

Schwerpunkt Forderungsmanagement

Asset Management in der Immobilieninsolvenz

Als Mitte des vergangenen Jahrzehnts Gewerbeimmobilien ein begehrtes Investment waren, wurden bei ihrem Erwerb mitunter erwartete Mietsteigerungen eingepreist. Auch der Fremdkapitaleinsatz war hoch. Doch einige dieser Darlehen, die jetzt zur Anschlussfinanzierung anstehen, müssen neu strukturiert und mit mehr Eigenkapital unterlegt werden. Doch nicht alle Business-Pläne haben sich erfüllt. Sollte jedoch ein Kredit notleidend werden, wächst die Gefahr, dass Instandhaltungen am Gebäude verzögert oder unterlassen werden. Dies kann soweit gehen, dass die Nutzer ihre Mietzahlungen kürzen oder ausziehen. Um das zu verhindern, raten die Autoren, dass der Kreditgeber den Asset Manager selbst mit der Betreuung des Objekts beauftragt. (Red.)

Viele Akteure der Immobilienwirtschaft rechnen seit geraumer Zeit mit einer Renaissance der Non-Performing Loans (NPL) und den damit verbundenen Portfoliotransaktionen. So schätzt Ernst & Young den deutschen NPL-Markt auf 750 Milliarden Euro. Hiervon entfallen etwa 60 Milliarden Euro auf den deutschen Gewerbeimmobilienmarkt in den Jahren 2013 und 2014. Dies liegt nicht zuletzt darin begründet, dass derzeit etliche Immobilienfinanzierungen aus den überhitzten Jahren ab 2005 auslaufen und auf Basis der verschärften Eigenkapital- beziehungsweise Liquiditätsanforderungen gemäß Basel III neu bewertet werden müssen.

Viele Marktteilnehmer warten auf die großen Portfolio-Transaktionen als Opportunitäten jedoch vergeblich. Bei Banken und Eigentümern ist die Erkenntnis gereift, dass die deutsche Insolvenzordnung (InsO), die auch jüngst durch das Gesetz zur weiteren Erleichterung der Sanierung von Unternehmen (ESUG) novelliert wurde, und eine Zusammenarbeit zwischen erfahrenem Asset Manager und Insolvenzverwalter eine gute Möglichkeit bietet, um aus notleidenden Immobilien-Portfolios noch ein Maximum des eingesetzten Kapitals zurückzugewinnen. Der Artikel stellt dar, welche Optionen im Umgang mit NPL-Portfolios existieren und welche Leistungen Gläubiger, aktiver Insolvenzverwalter und professioneller Asset Manager erbringen müssen, um ein Immobilienportfolio erfolgreich zu restrukturieren.

im Wesentlichen die Stundung der Darlehensraten sowie gegebenenfalls den Versuch der Darlehensrestrukturierung beziehungsweise die Umschuldung bedeutet. Nur selten führt dies zu dauerhaftem Erfolg, weil Änderungen der Dienstleister-, Steuer- und Portfoliostruktur ausbleiben.

Der Forderungsverkauf stellt für den Gläubiger ebenfalls eine Möglichkeit dar, da so sämtliche Risiken an den Käufer übertragen werden und für eine sofortige Liquiditätszufuhr gesorgt wird. Auf der anderen Seite droht hier die höchste Abschreibung.

Die Verbriefung bietet dem Gläubiger die Chance, das Risiko zu diversifizieren und die Eigenkapitalkosten zu reduzieren. Im Gegenzug verliert der Gläubiger jedoch an direktem Einfluss auf das Immobilienportfolio.

Bei der Gründung eines Joint Ventures eröffnet der Darlehensgeber einem vertrauensvollen Partner die Möglichkeit eines Co-Investments. Dieser Joint-Venture-Partner kann dabei ein Private-Equity-Partner oder auch ein Asset Manager sein, der das Workout des Portfolios übernimmt. Beide Seiten partizipieren an der Wertsteigerung des Portfolios.

