

Liquidität als Überlebensbedingung: Der Zusammenbruch der Signa-Gruppe sowie investorenseitige Lehren für das Engagement in illiquiden Anlageklassen

Roland Rupprechter¹

August 2026

Abstract

Gegenstand dieser Arbeit ist der Zusammenbruch der Signa-Gruppe in den Jahren 2023 bis 2026 — der größte Insolvenzfall der jüngeren österreichischen Wirtschaftsgeschichte: Über alle Verfahren wurden Forderungen von rund 28 Milliarden Euro angemeldet. Die vorliegende Arbeit untersucht aus der Sicht eines Finanzanalysten und ausschließlich auf Grundlage öffentlich zugänglicher Informationen, ob eine höhere Liquiditätshaltung den Zusammenbruch verhindert hätte — und was der Fall über Anlagen mit schwierigem Ausstieg, Klumpenrisiko, Bewertungsspielräumen und hoher Fremdkapitalquote lehrt.

Die Analyse zeichnet die Konzernstruktur mit ihren rund tausend Gesellschaften nach, beschreibt die Mittelhereinnahme über Großinvestoren, Anleihen, besicherte Objektkredite und Genussscheine und würdigt die in Medienrecherchen und Analysen beschriebene Wechselwirkung von konzerninternen Mieten, Aufwertungen nach dem beizulegenden Zeitwert und darauf gestützter Kreditaufnahme. Das Ergebnis der kontrafaktischen Prüfung lautet: Mehr Liquidität hätte den Zusammenbruch in seiner konkreten Form — als unkontrollierte Kaskade von Insolvenzen ab November 2023 — wahrscheinlich verhindert oder erheblich abgemildert; ohne geringeren Hebel bzw. Fremdkapital,

¹Roland Rupprechter, Economic Research, R&B Wealth Management, Kreuzgasse 1a, 6850 Dornbirn; Member Austrian Association for Financial Analysis and Asset Management. Email: roland.rupprechter@rbvm.at. *Erklärung zum Einsatz von KI-Tools:* Diese Arbeit entstand unter punktuelltem Einsatz der KI Claude (Anthropic). Inhaltliche Kernleistungen – darunter die Forschungsfrage, das Ziel, die Methodik, die Datenanalyse, sämtliche Berechnungen sowie das Fachwissen und das Layout – wurden vom Autor komplett eigenständig erbracht. Claude diente unter Anleitung als Assistenzwerkzeug zur Unterstützung bei der Recherche, zur Textkürzung, zur Überprüfung von Herleitungen sowie zum Abgleich von Quellen. Manche KI-generierte Textpassagen wurden vom Autor intensiv geprüft und erst nach Erreichen der inhaltlichen Ziele integriert. Zuletzt wurde das System für das Lektorat (Rechtschreibung und akademischer Stil) genutzt. Der Autor trägt die alleinige Verantwortung für den Inhalt der Arbeit.

Zinsbindung und widerstandsfähigere Strukturen wäre jedoch eine schwere Anpassungskrise auch mit größerer Kassenhaltung unvermeidlich gewesen.²

Aus dem Vergleich mit Private-Equity-Beteiligungen, offenen und geschlossenen Immobilienfonds und anderen schwer bewertbaren Anlageformen werden Folgerungen für Anleger abgeleitet: Teilengagements statt Vollinvestitionen, ein langer Anlagehorizont, der Erwerb bevorzugt in Schwächephasen mit Abschlag — und eine Liquiditätsreserve, die niemals dem Renditestreben geopfert wird.

Keywords: Liquidität · Illiquide Vermögenswerte · Immobilien · Private Equity · Fremdkapitalquote · Klumpenrisiko · Signa.

JEL codes: G01, G11, G32, G33, R33.

² So übereinstimmend die öffentlich verfügbaren Aufarbeitungen, vgl. Dobusch und Sturn (2024) sowie Thaller und Mayr (2024); zur Bewertungsumkehr die veröffentlichten Ergebnisse 2019-2022.

Nicht-technische Zusammenfassung

Im November 2023 begann mit dem Insolvenzantrag der Signa Holding der größte Unternehmenszusammenbruch, den Österreich je erlebt hat. Ein Immobilien- und Handelsverbund, dessen Vermögenswerte kurz zuvor noch mit rund 27 Milliarden Euro beziffert worden waren, zerfiel binnen weniger Wochen; angemeldet wurden über alle Verfahren Forderungen von rund 28 Milliarden Euro, und für viele Gläubiger zeichnet sich ab, dass sie nur einen kleinen Teil ihres Geldes zurückbekommen werden. Diese Arbeit fragt aus der Sicht eines Finanzanalysten: Wäre das alles vermeidbar gewesen, wenn die Gruppe mehr Liquidität — also verfügbare Geldreserven — gehalten hätte?³

Die Antwort fällt zweigeteilt aus. Ja — der Zusammenbruch in seiner konkreten, chaotischen Form wurde in erster Linie durch fehlende Geldreserven ausgelöst: Eine fällige Anleihe von rund 200 Millionen Euro konnte im Herbst 2023 nicht bedient werden, während gleichzeitig Vermögenswerte von Milliardenwert in den Büchern standen. Nein — Liquidität allein hätte die Gruppe nicht gerettet, denn ihr Geschäftsmodell beruhte auf anhaltend niedrigen Zinsen, hohen Fremdkapitaleinsatz und Bewertungen, die sich mit der Zinswende 2022/23 als nicht haltbar erwiesen. Mehr Kasse hätte Zeit gekauft; überlebensfähig wäre Signa nur mit weniger Fremdmittel, gesicherten Zinsen und defensiveren Bewertungen gewesen.⁴

Die Arbeit beschreibt allgemeinverständlich, wie die Gruppe aufgebaut war — ein Geflecht von rund tausend Gesellschaften über mehrere Länder —, warum diese Verschachtelung gewählt wurde und welchen Preis sie hatte; wie das Geld für Käufe und Umbauten akquiriert wurde; und wie konzerninterne Mieten, Aufwertungen und neue Kredite ineinandergriffen. Anschließend wird der Fall mit anderen schwer verkäuflichen Anlagen verglichen, vor allem mit Private-Equity-Beteiligungen, die ähnlich schwer zu bewerten und ähnlich unübersichtlich sind.

Das praktische Fazit für Anleger: Anlagen mit schwierigem Ausstieg können bereichern, aber nur in Teilengagements, mit langem Atem und am besten dann gekauft, wenn andere verkaufen müssen — mit Abschlag in Schwächephasen. Wer sein Vermögen in eine einzige illiquide Idee mit hohem Kredithebel steckt, repliziert jene strukturelle Schwächen, die letztlich zur Insolvenz der Signa-Gruppe führten. Und die wichtigste Erkenntnis gilt beiden, Unternehmern wie Anlegern: Liquidität ist keine träge Reserve, die Rendite kostet — sie ist die Bedingung dafür, schlechte Zeiten zu überleben, ohne zum Verkäufer im schlechtesten Moment zu werden.

³ Die Analyse beruht ausschließlich auf öffentlich zugänglichen, als seriös eingestuften Quellen. Einzelne Beteiligte — Käufer, Banken, Investoren und handelnde Personen — werden bewusst nur nach Funktion und Branche umschrieben; Zahlenangaben sind als Zirkawerte zu verstehen.

⁴ Vgl. die Nachweise in Fußnote 2.

Inhalt

Nicht-technische Zusammenfassung	3
1 Einleitung	5
2 Liquidität, Bewertung und Hebel: begriffliche Grundlagen	6
2.1 Markt- und Refinanzierungsliquidität	6
2.2 Die Bewertung illiquider Vermögenswerte	8
2.3 Hebel, Zinsbindung und erzwungene Verkäufe.....	9
2.4 Klumpenrisiko	10
3 Der Fall Signa.....	10
3.1 Aufstieg und Geschäftsmodell	10
3.2 Konzernstruktur und Verschachtelung.....	12
3.3 Mittelhereinnahme: die Finanzierung der Käufe und Projekte.....	16
3.4 Bewertungspraxis: die Kauf-Vermietung-Aufwertung-Kredit-Spirale.....	18
3.5 Zinswende, Fälligkeiten und der Zusammenbruch	20
3.6 Verwertung, Gläubigerquoten und Verfahren	23
3.7 Hätte mehr Liquidität den Zusammenbruch verhindert?	25
3.8 Ein Gegenzenario: drei Jahre Goldilocks und ein anderer Kurs.....	26
4 Anlagen mit schwierigem Ausstieg im Vergleich	28
4.1 Direktimmobilien, offene und geschlossene Immobilienvehikel.....	28
4.2 Private Equity: die nächste Verwandtschaft	30
4.3 Weitere Formen: private Kredite, Infrastruktur, Genussrechte	31
4.4 Gemeinsame Muster und die Illiquiditätsprämie.....	32
5 Lehren für die Kapitalanlage	33
5.1 Nur Teilengagements.....	34
5.2 Langer Anlagehorizont und eigene Liquiditätsreserve.....	34
5.3 Kauf in Schwächephasen mit Abschlag	35
5.4 Prüffragen vor dem Engagement.....	36
6 Schlussfolgerungen: ein doppeltes Fazit	37
6.1 Was bei Signa hätte anders laufen müssen	37
6.2 Fazit für den Anleger	37
Literaturverzeichnis	39
Disclaimer	42

