

## Lasset die Banken zu ihnen kommen

Gläubiger von Krisenfirmen tun sich schwer, Kredite in Beteiligungen umzuwandeln. Dabei lässt das deutsche Recht mehr zu, als man denkt

HORTENSE TRENDLENBURG

Schaeffler ist der bekannteste Fall, aber er ist bei Weitem nicht der einzige: Mehr und mehr Banken denken darüber nach, ihre notleidenden Kredite per Debt-Equity-Swap in Beteiligungen an Unternehmen umzuwandeln. Dahinter steckt nicht der Wunsch, selbst unternehmerische Verantwortung zu übernehmen.

Oft wird in Deutschland beklagt, dass ein Debt-Equity-Swap gegen den Willen der Altgesellschafter nicht möglich ist. Der neue Gesellschafter kann außerdem eine unangenehme Überraschung erleben, wenn bei einer Kapitalerhöhung seine Forderungen in eine Beteiligung am Unternehmen umgewandelt werden. Der wirtschaftliche Wert der Forderungen, der meist weit unter dem Nominalwert liegt, kann nachträglich als nicht ausreichend angesehen werden, um die Kapitalerhöhung zu decken. Die Differenz muss der Gesellschafter dann selbst zahlen. Diese wenig attraktive Aussicht hält vor allem ausländische Investoren von Debt-Equity-Swaps in Deutschland ab.

Die Haftung für die Wertdifferenz ist in dieser Form ein spezifisch deutsches Problem. Aber auch in anderen europäischen Ländern kann der Investor nicht gegen den Willen der Altgesellschafter als Miteigentümer beim Unternehmen einsteigen, vor allem nicht im Vorfeld der Insolvenz. Viele halten das für eine unbillige Benachteiligung der Gläubiger und fordern, zumindest in der Insolvenz nach US-amerikanischem Vorbild den (Zwangs-)Verkauf der Beteiligung an der Gesellschaft zu ermöglichen. Damit möchte man die – wenigen – Fälle lösen, in denen es Probleme gibt, weil bei den derzeit üblichen Einzelübertragungen (Asset-Deals) die Vertragspartner ihre Zustimmung nicht erteilen. Bei der Übertragung einzelner Verträge muss der Vertragspartner zustimmen. Wird die Beteiligung am Unternehmen übertragen, gehen die Verträge automatisch mit.

### Abbreckende Geierfonds

Es verwundert also nicht, dass der Ruf nach dem Gesetzgeber erklingt und dass er mit der Wirtschaftskrise immer lauter wird. Die Bundesregierung scheint bei der Krisenbekämpfung sämtliche Register zu ziehen, auch zu einer Reform der Debt-Equity-Swaps bei insolventen Unternehmen gibt es Überlegungen. In unmittelbarer Zukunft sind indes keine Änderungen zu erwarten. Man ist sich der Probleme auf dem Gebiet in Deutschland bewusst, hat aber auch das abschreckende Beispiel der sogenannten Geierfonds vor Augen. Vor allem in den USA treten sie zunächst als Käufer von notleidenden Krediten auf. Eigentlich wollen sie das kreditnehmende Unternehmen aber möglichst billig übernehmen.

Die Kritik an der aktuellen komplizierten Rechtslage ist zum guten Teil berechtigt. Man verliert dabei aber leicht aus den Augen, dass es

wie für die meisten Probleme auch für dieses Lösungen gibt.

Das gilt auch für die Haftung für die Wertdifferenz der Forderungen. Das Problem entsteht nämlich nur dann, wenn man eine Kapitalerhöhung nach angloamerikanischem Vorbild durchführt. Eine Kapitalerhöhung lässt sich aber in den meisten Fällen umgehen, indem man die Unternehmensbeteiligung direkt vom Altgesellschafter erwirbt. Wenn der neue Gesellschafter seine Forderungen in die Rücklage der Gesellschaft einbringt, ist das wirtschaftlich ein Debt-Equity-Swap, bei dem die oben genannten Haftungsgefahren nicht bestehen.

Es lohnt sich also, Strukturen an deutsche Verhältnisse anzupassen, statt sie unbesehen zu übernehmen.

### Optionsrechte als Ausweg

Schwerer zu lösen ist das Problem, dass ein Debt-Equity-Swap in Deutschland gegen den Willen des Gesellschafters nicht möglich ist. Unternehmen wissen genau, dass die Banken eine Insolvenz und die damit verbundene Abschreibung scheuen. Die Kooperationsbereitschaft der Altgesellschafter ist entsprechend begrenzt.

