praktischer Relevanz, gibt sie doch in der Sanierung die Möglichkeit, sich – das Vorliegen der satzungsmäßigen Mehrheiten vorausgesetzt – nicht sanierungswilliger Gesellschafter zu entledigen.

Beratungspflichten bei Zins-Swap-Geschäften

– Kapitalmarktrecht

Inhalt der Entscheidung:

Mit Urteil vom 26. Februar 2010 (Az.: 9 U 164/08) hat das OLG Stuttgart ein Kreditinstitut zur Zahlung von Schadensersatz an einen Anleger verurteilt, der in Zins-Swap-Geschäfte investiert hatte. Das OLG verneinte dabei auch ein Mitverschulden des Anlegers. Zur Begründung führte das OLG aus, dass die Bank in der Beratung verschwiegen habe, dass Gewinn- und Verlustchancen von Swap-Verträgen nur auf der Grundlage von in der Finanzwirtschaft vorgeschriebenen Wahrscheinlichkeitsberechnungen mit Risikomodellen beurteilt werden könnten, nicht hingegen anhand der „Zinsmeinung“ des Kunden. Bei Zins-Swap-Geschäften handele es sich der Sache nach um eine Art von Glücksspiel, das der Kunde gegen die Bank spiele. Das aber sei dem Kunden nicht bewusst. ■■

Praxisrelevanz:

Die im Bereich der Anlageberatung ohnehin breiten Beratungspflichten der Bank werden in dieser Entscheidung besonders zugespitzt. Aufgrund der mit dieser Art von Geschäften verbundenen Risiken ist daher in der Beratung besondere Sorgfalt anzuwenden.

Zulässigkeit formularmäßiger Unterwerfung unter die sofortige Zwangsvollstreckung in notarieller Grundschuldbestellungsurkunde

– Kreditsicherungsrecht

Inhalt der Entscheidung:

In jüngster Zeit haben verschiedene Instanzgerichte die Zulässigkeit der formularmäßigen Unterwerfung unter die Zwangsvollstreckung verneint und hierin eine unangemessene Benachteiligung insbesondere in dem Fall gesehen, dass eine Bank Forderungen und Grundschulden an einen Finanzinvestor veräußert hatte, der in der Folge die Zwangsvollstreckung betrieb.

Mit seinem Urteil vom 30.03.2010 (Az.: XI ZR 200/09) hat der BGH zur Zulässigkeit formularmäßiger Zwangsvollstreckungsunterwerfungen geurteilt und dabei insbesondere daran festgehalten, dass derartige Vollstreckungsunterwerfungen auch dann keine unangemessene Benachteiligung des Darlehensnehmers bedeuten, wenn die Bank die Darlehensforderung nebst Grundschuld frei an beliebige Dritte abtreten kann.

Zur Begründung hat der BGH ausgeführt, dass eine in jüngster Zeit aufgetretene Veränderung der Praxis von Kreditverkäufen, insbesondere an Finanzinvestoren, schon deswegen unbeachtlich ist, weil für die Beurteilung der Wirksamkeit einer Klausel auf die Verhältnisse zum Zeitpunkt des Vertragsschlusses abzustellen ist. Zum Zeitpunkt des Abschlusses des Darlehensvertrages waren aber Kreditverkäufe an Finanzinvestoren noch nicht in demselben Maße aktuell.

Überdies hat der BGH ausgeführt, dass auch eine veränderte Praxis von Kreditverkäufen keinen Anlass dazu gibt, die Wirksamkeit von Vollstreckungsunterwerfungen zu bezweifeln. Der BGH hat dabei auf das Interesse kreditgebender Banken an der freien Abtretbarkeit von Darlehensforderungen zum Zwecke der Refinanzierung, der Verlagerung von Kreditrisiken und der Entlastung des Eigenkapitals abgestellt. Bei kleineren Kreditinstituten kommt hinzu, dass die aufwendige Bearbeitung notleidender Kredite und die effektive Verwertung bestellter Sicherheiten kaum geleistet werden kann. Wären vorhandene Kreditsicherheiten lediglich ohne Vollstreckungsunterwerfung übertragbar, ließe sich zudem nur ein niedrigerer Kaufpreis erzielen.

Nach der gebotenen kundenfreundlichsten Auslegung ist eine formularmäßige Unterwerfungserklärung dahin zu verstehen, dass nur Grundschuldansprüche aus einer treuhänderisch gebundenen Sicherungsgrundschuld tituliert sind. Denn ein vom Sicherungscharakter losgelöstes Verständnis ließe außer Acht, dass sich die Rechtsposition des Schuldners dann verschlechtert, wenn die Zwangsvollstreckung von einem Rechtsnachfolger betrieben wird. Die Bank ist nach dem zugrunde liegenden Sicherungsverhältnis sogar verpflichtet, durch den Sicherungsvertrag auferlegte Bedingungen an den Erwerber weiter zu geben.

Die Prüfung, ob der Erwerber in den der Grundschuld zugrunde liegenden Sicherungsvertrag eingetreten ist, ist dabei dem Klauselerteilungsverfahren vorbehalten. Nur dann, wenn der Erwerber in den Sicherungsvertrag eingetreten ist, kann er aus der Vollstreckungsunterwerfung gegen den Schuldner vorgehen. ■■

Praxisrelevanz:

Die Entscheidung ist für die Praxis – insbesondere kleinerer Banken – insofern von erheblicher Bedeutung, als an der Zulässigkeit formularmäßiger Vollstreckungsunterwerfungen im Grundsatz festgehalten wird. Daneben berücksichtigt die Entscheidung aber auch die Interessen der Schuldner in geeigneter Weise.

Dr. Nils Dreier
Hermann RWS Hermann Jobe & Partner
Widenmayerstr. 16, 80538 München
dreier@hermann-jobe.com
Tel: +49(0)89 / 210 19 91-0

Der Sanierungsfall Richard Wagner

Ein frühes Beispiel für ein distressed Investment

Der Business Case des Komponisten Richard Wagner ging lange Zeit nicht auf, so dass sein Unternehmen schon in den Gründertagen in die Krise geriet. Erst durch das Investment eines kunstbegeisterten Family Office aus Zürich und schließlich durch Zahlungen aus einem staatlichen Rettungsfond des Landes Bayern konnte eine finanzielle Konsolidierung erreicht werden. Der nachstehende Beitrag beleuchtet die Gründe für die Krise des Wagnerschen Startup-Unternehmens sowie die zu ihrer Bewältigung ergriffenen Maßnahmen und zeigt, mit welchem Geschick Wagner im Rahmen des von ihm betreuten M&A Prozesses Gespräche mit Investoren führte, die er trotz eines verheerenden balance sheet zu einem Investment bewegen konnte.

Richard Wagner

„Ich bin im äußersten Unglück, und Du sollst mir helfen!“

Ende des Jahres 1837 trat der junge Komponist Richard Wagner eine Stelle als Kapellmeister in Riga an. Das Engagement war nicht von Erfolg gekrönt: Nachdem es zu persönlichen Differenzen mit dem Direktor des Rigaer Theaters gekommen war, erhielt Wagner eine förmliche Entlassung. Er verstand seine Kündigung als Wink des Schicksals, fortan als selbständiger Komponist neue Wege zu gehen. Wagner verließ Riga im Sommer 1839 Richtung Paris. Da sein Aufbruch in einer Nacht- und Nebelaktion erfolgte, konnte sich Wagner leider nicht mehr rechtzeitig mit seinen zahlreichen Gläubigern auf den Abschluss einer Stillhaltevereinbarung verständigen. Das junge Wagnersche Startup-Unternehmen war deshalb schon ab dem Moment seiner Gründung mit der schweren Hypothek der zumindest drohenden Zahlungsunfähigkeit belastet.

In Paris angekommen, versuchte sich Wagner zwecks Erstellung einer peer-group-Analyse und Aufbau einer regionalen Vertriebsstruktur in der Pariser Künstlerszene zu etablieren. Er erkannte, dass das working capital, das ihm aus Rigaer Tagen noch zur Verfügung stand, früher oder später zur Neige gehen würde, und vertonte deshalb einige französische Gedichte, die er auf eigene Kosten drucken ließ. Diese Marketing-Maßnahme zeigte jedoch nicht den gewünschten Erfolg: Die Künstler, die er kennen lernte, hatten kein Interesse an seinen Werken. Auch der Versuch, seine älteren Kompositionen an den Mann zu bringen, schlug fehl: Wagner konnte zwar in Person seines Marktkonkurrenten Giacomo Meyerbeer, der in jenen Tagen mit seinen Opern große Erfolge in Paris feierte, einen Fürsprecher finden. Doch trotz eines von Meyerbeer an die Direktion der Grand Opera in Paris gerichteten Empfehlungsschreibens erwiesen sich die Markteintrittsbarrieren für Wagner als hoch und ihm blieben die Türen zur Grand Opera verschlossen.

Hoffnung regte sich, als das Renaissance-Theater eine Aufführung seines Frühwerkes *Das Liebesverbot* in Aussicht stellte. Beflügelt von dem vermeintlich bevorstehenden Durchbruch in Paris entschloss sich Wagner, seine Außendarstellung zu verbessern und bezog repräsentativere, allerdings auch ungleich teurere Räume. Die Freude über die neue Bleibe währte nur kurz und Wagner verfiel in Agonie, als ihn die Nachricht vom Bankrott des Renaissance-Theaters erreichte. Als seine Kapitalrücklage nahezu aufgebraucht war, sah sich Wagner mit Pfändungsmaßnahmen konfrontiert und stand kurz vor der Schuldhaft oder – schenkt man anderen Quellen Glauben – musste diese sogar antreten. Seinem Jugendfreund Theodor Apel schrieb er am 20. September 1840 in sichtbarer Verzweiflung: *„Ich bin im äußersten Unglück, und Du sollst mir helfen!“.* Die finanzielle Unterstützung seines Freundes Apel – sechs Friedrich d'or, umgerechnet etwa 125 francs – reichte jedoch nicht aus, um Wagners Liquiditätskrise zu beseitigen.

