



SdK e.V. • Hackenstr. 7b • 80331 München

Newsletter 7

Stellungnahme zum Insolvenzplan der WGF AG

Sehr geehrte Damen und Herren,

wir möchten Ihnen heute die aus unserer Sicht kritischsten Punkte des Insolvenzplans der WGF erläutern und Ihnen kurz unsere Vorstellung bezüglich des zukünftigen Insolvenzverfahrens vorstellen.

Die Idee des Insolvenzplans

Der Insolvenzplan sieht vor, dass die Gläubiger der WGF AG auf einen Großteil Ihrer Forderungen verzichten. Im Gegenzug würden die Gläubiger bis zum 31.12.2015 einen so genannten Ausgleichsbetrag erhalten. Den Ausgleichsbetrag kann die WGF AG über den Verkauf der als Sicherheiten für die Anleihen dienenden Immobilien und Projektentwicklungen Erlösen. Als Verkaufspreis wird der Kaufpreis angesetzt, d.h., man geht davon aus, dass man die Immobilien zu demselben Preis veräußern kann, wie man diese erworben hat. Eine derartige Auszahlung steht allerdings unter der Bedingung, dass der WGF stets eine Liquidität von €2,5 Mio. zur Verfügung steht. Sollte der Verkaufspreis über dem Einstandspreis liegen, geht das überschüssige Geld zu Gunsten der WGF AG, und wird nicht an die Anleihehaber ausgeschüttet. Für die Anleihehaber beträgt der Ausgleichsbetrag insgesamt rund 42,4 Mio. Euro. Daraus sollen sich bis zum 31.12.2015 für die einzelnen Anleihen folgende Rückzahlungsquoten bezogen auf den Nennwert der Anleihen ergeben:

WKN	A0LDUL	WGFH04	WGFH05	WGFH06	WGFH07	WGFH08
Quote	22,6%	26,4%	21,3%	14,9%	14,5%	1,5%

SdK-Geschäftsführung
Hackenstr. 7b
80331 München
Tel.: (089) 20 20 846 0
Fax: (089) 20 20 846 10
E-Mail: info@sdk.org

Vorsitzender
Dipl.-Kfm.
Hansgeorg Martius

Publikationsorgane
AnlegerPlus
AnlegerPlus News

Internet
www.sdk.org
www.anlegerplus.de

Konto
Commerzbank
Wuppertal
Nr. 80 75 145
BLZ 330 403 10
IBAN:
DE3833040310080751450
BIC:
COBADEFF330

Vereinsregister
München
Nr. 202533

Steuernummer
143/221/40542

USt-ID-Nr.
DE174000297

Gläubiger-ID-Nr.
DE83ZZZ00000026217



Neben dem überschüssigen, den Ausgleichsbetrag übersteigenden Verkaufserlösen, sollen die Anleihegläubiger auch der Freigabe von ca. 6,9 Mio. Euro zustimmen, die auf Treuhandkonten zu Gunsten der Anleiheinhaber gesperrt sind. Durch den stressfreien Verkauf der Immobilien und der Projekte in einem Fortführungsszenario sollen die erzielbaren Erlöse weit über denen in einem Liquidationsszenario, in dem die Treuhänder die Immobilien verwerten würden, liegen. Der Unterschied zwischen einer Liquidation (38,3 Mio. Euro) und einer stressfreien Abwicklung (57,6 Mio. Euro) soll laut Insolvenzplan dabei ca. 19,3 Mio. Euro betragen. Von diesen höheren Erlösen sollen jedoch nur 4,1 Mio. Euro im Rahmen des Ausgleichsbetrags bis Ende 2015 an die Anleiheinhaber. Die restlichen 15,2 Mio. Euro sollen an die WGF AG fließen, damit diese das seit 2009 eingeschlagene Geschäftsmodell Projektfinanzierung weiterhin betreiben kann und neue Immobilienprojekte finanzieren kann. Die Gesellschaft geht laut Insolvenzplan davon aus, dass dadurch in den Jahren 2014 – 2022 Gewinne auf Ebene der WGF AG erzielt werden können. Diese Gewinne sollen dann über zwei Besserungsscheine an die Inhaber der Anleihen fließen. Die genaue Ausgestaltung der Besserungsscheine finden Sie im Insolvenzplan auf Seite 17. Über diese Besserungsscheine sollen vom 1.1.2014 bis zum 31.12.2022 folgende Zahlungen auf die einzelnen Anleihen gezahlt werden:

WKN	A0LD UL	WGFH0 4	WGFH0 5	WGFH0 6	WGFH0 7	WGFH0 8
Zahlung (in €)	8,8 Mio.	10,3 Mio.	12,2 Mio.	11,1 Mio.	2,8 Mio.	0,5 Mio.