Es besteht darüber hinaus die Option für den Gläubiger, das Eigentum zu erwerben, also das Portfolio „in die eigene Bilanz“ zu übernehmen. Der Gläubiger übernimmt zwar alle Risiken, verschafft sich damit aber auch Handlungsspielräume, die einem in Zahlungsschwierigkeiten geratenen Eigentümer meist nicht mehr zur Verfügung stehen. Beim Halten und Verwerten steht der Gläubiger vor der Frage, ob er das Workout selbst vornimmt oder einem professionellen Asset Manager überträgt.

Ein großer Verlust des eingesetzten Kapitals droht bei der Verwertung der Sicherheiten im Wege der Zwangsversteigerung. Diese kann außerhalb oder im Rahmen eines Insolvenzverfahrens durchgeführt werden. Bei einer Zwangsversteigerung ist darüber hinaus mit einer jahrelangen Verfahrensdauer zu rechnen.

Bei den Alternativen vier bis sechs kann sich für den Gläubiger eine direkte Über-

Die Autoren

Dr. Anja Disput

Partnerin, Taylor Wessing, Frankfurt am Main



Dr. Stephan Seilheimer

Associate Director und Head of Policies & Procedures/Audit, Bilfinger Real Estate Argoneo GmbH, Frankfurt am Main



Optionen im Umgang mit NPL-Portfolios

Fallen wichtige Mieter aus oder sinken die Bewertungsergebnisse mit der Folge, dass der Eigentümer weiteres Eigenkapital einsetzen muss, kann ein Immobilienportfolio kippen. Grundsätzlich eröffnen sich für Gläubiger folgende Möglichkeiten im Umgang mit NPL:

- (1) Stillhalten,
- (2) Forderungsverkauf,
- (3) Verbriefung,
- (4) Beteiligung mittels eines Joint Ventures mit/ohne Insolvenzverfahren,
- (5) Halten und Verwerten (Workout) mit/ohne Insolvenzverfahren,
- (6) Zwangsversteigerung mit/ohne Insolvenzverfahren.

Die zunächst einfachste Art im Umgang mit einem NPL ist das Stillhalten, welches

nahme oder aber eine Übernahme erst nach Durchführung des Insolvenzverfahrens anbieten. In der Praxis hat sich gezeigt, dass ein geregeltes Insolvenzverfahren durchaus vorteilhaft sein kann.

Sind zum Beispiel die noch vorhandenen Vermögenswerte gefährdet, kann es wirtschaftlich die beste Lösung sein, zeitnah das vorläufige Insolvenzverfahren einzuleiten, um sowohl den Zugriff des Schuldners als auch der weiteren Gläubiger auf das Vermögen zu kontrollieren. Das Insolvenzverfahren führt dann zu einem geordneten Ablauf, in dem ein notleidendes Immobilienportfolio erfolgreich restrukturiert und sogar noch für die Immobilien wichtige Investitionen möglich werden.