Für die damalige Krise des Wagnerschen Startup-Unternehmens sind in erster Linie endogene Ursachen verantwortlich. Wagner hatte seinen Business-Plan auf falschen Annahmen aufgebaut: Sein musikalisches Produkt zeichnete sich nicht durch die Opulenz der Werke der damaligen Marktführer Meyerbeer, Berlioz, Halévy und Offenbach aus. Zudem fehlte seinen Kompositionen ein entscheidendes Asset, nämlich die für die Grand Opera typische und vom Pariser Publikum geforderte Balletteinlage. Aufgrund dieser Fehleinschätzung von Markt und Standort erwies sich Wagners Umsatzplanung als völlig unrealistisch. Da er zudem seiner erbärmlichen Finanzsituation nicht mit einem Kostensenkungsprogramm begegnete, weitete sich die Strategiekrise schnell zu einer existenzbedrohenden Erfolgs- und Liquiditätskrise aus.

Den Abgrund vor Augen entschloss sich Wagner, sein Geschäftsmodell auf den Prüfstand zu stellen. In einem ersten Schritt vollendete er sein – im Stil der Grand Opera mit ihrer szenischen Pracht gehaltenes – Werk *Rienzi,* das mit seinen pathetischen Arien, schneidigen Übergängen und fulminanten Schlussszenen dem herrschenden Zeitgeist nahekam. Außerdem suchte er nach einer Lösung für den offensichtlichen Standortnachteil, den Paris für einen deutschen Musiker bedeutete: Er wandte sich daher an den König von Sachsen und bat um Aufnahme seines *Rienzi*. Am 29. Juni 1841 erteilte der Generaldirektor des Königlichen Hoftheaters in Dresden, Freiherr von Lüttichau, die Zusage, den *Rienzi* aufzuführen. Die Uraufführung am 20. Oktober 1842 bedeutete für Wagner den ersten großen Erfolg als Unternehmer. Beflügelt vom Erfolg des *Rienzi* machte sich Wagner an die Entwicklung neuer verkaufsfähiger Produkte: Seiner Oper *Der Fliegende Holländer,* die bereits Januar 1843 zur Uraufführung gebracht wurde, folgte im Oktober 1845 mit *Tannhäuser* rasch das nächste viel versprechende Werk.

Tannhäuser

Die künstlerische Anerkennung, die Wagner langsam zu Teil wurde, spiegelte sich jedoch (noch) nicht in einer spürbaren Verbesserung seiner finanziellen Verhältnisse: Bis zum Erlass des Urheberrechtsgesetzes im Jahre 1870 erhielten Komponisten im Falle einer Aufführung ihrer Werke nämlich keinerlei Entlohnung. Sie wurden stattdessen üblicherweise durch eine Einmalzahlung des Verlags abgefunden, der die Partitur kaufte. So blieb Wagners finanzielle Lage noch lange angespannt, wie ein Zitat aus einem an Franz Liszt gerichteten Brief vom 15. Januar 1854 zeigt: *„Vor Allem muß ich aber auch Geld haben: Härtels [Anmerkung: Breitkopf & Härtel, Wagners Verleger] sind sehr flott gewesen: aber was helfen mir hunderte, wenn tausende nöthig sind.“.*

„Aber was helfen mir hunderte, wenn tausende nöthig sind.“

Die Annäherung an den Stil der damaligen Erfolgsopern sollte nicht von Dauer sein. Wie jeder erfolgreiche Entrepreneur blieb nämlich auch Wagner Zeit seines Lebens dedicated to the idea: Er wollte das *„Kunstwerk der Zukunft“* erschaffen und mit diesem Produkt die Marktführerschaft über die deutsche Opernlandschaft übernehmen. Da aber die meisten strategischen Investoren, insbesondere Verlage und Theaterleitungen seine neuen Werke als zu avantgardistisch, zu lang und zu schwierig ablehnten und Wagners Unternehmerlohn daher weiterhin nicht wie erhofft ausfiel, reifte in Wagner der Entschluss, einen M&A Prozess zu initiieren, um einen geeigneten Finanzinvestor zu einem Investment bewegen zu können.

In einem als *„Eine Mitteilung an meine Freunde“* benannten Investmentteaser skizzierte Wagner im Jahre 1851 gegenüber potentiellen Interessenten den Grundgedanken seiner Geschäftsidee: *„Meine Kunst*

▸ Der Sanierungsfall Richard Wagner

Villa Wesendonck

ist die Verneinung der Oper, die Verneinung unserer ganzen modernen Kunstwelt!". Wagner muss sein Konzept mit ungeheurer Überzeugungskraft vorgetragen haben, denn anders ist es nicht zu erklären, dass er im Nachgang zur Versendung des Investmentteasers ohne jede Plausibilisierungsprüfung aus dem

„Meine Kunst ist die Verneinung der Oper, die Verneinung unserer ganzen modernen Kunstwelt!"

Otto Wesendonck

Investment-Fond JR (Julie Ritter) Mittel in Höhe von jährlich 800 Talern erhielt, die er bis einschließlich 1859 vereinnahmte.

Mit diesem Polster im Rücken machte sich Wagner an die Erarbeitung eines ausführlichen Informationsmemorandums. Herzstück des Informationsmemorandums war der Text des *„Ring des Nibelungen",* den er zwischen dem 16. und 19. Februar 1853 an vier hintereinander folgenden Abenden im Züricher Hotel Baur au Lac einem Kreis geladener Investoren vortrug. An dem Investorengespräch nahm auch der Privatier Otto Wesendonck, Teilhaber des Handelshauses Loegschigk Wesendonck & Co., teil, der nach einem berufsbedingten Aufenthalt in New York kürzlich nach Europa zurückgekehrt war und nun gemeinsam mit seiner Gattin Mathilde die Übersiedlung nach Zürich plante. Anders als das Investment Committee des Fonds JR war Wesendonck erfahren genug, um sich vor einer Investment-Entscheidung eine ausführliche Due Diligence-Phase auszubedingen. Um während der laufenden Due Diligence den Fortbestand des Wagnerschen Unternehmens nicht zu gefährden, erklärt sich Otto Wesendonck sogar dazu bereit, Wagner die kurzfristig benötigte Liquidität zur Verfügung zu stellen. Nachdem jedoch bei Wagner Mitte des Jahres 1854 zwei Wechsel über jeweils 1500 Franken platzten und Wesendonck erneut einspringen musste, wurde er der Sache überdrüssig. *„Soviel ist klar: ihm selbst darf kein Geld in die Hand gegeben werden. (…) Von Anfang an hatte ich schon vor, die Fonds an Madame Wagner zu geben, es schien mir aber zu demütigend."* schrieb er dem Finanzdirektor des Kantons Zürich, Jakob Sulzer, am 26. Juli 1854. Obwohl es für Wesendonck auch später Anlass genug gegeben hätte, kam die angesprochene escrow-Lösung aus den genannten Gründen niemals zum Einsatz.

Die Tatsache, dass Wesendonck die laufenden Verhandlungen trotz der entstandenen Verärgerung nicht abbrach, dürfte maßgeblich auf das Drängen seiner Gattin zurückzuführen sein, die dem Charme des Jung-Unternehmers Wagner mehr und mehr zu erliegen drohte. Der Blick auf Wagners balance sheet dieser Tage wird Wesendonck ein Investment jedenfalls nicht schmackhaft gemacht haben: Den auf der Aktivseite zum Ansatz gebrachten selbst geschaffenen immateriellen Rechten an der Dichtung des *Ring des Nibelungen,* der im September 1854 vollendeten Musik zu *Das Rheingold* und ersten Kompositionsskizzen zu *Die Walküre,* standen auf der Passivseite Verbindlichkeiten in erheblicher Größenordnung gegenüber.

Wagner selbst bezifferte seine Schulden gegenüber Jakob Sulzer in einem Brief vom 14. September 1854 auf insgesamt 10.000 Franken. Legt man allerdings einen vertraulichen Polizei-Bericht zugrunde, den die Wiener Polizei in jenen Tagen über Wagner anfertigen ließ, dürfte diese Summe nicht ausreichen. In dem Bericht heißt es: *„Er lebt in Zürich nicht nur in luxuriösestem Glanze, sondern kauft auch die wertvollsten Dinge, wie goldene Uhren etc. zu enormen Preisen. Seine Wohnung ist mit den schönsten Möbeln, Teppichen, seidenen Vorhängen und Kronleuchtern dekoriert, was die einfachen Republikaner in bedenkliches Staunen und Neugierde versetzt, so dass man sich veranlasst gesehen, überall nachzufragen, woher dieser Mann, der so arm nach Zürich kam, es*

nehme.". Der Vergleich zu dem Geschäftsgebaren der Vorstände mancher Startup-Unternehmen aus dem Börsensegment *Neuer Markt* liegt nahe. Das Ende zahlreicher dieser Unternehmen ist bekannt.

Trotz der miserablen Investitionsbedingungen entschied sich Otto Wesendonck für eine weitere Zwischenfinanzierung. Er beglich Wagners Schulden und gewährte ihm regelmäßige Unterhaltszahlungen. Als Gegenleistung ließ er sich die künftig zu erwartenden Honorare für Wagners Opern abtreten, die dieser mit Blick auf *Tannhäuser* und den 1850 uraufgeführten *Lohengrin* mit 21.000 Franken viel zu hoch angab. Jakob Sulzer wurde als Chief Restructuring Officer eingesetzt und kümmert sich fortan um die Verwaltung von Wagners Einnahmen und Ausgaben.

Wagner widmete sich hernach der Fertigstellung der Partituren von *Die Walküre* und *Siegfried,* unterbrochen nur von seiner Arbeit an *Tristan und Isolde.* Ab April des Jahres 1857 konnte er die Betriebsausgaben für die Anmietung von Betriebsräumen auf Null reduzieren, da ihm die mietfreie Nutzung eines Nebengebäudes des Züricher Anwesens der Familie Wesendonck gestattet wurde. Trotz dieser erheblichen Kosteneinsparung kam Wagner mit dem ihm gewährten Unterhalt nicht zurecht. In einem an Franz Liszt gerichteten Brief vom 31. Dezember 1858 brachte er die Unzufriedenheit mit seiner Situation zum Ausdruck: *„Ich brauche von der Welt nur Geld: sonst habe ich alles.".* Es war schließlich wieder das Family Office Wesendonck, das einen Sanierungsbeitrag leistete: Im September 1859 verkaufte Wagner die Publikationsrechte der Partituren für die drei ersten Teile des *Ring des Nibelungen* für je 6.000 Franken an Wesendonck.