Somit ergäbe sich laut Insolvenzplan aus den Rückzahlungen aus der Verwertung der Immobilien, der Projekte und der über die Besserungsscheine erwarteten Zahlungen an die Gläubiger folgende Gesamtrückzahlungsquote auf die einzelnen Anleihen:

WKN	A0LDUL	WGFH04	WGFH05	WGFH06	WGFH07	WGFH08
Quote	39,7%	42,2%	49,8%	40,1%	45,1%	38,8%

Die Quote für eine Verwertung im Wege einer Liquidation der Gesellschaft wird im Insolvenzplan ebenfalls dargestellt. Da in diesem Szenario die Immobilien und Projekte sehr zügig verkauft werden müssten, wird davon ausgegangen, dass die erzielbaren Verkaufspreise weit unter denjenigen im Fortführungsszenario liegen würden. Somit ergäbe sich für die Anleiheinhaber nur folgende Rückzahlungsquote:



WKN	A0LDUL	WGFH04	WGFH05	WGFH06	WGFH07	WGFH08
Quote	20,3%	23,7%	19,1%	13,3%	13,0%	1,4%

Auf den ersten Blick **scheint** also die Zustimmung zu dem vorgelegten Insolvenzplan für alle Beteiligten vorteilhaft, da alle eine Besserstellung gegenüber dem Status quo erreichen.

Zukünftiges Geschäftsmodell fraglich

Die SdK kann dem jedoch **nicht** zustimmen. Zunächst fällt auf, dass ein Großteil der Rückzahlungsansprüche aus dem Besserungsschein resultiert. Um die Besserungsscheine bedienen zu können, müssen in Zukunft jedoch entsprechende Gewinne aus den Immobilienprojekten, welche die WGF AG in Zukunft durchführen will, erwirtschaftet werden. Damit hierfür genügend Kapital zur Verfügung steht, sollen die Anleihehaber auf einen Teil der relativ sicheren Erlöse aus dem Verkauf der Immobilien und der bestehenden Projekte verzichten. Laut Insolvenzplan beträgt dieser Verzicht 15,2 Mio. Euro. Durch die Investition dieser 15,2 Mio. Euro in profitable Immobilienprojekte sollen in den kommenden neun Jahren so viele Gewinne erwirtschaftet werden, die es der WGF AG ermöglichen, u.a. 45,6 Mio. Euro an die aktuellen Anleihehaber über die beiden Besserungsscheine ausschütten zu können. An dieser Stelle sei noch einmal darauf verwiesen: Die Gewinne stammen **nicht** aus der Fertigstellung der bereits begonnenen Immobilienprojekte, sondern aus der Investition in neue Projekte. Aus Sicht der SdK ist es jedoch sehr fraglich, ob eine Gesellschaft, die das Geschäftsmodell Immobilienprojektierung erst seit 2009 betreibt, die auch im Falle einer Zustimmung zum Insolvenzplan nicht sehr kapitalkräftig sein dürfte und ferner in der Vergangenheit es nicht geschafft hat, im Geschäftsbereich Bestandsimmobilien Gewinne zu erwirtschaften (warum auch immer sei an dieser Stelle dahingestellt), nun ausgerechnet in der Zukunft eine nachhaltige Verzinsung des eingesetzten Eigenkapitals von über 10% erreichen soll. Mit welchen Projekten genau dies erreicht werden soll, ist dem Insolvenzplan auch nicht zu entnehmen.

Die SdK lehnt es daher ab, dass Gelder der Anleihehaber in ein „quasi start-up Unternehmen“ gesteckt werden, dessen handelnde Personen in der Vergangenheit keine Erfolge vorzuweisen hatten.