1 Einleitung

Am 29. November 2023 beantragte die Signa Holding beim zuständigen Handelsgericht ein Sanierungsverfahren in Eigenverwaltung. Was folgte, war keine geordnete Sanierung, sondern eine Kaskade: Binnen eines Monats stellten auch die beiden tragenden Immobiliengesellschaften Signa Prime und Signa Development Insolvenzantrag, im Laufe des Jahres 2024 scheiterten die Sanierungspläne, und die Verfahren wurden in Konkurse umgewandelt. Über alle Verfahren wurden bis August 2025 Forderungen von rund 28 Milliarden Euro angemeldet — der größte Insolvenzfall der österreichischen Wirtschaftsgeschichte. Dass ein Verbund, dessen Immobilien zu den besten Lagen Europas zählten, derart zerfallen konnte, wirft eine Frage auf, die dieser Arbeit den Anstoß gibt: Wäre der Zusammenbruch ausgeblieben, wenn Signa mehr Liquidität gehalten hätte?⁵

Die Frage ist mehr als eine historische. Signa steht beispielhaft für eine Anlageklasse von Vermögensanlagen, die in den Niedrigzinsjahren erheblich gewachsen ist: Anlagen mit schwierigem Ausstieg, deren Bewertung mehr auf Gutachten statt auf Marktpreisen beruht, deren Strukturen für Außenstehende schwer zu durchdringen sind und deren Renditen wesentlich durch Fremdkapital gehebelt werden. Gewerbeimmobilien gehören dazu, ebenso Private-Equity-Beteiligungen, geschlossene Fonds, private Kreditvergabe und nicht notierte Genussrechte. Für Anleger, die solchen Anlagen Kapital anvertrauen, ist der Fall Signa ein Lehrstück darüber, was geschieht, wenn Illiquidität, Klumpenrisiko, Bewertungsspielräume und Hebel zusammentreffen — und die Zinsen nach oben drehen.

Zwei Klarstellungen zur Fragestellung sind angebracht. Erstens ist die Frage nach der Liquidität keine rhetorische: Es wäre ebenso denkbar, dass der Verbund an Substanzunterdeckung zugrunde ging und jede Kassenreserve nur den Termin verschoben hätte — die Antwort muss also zwischen Auslöser und Ursache unterscheiden und tut dies in Abschnitt 3.7 ausdrücklich. Zweitens ist die Arbeit eine rein ökonomische Analyse: Sie befasst sich ausschließlich mit der Finanzierungs- und Bewertungskonstruktion; untersucht wird, weshalb die Konstruktion als solche mit dem Wegfall ihrer Grundannahme — anhaltend niedriger Zinsen — unter Druck geriet. Gerade diese Beschränkung macht den Fall für Anleger nutzbar: Fragile Konstruktionen lassen sich nur durch eigene Analyse erkennen.

Die wissenschaftliche Literatur hält für jede dieser Komponenten gesicherte Erkenntnisse bereit. Dass Marktliquidität und Refinanzierungsliquidität einander wechselseitig verstärken und in der Krise gemeinsam verschwinden, haben Brunnermeier und Pedersen (2009) gezeigt; dass Notverkäufe die Preise gerade dann drücken, wenn die natürlichen Käufer selbst in Bedrängnis sind, geht auf Shleifer und Vishny (1992, 2011) zurück. Die Glättung gutachterlicher Bewertungen beschreiben Geltner (1991) und Quan

⁵ Zur Gesamtsumme der angemeldeten Forderungen über alle Verfahren (27,6 Milliarden Euro, Stand August 2025) vgl. die Presseberichterstattung vom August 2025; (orf.at/stories/3403941) Doppelanmeldungen derselben Forderung in mehreren Verfahren sind darin enthalten.

und Quigley (1991), die Tragweite der Schuldenlast in der Krise Fisher (1933) und Minsky (1992). Für Private Equity liegen mit Kaplan und Schoar (2005), Phalippou und Gottschalg (2009), Franzoni, Nowak und Phalippou (2012), Harris, Jenkinson und Kaplan (2014) und Nadauld, Sensoy, Vorkink und Weisbach (2019) belastbare empirische Arbeiten vor; die Portfoliowirkung illiquider Anlagen behandeln Ang, Papanikolaou und Westerfield (2014).⁶

Methodisch versteht sich die Arbeit als sachliche Fallanalyse aus der Sicht eines Finanzanalysten. Sie stützt sich ausschließlich auf öffentlich zugängliche Informationen zum Fall Signa — Presseinformationen der Gläubigerschutzverbände, veröffentlichte Zwischenberichte der Insolvenzverwaltung, Medienrecherchen sowie Aufarbeitungen von Aufsichtsbehörden und Forschungseinrichtungen. Einzelne Beteiligte — Käufer, Banken, Investoren und handelnde Personen — werden bewusst nicht namentlich benannt, sondern nur nach Funktion und Branche umschrieben; Zahlenangaben sind als Zirka-Werte zu verstehen, und die Arbeit enthält keine Aussagen über individuelles Verhalten. Ziel ist die nüchterne Rekonstruktion eines Wirkungszusammenhangs, aus dem sich übertragbare Regeln für die Kapitalanlage gewinnen lassen.

Die Arbeit ist wie folgt aufgebaut. Kapitel 1 (der vorliegende Abschnitt) entwickelt Fragestellung und Literaturstand. Kapitel 2 legt die begrifflichen Grundlagen: Liquidität in ihren zwei Erscheinungsformen, die Bewertung illiquider Vermögenswerte und das Zusammenwirken von Hebel und Zinsbindung. Kapitel 3 rekonstruiert den Fall Signa — Aufstieg, Struktur, Mittelhereinnahme, Bewertungspraxis, Zusammenbruch und Verwertung — und beantwortet die kontrafaktische Frage nach der Liquidität. Kapitel 4 stellt Signa in eine Reihe mit anderen Anlageformen mit schwierigem Ausstieg, insbesondere Private Equity. Kapitel 5 leitet daraus Regeln für Anleger ab, und Kapitel 6 zieht ein doppeltes Fazit: für Signa und für den Anleger.

2 Liquidität, Bewertung und Hebel: begriffliche Grundlagen

2.1 Markt- und Refinanzierungsliquidität

Liquidität bezeichnet im Sprachgebrauch der Finanzwirtschaft zwei verwandte, aber verschiedene Eigenschaften. Marktliquidität ist die Eigenschaft eines Vermögenswerts, rasch, in nennenswertem Umfang und ohne wesentlichen Preisabschlag verkauft werden zu können; Refinanzierungsliquidität ist die Eigenschaft eines Schuldners, fällige Zahlungen leisten und auslaufende Finanzierungen ersetzen zu können. Eine börsennotierte Aktie besitzt hohe Marktliquidität, ein innerstädtisches Warenhaus besitzt sie nicht: Sein Verkauf dauert Monate, der Käuferkreis ist klein, und der erzielbare Preis hängt vom

⁶ Einen Überblick über Bewertung und Finanzierung von Gewerbeimmobilien gibt das Standardwerk von Geltner, Miller, Clayton und Eichholtz (2014); zur Fragilität liquiditätsversprechender Immobilienvehikel vgl. Fecht und Wedow (2014).

Zeitdruck des Verkäufers ab. Keynes (1936) hat die Vorliebe der Anleger für jederzeit veräußerbare Anlagen als Liquiditätspräferenz beschrieben und ihren Preis — den Zinsvorteil des Illiquiden — benannt: Wer auf Veräußerbarkeit verzichtet, verlangt dafür eine Prämie.

Entscheidend für das Verständnis von Krisen ist, dass beide Erscheinungsformen der Liquidität einander bedingen. Brunnermeier und Pedersen (2009) haben gezeigt, wie Marktliquidität und Refinanzierungsliquidität in einer Spirale aneinandergelockt sind: Fallen die Preise, steigen die Sicherheiten- beziehungsweise Beleihungsabschläge der Kreditgeber, also muss verkauft werden, was die Preise weiter drückt und die Refinanzierung weiter verteuert. Shleifer und Vishny (1992, 2011) haben den Kern des Problems der Notverkäufe herausgearbeitet: Die natürlichen Käufer eines Spezialvermögens — andere Immobilienunternehmen, andere Fonds derselben Anlageklasse — sind in der Krise regelmäßig selbst verkaufsgezwungen oder kapitalschwach, sodass Vermögenswerte nur mit tiefen Abschlägen an branchenfremde Käufer übergehen. Der Verkauf des Signa-Anteils an einem weltberühmten New Yorker Hochhaus für rund fünf Millionen Euro, verbunden mit dem Verzicht auf eine Insolvenzforderung, wird in Kapitel 3 als Lehrbeispiel dieser Preisbildung wiederkehren.

Für Unternehmen folgt daraus eine einfache, aber harte Regel: Wer illiquide Vermögenswerte mit kurzfristig fälligem oder kündbarem Fremdkapital finanziert, betreibt Fristentransformation ohne die Schutzvorkehrungen einer Bank — ohne Einlagensicherung und ohne Zugang zur Notenbank (Diamond und Dybvig, 1983). Seine Überlebensfähigkeit hängt dann nicht vom bilanziellen Vermögen ab, sondern von der Kassenlage am jeweils nächsten Fälligkeitstag. Insolvenzrechtlich ist Zahlungsunfähigkeit — nicht bilanzielle Armut — der häufigste Eröffnungsgrund: Zusammenbrüche ereignen sich am Zahltag, nicht am Bilanzstichtag.