Ablauf des Insolvenzverfahrens

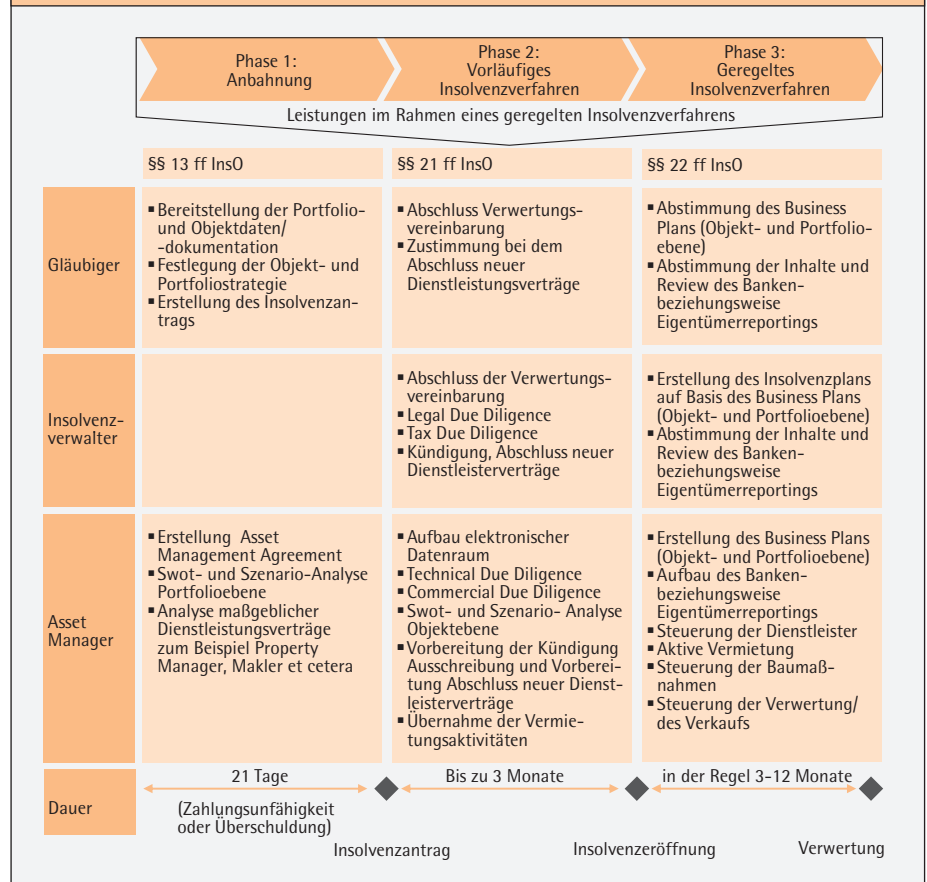
Grundsätzlich lässt sich das deutsche Insolvenzverfahren in drei Phasen unterteilen. Die Anbahnungsphase ist meist das klassische Default-Szenario des Darlehens und endet mit der Insolvenzantragstellung. Dieser Antrag kann entweder vom Schuldner selbst, aber auch vom Gläubiger gemäß § 13 Abs. 1 InsO gestellt werden. Die Phase des vorläufigen Insolvenzverfahrens beginnt mit der Annahme des Insolvenzantrages durch das Insolvenzgericht und endet mit der Eröffnung des geregelten Insolvenzverfahrens.

Mit Eröffnungsbeschluss ernennt das Gericht den Insolvenzverwalter, dem nun die Verfügungsbefugnis über das Vermögen obliegt. Sämtliche Leistungen sind gegenüber dem Insolvenzverwalter zu erbringen. Das Insolvenzverfahren endet regelmäßig mit der Verwertung des Immobilienportfolios durch Veräußerung an den Gläubiger selbst beziehungsweise einen externen Dritten.

Phase 1: Anbahnungsphase

Gerade in der Anbahnung des Insolvenzverfahrens geht oft wichtige Zeit verloren. Häufig ist dem finanzierenden Gläubiger auf Basis des Reportings und der darin enthaltenen Verstöße gegen Regelungen aus dem Darlehensvertrag (Covenant Breaches) schon lange bewusst, dass das Portfolio in Schieflage geraten ist und in der bestehenden Mieter-, Dienstleister- und Finanzierungsstruktur die Defizite nicht zu beheben sind. Um bei solchen Anzei-

Abbildung 1: Ablauf eines Insolvenzverfahrens



chen schnell die richtige Entscheidung zu treffen, gilt es, das Portfolio effizient zu analysieren. Ziel ist dabei die Minimierung der Verlustrisiken. Dies wird der Gläubiger meist nicht selbst übernehmen können, sodass ein Dritter, regelmäßig der Asset Manager, ins Boot geholt wird.

Deutet sich also die Schieflage an, muss in einem ersten Schritt der Gläubiger dem zu beauftragenden Asset Manager wesentliche Portfolio- und Objektdaten sowie -dokumente zur Verfügung stellen, um eine Bestandsaufnahme zu ermöglichen. Hierzu gehören unter anderem bestehende Finanzierungsverträge, Businesspläne, Mieterbestandslisten (Rent Roll) und maßgebliche Kostenverträge. Der Asset Manager erstellt eine erste Swot-Analyse des Portfolios anhand eines dezidierten Bewertungskatalogs.