Schon zu dieser Zeit war das Verhältnis zwischen Wagner und seinem Investor erheblich verschlechtert, nachdem es infolge Wagners Avancen für Wesendoncks Gattin zu spürbaren Spannungen gekommen war. Um aber der Züricher Private Equity Gemeinde nicht den Beweis dafür zu liefern, dass sein Investment gescheitert war, hielt er den Kontakt zu Wagner förmlich aufrecht.

Anfang 1860 bot sich überraschend die Aussicht auf ein Secondary-Buy-Out, dessen Closing Wesendonck eine Abschreibung auf sein Investment zumindest teilweise erspart hätte: Wagner verhandelte mit dem Verleger Schott über einen Ankauf der Partitur von *Das Rheingold* für 10.000 Franken, die er zuvor bereits an Wesendonck verkauft hatte. Dieser stimmte dem Verkauf an Schott unter der Bedingung zu, dass er die von ihm bereits bezahlten 6.000 Franken zurückerhalten werde. Da er das Geld aber nicht aufbringen konnte, übertrug er Wesendonck die Rechte an der noch nicht komponierten *Götterdämmerung.*

In den Folgejahren ging Wagner als Dirigent mit eigenen Kompositionen auf Roadshow, um neue Finanzinvestoren für seinen Business-Case begeistern zu können. Auf den Einstieg strategischer Investoren

„Ich brauche von der Welt nur Geld: sonst habe ich alles!"

konnte er nicht mehr ernsthaft hoffen, nachdem er von seinem Verleger Schott im Dezember 1861 einen Vorschuss in Höhe von 10.000 Franken erhalten und diesem dafür die Fertigstellung der Partitur seines neusten Werkes *Die Meistersinger von Nürnberg* innerhalb des nächsten Jahres versprochen, diese Zusage jedoch nicht eingehalten hatte. Im Mai 1863 siedelte Wagner schließlich nach Wien über, wo er in kürzester Zeit Schulden in Höhe von 12.100 Gulden anhäufte. Angesichts dieser prekären Situation riet ihm sein Rechtsanwalt, Dr. Eduard Liszt, ein Onkel Franz Liszts, zur Vermeidung einer Schuldhaft Wien zu verlassen.

Auf der Flucht vor seinen Gläubigern traf Wagner am 25. März 1864 in München ein. Keine zwei Wochen zuvor wurde Ludwig II. zum Head of Königreich Bayern ernannt. Ludwig II., seit seiner Jugend ein glühender Verehrer der Musik Wagners, ließ Wagner zu sich in die Residenz bestellen. Er erteilte Wagner den Auftrag, den *Ring des Nibelungen* endlich zur Marktreife zu bringen, um seinen persönlichen Traum einer Aufführung des Gesamtwerkes am Münchener Nationaltheater erleben zu können. Die notwendigen finanziellen Ressourcen sollten vom staatlichen Rettungsfond des Landes Bayern bereitgestellt werden.

Ludwig II. verfügte zunächst die Auszahlung eines Betrags in Höhe von 4.000 Gulden, damit Wagner seine Wiener Gläubiger vorläufig zum Stillhalten bewegen konnte. Am 10. Juni 1864 bewilligte Ludwig II. eine weitere Barauszahlung in Höhe von 20.000 Gulden, die Wagner einen Umzug nach München ermöglichen sollte. Wenig später kam es zum Signing der Vertragsdokumentation für Projekt „Ring": Wagner erhielt

Ludwig II.

▸ Der Sanierungsfall Richard Wagner

Richard Wagner

für die Fertigstellung der Komposition des *Ring des Nibelungen* 30.000 Gulden. Er bedankte sich bei seinem „*White Knight*" Ludwig II., indem er ihm die Originalpartitur von *Das Rheingold* schenkte. Zuvor hatte Otto Wesendonck auf alle seine Ansprüche verzichten müssen. Wesendonck zog einen Schlussstrich unter den Investment Case Wagner und begnügte sich mit den ihm verbliebenen Orchesterskizzen.

Die gewährte Soforthilfe genügte nicht, um die wirtschaftliche Situation Wagners in ruhigeres Fahrwasser zu bringen: Unter Außerachtlassung der Warnungen des Investment Committee des staatlichen Rettungsfonds gewährte Ludwig II. – offenbar noch beeindruckt von der Uraufführung von *Tristan und Isolde* im Juni 1865 – seinem Schützling neben einer jährlichen Rente von 8.000 Gulden im Oktober 1865 eine neuerliche Zuwendung in Höhe von 40.000 Gulden, die Wagner zumindest teilweise zur Beseitigung der nach wie vor drohenden Zahlungsunfähigkeit einsetzte.

Die immense Höhe dieser auf non-recourse-Basis erfolgenden Zuwendung brachte die Öffentlichkeit gegen Wagner auf und Ludwig II. in Bedrängnis, so dass er sich von Wagner abwandte: *„Mein Entschluß steht fest – R. Wagner muß Bayern verlassen"* schrieb er Anfang Dezember 1865 an den Vorsitzenden des Rates der Managing Directors, Ludwig von der Pfordten. Und so verließ Wagner am frühen Morgen des 10. Dezember 1865 München. Man sollte meinen, dass Ludwig II. angesichts seiner hervorgehobenen Organstellung als Head of Königreich Bayern über die notwendige Durchsetzungsstärke verfügte, um weiteres Cash-Burning von Landesmitteln zu verhindern. Doch ließ er dem in Zürich weilenden Wagner am 8. Juni 1866 einen Support-Letter zukommen, in dem er ihm sein Wohlwollen signalisierte: *„Parzival verlässt die Seinen nicht!"*. Bei einem seiner nächsten Besuche in München erhielt Wagner dementsprechend eine weitere staatliche Zuwendung in Höhe 12.000 Gulden.

„Parzival verlässt die Seinen nicht!"

Erst die Enttäuschung darüber, dass ihm Wagner seine – wie die erstaunlicherweise erst nach Signing durchgeführte Due Diligence von Wagners Privatleben ergeben hatte – außereheliche Beziehung mit Cosima von Bülow, der späteren Cosima Wagner, verheimlicht hatte, ließ Ludwig II. seine Investmentstrategie überdenken: Er unterstützte zwar weiterhin vorbehaltlos die Markteinführung von Wagners Produkten und sorgte für die Uraufführung der Opern *Die Meistersinger von Nürnberg* (1868), *Das Rheingold* (1869)

Bayreuther Festspielhaus

und *Die Walküre* (1870). Indes kam er dem Anliegen Wagners nach Gewährung weiterer Sanierungsbeiträge nicht mehr ohne weiteres nach, insbesondere war er nur noch zur Hingabe von staatlichen Fondgeldern auf Basis eines Kreditgeschäfts bereit. Da ihm wahrscheinlich bewusst war, dass die 1874 in Wagners anhaltender Krise erfolgende Kreditgewährung ohnehin eigenkapitalersatzrechtlich höchst bedenklich war, verzichtete Ludwig II. freilich auf die Stellung von Sicherheiten. Mit dem ihm gewährten Kredit in Höhe von 100.000 Talern trieb Wagner sein Festspielprojekt voran. Im Jahre 1876 fanden die ersten Bayreuther Festspiele mit drei Aufführungen des vollständigen Zyklus des *Ring des Nibelungen* statt. Die Festspiele schlossen mit einem Defizit von 148.000 Reichsmark. Im März 1878 übernahm der staatliche Rettungsfond des Landes Bayern auf Anordnung Ludwig II. dieses Defizit. Ludwig II. konnte sich noch bis Mitte 1886 als Head of Königreich Bayern halten, bevor die umtriebigen Managing Directors des Investment Committee seine Absetzung erwirkten. Am 13. Juni 1886 ging er – mutmaßlich wegen seiner miserablen Return-on-Investment-Quote und der zukünftig zu erwartenden Kürzung seiner Boni-Zahlungen – in den Freitod.

„Kinder schafft Neues."

Rückblickend betrachtet scheint sich seit Wagners Zeiten nicht viel verändert zu haben: Auch wenn die Geschäftsidee noch so verrückt und der Business-Plan noch so unplausibel erscheinen, findet sich nicht selten ein distressed Investor, der bereit ist, die Restrukturierung des Unternehmens zu begleiten. Wenn der Erfolg ausbleibt und das Kapital verbrannt ist, müssen schließlich staatliche Rettungsfonds eingreifen, um das Schlimmste zu verhindern. Im Falle Wagner hat sich der Einsatz der Investoren zwar nicht für diese, jedoch zumindest für alle Opernliebhaber gelohnt, die noch heute Wagners Musik erleben können. ■■

Zu Richard Wagner:

Deutscher Unternehmer (*22. Mai 1813, Leipzig, †18. Februar 1883, Venedig), der unter dem Motto *„Kinder schafft Neues"* den globalen E-Musik-Markt des 19. Jahrhunderts mit innovativen Produkten revolutionierte. Sowohl im Hinblick auf die Entwicklung der Gattung des Musikdramas als auch im Bereich der Harmonik (M.-Wesendonck-Award 1865 für den „Tristanakkord") setzte Wagner benchmarks, die die E-Musik noch heute prägen. Seit Wagner im Jahre 1876 ein eigenes Opernhaus für die exklusive Vermarktung seiner Musik errichten ließ, gilt er als Vorreiter des Direkt-Marketings. Wagners Erben führen das Familienunternehmen in der vierten Generation noch heute fort.

Dr. Cyril Rosenschon
Hermann RWS Hermann Jobe & Partner
Widenmayerstr. 16, 80538 München
rosenschon@hermann-jobe.com
Tel: +49(0)89 / 210 19 91-0

Auswirkungen der Insolvenz des Arcandor-Konzerns

Interview mit Joachim Groschopp

Joachim Groschopp

Joachim Groschopp, Geschäftsführer der 1999 gegründeten TriStyle Holding, zu der u.a. die Spezialversender Peter Hahn GmbH, Madeleine Mode GmbH und Atelier Goldner Schnitt GmbH & Co. KG gehören. Im Verbund der TriStyle Holding, die zu gleichen Teilen der von der Insolvenz der Arcandor AG nicht betroffenen Primondo Specialty Group GmbH und der Alteigentümerfamilie der Atelier Goldner Schnitt GmbH & Co. KG geführt wird, arbeiten ca. 1.700 Mitarbeiter im Bereich des Versandhandels von Damenmode im gehobenen Preissegment.