Wie hoch der Preis des Zeitdrucks werden kann, lässt sich an einer einfachen Überlegung zeigen. Ein Warenhaus in Bestlage, bewertet mit 500 Millionen Euro auf Grundlage kapitalisierter Mieterträge, findet binnen dreier Monate keinen Käufer, der diese Annahmen übernimmt: Der Interessentenkreis für ein solches Spezialobjekt umfasst europaweit vielleicht ein Dutzend Adressen, von denen in einer Branchenkrise die Mehrzahl selbst verkauft statt kauft. Der verbleibende Käufer kennt die Lage des Verkäufers und bietet entsprechend. Abschläge von einem Drittel bis zur Hälfte des Gutachtenswerts sind in solchen Lagen keine Anomalie, sondern der Preis der Eile — die Verwertungsergebnisse des Falls Signa in Abschnitt 3.6 werden dies drastisch bestätigen. Marktliquidität ist eben keine Eigenschaft des Objekts allein, sondern der Marktverfassung: Amihud und Mendelson (1986) haben gezeigt, dass Anleger für schlechte Handelbarkeit laufend entschädigt werden wollen; Pastor und Stambaugh (2003) haben ergänzt, dass Liquidität selbst ein Risikofaktor ist, der in Krisenzeiten systematisch versagt.

2.2 Die Bewertung illiquider Vermögenswerte

Illiquide Vermögenswerte haben keinen laufend beobachtbaren Marktpreis; ihre Bewertung beruht auf Gutachten und Modellen. Für als Finanzinvestition gehaltene Immobilien erlaubt der internationale Rechnungslegungsstandard IAS 40 den Ansatz zum beizulegenden Zeitwert, dessen Ermittlung im Regelfall auf die Kapitalisierung erwarteter Mieterträge hinausläuft. Zwei Eigenschaften dieser Bewertungswelt sind für Anleger von Bedeutung. Erstens die Glättung: Gutachterliche Werte stützen sich auf vergangene Vergleichsfälle und passen sich neuen Marktverhältnissen nur zögerlich an, weshalb ausgewiesene Wertreihen illiquider Anlagen systematisch zu glatt erscheinen und deren Risiko untertreiben (Geltner, 1991; Quan und Quigley, 1991). Zweitens der Ermessensspielraum: In die Bewertung gehen Annahmen über Mieten, Leerstand und Kapitalisierungszinssätze ein, die der Auftraggeber des Gutachtens beeinflussen kann.⁷

Wie empfindlich der Ertragswert auf die Zinslandschaft reagiert, zeigt eine Überschlagsrechnung. Ein Objekt mit Jahresmieten von 30 Millionen Euro ist bei einem Kapitalisierungssatz von drei Prozent eine Milliarde Euro wert; steigt der Satz im Zuge einer Zinswende auf viereinhalb Prozent, fällt der rechnerische Wert auf 667 Millionen — ein Drittel des Werts verschwindet, ohne dass sich am Objekt oder an seinen Mieten das Geringste geändert hätte. Für einen Eigentümer mit geringer Verschuldung ist das eine unangenehme Buchungszeile; für einen Eigentümer, der 800 Millionen Kredit auf den Milliardenwert aufgenommen hat, ist es das Ende des Eigenkapitals. Dieselbe Rechnung, mit umgekehrtem Vorzeichen, hatte in den Jahren zuvor die Aufwertungsgewinne erzeugt: Der Zins war der eigentliche Bewerter — der Gutachter hat ihn nur protokolliert.

Beide Eigenschaften zusammen erzeugen eine gefährliche Rückkopplung mit der Finanzierung. Steigende gutachterliche Werte erhöhen das ausgewiesene Eigenkapital und die Beleihungsgrundlage; auf den höheren Wert lässt sich zusätzlicher Kredit aufnehmen; der Kredit finanziert weitere Käufe, deren Preise die nächste Bewertungsrunde stützen. Solange die Zinsen sinken und die Kapitalisierungssätze mitsinken, erscheint dieser Kreislauf als Wertschöpfung. Er ist jedoch reversibel: Steigen die Zinsen, kehren sich Aufwertungen in Abwertungen um, die Beleihungsquoten springen nach oben, und die Kreditwürdigkeit zerfällt in dem Tempo, in dem sie zuvor aufgebaut wurde. Minsky (1992) hat diese endogene Verwandlung solider Finanzierung in spekulative und schließlich Ponzi-artige Finanzierung als allgemeines Muster kapitalistischer Aufschwünge beschrieben; Fisher (1933) hat gezeigt, wie im Abschwung Schuldenabbau und Preisverfall einander jagen.

⁷ Nach IAS 40 wirken Änderungen des beizulegenden Zeitwerts unmittelbar auf die Gewinn- und Verlustrechnung — Aufwertungen erzeugen ausschüttbare Buchgewinne, ohne dass Zahlungsmittel zufließen.

2.3 Hebel, Zinsbindung und erzwungene Verkäufe

Fremdkapital vervielfacht die Eigenkapitalrendite in beide Richtungen; das ist seit Modigliani und Miller (1958) Lehrbuchwissen und wäre für sich genommen keine Warnung wert. Gefährlich wird der Hebel durch seine Verbindung mit den beiden zuvor beschriebenen Eigenschaften illiquider Anlagen. Zum einen trifft die Abwertung ein gehebeltes Eigenkapital überproportional: Bei einer Fremdkapitalquote von achtzig Prozent löscht ein Wertverlust von zwanzig Prozent das Eigenkapital vollständig aus. Zum anderen erzwingt der Hebel Handlungen zur Unzeit: Wer Kreditauflagen zu Beleihungsquote oder Zinsdeckung verletzt, muss nachbesichern oder verkaufen — und zwar genau dann, wenn der Markt am wenigsten aufnahmefähig ist (Shleifer und Vishny, 2011). Myers (1977) hat zudem gezeigt, dass überschuldete Unternehmen selbst werthaltige Vorhaben nicht mehr finanzieren können, weil Neugläubiger zuerst die Altlasten bedienen müssten.

Innerhalb der Fremdfinanzierung entscheidet die Zinsbindung darüber, wie schnell eine Zinswende auf die Zahlungsströme durchschlägt. Festverzinsliche, langlaufende Finanzierungen geben dem Schuldner Zeit, sich anzupassen; variabel verzinste oder kurzfristig revolvingende Finanzierungen übertragen jede Erhöhung der Leitzinsen binnen Monaten auf den Zinsaufwand. Ein Immobilienbestand, dessen Mieterträge vertraglich nurträge wachsen, verträgt eine solche Übertragung schlecht: Die Zinsdeckung fällt, die Bewertung fällt wegen steigender Kapitalisierungssätze gleichzeitig, und beide Auflagen einer typischen Kreditdokumentation werden im selben Quartal verletzt. Die Jahre 2022 und 2023, in denen die Europäische Zentralbank den Satz der Einlagefazilität in zehn Schritten von minus 0,5 auf 4,0 Prozent anhob, waren für solche Finanzierungsprofile der Ernstfall — und Kapitel 3 zeigt, dass Signa dieses Profil trug.⁸

Die Absicherung gegen den Zinsanstieg ist dabei keine Kunst, sondern Handwerk: Zinstauschgeschäfte und Zinsobergrenzen gehören zum Standardwerkzeug jeder Immobilienfinanzierung, und ihr Preis ist im Vergleich zum abgesicherten Risiko gering — solange sie in ruhigen Zeiten geschlossen werden. Wer in der Niedrigzinsphase auf Absicherung verzichtete, sparte wenige Zehntelprozentpunkte und verkaufte dafür — meist unbewusst — eine Option auf das eigene Überleben. Nach der Zinswende kehrte sich das Verhältnis um: Absicherung war nun unerschwinglich oder nutzlos, weil der Schaden bereits eingetreten war. Auch hier gilt die Parallele zur Kassenreserve: Beide sind Vorsorge, die nur vor der Krise erworben werden kann und in der Krise unbezahlbar wird.

⁸ Die EZB erhöhte den Satz der Einlagefazilität zwischen Juli 2022 und September 2023 von -0,5 auf 4,0 Prozent — die schnellste Straffung seit Bestehen der Währungsunion.

2.4 Klumpenrisiko

Ein viertes Merkmal verdient eigene Behandlung, weil es die Wirkung der übrigen vervielfacht: die Konzentration. Seit Markowitz (1952) ist bekannt, dass Streuung das einzige Mittel ist, Einzelrisiken ohne Renditeverzicht zu mindern; illiquide Anlagen widersetzen sich diesem Mittel auf doppelte Weise. Zum einen erzwingen ihre Stückgrößen Konzentration: Ein innerstädtisches Warenhaus, ein Entwicklungsprojekt, eine Unternehmensbeteiligung binden jeweils Beträge, die im Portfolio eines mittelgroßen Anlegers keine echte Streuung mehr zulassen. Zum anderen konzentrieren sich die scheinbar verschiedenen Positionen häufig auf denselben Risikotreiber: Wer Bestlagen-Warenhäuser, Projektentwicklungen und Handelsketten hält, hält dreimal dieselbe Wette — auf den innerstädtischen Einzelhandel und auf niedrige Zinsen. Das Klumpenrisiko resultiert in diesem Szenario nicht aus der quantitativen Struktur der Objekte, sondern vielmehr aus der Homogenität der ihnen zugrunde liegenden Prämisse. Verschärfend tritt hinzu, dass Konzentration bei illiquiden Anlagen nicht korrigierbar ist. Der Halter einer übergroßen Aktienposition kann sie an jedem Handelstag verkleinern; der Halter eines übergroßen Immobilien- oder Beteiligungsklumpens kann es nicht — er kann nur hoffen, dass die Verkleinerung nicht nötig wird, oder sie zum Preis der Notverkaufsabschläge erzwingen. Konzentration, Illiquidität und Hebel bilden so eine Kette, in der jedes Glied das nächste spannt: Die Konzentration macht den einzelnen Wertverlust existenziell, die Illiquidität verhindert das Ausweichen, und der Hebel verkürzt die Zeit, die zum Ausweichen bliebe. Der Fall Signa wird zeigen, wie eng diese Kette im Ernstfall zuzieht.