Anschließend erfolgt eine erste Klassifizierung der Immobilien hinsichtlich der unterschiedlichen Exit-Szenarien: Fire-Sale, Aufbereitung und Verkauf oder Halten und Stabilisieren. Durch den Asset Manager werden wesentliche Verträge wie zum Beispiel der des Property Managers oder des mit der Vermietung betrauten Maklers auf Marktkonformität

geprüft. Auch kann ein qualifizierter Asset Manager auf Basis seiner Tätigkeiten in anderen Portfolios einen Vorschlag zur Bestellung des Insolvenzverwalters unterbreiten. Sollte dieser Vorschlag dann in Phase 2 von dem vorläufigen Gläubigerausschuss aufgegriffen werden, kann das Gericht nur mit Begründung von diesem Vorschlag abweichen.

Im den weiteren Phasen des Insolvenzverfahrens können und sollten diese Erkenntnisse Berücksichtigung finden. So bieten zum Beispiel die §§ 217 ff InsO die Möglichkeit, durch die Aufstellung eines Insolvenzplans über Verwertungsmöglichkeiten oder den Zeitpunkt der Verwertung Vereinbarungen zu treffen. Ein solcher Plan erfordert genaue Kenntnisse des Bestands und die Zusammenarbeit zwischen Asset Manager, Gläubiger, Schuldner und Insolvenzverwalter.

Aus Gläubigersicht kann es sich daher anbieten, aufbauend auf seinen Kenntnissen aus der Bestandsaufnahme, gemeinsam mit dem Asset Manager die Initiative bei der späteren Planaufstellung zu ergreifen. Weiterhin bietet das Insolvenzverfahren eine Vielzahl von gesetzlichen Möglichkeiten, die beste-

henden und nicht wirtschaftlichen Verträge, die unter Umständen die Schieflage erst ausgelöst haben, unabhängig von einer langfristigen Laufzeit, zu beenden.

Phase 2: Vorläufiges Insolvenzverfahren

Im vorläufigen Insolvenzverfahren wird das Gericht das Schuldnervermögen begutachten lassen und darüber hinaus Sicherungsmaßnahmen für das Vermögen des Schuldners gemäß § 21 InsO treffen. Das Gericht kann dem Schuldner ein allgemeines Verfügungsverbot auferlegen und einen vorläufigen Insolvenzverwalter bestellen, wenn dies verhältnismäßig erscheint. Häufig wird zunächst ein Sachverständiger zur Begutachtung bestellt. Je nach der Bilanzsumme, den Umsätzen und Arbeitnehmeranzahl des Schuldners ist auch ein vorläufiger Gläubigerausschuss gerichtlich zu bestellen.

Bestellt das Gericht einen vorläufigen Insolvenzverwalter, können dessen Aufgaben und rechtliche Befugnisse unterschiedlich ausgestaltet sein. Im Wesentlichen lässt sich zwischen einem „schwachen“ und einem „starken“ vorläufigen Insolvenzverwalter unterscheiden. Bei dem „schwachen“ vorläufigen Insolvenzverwalter verbleibt die Verwaltungs- und Verfügungsbefugnis beim Schuldner.

Der Schuldner muss aber für Verfügungen über sein Vermögen die Zustimmung des Insolvenzverwalters einholen. Ohne diese Zustimmung vorgenommene Verfügungen sind grundsätzlich

unwirksam. Im Falle des „starken“ vorläufigen Insolvenzverwalters erlegt das Gericht gleichzeitig dem Schuldner ein allgemeines Verfügungsverbot gemäß § 22 InsO auf. Die Verwaltungs- und Verfügungsbefugnis über das Vermögen geht auf den vorläufigen Insolvenzverwalter über, wobei dieses Vorgehen nicht der Regelfall ist. Die Legitimation des Insolvenzverwalters erfolgt am einfachsten über die Kopie des Beschlusses über die Anordnung der vorläufigen Insolvenzverwaltung.