Herr Groschopp, Ihr Unternehmen ist aus dem Zusammenschluss der ehemaligen Quelle-Tochterunternehmen Peter Hahn GmbH und Madeleine Mode GmbH mit der bereits 1926 gegründeten und seither im Familienbesitz gehaltenen Atelier Goldner Schnitt GmbH & Co. KG entstanden. Bestanden insoweit Verbindungen mit dem Arcandor/Quelle-Konzern?

Groschopp: Die ehemaligen Konzern-Verbindungen waren bis zuletzt enger als uns lieb war. So lag beispielsweise die Zuständigkeit für die Werbemittel-Produktion für die Madeleine Mode GmbH genauso bei einer Konzerngesellschaft der Arcandor AG wie die Adressdatenverwaltung und die IT-Servicedienstleistung. Das Kunden-Buchhaltungssystem und das Retouren-Abwicklungssystem unserer Tochtergesellschaft Madeleine Mode GmbH wurde von der Quelle GmbH geführt, mit der die Madeleine Mode GmbH außerdem im Rahmen eines Factoring-Vertragsverhältnisses verbunden war.

Quelle-Versandzentrum Leipzig-Mockau © Martin Geisler

Waren Sie auf die Insolvenz des Arcandor/Quelle-Konzerns vorbereitet?

Wir haben im operativen Tagesgeschäft immer gut mit Arcandor/Quelle zusammengearbeitet. Rückblickend betrachtet war unser neuralgischer Punkt sicherlich die Einbindung in den Arcandor-Konzern über das Forderungs-Factoring der Madeleine Mode GmbH. Insoweit gab es für uns allerdings trotz der negativen Medienberichterstattung bis zuletzt keine konkreten Anhaltspunkte dafür, dass unser Vertragspartner in Schwierigkeiten sein könnte. Nichts desto trotz haben wir uns frühzeitig mit den Folgen eines möglichen Ausfalls unseres Vertragspartners befasst und für diesen Fall Alternativen erarbeitet. Als in der Öffentlichkeit die Forderung nach Staatsbürgschaften für Arcandor/Quelle laut und schließlich von der Politik abgewiesen wurde, war uns klar, dass wir früher oder später auf eine stand-alone-Lösung hinarbeiten müssen: Wir haben uns daher entschieden, den mit der Quelle AG bestehenden Factoring-Vertrag zu kündigen. Kurz darauf wurden wir dann von den für die Arcandor AG und zahlreiche Konzern-Tochtergesellschaften gestellten Insolvenzanträgen überrascht.

Welche unmittelbaren Auswirkungen hatte die Insolvenz zahlreicher Gesellschaften des Arcandor/Quelle-Konzerns auf das operative Tagesgeschäft der TriStyle-Gruppe?

Wir standen vor einem Berg von Aufgaben, zu dem jeden Tag neue hinzukamen. Die Probleme begannen damit, dass uns die Ansprechpartner des Arcandor/Quelle-Konzerns, mit denen wir viele Jahre lang vertrauensvoll zusammengearbeitet hatten, teilweise von heute auf morgen nicht mehr zur Verfügung standen. Wir mussten oftmals sehr kurzfristig Ersatz für Leistungen besorgen, die wir bis dahin über Gesellschaften des Arcandor-Konzerns bezogen hatten. Mit unseren Import-Lieferanten, deren Waren wir seit 2006 im Arcandor-Einkaufsverbund über das in Hongkong ansässige Handelshaus Li & Fung bezogen hatten, musste in aller Eile eine Verständigung über die Fortführung der Geschäftsbeziehung erreicht werden. Wenn wir ein Loch gestopft hatten, tat sich ein neues auf.

Welche Auswirkungen der Insolvenz des Arcandor/Quelle-Konzerns sind heute, mehr als zwölf Monate nach dem Insolvenzantrag der Arcandor AG, noch für Ihre Unternehmen spürbar?

Zunächst einmal bin ich sehr froh darüber, dass wir diese heikle Situation mit Unterstützung unserer Berater unbeschadet überstanden haben. Es gibt derzeit noch einige offene Themen, wie etwa die endgültige Löschung von die TriStyle-Gruppe betreffenden Daten, über die wir mit der Insolvenzverwaltung verhandeln. Wenn diese Themen abgearbeitet sind, schließen wir das Buch Arcandor/Quelle und konzentrieren uns wieder auf das, was wir am besten können: Mode verkaufen. ■■

Finanzierung im Mittelstand – die Herausforderungen meistern

Unternehmensfinanzierungen trotz Wirtschaftskrise

Die Jahresabschlüsse für 2009 werden vielfach zu einer Rating-Herabstufung von Unternehmen führen. Gleichzeitig ist das Risikobewusstsein von Banken, Sparkassen und Warenkreditversicherern in Folge der Verwerfungen auf den Kapitalmärkten, die durch die internationale Finanz- und Wirtschaftskrise verursacht wurden, deutlich gestiegen. Diese Situation stellt Unternehmen, unabhängig von ihrer Größe, vor besondere Herausforderungen bei der Unternehmensfinanzierung. Was bei den Verhandlungen mit dem Finanzierungskreis beachtet werden sollte, wird im Folgenden beschrieben.

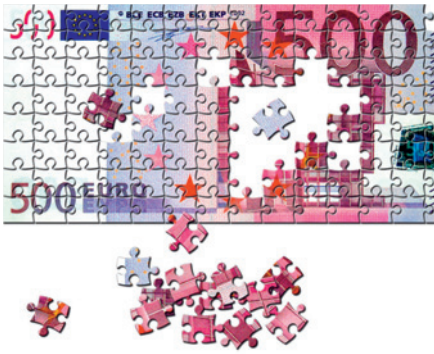
Bonitätsbeurteilung durch Ratingverfahren

Die Jahresabschlüsse für 2009 werden die Ratingeinstufungen der Unternehmen für das Jahr 2010 maßgeblich beeinflussen. Fest steht, dass es nur wenige Branchen geben wird, deren Unternehmen im Jahr 2009 keine Verschlechterungen der wirtschaftlichen Verhältnisse zu verzeichnen hatten. So brachen nach Angaben des Statistischen Bundesamtes (www.destatis.de) die Umsätze im verarbeitenden Gewerbe in einzelnen Monaten des Jahres 2009 im Vergleich zu den Vorjahresperioden um bis zu 27,0 % ein. Besonders betroffen von dieser Entwicklung waren dabei die Elektroindustrie, der Maschinenbau, die Metallverarbeitung und der Automobilzulieferbereich. Viele Unternehmen sehen sich jetzt mit einer Rating-Herabstufung und einer damit einhergehenden deutlich erschwerten Situation bei der Kreditversorgung konfrontiert.

Ausfall von kapitalmarktrefinanzierten Mezzanine-Programmen

Mezzanine-Finanzierungen, die in ihrer rechtlichen und wirtschaftlichen Ausgestaltung eine Mischform zwischen Eigen- und Fremdkapital darstellen, wurden vielfach als clevere Variante der Unternehmensfinanzierung gepriesen. Ähnlich den US-amerikanischen Subprime Hypothekenfinanzierungen, die den Ausgangspunkt für die internationale Finanz- und Wirtschaftskrise bildeten, wurden auch Unternehmens-Mezzanine-Finanzierungen in Finanzvehikeln verpackt, verbrieft und mehrfach rund um den Globus verkauft. Diese, vielfach an mittelständische deutsche Unternehmen ausgereichten Mezzanine-Finanzierungen, deren Volumen insgesamt mehrere Milliarden Euro beträgt, laufen demnächst aus. Eine Prolongation kommt oftmals nicht in Betracht, nachdem zahlreiche Mezzanine-Programme in Ermangelung einer fortbestehenden Refinanzierungsmöglichkeit am Kapitalmarkt nicht mehr neu aufgelegt werden. In diesem Fall muss die Finanzierung von den Unternehmen zurückbezahlt und die termingerechte Rückführung in die Finanzplanung eingestellt werden. Damit verbunden ist ein teilweise beträchtlicher Liquiditätsabfluss, den es bei den Unternehmen aufzufangen und gegebenenfalls zu refinanzieren gilt.

Besonders heikel wird die Situation, wenn sich der Mezzanine-Kapitalnehmer in wirtschaftlichen Schwierigkeiten befindet. Denn bei am Kapitalmarkt refinanzierten Mezzanine-Programmen sind die Handlungsmöglichkeiten des Mezzanine-Gebers auf Grund vereinbarter Statuten im Falle von finanziellen oder wirtschaftlichen Schwierigkeiten des finanzierten Unternehmens oftmals sehr eingeschränkt. An Maßnahmen zur Stabilisierung und Sanierung des finanzierten Unternehmens dürfen die Mezzanine-Geber aufgrund ihrer internen Statuten mitunter nur in sehr eingeschränktem Umfang mitwirken. Diese Situation erschwert die Verhandlungen mit den übrigen Finanzierungspartnern des Unternehmens oftmals ganz erheblich.



Zunehmendes Risikobewusstsein auf Seiten der Kreditgeber

Der in Folge der Finanz- und Wirtschaftskrise zu Tage getretene, teilweise leichtfertige und mitunter überhaupt nicht mehr beherrschbare Umgang mit Risiken im Bankgeschäft, hat auf Seiten der Fremdkapitalgeber zu einer reflexartigen Bewusstseinsveränderung geführt. Risiken sollen künftig besser, rechtzeitig und zutreffend erkannt werden. Das gilt auch für das Kreditgeschäft. Nachdem sich die Bonitätsbeurteilungen vieler Unternehmen durch Ratingverfahren verschlechtert haben, gehen die Kreditinstitute von ei-

▸ Finanzierung im Mittelstand – die Herausforderungen meistern

nem gestiegenen Kreditrisiko aus. Die Anforderungen, die an eine Kreditprolongation oder Neukreditierung gestellt werden, steigen. Das gilt vor allem für Fragen der Kreditbesicherung und für die Kreditbedingungen, die sogenannten Covenants.