Die SdK könnte sich daher allenfalls mit einem Stufenmodell anfreunden, wonach neue Projekte mit Zustimmung der Anleihegläubiger erst durchgeführt werden dürfen, wenn die Verwaltung durch die Fertigstellung der bestehenden Projektportfolios unter Beweis gestellt hat, dass die Gesellschaft das Projektgeschäft auch versteht.



Kein „weiter so“ mit den bisherigen Organen

Der Insolvenzplan sieht neben der bereits beschriebenen Investition in das Geschäftsmodell vor, dass in Zukunft die Geschäfte der WGF AG und deren Tochtergesellschaften weiterhin von den bisherigen Organen der Gesellschaft geführt werden sollen. Zur Verstärkung im Bereich Projektierung soll Herr Dipl. Ing. Martin Rühlemann als weiteres Vorstandsmitglied bestellt werden. Aus Sicht der SdK ist dies nicht nachvollziehbar. Warum bestellt man ein weiteres Vorstandsmitglied für den Bereich Projektierung, wenn die bisherigen Mitglieder des Vorstandes angeblich bereits umfangreiche Kompetenzen in diesem Bereich vorzuweisen haben? Ferner gibt es aus Sicht der SdK gewisse Anhaltspunkte, dass die bisherigen Organe gegen die Anleihebedingungen und gegen geltendes Recht verstoßen haben, und somit die Anleihehaber geschädigt haben. Daher ist es aus Sicht der SdK nicht nachvollziehbar, mit den bisherigen Organen weiterzuarbeiten. Es gilt vielmehr, eventuelle Schadensersatzansprüche gegen die handelnden Personen zu prüfen und gegebenenfalls geltend zu machen. Gleiches gilt aus Sicht der SdK für den Sicherheitentreuhänder. Dieser hat in der Vergangenheit aus Sicht der SdK seine Pflichten nicht ordentlich erfüllt. Nach gegenwärtigem Informations- und Kenntnisstand wurden die „Verkaufserlöse“ aus Immobilien, die Anleihen als Sicherheit dienten, zur Bezahlung von Anleiheverbindlichkeiten, die gerade nicht durch die verkauften Immobilien besichert waren, sowie für Investitionen in Immobilienprojekte mit einem anderen Risikoprofil verwandt. Da dem Sicherheitentreuhänder bei einer Fortführung der Gesellschaft eine große Rolle zukommt (Siehe S. 42 des Insolvenzplans), ist aus Sicht der SdK nur dann eine Fortführungslösung tragbar, wenn zuvor der Sicherheitentreuhänder ausgetauscht wird. Auch hier gilt: Gegen den aktuellen Sicherheitentreuhänder müssen eventuell vorhandene Schadensersatzansprüche geprüft und gegebenenfalls geltend gemacht werden.

Ungerechte Chancenverteilung

Das aus Sicht der SdK größte Problem am Insolvenzplan ist jedoch die aus Sicht der SdK nicht gerechte Chancenverteilung. So sollen die Anleihegläubiger, denen auf Grund der Besicherung ihrer Forderungen im Falle einer Liquidation der Gesellschaft der Großteil der zur Verteilung verfügbaren Mittel zustehen, im Rahmen der beiden Besserungsscheine zwischen 50% und 75% des durch die WGF AG erzielten Jahresüberschusses bis einschließlich 2022 erhalten. Sollte es jedoch gelingen, die WGF AG wieder nachhaltig profitabel zu machen, so würden die Gewinne nach dem Jahr 2022 den Eigentümern der WGF AG zufließen, auch wenn die Anleihehaber bis dahin nicht ihre gesamten Forderungen zurückerhalten haben und große Verluste, laut Insolvenzplan würden diese bei allen Anleihen bei über 50% des ursprünglich investierten Nominalkapitals liegen, erleiden. Rechnet man die ausgefallenen Zinsen mit ein, so würde der Verlust sogar auf über 70%



steigen. Ferner besteht durch die im Insolvenzplan gewählte Konstruktion der Anreiz, die Jahresüberschüsse bis zum Jahr 2022 „klein zu rechnen“, um so keine Ausschüttungen an die Anleihehaber leisten zu müssen. Als weiterer Punkt kommt hinzu, dass die Inhaber von Genussscheinen der WGF AG gem. § 225 Abs. 1 InsO behandelt werden sollen. Dies ist gleichbedeutend mit dem vollen Verlust des investierten Kapitals. Da die Genussscheine jedoch gegenüber den Eigentümern der WGF AG vorrangig sind, ist nicht ersichtlich, warum diese gegenüber den Eigentümern schlechter gestellt werden sollten.