Die erste Aufgabe des (vorläufigen) Insolvenzverwalters ist die Analyse des Schuldners respektive des Portfolios und die Inbesitznahme der Insolvenzmasse, also die juristische und steuerliche Prüfung (Legal and Tax Due Diligence) des Portfolios, die in komplexen Situationen Spezialisierung und Erfahrung erfordert. Grundlage für die Prüfung des Insolvenzverwalters sowie der technischen und kaufmännische Prüfung (Technical und Commercial Due Diligence) durch den Asset Manager sind die Erstellung eines elektronischen Datenraums. Dieser wird durch den Asset Manager bereitgestellt und befüllt.

Die Swot-Analyse auf Portfolioebene in der Anbahnungsphase wird durch den Asset Manager nun auf Objektebene heruntergebrochen. Der Asset Manager legt besonderes Augenmerk auf die Optimierung bestehender Dienstleisterverträge. Insbesondere werden durch den Asset Manager die Verträge des Property Managers, Maklers, Facility Managers und der Gebäudeversicherung hinsichtlich bestehender Kosten-Benchmarks und redundanter Leistungen analysiert, gekündigt, gepoolt auf Portfolioebene ausgeschrieben und in Abstimmung dem

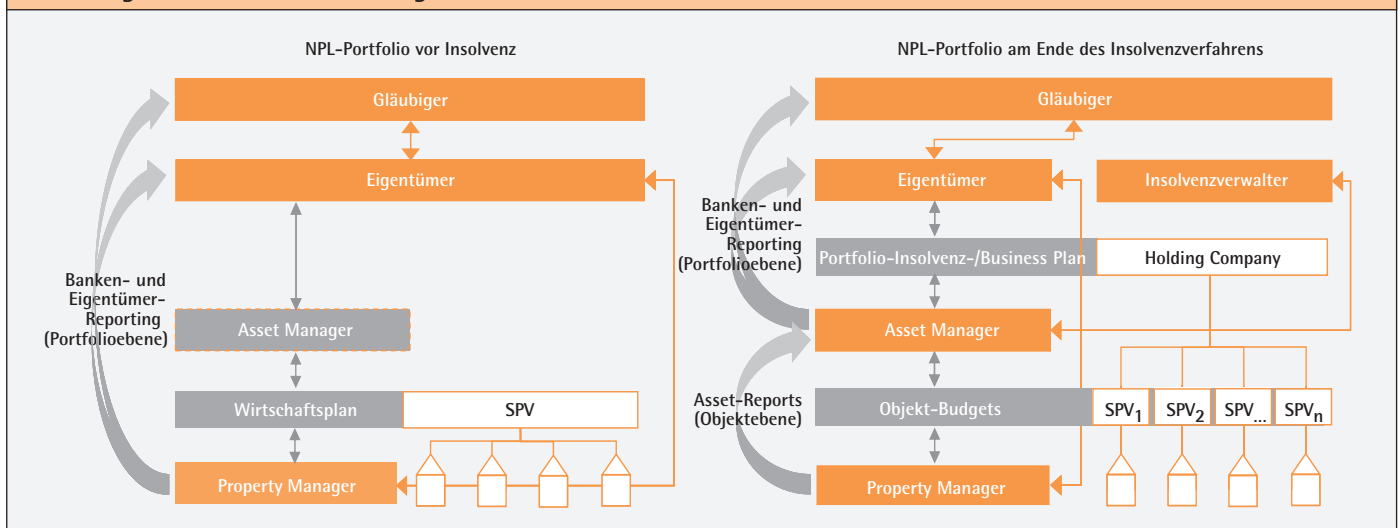
Insolvenzverwalter und den Gläubigern neu vergeben.