Hieraus leitet sich der Bewertungsmaßstab ab, an dem der Fall Signa in Kapitel 3 gemessen wird. Ein Eigentümer illiquider Vermögenswerte ist krisenfest, wenn er vier Bedingungen zugleich erfüllt: eine Kassenreserve und freie Kreditlinien, die auch bei geschlossenen Kapitalmärkten mehrere Jahre Fälligkeiten decken; eine Fremdkapitalquote, die auch nach einer schweren Neubewertung Eigenkapital übrig lässt; eine Zinsbindung, die Zinsschocks erst mit langer Verzögerung ankommen lässt; und gestaffelte Fälligkeiten ohne Klumpen. Fehlt eine dieser Bedingungen, wird aus einem Preiserückgang ein Liquiditätsereignis; fehlen mehrere, wird aus dem Liquiditätsereignis eine Insolvenz.

3 Der Fall Signa

3.1 Aufstieg und Geschäftsmodell

Die Signa-Gruppe entstand aus einer im Jänner 2000 in einer österreichischen Landeshauptstadt gegründeten Immobiliengesellschaft. Ihr Gründer verfolgte von Beginn an eine klar umrissene Strategie: der Erwerb von Innenstadt-Immobilien in absoluten Bestlagen — Einkaufsstraßen, Warenhäuser, Luxusquartiere —, deren Wert durch Umbau, Neupositionierung und höherwertige Vermietung gesteigert werden sollte. Im Jahr 2010

wurde mit der späteren Signa Prime Selection AG ein Gefäß für die Bestlagen-Bestände geschaffen, zunächst mit einem Bestand im Wert von rund 750 Millionen Euro; parallel bündelte die Signa Development Selection AG die Projektentwicklungen. In den folgenden Jahren wuchs der Verbund zu einem der größten privaten Immobilienhalter Europas: Zum Portfolio zählten ein Luxusquartier samt Grandhotel im Herzen Wiens, weithin bekannte Warenhäuser in besten Lagen Berlins, Münchens und Hamburgs, eine Beteiligung an einem weltberühmten Wolkenkratzer in Manhattan und, an der Hamburger Elbe, das ambitionierteste Hochhausvorhaben Deutschlands.⁹

Ab 2013 trat eine zweite Säule hinzu, die das Risikoprofil der Gruppe grundlegend veränderte: der Handel. Signa übernahm schrittweise zwei traditionsreiche deutsche Warenhausketten und verschmolz sie zur größten Warenhausgruppe des Landes; hinzu kamen die Betreiberin mehrerer Luxuswarenhäuser, eine österreichische Möbelhauskette, ein Sportartikelhändler, Schweizer Warenhäuser sowie — gemeinsam mit einem Handelskonzern aus Fernost — für rund vier Milliarden Euro eine britische Luxuswarenhausgruppe. Der Online-Sporthandel wurde in einer an der New Yorker Börse notierten Tochter gebündelt. Damit war eine Konstruktion entstanden, in der die Immobiliengesellschaften der Gruppe ihre größten Mieter zum Teil selbst kontrollierten — eine Verbindung, deren Bewertungsfolgen Abschnitt 3.4 behandelt. Das Warenhausgeschäft selbst war dabei strukturschwach: Die große Warenhausgruppe durchlief zwischen 2020 und 2024 drei Insolvenzen.

Die unternehmerische Leistung, die dem Verbund seinen Ruf eintrug, lag in der Umwidmung: Aus dem Warenhausareal wurde das Luxusquartier mit Hotel, Handel und Büros, aus der verstaubten Handelsimmobilie die Bestlagen-Adresse mit internationalen Mietern. Ein Luxusquartier im Herzen Wiens führte das Muster früh und erfolgreich vor. Solche Umwidmungen schaffen real Wert — aber sie sind kapitalintensiv, dauern Jahre, werfen währenddessen wenig ab und beruhen auf Annahmen über künftige Mieten, die erst der fertige Betrieb bestätigt. Ein Verbund, der viele solcher Vorhaben gleichzeitig treibt, gleicht einem Entwickler, der sämtliche Ernten künftiger Jahre bereits beliehen hat: Die Wertschöpfung ist echt, aber sie ist der Zeit voraus — und die Finanzierung dieser Vorleistung entscheidet darüber, wem sie am Ende gehört.

Getragen wurde der Aufstieg von den Bedingungen des Jahrzehnts nach der Finanzkrise: Null- und Negativzinsen senkten die Finanzierungskosten und die Kapitalisierungszinssätze, mit denen Immobilienerträge bewertet werden, sodass Bestlagen-Immobilien Jahr für Jahr höhere gutachterliche Werte erreichten. Signa nutzte diese Bedingungen konsequenter als die meisten Wettbewerber — mit hoher Fremdkapitalquote, neutralen bis ambitionierten Bewertungen und einem Tempo der Expansion, das laufend

⁹ Zur Unternehmensgeschichte vgl. die ausführlichen Presserekonstruktionen des Jahres 2023; die Bilanzsumme des Verbunds wurde zuletzt übereinstimmend mit rund 27 Milliarden Euro beziffert.

neue Mittel erforderte. Wie die Mittel hereinkamen, welche Struktur sie aufnahm und wie Bewertung und Kreditaufnahme ineinandergriffen, zeigen die folgenden Abschnitte.

3.2 Konzernstruktur und Verschachtelung

Die Signa-Gruppe war kein Konzern im rechtlichen Sinn, sondern ein Verbund von — nach dem Organigramm der Insolvenzverwaltung — rund tausend Gesellschaften, verteilt über Österreich, Luxemburg, Liechtenstein und die Schweiz. An der Spitze standen keine börsennotierte Muttergesellschaft, sondern private Stiftungen im Umfeld des Gründers; darunter die Signa Holding GmbH als Beteiligungsdrehscheibe; darunter die Teilverbünde Prime, Development und Retail, jeweils als Aktiengesellschaften mit eigenen Minderheitsaktionären; und darunter für jedes Objekt eigene Besitz- und Projektgesellschaften, häufig über mehrere Zwischenebenen gestapelt. Tabelle 1 nennt die wichtigsten Einheiten und ihren Verfahrensstand.¹⁰

Table 1: Wichtigste Einheiten der Signa-Gruppe und ihr Verfahrensstand

Einheit	Funktion	Verfahrensstand
Familienprivatstiftung des Gründers	Eigentümerebene	Insolvenz seit März 2024
Zweite Privatstiftung des Gründers	Eigentümerebene	Insolvenz seit 2026
Signa Holding GmbH	Beteiligungsverwaltung, Konzernspitze	Insolvenz 29.11.2023; Konkurs seit April 2024
Signa Prime Selection AG	Bestlagen-Bestandsimmobilien	Insolvenz 28.12.2023; Konkurs seit Oktober 2024
Signa Development Selection AG	Projektentwicklung	Insolvenz 29.12.2023; Konkurs seit Dezember 2024
Signa Retail (Warenhaus- und Handelsbeteiligungen)	Warenhaus- und Einzelhandel	Insolvenzen 2023/2024, Verkäufe
Signa Sports United (börsennotiert, New York)	Online-Sporthandel	Insolvenz Oktober 2023

Sources: Öffentlich berichtete Verfahrensinformationen (2023-2026); eigene Darstellung.

Wie eine solche Kaskade im Einzelfall aussah, lässt sich am Weg eines einzelnen Objekts nachzeichnen: Die Immobilie lag in einer eigenen Besitzgesellschaft; deren Anteile hielt eine Zwischenholding, häufig gemeinsam mit projektbezogenen Mitinvestoren; die Zwischenholding gehörte einer der Teilverbund-Aktiengesellschaften; deren Aktien hielt — neben den Minderheitsaktionären — die Signa Holding; und die Holding selbst stand im Eigentum von Stiftungen, deren Begünstigte und Vermögensverhältnisse öffentlich nicht einsehbar waren. Zwischen diesen Ebenen flossen Darlehen, Haftungen, Dividenden und Verrechnungen, die kein veröffentlichter Abschluss zusammenführte. Wer als Gläubiger

¹⁰ Das von der Insolvenzverwaltung erstellte Organigramm der Gruppe umfasst nach der Aufarbeitung der Arbeiterkammer 46 Seiten im Format A3 mit rund 1.000 Gesellschaften; Gläubigerschützer zählten allein im Nahbereich der Holding rund 400 Unternehmen. Quellen: awblog.at (2024); ksv.at (2023).

einer Ebene Kredit gab, kannte meistens weder die Verpflichtungen der Ebenen darüber noch die Ansprüche der Ebenen darunter — er kannte seinen Ausschnitt und musste dem Gesamtbild vertrauen, das der Verbund selbst zeichnete.