Aber auch hier kann Abhilfe geschaffen werden: Banken oder andere Gläubiger können sich frühzeitig (und spätestens bei den Verhandlungen über die Fortsetzung des Engagements) ein Optionsrecht auf die Anteile an dem finanzierten Unternehmen einräumen lassen.

Früher vermied man solche Optionen schon deswegen, weil sie das Risiko erhöhen, dass der Kreditgeber als Quasigesellschafter angesehen wird. Diese Gefahr besteht bei einem allzu intensiven Engagement aber ohnehin. Bis vor Kurzem hatte das zur Folge, dass die Gläubiger von kriselnden Unternehmen in Kredite nicht zurückfordern konnten – selbst wenn das Unternehmen nicht insolvent war. Das Risiko, aufgrund der Optionen schlechter behandelt zu werden als andere Gläubiger, besteht aber seit Inkrafttreten der GmbH-Reform im November 2008 nur noch im Fall der Insolvenz des Unternehmens. Auch diese Gefahr ist nicht zu vernachlässigen. Dank erstaunlich großzügiger neuer Urteile des Bundesgerichtshofs kann man sie aber durch geschickten Einsatz von Konzernstrukturen deutlich verringern.

Man sieht: Auch nach jetziger Rechtslage geht mehr, als man zu nächst denkt. Was bleibt, sind steuerliche Erwägungen. Wenn auf Forderungen verzichtet wird, deren wirtschaftlicher Wert niedriger ist als der nominelle Wert, kann das zu steuerlichen Problemen führen – die sich aber meistens lösen lassen.

Schwieriger wird es, wenn steuerliche Verlustvorträge der Gesellschaft untergehen, weil ein neuer Investor mit substanzialer Beteiligung einsteigt. Wirtschaftlich ist das meist kein Faktor, der die Investition zum Scheitern bringen würde. Trotzdem ist es aus Sicht des Unternehmens und des Investors ärgerlich.

Hier ist Besserung in Sicht: Der Gesetzgeber plant insbesondere beim Verlustvortrag steuerliche Änderungen, um Sanierungen in der Krise zu erleichtern.

HORTENSE TRENDLENBURG ist

Rechtsanwältin bei Solicitor in England und Wales und Partnerin bei der Kanzlei Taylor Wessing Partnerschaftsgesellschaft.

## IMPRESSUM

Die Financial Times Deutschland ist überregionales Pflichtblatt aller acht deutschen Wertpapierbörsen.

**Sprecher des Chefredakteurskollegiums:** Steffen Klusmann

**Chefredakteur:** Stefanie Burgmaier (Börse Online), Dr. Nikolaus Förster (Impulse), Steffen Klusmann (Capital), **Stellvertretende Chefredakteur:** Sven Clausen (FTD), Gereon Kruse (Börse Online), Alexander Mayerhofer (Impulse), Paul Prandl (Capital), Stefan Wegel (FTD)

**ArtDirector:** Dominik Arndt, Carsten Lüdemann (Stv.)  
**Geschäftsführende Redakteur:** Isabelle Arnold  
**Chef von Dienstleistungen:** José Kálik, Sven Sorgenfrey (Stv.)

**Bildchef:** Peter Raffler, José Blanco (Stv.)  
**Unternehmen:** Guido Warlimont (verantwortl.), Claus Gorgs (Stv.), Jörn Paterka (Stv.)  
**Politik:** Andreas Thyssen (verantwortl.)  
**Finanzen:** Tim Bartz

limited and used under license. The Financial Times Limited is neither the publisher of nor responsible for the content of this publication.

**Vertrieb:** DTV Deutscher Pressevertrieb  
Leitung: Ralf Giese, Diesterweg 1-3, 20355 Hamburg  
**ISSN 1615-4118**

**Nachdruckrechte/Syndication:** Picture Press Bild- und Textagentur GmbH, Koordination: Petra Martens; Anfragen: Nicole Wulff, Tel. 040/37 03 94 01.

**GzW Wirtschaftsmagazin GmbH & Co. KG** Stubbekuh 3, 20459 Hamburg  
Tel.: 040/319 90 0, Fax: 310

„Financial Times“, Financial Times Deutschland und „FTD“ are registered trade marks of The Financial Times

# Irans willige Helfer

Nicht nur die deutsche Politik, auch deutsche Unternehmen haben eine besondere Verantwortung für Israel. Doch viele von ihnen ignorieren dies und nutzen damit dem Regime in Teheran

VON BENJAMIN WEINTHAL

Haben deutsche Unternehmen eine besondere Verantwortung für die Sicherheit Israels? Es ist nicht nur ein Testfall für die Politik, dem Aufruf des gerade unter äußerst zweifelhaften Umständen wiedergewählten iranischen Präsidenten Mahmud Ahmadinedschad etwas entgegenzusetzen, Israel von der Landkarte zu tilgen. Auch mittelständische Firmen und große Konzerne, die im Iran aktiv sind, stehen dabei in der Pflicht. Da deutsche Unternehmen ihrer Verantwortung aber nicht ausreichend nachkommen, muss die Politik sie gesetzlich dazu zwingen, die Wirtschaftsbeziehungen mit dem Regime zu beenden.