Auf Kostenseite lassen sich hier in der Regel deutliche Einsparungspotenziale heben. Auf der Ertragsseite muss es vorrangliches Ziel des Asset Managers sein, den Cash-Flow durch den Abschluss neuer Mietverträge und die Verlängerung bestehender Mietverträge zu stabilisieren. Dabei ist aber nicht nur das formale Verfahren entscheidend, sondern auch Feingefühl im Umgang, insbesondere mit den Mietern, gefragt. Die Information über die Eröffnung des vorläufigen Insolvenzverfahrens über ein Portfolio verbreitet sich schnell bei den Mietern. Nicht selten werden Mietzahlungen infolgedessen nicht mehr oder nur in Teilen geleistet.

Mit der direkten Kontaktaufnahme des Asset Managers zu einzelnen Mietern etabliert sich der Asset Manager als zentraler Ansprechpartner für alle mietvertragsrelevanten Themen. Ein gemeinsames Auftreten von Insolvenzverwalter und Asset Manager bei Ankermietern kann Vorbehalte der Mieter gegenüber den neuen Ansprechpartnern und den Bedenken, dass „sich nun keiner mehr um die Immobilie kümmert“ schnell zerstreuen.

Gerade weil die Verwertung der als Darlehenssicherheit dienenden Grundstücke durch die § 165 InsO sowohl von dem Insolvenzverwalter als auch von dem Gläubiger betrieben werden kann, zeigt die Erfahrung, dass die wirtschaftlich optimale Verwertung im Einvernehmen zwischen Gläubiger und Insolvenzverwalter unter Moderation des Asset Managers erzielt wird. Regelmäßig erfolgt der Abschluss einer Verwertungsverein-

Abbildung 2: Rolle des Asset Managers in der Immobilieninsolvenz



barung mit den absonderungsberechtigten Gläubigern.

Phase 3: Geregelt Insolvenzverfahren

Das Insolvenzgericht eröffnet nach Abschluss des vorläufigen Verfahrens das geregelte Insolvenzverfahren durch Beschluss. Mit Eröffnung des Insolvenzverfahrens geht in jedem Fall die Verwaltungs- und Verfügungsbefugnis von dem Schuldner auf den Insolvenzverwalter gemäß § 80 InsO über. Der Schuldner bleibt zwar Eigentümer des Immobilienportfolios, kann auf dieses aber nicht mehr direkt einwirken. Eine Ausnahme hiervon ist die nun mögliche Eigenverwaltung, bei der der Schuldner die Verfügungsbefugnis behält, ihm aber ein Sachwalter an die Seite gestellt wird, um den Schuldner zu „überwachen“.

Die Abgrenzung der offenen Forderungen in die drei Phasen erfordert in den meisten Fällen eine tiefgreifende und aufwändige Aufarbeitung der Mietbuchhaltung. Die Ergebnisse der Legal, Tax, Technical und Commercial Due Diligence auf Objekt- und Portfolioebene werden beziehungsweise sind derweil zentral bei dem beauftragten Asset Manager gesammelt. Sie fließen als Ertrags- oder Kostenposition in den Insolvenz-Business-Plan ein.

Auf Basis seiner lokalen Marktkenntnis und Kennwerten aus Vergleichsobjekten unterbreitet der Asset Manager dem Gläubiger respektive dem Insolvenzverwalter im Rahmen des Insolvenz-Business-Plans pro Objekt Annahmen für die (Auf-)Vermietung, für umlegbare und nicht-umlegbare Kosten, für Investitionen sowie sonstiger Annahmen (Marktmieten, Mietwachstum, Kosten für Mieterausbauten, externe Maklerkosten, Vervielfältiger et cetera). Auf Basis von Szenario-Analysen wird der ideale Verkaufs- beziehungsweise Exit-Zeitpunkt pro Objekt ermittelt.