Es bleibt abzuwarten, wie die Kreditwirtschaft mit dieser Situation umgeht. Die Institute der Sparkassenfinanzgruppe und des Genossenschaftsverbundes bieten dabei auf Grund ihres Geschäftsmodells, ihrer Nähe zum Kredit nehmenden Unternehmen und ihrer regionalen Verankerung die besten Voraussetzungen dafür, dem Mittelständler auch in schwierigen Zeiten als zuverlässiger Finanzierungspartner zur Verfügung zu stehen.

Was bei Finanzierungsverhandlungen beachtet werden sollte

Vertrauen aufbauen

Wie auch sonst im Leben, spielt das Vertrauen in die handelnden Personen eine entscheidende Rolle. Banken erwarten zu Recht von ihrem Kreditnehmer die rechtzeitige Vorlage von belastbaren aktuellen Zahlen, eine standardkonforme Planungsrechnung und eine maximale Transparenz. Deswegen sollte das Kredit nehmende Unternehmen auf die Erstellung der Finanzplanung mit der erforderlichen Detaillierungstiefe besonderen Wert legen. Eine Erfolgs-, Liquiditäts- und Bilanzplanung sind dabei unerlässlicher Bestandteil des Finanzplans.

Dem zu erstellenden Finanzplan müssen plausible Prämissen zu Grunde gelegt werden. Das gilt vor allem auch für den in einem schwierigen wirtschaftlichen Gesamtumfeld schwer im Voraus kalkulierbaren Produktabsatz, die Personalplanung, die Investitionskostenplanung und andere für die jeweilige Finanzierung bedeutende Kriterien.

Zusagen, die vom Kredit nehmenden Unternehmen gegenüber den Finanzierern getroffen werden, müssen eingehalten werden. Nichts verursacht einen größeren Vertrauensverlust auf Seiten der Kreditgeber als die Erkenntnis, dass die mit dem Kreditnehmer getroffenen Vereinbarungen wiederholt nicht eingehalten werden. Sollte die Beziehung zwischen den Verantwortlichen auf Unternehmensseite und den Fremdkapitalgebern nicht mehr von beidseitigem Vertrauen getragen oder anderweitig vorbelastet sein, empfiehlt sich für das Unternehmen erfahrungsgemäß die Einschaltung eines Beraters, der über die Kompetenz zur Führung von Finanzierungsverhandlungen verfügt und befähigt ist, verloren gegangenes Vertrauen bei den Finanzierungspartnern wieder herzustellen.

Rechtzeitige Kommunikation und Information

Die offene, rechtzeitige Kommunikation mit den Fremdkapitalgebern und deren zutreffende Information bilden einen weiteren Faktor für eine erfolgreiche Unternehmensfinanzierung. Zu den Finanzierungspartnern zählen dabei auch die Warenkreditversicherer. Obwohl diese nicht unmittelbare Kreditgeber des Unternehmens sind, haben sie auf dessen Liquiditätssituation maßgeblichen Einfluss. Jeder Unternehmer sollte bei seinen Lieferantenbeziehungen deswegen die Kreditversicherer kennen und diese erforderlichenfalls über die Entwicklungen des Unternehmens informieren.

Auf das Rating achten

Die für das Rating maßgeblichen Kriterien sollten vor dem Beginn von Finanzierungsverhandlungen auf ein etwaiges Verbesserungspotential hin überprüft werden. Durch Umschuldungen von kurz- in langfristige Verbindlichkeiten, ein aktives Debitorenmanagement, Desinvestitionen oder Factoring lassen sich eine verbesserte Bilanz und damit einhergehend ein besseres Rating erreichen.

Solide Fremdkapitalfinanzierung

Das Vorhandensein einer belastbaren Hausbankbeziehung hat sich für viele Unternehmen im gegenwärtig schwierigen wirtschaftlichen Umfeld als nicht zu unterschätzender Vorteil erwiesen. Diese Beziehung ist oftmals vom persönlichen Kontakt zwischen Unternehmer und den Entscheidungsträgern der Bank geprägt. Letztere können sich daher aus eigener Anschauung ein Bild von den Unternehmerqualitäten der Geschäftsleitung ihres Kreditnehmers machen. Diese wichtige Erkenntnis bildet die Grundlage, um die Ergebnisse der standardisierten Risikoerkennungsverfahren, wie dem Rating, im jeweiligen Unternehmen zutreffend zu deuten. Ist der Unternehmer in der Lage, die Risiken zu meistern? Trauen die Kreditgeber dem Management zu, sich mit dem Unternehmen in einem

schwieriger gewordenen Marktumfeld zu behaupten? Diese Fragen lassen sich nur auf Grund einer persönlichen Einschätzung der auf Seiten des Kreditinstituts handelnden Personen und der von ihnen mit dem Management gemachten Erfahrungen beurteilen. Eine solide Hausbankbeziehung schafft hierfür eine gute Basis. Unabhängig von den Vorteilen, die eine derartige Hausbankbeziehung mit sich bringt, gilt es zu berücksichtigen, dass Extreme immer auch Risiken in sich bergen. Das gilt auch für eine extreme Abhängigkeit eines Unternehmens von nur einem einzigen Kreditgeber. Steht dem Unternehmen lediglich ein Kreditgeber zur Seite, ist der Kreditnehmer auf dessen bedingungsloses Wohlwollen angewiesen. Derartige Abhängigkeiten sind risikoreich. Sie sollten durch eine Diversifizierung des Finanzierungskreises vermieden werden, ohne dabei das Hausbankprinzip in Frage stellen zu wollen.

Angemessene Eigenkapitalausstattung

Die durch das schwierige wirtschaftliche Umfeld bedingten Umsatzrückgänge werden oftmals zu einer negativen Veränderung der Eigenkapitalstruktur des Unternehmens führen. In der Folge verschlechtert sich das Rating mit den bereits beschriebenen Konsequenzen. Unternehmer sollten einer schwindenden Eigenkapitalausstattung rechtzeitig entgegensteuern. Sofern eigenes Geld nicht zur Verfügung steht oder aus anderen Gründen dem Unternehmen nicht zugeführt werden kann, gilt es, sich nach Alternativen umzusehen. Hier helfen unter anderem Beteiligungsgesellschaften auf Landesebene, wie regionale Bürgschaftsbanken, einer Unterversorgung mit Eigenkapital entgegenzuwirken und damit einhergehend eine Verbesserung des Ratings zu erreichen.

Ist der Unternehmer zu einer Abgabe von Geschäftsanteilen zur Stärkung der Eigenkapitalbasis seines Unternehmens bereit, stehen zudem Equity Gesellschaften zur Verfügung, die sich auf Minderheitsbeteiligungen spezialisiert haben.

Schließlich kommen für eine Stärkung der Eigenkapitalbasis auch Family Offices, die sich auf Beteiligungen an mittelständischen Unternehmen fokussieren, als Investoren in Betracht. Bei den Geldgebern dieser Family Offices handelt es sich oftmals um erfahrene renommierte Unternehmer, die einen Teil ihres Vermögens in Mittelstandsbeteiligungen investieren wollen und die Sprache mittelständischer Unternehmer sprechen und verstehen.

Off Balance Finanzierungen

Gegenstände des Anlagevermögens können außerhalb des klassischen Bankkredits auch über Spezialfinanzierer und Leasinggesellschaften zu interessanten Konditionen finanziert werden. Solche Off Balance Finanzierungen haben oftmals eine positive Auswirkung auf die Bilanzkennzahlen des Unternehmens. Damit einher gehen dann eine Rating-Verbesserung und die Gewähr dafür, dass die Covenants eingehalten werden können.

Fördermittel

Die staatliche KfW-Bankengruppe sowie die regionalen Förderinstitute bieten eine ganze Reihe interessanter, zinsgünstiger Förderprogramme für mittelständische Unternehmen an. Das KfW-Sonderprogramm „Mittelständische Unternehmen“ bietet Kredite mit optionaler Haftungsfreistellung für Unternehmen mit einem Jahresgruppenumsatz von bis zu 500 Mio. Euro. Das KfW-Sonderporgramm „Große Unternehmen“ bietet Kredite mit optionaler Haftungsfreistellung für Unternehmen mit einem Jahresgruppenumsatz von über 500 Mio. Euro, die keinen Kapitalmarktzugang haben, entweder über eine durchleitende Bank oder als Direktkredit. Daneben bestehen mehrere spezielle Förderprogramme für Projektgesellschaften sowie für kleinere und mittlere Unternehmen (KMU) und für Einzelunternehmer. Im Zuge der Finanzierungsplanung sollten Unternehmen die staatlichen Förderangebote kennen und deren Inanspruchnahme prüfen.

HERMANN RWS HERMANN JOBE & PARTNER *Rechtsanwälte Wirtschaftsprüfer Steuerberater ist eine wirtschaftsrechtlich ausgerichtete überregionale Sozietät. Zu unserem Focus gehören die Finanzierungs- und Investitionsberatung von Unternehmen. Das gilt auch und gerade dann, wenn das Umfeld schwierig ist. Sprechen Sie mit uns.* ■■

Clemens J. Jobe
Hermann RWS Hermann Jobe & Partner
Widenmayerstr. 16, 80538 München
jobe@hermann-jobe.com
Tel: +49(0)89 / 210 19 91-0

Plädoyer für das Sanierungsinstrument des Insolvenzplanverfahrens

Die Insolvenzordnung (InsO) kennt mit dem Insolvenzplanverfahren ein Instrument, dessen originäre Zielsetzung der Erhalt des Unternehmens ist. Die unbestreitbaren Vorteile des Planverfahrens werden in der Sanierungspraxis allerdings noch viel zu wenig genutzt. Insbesondere dann, wenn ein außergerichtlicher Sanierungsversuch am Widerstand einzelner Gläubiger zu scheitern droht, kann die frühzeitige Befassung mit der Alternative eines Planinsolvenzszenarios den Königsweg zur Rettung des Unternehmens und damit zu einer Minimierung des Ausfallrisikos der Gläubiger darstellen.