Das im Insolvenzplan vorgelegte Modell sieht aus Sicht der SdK Chancen fast ausschließlich zu Gunsten der Eigentümer der WGF AG vor, während die Risiken bei den Anleihehabern zu finden sind. Daher lehnen wir die vorgesehene Konstruktion ab.

Technische Details

Daneben werfen aus Sicht der SdK einige technische Details im Falle der Fortführung der Gesellschaft große Fragen auf. So heißt es im Zusammenhang mit der Veräußerung der Immobilien im Fortführungsszenario auf Seite 42 wie folgt:

„Sollte der zu erzielende Kaufpreis negativ von dem historischen Kaufpreis abweichen, ist dies wirtschaftlich nachvollziehbar zu begründen oder durch ein Gutachten eines externen Sachverständigen zu belegen. Durch den Sicherheitentreuhänder ist im Rahmen der Prüfung der Sicherheitenfreigabe ist die Abweichung nachzuvollziehen und zu genehmigen. Die Versagung der Löschungsbewilligung durch den Sicherheitentreuhänder darf jedoch nur dann erfolgen, wenn ein besserer Kaufpreis durch den Sicherheitentreuhänder oder auf Veranlassung des Sicherheitentreuhänders nachweisbar ist.“

Aus Sicht der SdK ist die vorliegende Formulierung, dass der Sicherheitentreuhänder nur dann einem Verkauf zu einem aus seiner Sicht nicht fairem Verkaufspreis zustimmen darf, wenn er selbst einen Käufer mit einem höheren Gebot präsentieren kann, bzw. ein entsprechendes Gutachten vorlegen kann, viel zu unbestimmt. Es muss aus unserer Sicht klar geregelt werden, in welchem Zeitraum er ein eventuelles Gutachten vorlegen muss oder einen anderen Interessenten präsentieren muss. Ferner muss geregelt sein, wie die Bemühungen und Aufwendungen des Sicherheitentreuhänders vergütet werden würden falls dieser ein besseres Angebot aufreiben würde.

Ebenfalls auf Seite 42 des Insolvenzplans heißt es:

„Der über den Liquidationswert (Anm.: Der Liquidationswert entspricht dem ursprünglichen Kaufpreis der Immobilie) hinausgehende Kaufpreisanteil wird jeweils an die Schuldnerin zur freien Verfügung ausbezahlt – unter Maßgabe, dass diese Beträge zur Umsetzung der im Fortführungskonzept gemäß Punkt 1.3.6 ff. dargestellten Maßnahmen verwendet wird.“

Dies ist aus Sicht der SdK aus Gläubigerperspektive ebenfalls nicht zu akzeptieren. Der darüber hinausgehende Kaufpreis muss (zum überwiegendem Teil) den besicherten Anleihegläubigern zu Gute kommen. Sonst würden die Gläubiger nur den Ausgleichsbetrag in Höhe von 42,4 Mio. Euro erhalten, und das Investment in die neue WGF würde bei über den als geplant ausfallenden Immobilienerlösen viel höher ausfallen als im Insolvenzplan ausgeführt wurde.