Ungeachtet der Sanktionen des Uno-Sicherheitsrats wegen des iranischen Atomwaffenprogramms sind nach wie vor viele deutsche Unternehmen im Iran tätig. Der Industrieexperte Lindt engagiert sich beim Aufbau der Infrastruktur für den Energiesektor – angesichts der begründeten Zweifel am friedlichen Charakter des Atomprogramms eine heikle Branche. 2008 betrug Lindts Umsatz im Irangeschäft 89 Mio. €. Die Bundesregierung, die zugleich an der Seite der fünf ständigen Mitglieder des Uno-Sicherheitsrats im Atomstreit Druck auf Teheran ausübt, unterstützte den Dax-Konzern mit Hermes-Exportbüros in Höhe von 16,5 Mio. €.

Auch andere deutsche Großunternehmen sehen im Iran einen Geschäftspartner wie Siemens. Der Mischkonzern Siemens erklärt auf Nachfrage, er habe „keine besondere Verantwortung

für Israel“, da Siemens „eine internationale Verantwortung“ habe. Beim Stahlkonzern ThyssenKrupp sieht man zwar, dass Deutschland eine besondere Verantwortung für Israel hat. Bei der Frage, ob dies auch für Unternehmen gilt, windet man sich jedoch. Andere Konzerne wie MAN verwenden die Aufarbeitung ihrer NS-Vergangenheit als Entlastungsgrund, um sich vor der gegenwärtigen Verpflichtung gegenüber den Überlebenden des Holocaust und deren Nachfolgegeneration zu drücken.

Wie problematisch Geschäfte mit dem Iran sind, zeigt der Fall Siemens. Die Münchner machten 2008 im Iran einen Umsatz von 438 Mio. €, unter anderem mit der Lieferung moderner Überwachungstechnologie. Nach Einschätzung von Sicherheitsexperten kann diese Technologie gegen Minderheiten und Oppositionelle im Iran wie auch gegen Israel eingesetzt werden.

Tatsache ist: Deutsche Unternehmen sind der Schlüssel zur Beendigung des iranischen Atomprogramms. Michael Teckuss, früher Geschäftsführer der Deutsch-Iranischen Industrie- und Handelskammer in Teheran, schätzt, dass 75 Prozent aller kleinen und mittelständischen Betriebe im Iran mit deutscher Technologie ausgestattet sind und die Iraner „durchaus auf deutsche Ersatzteile und Zulieferer angewiesen sind“. Im Klartext: Russen und Chinesen – beides wichtige Partner des Iran – können deutsche Firmen nicht ersetzen.

Wer Handel mit dem Iran treibt, mag das Gesprächsangebot von US-Präsident Barack Obama an Teheran als Signal verstehen, dass enge Wirtschaftsbeziehungen erwünscht seien. Doch das Gegenteil ist der Fall: Die Obama-Regierung hat erst im März die bestehenden Sanktionen gegen den Iran verlängert. Zudem plant der Kongress eine Ausdehnung der Sanktionen auf europäische Firmen, die mit dem Iran Geschäfte machen.

In einer zu Recht hochgelobten Rede hat Bundeskanzlerin Angela Merkel 2008 vor dem Knesset betont, dass die historische Verantwortung Deutschlands für Israel Teil der deutschen Staatsräson sei. Mit Blick auf den Atomstreit fügte Merkel hinzu: „Das heißt, die Sicherheit Israels

ist für mich als deutsche Bundeskanzlerin niemals verhandelbar, und wenn das so ist, dann dürfen das in der Stunde der Bewährung keine leeren Worte bleiben.“

In einem krassen Missverhältnis dazu steht manches Verhalten der Bundesregierung. So unterstützte Wirtschaftsstaatssekretär Hartmut Schauerte vergangenes Jahr ein Geschäft des Anlagenbauers Steiner-Prematechnik-Gastec mit dem Iran im Volumen von 100 Mio. €. Zwar signalisierte Merkel, dass der Deal nicht in ihrem Sinne sei und dass es über die Exportverbote hinaus für Unternehmen so etwas wie eine moralische Verpflichtung gebe. Dieser Appell stößt bei deutschen Firmen und im Bundeswirtschaftsministerium aber auf taube

Ohren: 2008 ist der deutsche Handel mit dem Iran im Vorjahresvergleich um 10,5 Prozent gestiegen. Unter Federführung des Wirtschaftsministeriums vergab die Bundesregierung Hermes-Bürgschaften über 133 Mio. € an deutsche Firmen, um das Exportgeschäft mit dem Iran abzusichern.