Anders als im anglo-amerikanischen Rechtskreis, in dem das Insolvenzrecht vom Gedanken einer „zweiten Chance“ geprägt ist, fehlt es hierzulande noch an einer derartigen „Insolvenzkultur“. Eine Insolvenz wird in Deutschland meist als Ausdruck wirtschaftlichen Scheiterns verstanden. Diese Mentalität hat fatale Folgen: Der in die Krise geratene Unternehmer versucht oftmals bis zuletzt, einen Insolvenzantrag zu vermeiden, statt sich – unter frühzeitiger Einbindung der beteiligten Gläubiger – zu einem Zeitpunkt mit der Erarbeitung eines Sanierungskonzepts zu befassen, zu dem noch ausreichend Masse vorhanden ist.

„In Deutschland gehen derzeit nur etwa ein bis zwei Prozent der insolventen Unternehmen den Weg über eine Planinsolvenz.“

Der Gesetzgeber der InsO wollte diesem Dilemma durch die Einführung des Insolvenzplanverfahrens begegnen. In Anlehnung an das Vorbild des US-amerikanischen Reorganisationsverfahrens Chapter 11 des Bankruptcy Code wird den Beteiligten hier die Möglichkeit eingeräumt, sich in weitgehender Autonomie und ohne Beschränkungen durch die Vorgaben des Regelverfahrens auf den Sanierungsansatz zu verständigen, der aus ihrer Sicht eine optimierte recovery rate verspricht. Trotz der Flexibilität, die das Planverfahren bietet, hat dieses Instrument in der Sanierungspraxis noch nicht den von der Politik erhofften Anklang gefunden: Die Quote von etwa 1 - 2 % der insolventen Unternehmen, die in Deutschland derzeit den Weg über eine Plansanierung gehen, erscheint nicht zuletzt vor dem Hintergrund zahlreicher gelungener Beispielfälle der jüngsten Vergangenheit noch steigerungsfähig zu sein. Anders als außergerichtliche Sanierungsbemühungen, die jederzeit am Widerstand einzelner Gläubiger scheitern können, lässt sich eine Plansanierung grundsätzlich auch auf Basis eines von der Mehrheit der Gläubiger getragenen Entschlusses realisieren. Das originäre Planinitiativrecht liegt insoweit allerdings ausschließlich beim Schuldner und beim Insolvenzverwalter. Demgegenüber können die Gläubiger nur dadurch auf eine Sanierung mittels Planinsolvenz hinwirken, dass sie über die Gläubigerversammlung an den Insolvenzverwalter herantreten und diesen mit der Erarbeitung eines Plans beauftragen.

Um einen Insolvenzplan realisieren zu können, kommt es entscheidend darauf an, diesen so zu konzipieren, dass sich die Mehrheit der Gläubiger unter gleichzeitiger Billigung der Maßnahmen, die für eine erfolgreiche leistungs- und finanzwirtschaftliche Neuaufstellung des Unternehmens erforderlich sind, bereit erklären, den ihnen abverlangten Sanierungsbeitrag zu leisten. Zu diesem Zweck wird sowohl der Schuldner als auch der Insolvenzverwalter in der Praxis schon frühzeitig Kontakt mit den wichtigsten Gläubigern aufnehmen, um auszuloten, ob sie seinem Vorschlag folgen bzw. welche Modifizierungen der Planvorlage notwendig sind.

Für die Gläubiger bietet sich an dieser Stelle die

Chance, eine für sie günstige Art der Insolvenzabwicklung durchzusetzen. Das gilt beispielsweise mit Blick auf die Art der Sicherheiten- oder Forderungsverwertung, die nach § 166 InsO originär dem Insolvenzverwalter obliegt. In diesem Zusammenhang kann im Rahmen eines Insolvenzplans ein von den Vorgaben des Regelverfahrens abweichendes Verwertungsprocedere vereinbart und dabei auch eine Reduzierung der zu Gunsten des Insolvenzverwalters zu entrichtenden gesetzlichen Kostenbeitragspauschalen erreicht werden.

Wenn es gelingt, die wichtigsten Gläubiger auf ein gemeinsames Konzept zu einen und dementsprechend die notwendigen gesetzlichen Mehrheiten für die Entscheidung über die Annahme des Plans gesichert sind, lassen sich abweichende Stimmen einzelner Gläubiger ohne weiteres neutralisieren. Voraussetzung ist dabei immer, dass die überstimmten Gläubiger durch den Insolvenzplan nicht schlechter gestellt werden, als sie ohne den Plan stünden. Wird der Plan vom Insolvenzgericht bestätigt, können überstimmte Gläubiger hiergegen (nur noch) sofortige Beschwerde einlegen. Die Verzögerungsgefahr, die dadurch entstehen kann, ist zwischenzeitlich auch von der Politik erkannt worden: So hat sich die Bundesministerin der Justiz anlässlich des 7. Deutschen Insolvenzrechtstages des Deutschen Anwaltvereins im März diesen Jahres für entsprechende Reformen ausgesprochen und eine moderate Beschränkung der gegen die Planbestätigung vorgesehenen Rechtsmittel als Reformziel ausgegeben: Einzelne Gläubiger, die sich durch den Plan schlechter gestellt sehen als im Fall der Liquidation, sollen zukünftig darauf verwiesen werden, ihre Belange außerhalb des Planbestätigungsverfahrens geltend zu machen.

Da der Insolvenzplan Teil des Insolvenzverfahrens ist, stehen dem Insolvenzverwalter mit Eröffnung des Insolvenzverfahrens sämtliche rechtliche Möglichkeiten der InsO zur Verfügung. Er kann die „normalen“ Vorfinanzierungseffekte (z.B. Insolvenzgeld) nutzen und dadurch die Restrukturierung (zumindest teilweise) finanzieren. Außerdem kann der Insolvenzverwalter von den ihm kraft Gesetz eingeräumten Wahlrechten (§§ 103 ff. InsO) Gebrauch machen, so dass es für das insolvente Unternehmen beispielsweise möglich ist, sich aus nachteiligen Dauerschuldverhältnissen zu lösen.

„Gläubiger können bei Insolvenzen, die im Rahmen eines Planverfahrens durchgeführt werden, mit deutlich höheren Befriedigungsquoten rechnen.“

Die Sanierungspraxis zeigt, dass sich im Rahmen eines Insolvenzplanverfahrens vergleichsweise hohe Befriedigungsquoten erzielen lassen: Eine Studie des Instituts für Freie Berufe aus dem Jahr 2007 hat hierzu festgestellt, dass Gläubiger im Rahmen von Planverfahren durchschnittlich mit einer Befriedigung in Höhe von etwa 20 % ihrer Forderungen rechnen können, während im Rahmen eines Liquidationsszenarios deutlich geringere Quoten erreicht werden. Derart hohe Befriedigungsquoten lassen sich jedoch nur dann erzielen, wenn sich das Management des insolventen Unternehmens frühzeitig mit der Erstellung einer Planvorlage befasst und unter Einbindung von erfahrenen Beratern Verhandlungen mit den Gläubigern mit dem Ziel führt, die Mehrheit für den zu erstellenden Insolvenzplan sicherzustellen.

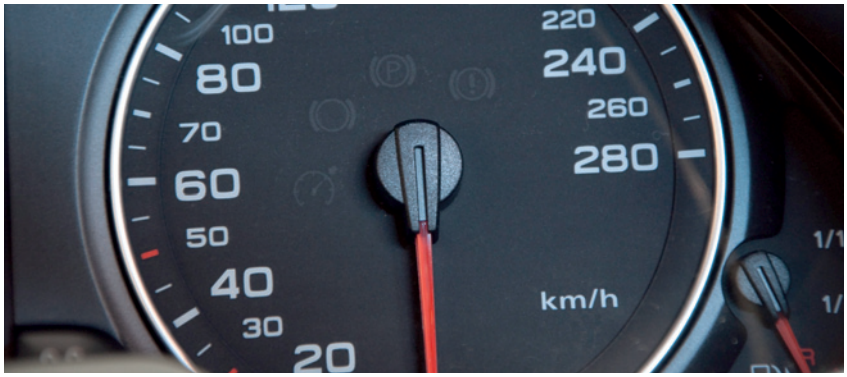
HERMANN RWS HERMANN JOBE & PARTNER *verfügt über hohe Expertise im Bereich der insolvenzvermeidenden Beratung und bietet sowohl Schuldnern als auch Gläubigern Unterstützung bei der Entwicklung und Durchsetzung von Insolvenzplänen. Wir beraten Sie gerne.* ■■

Florian Schiermeyer
Hermann RWS Hermann Jobe & Partner
Widenmayerstr. 16, 80538 München
schiermeyer@hermann-jobe.com
Tel: +49(0)89 / 210 19 91-0

Treuhand-Modelle als Sanierungsinstrument

Überlegungen am Beispiel der Automobilzulieferindustrie

Spätestens seit die Bundesregierung im vergangenen Jahr die Gewährung einer staatlichen Soforthilfe in Höhe von 1,5 Milliarden Euro von der Errichtung einer Treuhand für Opel abhängig gemacht hat, sind Treuhandlösungen als Sanierungsinstrument in aller Munde. Die Implementierung einer Treuhandstruktur stellt insbesondere aus Sicht der finanzierenden Banken einen Weg dar, mit dem sich das Ausfallrisiko für Engagements bei krisengeschüttelten Kreditnehmern minimieren lässt.



Seit Beginn der Wirtschaftskrise im Herbst 2008 mussten mehr als 50 zum Teil namhafte Unternehmen aus der Automobilzulieferindustrie einen Insolvenzantrag stellen. Dieser Entwicklung war ein dramatischer Rückgang der PKW-Absatzzahlen vorausgegangen: In Deutschland fiel der Absatz im Geschäftsjahr 2008 auf den niedrigsten Stand seit 1991. Der Verband der Automobilindustrie (VDA) rechnet trotz der gegenwärtig anziehenden Umsatzzahlen auch für das Jahr 2010 mit insgesamt schlechten Absatzzahlen. Angesichts dieser düsteren Prognosen ist damit zu rechnen, dass die OEMs und die First-Tier Supplier mit der Neuvergabe sowie der Prolongation von Aufträgen sehr restriktiv umgehen werden. Dies hat wiederum Umsatz- und Ertragseinbrüche bei den Automobilzulieferbetrieben zur Folge. Der Automobilzulieferindustrie dürfte deshalb eine gewaltige Konsolidierungswelle bevorstehen.