Warum diese Verschachtelung? Vier Beweggründe lassen sich aus den öffentlich zugänglichen Analysen belegen. Erstens die in der Immobilienwirtschaft übliche Haftungstrennung: Jedes Objekt liegt in einer eigenen Gesellschaft, deren Kredite nur auf das Objekt zugreifen; scheitert ein Projekt, bleibt der übrige Verbund unberührt. Die Gläubigerschutzverbände merkten allerdings an, dass Signa mit seinen Kaskaden von Holdinggesellschaften das branchenübliche Maß deutlich überschritt. Zweitens die maßgeschneiderte Einbindung von Investoren: Großanleger konnten sich gezielt an einzelnen Ebenen — Prime, Development, einzelnen Projekten — beteiligen, teils mit vertraglichen Rückgaberechten, was einheitliche Konzernstrukturen erschwert hätte. Drittens steuerliche Gestaltung, etwa über eine Körperschaftsteuergruppe zur Verrechnung von Projektverlusten. Viertens — von Kritikern hervorgehoben — die Begrenzung des Einblicks: Die Holding galt trotz eines Beteiligungsvermögens in Milliardenhöhe größenklassenrechtlich als kleine Gesellschaft und unterlag damit weder einer Konzernabschluss- noch einer Prüfungspflicht; einen konsolidierten Überblick über Vermögen, Schulden und Zahlungsströme des Gesamtverbunds gab es öffentlich nicht. Dass die Rechtsordnung eine solche Einstufung zulässt, wird in den Aufarbeitungen des Falls als regulatorische Lücke diskutiert.¹¹

Die Vorteile dieser Bauweise sind aus Eigentümersicht real: Risiken bleiben je Objekt eingehengt, Investoren lassen sich flexibel und diskret gewinnen, Finanzierungen lassen sich je Gesellschaft optimieren, und unternehmerische Entscheidungsfreiheit bleibt ungeteilt. Die Nachteile trugen andere — bis sie im Zusammenbruch auf den Verbund selbst zurückfielen. Gläubiger und Minderheitsgesellschafter konnten die Gesamtverschuldung nicht erkennen; konzerninterne Darlehen und Haftungen — allein bei der Holding wurden konzerninterne Verbindlichkeiten von rund 1,5 Milliarden Euro und Haftungen von rund 5 Milliarden Euro angemeldet — verbanden die vermeintlich getrennten Einheiten im Ernstfall doch; und als das Vertrauen schwand, fehlte eine Instanz, die den Verbund als Ganzes hätte steuern oder auch nur durchschauen können. Die Verschachtelung, in guten Zeiten ein Gestaltungsvorteil, wurde in der Krise zum Beschleuniger des Vertrauensverlusts.¹²

Die organisationale Struktur war zudem durch eine spezifische Führungsarchitektur gekennzeichnet. Die Holding wurde nicht von einem Aufsichtsrat nach Aktienrecht kontrolliert, sondern von einem Beirat begleitet, in dem neben Investoren auch prominente Persönlichkeiten aus Politik und Wirtschaft saßen; der Gründer selbst hielt formal keine

¹¹ Eine internationale Ratingagentur beschrieb die Struktur im Dezember 2023 als „undurchsichtig und kompliziert“; die Spitze der nationalen Finanzmarktaufsicht kritisierte 2025, dass das Fehlen konsolidierter Abschlüsse nicht wirksam sanktioniert sei.

¹² Quelle: ksv.at, Presseinformationen zum Holding-Verfahren (2024-2026).

Organfunktion in den operativen Gesellschaften und wirkte nach übereinstimmenden Berichten gleichwohl als deren bestimmende Figur. Für Kapitalgeber bedeutete das eine doppelte Unschärfe: Die formale Verantwortung lag sehr wahrscheinlich woanders als die faktische Entscheidungsmacht, und das Gremium, das Prestige und Vertrauen ausstrahlte, besaß vermutlich nicht die Prüfungsrechte und Pflichten eines gesellschaftsrechtlichen Kontrollorgans. Eine Führungsordnung, die sich wesentlich auf Reputation und informelle Einflussnahme stützt, bewährt sich vor allem in stabilen Phasen; in der Zuspitzung des Novembers 2023 fehlte ein Organ, das mit den Befugnissen und den Pflichten zur Gesamtsteuerung des Verbunds ausgestattet gewesen wäre.

Der Kontrast zur börsennotierten Konkurrenz macht den Preis der Konstruktion sichtbar. Ein börsennotierter Eigentümer muss quartalsweise konsolidiert berichten, seine Verschuldungs- und Zinskennzahlen offenlegen und sich die tägliche Bewertung durch den Aktienmarkt gefallen lassen; im Abschwung 2022/23 quittierte der Markt das mit Kursverlusten und erzwang früh Gegenmaßnahmen — Dividendenkürzungen, Verkäufe, Kapitalerhöhungen. Große börsennotierte europäische Eigentümer durchliefen auf diese Weise tiefe Abwertungen, ohne zahlungsunfähig zu werden — mit Ausnahmen, auf die Abschnitt 3.7 zurückkommt. Der Signa-Verbund kannte keinen solchen Frühwarnmarkt: Seine Bewertung erfolgte jährlich durch beauftragte Gutachter, seine Kennzahlen blieben unkonsolidiert, und die Korrektur, die der Markt anderen in Monatsdosen verabreichte, traf ihn am Ende ungeteilt an einem einzigen Novembertag.

Bemerkenswert ist schließlich, wer sich an diesem Verbund beteiligte: keine anonymen Kleinanleger, sondern erfahrene Unternehmer und institutionelle Adressen. Dass auch hochprofessionelle Kapitalgeber zu offenbar unterschiedlichen Einschätzungen der Risiken gelangten, gehört zu den aufschlussreichen Beobachtungen des Falls: Die Beteiligung renommierter Mitinvestoren ersetzt die eigene Prüfung nicht, denn begrenzte Transparenz beschränkt die Informationslage aller Beteiligten gleichermaßen.¹³

3.2.1 Verschachtelte Konzernarchitekturen im weiteren Wirtschaftsleben

Die Beteiligungsarchitektur des Verbunds war außergewöhnlich in ihrem Ausmaß, nicht in ihrem Prinzip. Vielstufige Strukturen aus Tochter-, Zweck- und Zwischenholdinggesellschaften gehören zum Standardrepertoire großer Unternehmensgruppen, und die Bandbreite der Beweggründe reicht von unbestritten legitimer Haftungs-, Nachfolge- und Steuergestaltung bis zu Konstruktionen, deren geringe Publizität Kapitalgebern die Risikobeurteilung erschwert. Ein knapper Blick auf verwandte Erscheinungsformen ordnet den Fall ein — und schärft den Maßstab dafür, wann Verschachtelung für Anleger zum Risikofaktor wird.

¹³ Die Beteiligungsgesellschaft der Industriellenfamilie erwarb ihre Anteile 2019 und stockte 2019 und 2022 auf; nach vollständiger Wertberichtigung berichtete sie einen kumulierten Nettoverlust von rund 272 Millionen Euro. Die Industriestiftung bezifferte ihr vollständig abgeschriebenes Engagement auf ein bis zwei Prozent ihres Vermögens von rund 17,6 Milliarden Euro.

Aus derselben Branche ist der Fall der in Luxemburg ansässigen Adler Group dokumentiert, deren Verbund aus Tochter- und Zweckgesellschaften über mehrere Länder verteilt war. Jenseits der Immobilienwirtschaft pflegen zahlreiche sehr große, inhabergeführte Familienunternehmen des deutschsprachigen Raums hochgradig gegliederte Strukturen, häufig in Verbindung mit Stiftungen. Als Beispiel gilt in der Wirtschaftspresse das Firmengeflecht um den Drogerieunternehmer Erwin Müller, dessen Kommanditgesellschaften jahrelang von einer britischen Limited als persönlich haftender Gesellschafterin geführt wurden, bevor diese Funktion im Jahr 2019 auf eine Beteiligungsgesellschaft mit Sitz in Vaduz überging. Die in solchen Konstruktionen regelmäßig genannten Beweggründe sind überwiegend legitimer Natur: Haftungsgestaltung, Nachfolge- und Steuerplanung sowie der Verzicht auf konsolidierte Publizität, der Wettbewerbern den Einblick in Ertragslage und Strategie verwehrt.¹⁴

In Teilen Asiens ist die vielstufige Verflechtung nicht Ausnahme, sondern Ordnungsprinzip: Südkoreanische Mischkonzerne wie Samsung oder Hyundai — die sogenannten Chaebols — verbinden Dutzende börsennotierte und private Gesellschaften über wechselseitige Beteiligungen, sodass Gründerfamilien mit vergleichsweise geringen Kapitalanteilen die Kontrolle über den Gesamtverbund ausüben. Die Struktur dient hier der Sicherung der Kontrolle über Generationen; ihre Kosten tragen wesentlich die Minderheitsaktionäre, deren Anteile der Markt regelmäßig mit einem Konglomeratsabschlag bewertet.¹⁵

Wie vollständig sich die Komplexität solcher Architekturen häufig erst im Zusammenbruch offenbart, zeigen zwei eingehend untersuchte historische Fälle: Der amerikanische Energiekonzern Enron nutzte bis zum Jahr 2001 Hunderte von Zweckgesellschaften, über die Verbindlichkeiten und Risiken außerhalb der Konzernbilanz gehalten wurden (Healy und Palepu, 2003); beim deutschen Zahlungsdienstleister Wirecard war der Zusammenbruch des Jahres 2020 mit einem schwer durchdringbaren Geflecht von Drittpartnergesellschaften vor allem im asiatischen Raum verbunden, dessen Aufarbeitung eine unabhängige Sonderuntersuchung vom April 2020 und ein parlamentarischer Untersuchungsausschuss dokumentieren.¹⁶ Beide Fälle sind Gegenstand umfangreicher gerichtlicher und wissenschaftlicher Aufarbeitung.