Hinzu kommt, dass die deutsch-iranischen Wirtschaftsbeziehungen zum großen Teil intransparent sind. Weder Unternehmen noch die Regierung wollen die Begünstigten der Exportbürgschaften oder die Aktivitäten der im Iran tätigen Firmen preisgeben. Es ist besorgniserregend, dass 2008 die Genehmigung des Ministeriums von 39 Anträgen zur Ausfuhr sogenannter Dual-Use-Güter, die zivil und militärisch genutzt werden können, für keinerlei Aufregung sorgte.

Vorbild für ein härteres deutsches Außenhandelsgesetz könnte der amerikanische Iran Sanctions Act sein, der sich gegen iranischen Energiesektor investiert. Zudem sollte etwa der Münchener Rück untersagt werden, die Transporte von Handelsschiffen in den Iran zu versichern. Auch im Maschinenbau, einem verwundbaren Sektor für das Regime, sollte die Politik das Geschäft beenden. Schließlich sollte die Bundesregierung keine Hermes-Bürgschaften mehr für den Iranhandel gewähren. Wer seine Reden und die Sorgen der Uno über Irans Nuklearpläne ernst nimmt, darf nicht nur an wirtschaftliche Interessen denken.

BENJAMIN WEINTHAL ist Deutschlandkorrespondent der „Jerusalem Post“.

# Die Wegguck-Kanzlerin

Angela Merkel unterschätzt die Krise – und versäumt es dadurch, sie entschlossen zu bekämpfen



WOLFGANG MÜNCHAU

Kürzlich in der Talkshow von Maybrit Illner erzählte Angela Merkel sichtlich erleichtert, dass sich die Konjunktur auf dem Wege der Besserung befindet. Merkel kündigte an, beim nächsten G20-Gipfel der großen Industrie- und Entwicklungsländer werde Bilanz gezogen. Es ist immer wieder erstaunlich, wie wenig die Bundeskanzlerin von der Dynamik dieser Krise versteht. In Berlin denkt man offenbar, das Schlimmste sei vorüber, nur weil man ein vermeintlich tolles Bad-Bank-Gesetz auf den Weg gebracht und Opel gerettet hat.

Dabei ähnelt diese Krise einem tot geglaubten Übeltäter aus einem Horrormovie, der sich unerwartet wieder aufrichtet und zum Messer greift wie einst Glenn Close in „Eine verhängnisvolle Affäre“. In den letzten zwei Jahren gab es mehrere solche Phasen, in denen man das Schlimmste hinter sich wühlte: im Oktober 2007, im Februar 2008, im Sommer 2008 – und jedes Mal kam ein Rückschlag. Ich erwarte, dass der Sommer 2009 nicht anders sein wird.

Die jüngsten Konjunkturdaten sind schon nicht mehr ganz so ermutigend. Der Welthandel hat sich von seinem Absturz im Winter nicht einmal ansatzweise erholt. Überall erleben wir momentan fatale Rückkopplungsprozesse zwischen Realwirtschaft und Finanzsektor. Die Rezession führt zu einem Anstieg der Insolvenzen, was die Banken belastet, die ihrerseits mit Kreditzurückhaltung reagieren, was wiederum die Rezession verschärmt. Die Krise wird noch bis weit in das Jahr 2010 andauern.

### Erst wird es schlimmer ...

Die amerikanischen Häuserpreise müssen erst auflöhren zu fallen, was die Voraussetzung dafür ist, dass das Geschäft mit der Verbriefung wieder anspringt. Gleichzeitig wird man die Banken sanieren müssen. Beides ist Voraussetzung dafür, dass wieder Kredite fließen. Und das wiederum ist Voraussetzung für eine Konjunkturerholung. Bis dahin ist es noch ein weiter Weg.

In Deutschland werden mit an Sicherheit grenzender Wahrscheinlichkeit noch mindestens zwei Horrorszenerarien eintreten. Das erste ist eine massive Kreditklemme, die die deut-

sche Wirtschaft in den nächsten Monaten zu spüren bekommt. Das zweite ist ein sehr hoher Anstieg der Arbeitslosigkeit bis auf fünf Millionen im Winter 2010/2011.