> *„Der Automobilzulieferindustrie steht eine gewaltige Konsolidierungswelle bevor."*

Dementsprechend wird sich die Fremdkapitalgeberseite mit einer steigenden Zahl von ausfallbedrohten Kreditengagements konfrontiert sehen: Selbst diejenigen Anteilseigner, die sich ihrem Unternehmen und dessen Mitarbeitern persönlich verpflichtet fühlen, werden nämlich angesichts der unsicheren Planungsperspektive nicht ohne weiteres einen Sanierungsbeitrag in Form einer dringend benötigten Kapitalzufuhr leisten wollen. In dem unsicheren Marktumfeld wird gleichzeitig auch die Rettung angeschlagener Unternehmen durch den schnellen Einstieg eines (Finanz-) Investors nur wenig wahrscheinlich sein, zumal vor allem Private Equity Häuser vor dem Problem stehen, dass viele Banken der Finanzierung einer Unternehmensübernahme im Automobilzuliefersektor derzeit eher ablehnend gegenüber stehen.

Sowohl Anteilseigner als auch einstiegswillige Investoren werden die dringend benötige Zufuhr von frischem Kapital bzw. den Einstieg in das Unternehmen davon abhängig machen, dass die finanzierenden Banken einen Sanierungsbeitrag in Form eines Forderungsteilverzichts erbringen. Einen derartigen Verzicht wollen Banken wegen des damit einhergehenden Wertberichtigungsbedarfs aber naturgemäß vermeiden. Diese widerstreitende Interessenlage führt regelmäßig zu einer gegenseitigen Blockade der Beteiligten. Um die sich zuspitzende Liquiditätssituation zu entschärfen, einigt man sich dann zumeist auf eine Stundungsabrede und setzt die fälligen Zins- und Tilgungszahlungen aus.

Mit einem derartigen „Burgfrieden" sind die eigentlichen Probleme natürlich nicht gelöst: Insbesondere dann, wenn ein Zulieferbetrieb weder notwendige Investitionen im technologischen Bereich getätigt hat, noch produktseitig über ein Alleinstellungsmerkmal verfügt, das ihn für die OEMs auch zukünftig interessant macht, werden diese die Erteilung von neuen Aufträgen zurückhalten, so dass sich die Planungsperspektive für das Unternehmen nicht verbessert. Aus Sicht der OEMs bestehen zudem oftmals auch insoweit Bedenken, als das Management, das für Versäumnisse in der Vergangenheit verantwortlich ist, weiterhin die Geschicke des Unternehmens leiten soll.

„Für die Banken liegt der Vorteil eines Treuhand-Modells darin, dass eine Verwertung des Unternehmens zur Unzeit vermieden werden kann."

In dieser Situation, in der die Zeit gegen die Interessen aller Beteiligten spielt, kann ein Treuhand-Modell einen geeigneten Ausweg bieten: Treuhänder und Anteilseigner schließen zu diesem Zweck einen Vertrag, aufgrund dessen der Treuhänder die an ihn zu übertragenden Unternehmensanteile sowohl für die Alt-Gesellschafter als auch für die Banken hält. Die Banken sind dabei Begünstigte im Sinne von § 328 BGB. Gelingt die Sanierung, erfolgt eine Rückübertragung der Anteile an die Alt-Gesellschafter. Anderfalls verwertet der Treuhänder gemäß der ihm im Treuhandvertrag erteilten Weisung die Anteile bestmöglich und befriedigt die Banken aus dem bei einem Verkauf des Unternehmens erzielten Erlös. Für die Banken liegt der Vorteil eines Treuhand-Modells darin, dass eine Verwertung des Unternehmens zur Unzeit vermieden werden kann. Dies kann freilich nur dann gelingen, wenn der Treuhänder den OEMs Gewähr dafür bietet, dass das Unternehmen auch in Zukunft ein verlässlicher Partner sein wird. Der Treuhänder sollte daher idealerweise nicht nur über branchenspezifisches Know-How verfügen, sondern zwingend auch enge Kontakte zu den Restrukturierungsabteilungen der OEMs pflegen.

HERMANN RWS HERMANN JOBE & PARTNER *hat in den vergangenen Monaten zahlreiche Sanierungsmandate im Bereich der Automobilzulieferindustrie, zuletzt beim insolventen Osnabrücker Automobilzulieferer Karmann, betreut. Aufgrund der hierbei gewonnenen Expertise und der exzellenten Kontakte zu den Restrukturierungsabteilungen zahlreicher OEMs können unsere Anwälte wertvolle Unterstützung bei der Sanierung von Unternehmen in der Automobilzulieferindustrie bieten. Sprechen Sie mit uns.* ■■

Dr. Cyril Rosenschon
Hermann RWS Hermann Jobe & Partner
Widenmayerstr. 16, 80538 München
rosenschon@hermann-jobe.com
Tel: +49(0)89 / 210 19 91-0

Save Haven oder die Ruhe vor dem großen Sturm?

Der deutsche Immobilienmarkt im Spannungsfeld der internationalen Finanzkrise.

Gastkommentar der Greenmarck Capital Advisors GmbH

Wer Anfang 2009 in Deutsche Immobilienaktiengesellschaften investiert hat, konnte sich zum Jahresende über einen schönen Gewinn freuen – mit fast durchweg hohen zweistelligen Kurssteigerungen ließen viele der zuvor schwer unter die Räder gekommenen Immobilienwerte manchen Standardwert aus dem DAX alt aussehen. Und das trotz weiterhin hoher Abschläge der Börsenkurse gegenüber dem reinen Immobilen-Inventarwert (Neudeutsch „Net Asset Value“) der gehandelten Papiere. Die Finanzmärkte scheinen also bereits die Ampel für Immobilienwerte wieder vorsichtig auf grün geschaltet zu haben und signalisieren (nicht nur in Deutschland): „The worst is over“. Oder doch nicht? Anleger, die im Glauben an die Solidität dieses urdeutschen Produktes (oder mangels anderer Alternativen) ihr Geld lieber in vermeintlich sichere offene Immobilienfonds investiert haben, rieben sich oftmals verwundert die Augen, wenn Sie verkaufen wollten: Viele Fonds namhafter Initiatoren wurden – teilweise wiederholt – geschlossen, da das Volumen an Anteilsrückgaben nicht mehr aus vorhandener Liquidität der Fondsvermögen bedient werden konnte. Und um die dafür erforderlichen Objektverkäufe zu den gesetzlich vorgeschriebenen Verkehrswerten realisieren zu können, waren zunächst Abschreibungen auf die Buchwerte erforderlich, so dass die Fondsanteile in diesen Fällen nach Wiedereröffnung nur noch mit Abschlägen, sprich Verlust für den Anleger, zurückgenommen wurden. Wer nun verwirrt durch diese widersprüchlichen Entwicklungen Fundamental-Research betreibt und sich durch intensives Studium einschlägiger Marktreports und der Immobilienpresse ein eigenes Bild von der Situation machen will, ist vermutlich am Schluss noch ratloser: Einerseits gilt Deutschland im internationalen Kontext derzeit als einer der stabilsten und am wenigsten inflationierten Immobilienmärkte überhaupt. München und Hamburg führen in vielen Immobilien-Investmentrankings die Tabelle an. „Berlin ist in Europa die günstigste Hauptstadt nach Tirana“ war die Fanfare der zumeist englischsprachigen Investoren, die ab 2005 in die Deutschen Märkte einfielen, um zu kaufen, was zu bekommen war. Daran hat sich trotz damit einhergehender Preissteigerungen im gewerblichen Investmentmarkt grundlegend nichts geändert. Konterkariert wird dieses Bild durch aktuelle Marktberichte: Rückläufige Büro-Mieten in nahezu allen großen Städten, deutlich steigende Leerstandsquoten und ein wesentlich geringeres Transaktionsvolumen verbunden mit einem allenfalls verhaltenen Ausblick für die weitere Entwicklung lassen nichts Gutes erwarten. Zumindest eines scheint also festzustehen: Eine eindeutige Tendenz gibt es derzeit für den Deutschen Immobilienmarkt nicht. Wer sich als Privatanleger mit dem Gedanken trägt, in Beton zu investieren oder als institutioneller Anleger die Immobilienquote in seiner Asset Allokation überprüft, muss sich sein eigenes Szenario entwerfen und danach handeln. Ein solches Szenario könnte so aussehen:

„The worst is over. Oder doch nicht?“

Entweder die Inflation

...kommt und damit der Run auf Sachwerte. Die Befürchtungen in diese Richtung nehmen gerade wieder zu: Staatsbankrotte, Bankensterben, neue Blasen, angefeuert von den derzeitig extrem niedrigen Zinsen – eigentlich kann die Lösung dieser komplexen Probleme nur über eine massive Geldentwertung erfolgen. Auch wenn der Inflationsschutz von Immobilieninvestments in einigen neueren Studien in Zweifel gezogen wird, lässt sich historisch belegen, dass neben Gold Immobilien in Phasen extremer Inflationsraten die einzigen Vermögenswerte waren, deren Kaufkraftäquivalenz sogar noch gestiegen ist. Das noch historisch günstige Zinsniveau bietet in einem solchen Szenario hervorragende Möglichkeiten für langfristig wertstabile und attraktive Investitionen.