Für die Einordnung des hier untersuchten Falls folgt daraus zweierlei. Verschachtelung als solche ist kein Warnzeichen — sie ist verbreitete und vielfach legitime Gestaltungspraxis. Zum Risikofaktor für Kapitalgeber wird sie erst im Zusammenwirken

¹⁴ Zur Verlegung der persönlich haftenden Gesellschafterin von London nach Vaduz im Jahr 2019 vgl. die Berichterstattung vom April 2019 (u. a. b4bschwaben.de, 23. April 2019; handelsblatt.com). Die Beweggründe der Beteiligten sind öffentlich nicht abschließend dokumentiert.

¹⁵ Zur Sicherung der Kontrolle über Pyramiden- und Überkreuzbeteiligungen in familienkontrollierten Unternehmensgruppen und zu den daraus folgenden Kosten für Minderheitsaktionäre vgl. Bae, Kang und Kim (2002) sowie Almeida und Wolfenzon (2006).

¹⁶ Zu Enron vgl. Healy und Palepu (2003); zu Wirecard den Bericht über die unabhängige Sonderuntersuchung vom 27. April 2020 sowie den Abschlussbericht des 3. Untersuchungsausschusses des Deutschen Bundestages der 19. Wahlperiode (BT-Drucksache 19/30900, Juni 2021).

mit geringer Publizität, hoher Hebelung und illiquiden Vermögenswerten: Dann fehlt der korrigierende Maßstab von außen, während die Verpflichtungen im Inneren wachsen. Eben dieses Zusammenwirken unterschied den hier untersuchten Verbund von der Mehrzahl der genannten Beispiele.

3.3 Mittelhereinnahme: die Finanzierung der Käufe und Projekte

Der Kapitalbedarf des Verbunds war enorm: Die Akquisition von Liegenschaften in Bestlagen war durch eine kapitalintensive Preisstruktur gekennzeichnet. Sie wurden aufwendig umgebaut und warfen während des Umbaus keine oder geringe Erträge ab. Gedeckt wurde der Bedarf aus einem Nebeneinander von Quellen, das Tabelle 2 ordnet. Den Kern bildeten besicherte Bankkredite auf Ebene der einzelnen Objektgesellschaften; nach Einschätzung der nationalen Notenbank waren zum Zeitpunkt des Zusammenbruchs rund 60 Prozent der Signa-Kredite besichert. Hinzu traten Anleihen und Schuldscheine — begeben teils über Luxemburger Finanzierungsgesellschaften —, Eigenkapitalerhöhungen bei Prime und Development, Gesellschafterdarlehen und konzerninterne Kredite sowie nachrangige Genussrechte.¹⁷

Table 2: Finanzierungsquellen der Signa-Gruppe mit belegten Beispielen

Quelle	Form	Belegte Beispiele
Eigenkapital von Großinvestoren	Kapitalerhöhungen bei Prime und Development	Oktober 2017: rund 1 Mrd. Euro; Juli 2022: rund 750 Mio. Euro; Industriellen-Beteiligungsgesellschaft: vollständige Wertberichtigung, kumulierter Nettoverlust rund 272 Mio. Euro
Bankkredite	Besicherte Objektfinanzierungen je Besitzgesellschaft	Rund 60 % der Kredite besichert; Engagements einer Schweizer Bank sowie österreichischer und deutscher Banken
Anleihen und Schuldscheine	Emissionen, teils über Luxemburger Gesellschaften	Signa Development: 300 Mio. Euro ausstehend (Mitte 2023); Signa Prime: 200-Mio.-Euro-Anleihe fällig November 2023
Konzerninterne Finanzierung Genussrechte	Darlehen und Haftungen zwischen den Einheiten Nachrangkapital mit fester Verzinsung	Holding: rund 1,5 Mrd. Euro konzernintern; rund 5 Mrd. Euro Haftungen angemeldet Nach Insolvenzeröffnung: bis 300 Mio. Euro (Prime) bzw. 50 Mio. Euro (Development) zu 9 % zur Massefinanzierung

Sources: Öffentlich berichtete Verfahrens-, Notenbank- und Ratinginformationen; Presseberichte; eigene Darstellung.

Notes: Die Genussrechte der letzten Zeile dienten der Finanzierung der bereits eröffneten Verfahren und stehen beispielhaft für die Kapitalformen des Verbunds.

Zwei Eigenheiten dieser Mittelhereinnahme verdienen Hervorhebung. Die erste ist die Reihenfolge der Ansprüche: Bankkredite griffen besichert auf die Objekte zu,

¹⁷ Bekannte Bankengagements laut Ratingberichten und Presse: eine Schweizer Bank mit über 600 Millionen Franken, zwei österreichische Großbanken mit rund 750 beziehungsweise 600 Millionen Euro, eine österreichische Landesbank mit rund 200 Millionen Euro sowie mehrere deutsche Banken. Quellen: immofokus.at (Dezember 2023); derstandard.at/story/3000000197677.

Anleihegläubiger und Genussrechtsinhaber standen dahinter, die Investoren der Aktiengesellschaften dahinter, die Holding als Gesellschafterin zuletzt. In der Insolvenz entfaltete diese Staffelung ihre volle Härte: Die Holding erklärte im April 2024 selbst, als bloße Beteiligungsgesellschaft sei aus den nachrangigen Positionen kein nennenswerter Wert mehr zu erwarten. Die zweite Eigenheit ist der laufende Mittelabfluss an die Eigentümer: Die Signa Prime schüttete für 2019 eine Dividende von rund 201 Millionen Euro und für 2021 von rund 225 Millionen Euro aus — in Jahren, deren ausgewiesene Gewinne wesentlich aus unrealisierten Aufwertungen bestanden, während der Zinsaufwand bereits 2021 mit rund 373 Millionen Euro rund 85 Prozent des Umsatzes von rund 438 Millionen Euro erreichte.¹⁸

Die Rolle der Banken in diesem Gefüge verdient eine eigene Betrachtung. Die Objektfinanzierungen kamen von einem breiten Kreis europäischer Institute; nach Ratingberichten und Presse zählten eine Schweizer Bank mit über 600 Millionen Franken sowie österreichische und deutsche Banken mit jeweils dreistelligen Millionenbeträgen zu den größten Adressen. Die Besicherung auf Objektebene schützte die Institute im Ergebnis weitgehend — die Notenbank sah im November 2023 kein unmittelbares Stabilitätsrisiko —, doch verlagerte eben diese Besicherung das ungesicherte Risiko auf Anleihegläubiger, Genussrechtsinhaber und Investoren der oberen Ebenen. Die Finanzmarktaufsicht erklärte später, sie habe den Verbund seit 2021 gezielt beobachtet und die Engagements der beaufsichtigten österreichischen Banken begrenzt; gerade dieses Ausweichen der Finanzierung auf ausländische Institute, Versicherungen und Privatplatzierungen gehört zum Bild einer Struktur, die sich der Gesamtaufsicht ebenso entzog wie dem Gesamtüberblick.¹⁹

Aus Sicht der Finanzierungstheorie ist diese Kombination — hoher besicherter Hebel auf Objektebene, ungesicherte Zwischenfinanzierung auf Verbundebene, Ausschüttungen aus Buchgewinnen — die Vorlage für den in Kapitel 2 beschriebenen Ernstfall. Jensen (1986) hat argumentiert, dass Fremdkapital Disziplin stiftet, weil es Manager zwingt, Zahlungsversprechen aus echten Zahlungsströmen zu bedienen; die Disziplin versagt jedoch, wenn Zahlungsversprechen aus immer neuen Finanzierungsrunden bedient werden können. Genau dieses Muster beschreibt die risikoanalytische Aufarbeitung des Falls: Bereits ab 2018 überstiegen die Kreditraten den operativen Zahlungsstrom (Cash-Flow) des Verbunds deutlich — die Lücke schloss die nächste Mittelhereinnahme. Ein solches

¹⁸ Zu den Dividenden und Aufwertungen vgl. übereinstimmende Presseanalysen der Jahre 2020 bis 2023; zur Rücknahme des Holding-Sanierungsplans die Verfahrensberichterstattung vom April 2024. Quellen: bloomberg.com (6. Oktober 2020); trend.at (April 2024).

¹⁹ Zur gezielten Beobachtung des Verbunds durch die Finanzmarktaufsicht ab 2021 und zu ihrer Kritik am fehlenden Sanktionsrahmen für nicht vorgelegte Konzernabschlüsse vgl. deren öffentliche Äußerungen vom November 2025; zur Einschätzung der Notenbank (kein direktes Stabilitätsrisiko; rund 60 Prozent der Kredite besichert) deren Stellungnahme vom November 2023. Quellen: trend.at (November 2025); derstandard.at (November 2023).

System ist auf ununterbrochenen Kapitalmarktzugang angewiesen, weshalb es ein inhärentes strukturelles Ausfallrisiko in sich trägt.^{20 21}

Warum zeichneten erfahrene Anleger? Die Antwort gehört zur Fallanalyse, denn sie erklärt, wie das System sich trug. Der Verbund bot, was Privatmarktanlagen begehrenswert macht: Zugang zu Objekten, die einzeln unerreichbar sind; die Gesellschaft prominenter Mitinvestoren als scheinbare Prüfung durch Dritte; eine lange Reihe ausgewiesener Erfolge; und Bewertungsverläufe, die nur eine Richtung zu kennen schienen. Jedes dieser Motive ist verständlich, und jedes ersetzt Prüfung durch Vertrauen. Die Fondsforschung kennt den Vorgang: Kapital fließt den ausgewiesenen Erfolgen der Vergangenheit nach, und der Zustrom selbst nährt die nächsten Erfolgsausweise, bis die Kapazität der Strategie überschritten ist (Kaplan und Schoar, 2005).