Ein weiteres Problem ergibt sich aus Sicht der SdK aus der auf Seite 43 hervorgehenden Regelung. Dort heißt:

„Daneben steht es der Schuldnerin jederzeit frei, die Grundpfandrechte aus den erwirtschafteten sonstigen Mitteln durch Zahlung der Liquidationswerte an den Sicherheitentreuhänder abzulösen.“

Dies ist aus Sicht der SdK nicht akzeptabel, da zu viel Spielraum zu Gunsten der WGF AG besteht. Da das Insolvenzverfahren eröffnet worden ist, müssen die Gläubiger den maximal erzielbaren Betrag aus der Verwertung der Immobilien erzielen. Ein „Herauskaufen“ der Gläubiger zu Liquidationswerten ist nicht akzeptabel, zumal aus Sicht der SdK nicht deutlich geregelt ist, ob die Schuldnerin auch dann zum Liquidationswert erwerben darf, wenn der am Markt erzielbare Preis höher wäre. Außerdem ist es eine schwer erträgliche Vorstellung, dass die „Sicherheitengläubiger“ durch (teilweisen) Verzicht auf die Erlösauskehrung ihre eigene Entscheidung zu Liquidationswerten in einem „Nichtliquidationsszenario“ finanzieren.

Ferner ist im Insolvenzplan (S. 45f.) vorgesehen, die Handelbarkeit der Anleihen zu beenden.

Aus Sicht der SdK ist dies nicht nachvollziehbar. Es gibt gerade bei kleineren Investoren oft unvorhergesehenen Liquiditätsbedarf (Krankheit, Familienprobleme, Unfall, etc.). Um diesen zu stillen, kann auch ein Verkauf der WGF Anleihen zu niedrigen Kursen notwendig sein. Es ist daher nicht ersichtlich, warum man einer Beendigung der Notierung der Anleihen zustimmen sollte.



Auch die vorgesehene Regelung auf Seite 50 des Insolvenzplans, dass „die Kosten der Verteilung zu Lasten der jeweiligen Gläubiger“ gehen sollen, ist nicht nachvollziehbar. Gerade für Anleihehaber mit kleineren Volumina kann dies zu einer weiteren im Verhältnis deutlichen finanziellen Belastung führen. Die SdK lehnt daher auch eine solche Regelung ab.

Neben diesen genannten Problemen bestehen noch weitere, die wir an dieser Stelle nicht weiter ausführen möchten.

Fazit: Aktueller Insolvenzplan nicht Zustimmungsfähig

Es bleibt jedoch festzuhalten: Aus unserer Sicht begünstigt der vorgelegte Insolvenzplan die Eigentümer und die Organe der Gesellschaft, da diese eine „zweite“ Chance erhalten, mit dem Geld der Anleihegläubiger eine „neue“ WGF im Bereich Immobilienprojektierung aufzubauen. Das dies nachhaltig von Erfolg gekrönt sein wird, darf aus Sicht der SdK bezweifelt werden. Die Anleihehaber erhalten im Gegenzug für die Bereitschaft, an der Fortführung der Gesellschaft mitzuwirken, hingegen kaum Chancen eingeräumt. So sind die vorgesehenen Besserungsscheine kaum etwas wert, da diese durch Bilanzierungspolitik „ausgehobelt“ werden können. Ferner soll die Geschäftsführung weiterhin in den Händen derjenigen liegen, denen die Anleihegläubiger diese katastrophale Situation zu verdanken haben und gegen die eventuell sogar Schadensersatzansprüche bestehen. Hinzu kommt, dass die Genusscheininhaber das investierte Geld komplett verlieren sollen, während die Eigentümer der WGF ohne auch nur einen weiteren Cent in die Gesellschaft zu stecken die Anteile behalten sollen. Die ist nicht sachgerecht und wohl nur dem Umstand zu verdanken, dass ein Organwalter, der den Insolvenzplan mit gestaltet hat, auch Miteigentümer der WGF AG ist.

Alternative Lösungsvorschläge der SdK

Die SdK erkennt durchaus an, dass eine Fortführung der Gesellschaft zumindest für den Zeitraum bis zur Fertigstellung der bereits begonnenen Projektentwicklungen bis zu einem Stadium der profitablen Veräußerbarkeit durchaus Sinn machen kann. Ferner dürften somit die Bestandsimmobilien in einem Fortführungsszenario etwas höhere Verkaufserlöse generieren können, als wenn die Immobilien im Wege einer Verwertung durch den Sicherheitentreuhänder zwangsverwertet werden. Ob man jedoch wirklich zusätzliche Millionen in das Geschäftsmodell Immobilienprojektierung stecken muss, um so einen Teil der Verluste wieder gut machen zu können, noch dazu mit dem bisherigen Organwalter der Gesellschaft, ist aus Sicht der SdK zweifelhaft. Dies würde vielmehr dem Verhalten eines Spielsüchtigen gleichen, der immer wieder spielt, denn beim nächsten Mal wird er ja sicherlich auch gewinnen. Die SdK schlägt daher vor, das Unternehmen zunächst bis zum Abschluss aller laufenden Immobilienprojekte fortzuführen, und während