Aus den prognostizierten Mieteinnahmen zum Exit-Zeitpunkt unter Berücksichtigung der Vermietungsannahmen lässt sich der Bruttoverkaufspreis pro Objekt und somit des gesamten Portfolios ermitteln. Unter Umständen macht es Sinn, den durch den Asset Manager ermittelten Verkaufspreis gegen das Gutachten eines externen Wertgutachters abzugleichen. Die verschiedenen Annahmen und Szenarien werden mit dem Insolvenzverwalter und dem Gläu-

biger in einem Roll Up diskutiert. An dessen Ende steht ein zwischen allen drei Parteien abgestimmter Insolvenz-(Business)Plan. Darauf basierend werden Intervall und Inhalte eines regulären Eigentümer- respektive Gläubigerreportings sowie notwendige Zusatzinvestitionen koordiniert. Dabei aggregiert ein monatliches Reporting sämtliche Daten auf Mieteneinheitenebene bis zur Objektbeziehungsweise Portfolioebene hoch.

Im Idealfall erfolgt schließlich die Veräußerung zum vereinbarten Zeitpunkt und führt durch die optimierte Verwertung zu einem akzeptablen Ergebnis für die Beteiligten. Grundlage hierfür bildet der durch den Asset Manager erstellte Datenraum. Die Beantwortung offener Fragen des Insolvenzverwalters und Gläubigers erfolgt durch den Asset Manager im Rahmen eines strukturierten Q & A-Prozesses. Nach der Erlösverteilung beschließt das Insolvenzgericht die Aufhebung des Insolvenzverfahrens. Ist der Gläubiger selbst am Erwerb interessiert und verwirklicht diesen auch, steht ihm danach die Möglichkeit offen, das vom Asset Manager generierte Upside-Potential des Portfolios zu verwirklichen. Auch nach der Veräußerung kann der Asset Manager auf die vorhandenen Erkenntnisse zurückgreifen und eine reibungslose Weiterentwicklung des Portfolios gewährleisten.

Handlungsfähigkeit zurückgewinnen

Ist ein Immobilienportfolio in Schieflage geraten, sind die Akteure oft handlungsunfähig. Der Schuldner ist nicht mehr in der Lage, notwendige Investitionen vorzunehmen, der Gläubiger selbst hat keinen direkten Zugriff. Das Insolvenzverfahren unter früher Einbindung eines qualifizierten Asset Managers bietet vielfältige Möglichkeiten, ein NPL-Portfolio umzustrukturieren und sich von nicht funktionierenden Verträgen zu trennen.

Die Datenbasis für die Objektkenntnis und den Business-Plan bereitet der Asset Manager vor, der sich auch für die Umsetzung der darin getroffenen Annahmen verantwortlich zeichnet. Übernimmt der Gläubiger oder ein Dritter das Portfolio mit einem realistischen Business-Plan für die nächsten Jahre, können so die bestehenden Strukturen aufgebrochen und zumindest in Zukunft wieder schwarze Zahlen geschrieben werden.

Kaufverträge rechtssicher abschließen

Die mittlerweile 7. Auflage dieses Standardwerks ist durchgängig aktualisiert und jetzt ausschließlich auf Kaufverträge hin ausgerichtet. Da deutsche Unternehmen etwa zwei Drittel ihrer Auslandsgeschäfte in Staaten der EU tätigen, wird verstärkt auf geschäftliche Aktivitäten innerhalb des Europäischen Binnenmarktes eingegangen. So bietet der Band Hilfestellung bei der Abfassung internationaler Kaufverträge, die eine der wichtigsten Grundlagen von Unternehmensgeschäften sind.

Die beiliegende CD-ROM enthält zahlreiche Vertragsmuster, teils zum direkten Bearbeiten am eigenen PC, sowie einige grundlegende Gesetzes- und Verordnungstexte.

Vertragsgestaltung im Auslandsgeschäft

Von Christoph Graf von Bernstorff.
7., aktualisierte Auflage 2013.
344 Seiten, gebunden,
mit CD-ROM. 49,00 Euro.
ISBN 978-3-8314-0849-8.



Fritz Knapp Verlag

60046 Frankfurt | Postfach 11 11 51
Telefon (069) 97 08 33-21
Telefax (069) 707 84 00
E-Mail: vertrieb@kreditwesens.de
www.kreditwesens.de