3.4 Bewertungspraxis: die Kauf-Vermietung-Aufwertung-Kredit-Spirale

Das Zusammenwirken von Immobilienbesitz und eigenem Handel eröffnete dem Verbund eine Gestaltungsmöglichkeit, die in Medienrecherchen und Analysen als eigentliche Triebfeder des Wachstums beschrieben wird: die Spirale aus Kauf, Vermietung an die eigenen Handelsgesellschaften, Aufwertung und erneuter Beleihung. Der Ablauf folgt der Bewertungslogik des Ertragswerts: Wird ein Warenhaus an die konzerneigene Handelskette zu einer Miete am oberen Rand oder oberhalb des Marktniveaus und mit langer Vertragslaufzeit vermietet, steigt der kapitalisierte Ertragswert der Immobilie; der höhere Gutachtenswert erlaubt höhere Kredite; die Kredite finanzieren den nächsten Kauf. Wirtschaftspolitische Aufarbeitungen des Falls beschreiben diese Wechselwirkung ausdrücklich als Kern des Geschäftsmodells.²²

Belegbar ist die Praxis in bemerkenswerter Detailtiefe. Nach einer detaillierten Presserecherche vom Dezember 2023 zahlte das Münchner Haus 2021 eine Jahresmiete von rund 26 Millionen Euro — bei einem geschätzten Umsatz von 130 Millionen Euro eine Mietbelastung von rund 20 Prozent, die ein befragter Handelsberater als „an der absoluten Schmerzgrenze“ bezeichnete; für das Hamburger Haus wurden rund 17 Prozent, für das Berliner Haus rund 13 Prozent des Umsatzes errechnet. Die Verträge sahen weitere Steigerungen vor: Die gemeinsame Jahresmiete der drei Häuser von rund 81 Millionen Euro im Jahr 2023 sollte vertraglich bis 2045 auf über rund 112 Millionen Euro anwachsen. Die Betreiberin der Luxuswarenhäuser selbst nannte bei ihrem Insolvenzantrag im Jänner 2024 „exorbitant hohe Mieten“ als Hauptgrund; aus dem Umfeld der großen Warenhausgruppe wurde berichtet, bei marktkonformen Mieten läge deren Ergebnis um 70 Millionen Euro höher. Die Rechtsvertreter der Gruppe wiesen die Vorwürfe überhöhter Ansätze als jeder

²⁰ Quelle: Thaller und Mayr (2024).

²¹ Quelle: <https://insights.controller-institut.at/der-fall-signa-aus-sicht-des-risikomanagements-und-controllings/>

²² Quelle: Dobusch und Sturn (2024).

sachlichen Grundlage entbehrend zurück; eine gerichtliche Klärung der Bewertungsfragen steht aus.²³

Table 3: Ausgewählte Kennzahlen der Signa Prime Selection AG

Jahr	Aufwertungsergebnis	Jahresergebnis	Dividende
2019	+933 Mio. Euro	Gewinn (verdoppelt durch Aufwertung)	201 Mio. Euro
2021	rund +1.000 Mio. Euro	+732 Mio. Euro	225 Mio. Euro
2022	Abwertungen	rund -1.000 Mio. Euro	—

Sources: Veröffentlichte Abschlüsse laut übereinstimmenden Presseanalysen (2020-2023); eigene Darstellung.

Notes: Alle Werte sind Zirka-Angaben. Der Zinsaufwand der Signa Prime erreichte 2021 rund 373 Mio. Euro bei einem Umsatz von 438 Mio. Euro; ohne Aufwertungsergebnis wäre das Jahr 2021 defizitär gewesen.

In den Abschlüssen der Signa Prime ist die Bewertungsseite der Spirale unmittelbar sichtbar; Tabelle 3 fasst die Eckwerte zusammen. Für 2019 wies die Gesellschaft Aufwertungen von rund 933 Millionen Euro aus, die den Jahresgewinn verdoppelten und die erwähnte Dividende trugen; für 2021 stand einem ausgewiesenen Gewinn von rund 732 Millionen Euro ein Aufwertungsergebnis von rund einer Milliarde Euro gegenüber — ohne die Neubewertung wäre das Jahr defizitär gewesen. Die risikoanalytische Aufarbeitung hält fest, dass der Bewertungseffekt 2019 rund das Dreifache des Umsatzes erreichte. Mit der Zinswende kehrte sich das Vorzeichen um: 2022 schrieb die Signa Prime infolge von Abwertungen einen Verlust von gut einer Milliarde Euro, die Signa Development verlor rund 317 Millionen Euro bei Abwertungen von rund 365 Millionen Euro. Der Gutachterwert, der den Aufstieg getragen hatte, trug nun den Absturz.²⁴

Eine Randnotiz mit grundsätzlicher Bedeutung betrifft die Rechnungslegungsordnung selbst. Nach österreichischem Unternehmensrecht gilt für Immobilien das vorsichtige Anschaffungskosten- und Niederstwertprinzip: Aufwertungen über die Kosten hinaus sind unzulässig, Buchgewinne aus bloßen Werterwartungen entstehen nicht. Die Verbund-Gesellschaften bilanzierten jedoch nach den internationalen Standards, deren Zeitwertansatz Aufwertungen unmittelbar in die Ertragsrechnung hebt. Gläubigerschützer plädierten nach dem Zusammenbruch offen für die Rückbesinnung auf das Vorsichtsprinzip. Man muss diesem Plädoyer nicht in voller Breite folgen — der Zeitwertansatz hat Informationsvorteile —, um den Befund anzuerkennen: Ausschüttungen und Boni, die an unrealisierte Zeitwertgewinne anknüpfen, verwandeln eine Bilanzierungsmeinung in echte Mittelabflüsse. Was als Information gedacht war, wurde als Kasse behandelt — und die Kasse fehlte am Ende.

Im Sinne der wissenschaftlichen Integrität müssen die Limitationen der datenbasierten Verifizierbarkeit aufgezeigt werden. Öffentlich belegt sind die genannten Miethöhen

²³ Presserecherchen vom Dezember 2023; die Mietangaben wurden von mehreren Medien übereinstimmend berichtet; zur Begründung der Mieterin die Insolvenzberichterstattung vom Jänner 2024. Quelle: handelsblatt.com (12. Dezember 2023). Die Wiedergabe erfolgt als Berichtslage, nicht als festgestellter Sachverhalt.

²⁴ Kritisch zur Bewertungspraxis äußerten sich u. a. Vertreter der Gläubigerschutzverbände („massive Übertreibung“) und Bilanzrechtsexperten zum Ermessensspielraum der Bewertung nach IAS 40.

einzelner Häuser, die Aufwertungsergebnisse und Dividenden der Abschlüsse sowie die Selbstauskunft der Mieterin über die Mietlast als Insolvenzgrund; nicht öffentlich belegt sind die konzerninternen Vertragskonditionen im Einzelnen, die objektbezogenen Beleihungsquoten und der genaue Anteil variabel verzinsten Verbindlichkeiten. Die Darstellung dieser Arbeit stützt sich deshalb auf das Zusammenspiel der belegten Einzelstücke, das in seiner Richtung eindeutig, in seiner exakten Größenordnung aber offen ist. Für das Urteil des Anlegers genügt freilich schon die Richtung: Eine Bewertungsgrundlage, deren wichtigste Annahme im eigenen Haus entsteht, verdient den Abschlag des Zweifels — unabhängig davon, wo zwischen realistisch, ambitioniert und unhaltbar die Wahrheit im Einzelfall lag.

Die wissenschaftliche Einordnung dieser Praxis fällt nüchtern aus: Sie ist die betriebswirtschaftliche Anwendung dessen, was Kapitel 2 abstrakt beschrieben hat. Gutachterliche Werte reagieren träge und ermessensabhängig (Geltner, 1991; Quan und Quigley, 1991); konzerninterne Mietverträge verschieben den Ermessensspielraum zusätzlich zugunsten des Eigentümers, weil der Mietzins — die wichtigste Bewertungsannahme — nicht am Markt, sondern am Verhandlungstisch desselben Verbunds entsteht. Solange die Kapitalisierungssätze sanken, addierten sich beide Effekte zu scheinbar müheloser Wertschöpfung; mit der Zinswende wurden aus denselben Verträgen Belastungen, die den Mieter in die Insolvenz und den Vermieter um seine Bewertungsgrundlage brachten. Es ist die Minsky-Abfolge in Reinform: Aus tragfähiger Finanzierung wurde spekulative, aus spekulativer eine, die nur noch durch neue Mittel und neue Aufwertungen bedient werden konnte (Minsky, 1992).