Oder die Inflation

... bleibt ein Schreckensszenario, für das (nur) die Deutschen empfänglich sind, sagen andere Stimmen. Angesichts der immensen Schulden im öffentlichen und privaten Bereich, bleibt den Notenbanken demzufolge keine Alternative zur derzeitigen Politik des billigen Geldes. Jede nachhaltige Zinserhöhung würde mithin nicht nur die ohnehin noch stotternde Konjunktur abwürgen, sondern potentiell auch die endgültige Implosion des Finanzsektors mit sich bringen. Es ist noch nicht sehr lange her, dass die Insolvenz einer amerikanischen Investmentbank das gesamte System akut gefährdet hat und nur die (alternativlose) koordinierte Intervention der großen Industrienationen die globale Finanzindustrie zu Lasten der öffentlichen Haushalte fürs Erste gerettet hat. Wenn die Zinsen

aus Angst vor einer zweiten Lehman-Krise weiterhin künstlich auf dem derzeitigen Niveau gehalten werden, sind die Perspektiven für Immobilieninvestoren erheblich unklarer. Fremdfinanzierte Immobilieninvestments erscheinen zunächst weiterhin attraktiv, bergen aber gleichzeitig erhebliche deflationäre Risiken. Solange die jetzige Krise nicht wirklich überwunden ist – und das ist der Fall, wenn erforderliche Korrekturen aufgeblähter oder im Zweifel gar nicht vorhandener Werte unterbleiben und die Vermögensblasen zunächst von privaten Bilanzen in öffentliche Haushalte und von dort auf die nächste Generation transferiert werden – bleibt auch die Lähmung im System; der Patient schafft es aus der Intensivstation heraus zu kommen, bleibt aber ein dauerhafter Pflegefall.

Entscheidend für die tatsächliche Entwicklung wird der Umgang der Amerikaner mit diesem Problem sein. In den USA sind bis 2013 Immobilienfinanzierungen in Höhe von $ 1,3 Billionen fällig. Davon sind nach einer Schätzung der Deutschen Bank 65% akut ausfallgefährdet, mithin 910 Mrd $. Bereits 2009 sind die Ausfallraten von CMBS-Verbriefungen in den USA von 2,3% auf 7,4% gestiegen. Wird die US-Regierung dafür ein weiteres Rettungsprogramm auflegen oder reichen die bestehenden Pakete, um die Märkte sich selbst zu überlassen? Die Antwort auf diese Frage dürfte die Vorgabe für den Rest der Welt sein und auch die Entwicklung des Deutschen Immobilienmarktes massiv beeinflussen.

Ein Trend zeichnet sich im Vorgriff auf erneute Verwerfungen an den Finanzmärkten schon jetzt ab: Ein „Flight to Quality“ sowohl von institutionellen als auch privaten Investoren. Für echte „Core“-Objekte mit stabilen Miet-Cash-Flows in den Deutschen Metropolen stehen Versicherungen und Pensionsfonds bereits heute Schlange. Und private Anleger kaufen zu Höchstpreisen die Zinshausmärkte in München, Hamburg und anderen westdeutschen Metropolen leer. In der eigenen Villa in Bogenhausen lässt sich so die Finanzkrise besser überstehen. Insofern ist ein für Deutschland nicht unwahrscheinliches Szenario für die nächsten Jahre:

- Verstärkter Wettbewerb um Mieter verbunden mit langfristig höheren Leerstandsquoten auch in den Big Five Immobilenstandorten
- Höhere Volatilität der Ergebnisse aus Immobilieninvestitionen auf Grund von kapitalmarktbasierten exogenen „Schocks“
- Run auf gute Standorte seitens institutioneller und wohlhabender privater Investoren treibt die Preise, während es gleichzeitig „No Go Areas“ für viele Käufer gibt, in denen trotz niedrigster Mieten und Preise niemand investieren will; damit verbunden eine weitere Zunahme der Heterogenität der lokalen Submärkte
- Institutionelle Investoren aus dem Ausland kommen zurück, sobald es attraktive Angebote gibt – was noch nicht der Fall ist
- Wohnimmobilien bleiben – mit Ausnahme der großstädtischen Ballungsräume – ein langweiliges aber solides Investment mit konjunkturell bedingten Seitwärtsbewegungen des Miet- und Kaufpreisniveaus

Für Investoren bedeutet dies zukünftig Investitionen noch sorgfältiger zu prüfen, und entsprechend ihrer eigenen Prognose aktiv zu handeln. Die alte Kostolany-Weisheit des „Buy and Hold“ ist auch bei Immobilieninvestments kein Erfolgsgarant mehr. Die befürchtete Welle an Notverkäufen in Deutschland ist bisher ausgeblieben. Das bedeutet aber nicht, dass es dazu nicht mehr kommen wird. ■■

Zu Greenmarck:

Die Greenmarck Capital Advisors GmbH ist auf die Finanz- und Managementberatung von Unternehmen und Unternehmern in Sondersituationen fokussiert. Zu den Aktivitäten des Unternehmens gehört aktuell insbesondere die Um- und Anschlussfinanzierung von Projekt- und Portfoliofinanzierungen („Financial Restructuring“) im institutionellen Immobiliengeschäft.
Weitere Informationen: www.greenmarck.com

Franz Kollmannsperger
Geschäftsführer der Greenmarck Capital Advisors GmbH

Änderungen im Bereich der Vergütung von Bankmitarbeitern geplant

„Die Vergütung der Mitarbeiter von Banken soll nach dem Willen des Gesetzgebers zukünftig an einer nachhaltigen Entwicklung des Instituts ausgerichtet sein."

Im Zuge der weltweiten Finanzkrise sind insbesondere die Vergütungssysteme für die Mitarbeiter von Banken und Versicherungen als Auslöser der Krise ausgemacht worden. Die Bundesregierung sieht hier Handlungsbedarf und beabsichtigt daher, Änderungen im Kreditwesengesetz (KWG) und im Versicherungsaufsichtsgesetz (VAG) vorzunehmen.

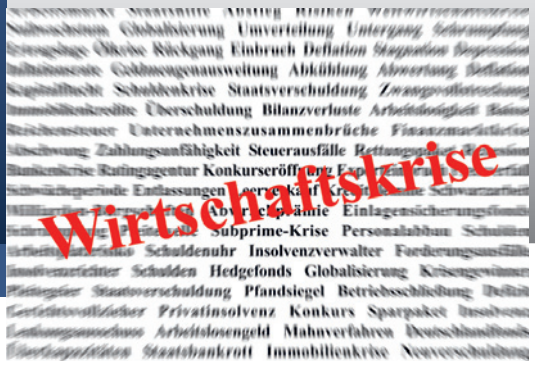
Leitlinie der Entlohnung sollen danach zukünftig sowohl im Bereich der Banken als auch im Bereich der Versicherungen „angemessene, transparente und auf eine nachhaltige Entwicklung des Instituts ausgerichtete Vergütungssysteme für Geschäftsleiter und Mitarbeiter" sein. Die näheren Einzelheiten sollen dabei aus Gründen der Flexibilität in zwei die KWG/VAG Novellen begleitenden Rechtsverordnungen des Bundesministeriums der Finanzen geregelt werden.

Die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) wird zudem ermächtigt, die Auszahlung variabler Vergütungsbestandteile zu untersagen oder auf einen bestimmten Anteil des Jahresergebnisses zu beschränken. Diese Untersagungsbefugnis wird dadurch flankiert, dass Kreditinstitute und Versicherungsunternehmen dieser Kompetenz der BaFin durch entsprechende Regelungen in den vertraglichen Vereinbarungen mit ihren Mitarbeitern Rechnung tragen müssen.

Nach den Vorstellungen der Bundesregierung gilt diese Befugnis der BaFin und Verpflichtung der Kreditinstitute und Versicherungsunternehmen gleichermaßen für zukünftig abzuschließende Anstellungs- oder Arbeitsverträge, hat aber auch Einfluss auf bereits bestehende Verträge, soweit dort zukünftig zu zahlende variable Vergütungsanteile betroffen sind. Sofern der Entwurf der Bundesregierung wie vorgeschlagen in Kraft tritt, besteht also auf anstellungs- bzw. arbeitsvertraglicher Basis erheblicher Regelungs- bzw. Änderungsbedarf. ■■

Florian Schiermeyer
Hermann RWS Hermann Jobe & Partner
Widenmayerstr. 16, 80538 München
schiermeyer@hermann-jobe.com
Tel: +49(0)89 / 210 19 91-0

Die Wirtschaftskrise in Zahlen



Höhe der von Arcandor AG beantragten Staatsbürgschaften *(in Mio. EUR)* **650**
Höhe der Arcandor AG gewährten Staatsbürgschaften *(in Mio. EUR)* **0**
Voraussichtliche Insolvenzforderungen aus Unternehmensinsolvenzen im August 2009 *(in Mio. EUR)* **4.336**
Voraussichtliche Insolvenzforderungen aus Unternehmensinsolvenzen im September 2009 *(in Mio. EUR)* **42.565**
Xetra-Schlusskurs der Aktie der Arcandor AG am 08.06.2009 *(in EUR)* **1,06**
Xetra-Schlusskurs der Aktie der Arcandor AG am 09.06.2009 *(in EUR)* **0,55**
Xetra-Schlusskurs der Aktie der Arcandor AG am 01.09.2009 *(in EUR)* **0,24**

Prozentsatz der AAA-Tranchen von RMBS-Verbriefungen seit 2005,
die in Deutschland bisher down geratet worden sind **3**
Prozentsatz der AAA-Tranchen von RMBS-Verbriefungen seit 2005,
die in USA bisher down geratet worden sind **82**

Zahl der insolventen Kreditinstitute auf dem US-amerikanischen Markt im Jahr 2008 ..... **25**
Zahl der insolventen Kreditinstitute auf dem US-amerikanischen Markt im Jahr 2009 ..... **140**
Zahl der gemäß FDIC-Watch-List 2009 als bedroht eingestuften Kreditinstitute **702**

Durchschnittliche Rendite der aktuellen zehnjährigen Griechenlandanleihe in Prozent **10,26**
Durchschnittliche Rendite der aktuellen zehnjährigen Bundesanleihe in Prozent **3,10**

Ergebnis der Herbstauktion des Auktionshauses Christie's 2007 *(in Mio. US-Dollar)* **917**
Ergebnis der Herbstauktion des Auktionshauses Christie's 2009 *(in Mio. US-Dollar)* **395**

Anzahl der gegen den Finanzbetrüger Bernard Madoff verhängten Haftjahre **150**
Anzahl der Anwälte, die weltweit im Interesse von Geschädigten mit dem Fall befasst waren **5.000**
Geschätzter Schaden des Betrugsskandals Madoff *(in Mrd. US-Dollar)* **65**
Anzahl der im Zuge der Beschlagnahme des Privatvermögens
von Ruth Madoff gezählten Schuhpaare **2.200**