Was muss Deutschland also unternehmen? Noch mehr Konjunkturprogramme? Nein. Ich würde Folgendes an erste Stelle setzen:

Das Grundübel der Krise aus deutscher Sicht sind die strukturell hohen Exportüberschüsse. Dadurch ist das Land anfälliger für Schwankungen in der Weltkonjunktur. Und schlimmer noch: Die Exportüberschüsse haben auf Umwegen die Banken geschwächt. Da Leistungsbilanzüberschüsse nichts anderes sind als ein Überschuss an nationalen Ersparnissen (das Leistungsbilanzdefizit ist die Differenz zwischen nationaler Ersparnis und Investiertem), ist es kein Wunder, dass gerade deutsche Banken so tief im Schlamassel hängen. Sie haben die überschüssigen Ersparnisse in ausländische Wertpapiere investiert. China tat das ebenso. Nur haben die Chinesen etwas konservativer geockt, indem sie US-Staatsanleihen kauften.

Der Wahlkampf erstickt jede ernsthafte Debatte über Maßnahmen gegen die Krise

Die erste strukturelle Maßnahme, die wir in Deutschland daher treffen müssen (und in China auch), ist eine Reduzierung der Exportabhängigkeit und eine Politik zur Stärkung des inländischen Konsums. Sonst geht es uns wie Japan seit den 90er-Jahren.

Die zweite strukturelle Maßnahme ist eine echte Bereinigung des Bankensystems – keine Pseudomaßnahme wie das nun geplante Bad-Bank-Gesetz. Eine echte Bereinigung kann nicht auf dem Prinzip der Freiwilligkeit beruhen. Wir müssen mit den Banken realistische Stresstests durchführen, veröffentlichen und, wenn nötig, die Banken zur staatlichen Rekapitalisierung zwingen. Die Konsolidierung der Landesbanken sollte ebenfalls Priorität haben. Ein Bad-Bank-Gesetz für die Landesbanken ohne Konsolidierungszwang wäre die schlech-

teste aller Lösungen. Dann wäre auf absehbare Zeit die letzte Chance vertan, eine Bereinigung zu erzwingen.

Die dritte Maßnahme wäre eine weitreichende Reform der europäischen Wirtschaftspolitik, insbesondere ihrer Krisenmechanismen. Hier reicht die informelle und zumeist ungenügende Zusammenarbeit in der Euro-Gruppe der Finanzminister nicht aus. Wenn wir in der nächsten Krise wieder den Binnenmarkt zurückschrauben so wie jetzt, dann ist die Europäische Währungsunion ernsthaft in Gefahr.

### ... bevor es noch schlimmer wird

In diesem Zusammenhang sollte man sich auf europäischer Ebene auch überlegen, was es bedeutet, wenn Deutschland jetzt vorzeitig den Haushalt ausgleicht, Frankreich aber nicht folgt. Falls die großen Euro-Länder sich nicht stärker absprechen, wird es sehr starke Spannungen geben, die ebenfalls die Zukunft der europäischen Währungsunion infrage stellen.

Zusätzlich sollte die EU einen politischen Plan zur Erweiterung des Euro-Raums nach Osten bereithalten, um eine kurzfristige Destabilisierung abzuwenden. In Letztend droht eine Wirtschaftskrise, die sich binnen kürzester Zeit auf den Rest Europas ausweiten könnte.

Diese drei Maßnahmen sollten der Kern einer Strategie sein, um sicherzustellen, dass es nach der Krise wieder ein hohes Maß an Wachstum geben kann. Man kann es mit Wahlkampf abtun, dass alle drei Themen momentan nicht auf irgendeiner politischen Prioritätenliste stehen. Aber ich habe das Gefühl, dass es das auch nach der Wahl nicht tun werden. Merkel hat Gefallen daran gefunden, dass Deutschland Export- und Sparweltmeister ist; der Föderalstaat verhindert die Bereinigung der Banken; und die Notwendigkeit einer Koordinierung in Europa wird von unserem zunehmend deutsch-nationalen politischen Establishment nicht gesehen.

Ich gönne Frau Merkel die Wiederwahl allein deswegen, weil sie dann entweder gezwungen sein wird, sich mit dieser Krise ernsthaft auseinanderzusetzen, oder weil man sie dann für ihre Versäumnisse verantwortlich machen wird. Das wird leider wohl erst nach der Wahl passieren, und das, obwohl die wirtschaftliche und soziale Katastrophe jetzt schon absehbar ist.

E-MAIL: munchau@eurointelligence.com

WOLFGANG MÜNCHAU ist FTD- und FT-Kolumnist. Er leitet den Informationsdienst Eurointelligence.com.