dessen die Bestandsimmobilien zu Gunsten der Anleihehaber zu veräußern. Dabei soll ein fester Prozentsatz (ca. 80%) des Veräußerungserlös der Bestandsimmobilien zu Gunsten der Anleihehaber gezahlt werden, und ein weitaus kleinerer Prozentsatz der WGF AG zufließen. Die aktuell zu Gunsten der Anleihehaber gebundene Liquidität in Höhe von 6,9 Mio. Euro könnte zunächst der WGF AG zur Aufrechterhaltung des Geschäftsbetriebes und zur weiteren Finanzierung der Projektentwicklungen zufließen. Voraussetzung hierfür ist jedoch: Anstatt von Besserungsscheinen erhalten die Gläubiger das Eigentum und die volle Kontrolle über die WGF AG. Dies kann entweder im Wege eines so genannten „Debt-to-Equity Swaps“ (Die Anleihehaber würden somit Aktien der WGF AG erhalten) oder über eine Treuhandlösung (Die derzeitigen Eigentümer übertragen die Aktien der WGF AG auf einen Treuhänder, der diese zu Gunsten der Anleihehaber hält) erzielt werden. Die bisherigen Eigentümer könnten das Eigentum und die Kontrolle über Gesellschaft dann wieder zurückerhalten, wenn diese an die Anleihehaber den vollständigen ausstehenden Nominalwert der Anleihen inklusive der entgangenen Zinsen zahlen. Bis dahin würden eventuelle Gewinne der WGF AG bzw. aus der Verwertung der Aktien der WGF AG voll den Gläubigern der WGF AG zustehen. Um dem/den jetzigen Eigentümern der WGF AG aber auch einen gewissen Anreiz zu bieten, sollen diese im Falle eines Debt-to-Equity-Swaps 6% der Anteile behalten.

Darüber hinaus sollte auch die Option erwogen werden, ob substitutiv oder parallel. Ferner ist es aus Sicht der SdK nötig, dass ehemalige Organwalter der WGF AG in Zukunft keine geschäftsführenden Positionen mehr innehaben. Ferner muss der Treuhänder ausgetauscht werden.

Ob die WGF AG in Zukunft weitere Immobilienprojektierungen angehen sollte, muss aus Sicht der SdK dann auch nicht in den kommenden Wochen entschieden werden. Dies kann je nach Verlauf der bestehenden Immobilienprojekte auch in ein oder zwei Jahren erfolgen. Sollten die Projekte erfolgreich abgeschlossen werden, könnten die Anleihehaber dann zu einem späteren Zeitpunkt erneut über die Zukunft entscheiden.

Die SdK wird den oben skizzierten Weg gegenüber den Eigentümern, dem Insolvenzverwalter und den anderen Gläubigern vertreten. Um diesen Weg gehen zu können, ist es aus unserer Sicht nötig, dass die einzelnen Anleihen von professionellen Vertretern repräsentiert werden. Daher wird sich die SdK auf der Gläubigerversammlung für die Wahl von jeweils einem gemeinsamen Vertreter je Anleihe einsetzen. Aus dem Vorstand der SdK werden wir hierzu Herrn Rechtsanwalt Markus Kienle vorschlagen. Aktuell sind wir noch in Gesprächen mit allen Parteien, um gemeinsam eine Zukunft für die WGF AG finden zu können und so viel wie möglich an Rückzahlungen für die WGF Anleihehaber generieren zu können.



Für Fragen stehen wir unseren Mitgliedern gerne unter info@sdk.org oder unter 089 / 2020846-0 zur Verfügung.

München, den 5.4.2013
Schutzgemeinschaft der Kapitalanleger e.V.

Hinweis: Die SdK hält Anleihen der WGF AG!