3.5 Zinswende, Fälligkeiten und der Zusammenbruch

Die Zinswende der Jahre 2022 und 2023 (vergleiche Abbildung 1) traf den Verbund an allen empfindlichen Stellen zugleich. Steigende Kapitalisierungssätze drückten die Gutachtenswerte und damit die Beleihungsgrundlage; steigende Bau- und Energiekosten verteuerten die laufenden Projekte; und steigende Finanzierungskosten trafen einen Verbund, dessen Zahlungsverpflichtungen schon in der Niedrigzinszeit nur durch neue Mittelhereinnahmen gedeckt worden waren. Der genaue Anteil variabel verzinsten oder kurzfristig revolvingender Verbindlichkeiten ist öffentlich nicht belegt; die verfügbaren Analysen stimmen jedoch darin überein, dass das Geschäftsmodell auf anhaltend niedrige Zinsen angewiesen war und die Straffung der Geldpolitik den Ausschlag gab. Sichtbar wird die Anspannung in den Zwischenzahlen der Signa Development: Ihr Kassenbestand fiel im

ersten Halbjahr 2023 von rund 125 auf rund 32 Millionen Euro, während der Portfoliowert von drei auf 2,1 Milliarden Euro sank.^{25 26}

Verschärfend wirkte das Fälligkeitsprofil. Die Verbindlichkeiten des Verbunds waren nicht gleichmäßig über die Jahre gestreckt, sondern konzentrierten sich in den Jahren 2023 bis 2026: die im November 2023 fällige Anleihe der Prime über rund 200 Millionen Euro, eine 2026 auslaufende Anleihe der Development über Luxemburg, dazwischen revolvingierende Projektfinanzierungen, deren Verlängerung in der Niedrigzinszeit Formsache gewesen war und nun zur Einzelfallverhandlung mit risikoaverseren Kreditgebern wurde. Fälligkeitsklumpen sind die Zwillingsgestalt des Klumpenrisikos auf der Passivseite: Sie bündeln den Refinanzierungsbedarf in einem Zeitfenster und machen das Überleben von der Marktverfassung genau dieses Fensters abhängig. Das Fenster 2023/24 war das schlechteste seit fünfzehn Jahren.²⁷

Das Marktumfeld verschärfte die Lage von außen. Der europäische Gewerbeimmobilienmarkt befand sich 2023 in seiner schärfsten Korrektur seit der Finanzkrise; die Europäische Zentralbank widmete den Immobilienmärkten unter hohen Finanzierungskosten in ihrem Finanzstabilitätsbericht vom November 2023 eine eigene Sonderbetrachtung (ECB, 2023, Special Feature B). In Österreich stieg der Anteil notleidender Gewerbeimmobilienkredite nach Angaben der Nationalbank von rund einem Prozent Mitte 2021 auf über vier Prozent Mitte 2024, und bei 30 Prozent der Kredite überstieg die Kredithöhe den Sicherheitenwert oder fehlten Sicherheiten. In einem solchen Umfeld war an Anschlussfinanzierungen zu alten Konditionen nicht zu denken: Der Kapitalmarktzugang, auf dem das Finanzierungsmodell des Verbunds ruhte, schloss sich für die gesamte Branche — für den am höchsten gehebelten und am wenigsten durchschaubaren Teilnehmer zuerst.²⁸

Der Herbst 2023 brachte die Zuspitzung in rascher Folge, die Tabelle 4 chronologisch ordnet. Im Oktober meldete die börsennotierte Sporthandelstochter Insolvenz an; Anfang November stoppte der Rohbau des Hamburger Hochhausprojekts, weil Rechnungen des Bauunternehmens nicht beglichen wurden; wenig später übergab der Gründer den Beiratsvorsitz an einen renommierten deutschen Sanierungsfachmann. Zur unmittelbaren Belastungsprobe wurde eine Anleihe der Signa Prime über rund 200 Millionen Euro, die Ende November fällig wurde und nicht aus vorhandener Liquidität bedient werden konnte — bei einem Verbund, dessen Vermögenswerte mit rund 27 Milliarden Euro in den Büchern standen. Versuche, binnen Wochen Überbrückungsmittel von Bestandsinvestoren oder

²⁵ Halbjahreszahlen der Entwicklungsgesellschaft 2023, veröffentlicht Anfang November 2023 und zitiert nach Presseberichten (u. a. cash.ch, 16. November 2023).

²⁶ Analysten einer internationalen Großbank bezifferten die Verbindlichkeiten des Verbunds gegenüber Banken und Investoren auf rund 13 Milliarden Euro; (costar.com/article/771691919) eine amtliche Gesamtzahl existiert wegen der fehlenden Konzernkonsolidierung nicht.

²⁷ Die Anleihe der Signa Development Finance S.C.S. (Luxemburg, Kupon 5,5 Prozent) war zum Juli 2026 fällig; die Prime-Anleihe über rund 200 Millionen Euro wurde im November 2023 zum unmittelbaren Auslöser der Krise.

²⁸ Notenbank-Analyse zu Gewerbeimmobilienkrediten vom September 2024; die Angaben beziehen sich auf den österreichischen Bankensektor insgesamt, nicht auf einzelne Kreditnehmer. Quelle: oenb.at, Blogbeitrag vom 20. September 2024.

neuen Geldgebern zu gewinnen, scheiterten am wechselseitigen Misstrauen und an der Undurchdringlichkeit der Struktur: Niemand konnte in der verfügbaren Zeit prüfen, wofür er haften würde. Am 29. November 2023 folgte der Insolvenzantrag der Holding beim zuständigen Handelsgericht, zum Jahresende jene von Prime und Development.²⁹³⁰

Table 4: Chronologie des Zusammenbruchs der Signa-Gruppe

Zeitpunkt	Ereignis
Juli 2022 bis Sept. 2023	EZB hebt die Leitzinsen in zehn Schritten an; Abwertungen im Gewerbeimmobilienmarkt setzen ein
Okt. 2023	Insolvenz der Sporthandelstochter; Baustopp am Hamburger Hochhausprojekt Anfang November
Nov. 2023	Beiratsvorsitz an einen externen Sanierungsexperten; fällige 200-Mio.-Euro-Anleihe der Signa Prime wird zum akuten Liquiditätsproblem
29.11.2023	Insolvenzantrag der Signa Holding (Sanierungsverfahren in Eigenverwaltung beim zuständigen Handelsgericht)
28./29.12.2023	Insolvenzanträge der Signa Prime und der Signa Development
Jän. 2024	Dritte Insolvenz der großen Warenhausgruppe; Insolvenz der Luxuswarenhaus-Betreiberin („exorbitant hohe Mieten“)
März 2024	Konkurs über das Privatvermögen des Gründers; Insolvenz seiner Familienprivatstiftung
Apr. 2024	Holding zieht Sanierungsplan zurück (Konkurs); Verkauf der Berliner Warenhausimmobilie an einen Handelskonzern aus Fernost (rund 1 Mrd. Euro); Übernahme der großen Warenhausgruppe durch eine Investorengruppe aus dem Handel
Okt. 2024	Sanierungsplan der Signa Prime endgültig gescheitert (Höchstgericht) — Konkurs; Verkauf des britischen Warenhausanteils an einen Staatsfonds vom Golf
Dez. 2024	Auch Signa Development im Konkurs (Höchstgericht)
März 2025	Verkauf der Beteiligung an einem weltberühmten Manhattaner Hochhaus für rund 5 Mio. Euro nebst Forderungsverzicht
Okt. 2025	Rahmenvereinbarung der Stadt Hamburg zum Hochhausprojekt an der Elbe (rund 595 Mio. Euro); Verkauf des Wiener Grandhotels gescheitert
2026	Verkaufsstart des Wiener Luxusquartiers; Verwertung der Holding weitgehend abgeschlossen

Sources: Öffentlich berichtete Verfahrens- und Presseinformationen; eigene Zusammenstellung, 2023 bis 2026 (u. a. iz.de; ksv.at; orf.at; tagesspiegel.de; businesswire.com; hessenschau.de; private-banking-magazin.de; 5min.at; extrajournal.net; schuhkurier.de).

Der Vollständigkeit halber ist festzuhalten, was in jenen Novemberwochen versucht wurde und warum es nicht gelungen ist. Der herbeigerufene Sanierungsfachmann suchte binnen Tagen eine Überbrückungsfinanzierung im dreistelligen Millionenbereich — bei Bestandsinvestoren, bei Banken, bei Beteiligungsgesellschaften. Die Gespräche scheiterten an einer Bedingung, die jeder professionelle Geldgeber stellt und die der Verbund nicht erfüllen konnte: belastbare, konsolidierte Zahlen in der verfügbaren Zeit. Wer nicht weiß,

²⁹ Quellen: iz.de (29. November 2023); finanzen.at (28. Dezember 2023); orf.at/stories/3344217.

³⁰ Die Zahlungsunfähigkeit trat damit auf der Ebene einzelner Fälligkeiten ein, nicht als bilanzielle Überschuldung des Gesamtvermögens — das Kennzeichen einer Liquiditäts- und Vertrauenskrise nach dem Muster von Brunnermeier und Pedersen (2009).

wie viele Verbindlichkeiten über, unter und neben seiner Position stehen, gibt kein frisches Geld. Die Intransparenz, die in guten Jahren Gestaltungsspielraum gewährt hatte, wurde in der entscheidenden Woche zum wesentlichen Hindernis einer Stabilisierung: Diese hätte vorausgesetzt, dass die Vermögens- und Verpflichtungslage des Verbunds in der verfügbaren Zeit belastbar dargestellt werden kann — was nach übereinstimmenden Berichten nicht mehr gelang.

3.6 Verwertung, Gläubigerquoten und Verfahren

Die Abwicklung bestätigte, was die Theorie der Notverkäufe erwarten lässt: Vermögenswerte, die zu Spitzenbewertungen in den Büchern standen, erlösten unter Zeitdruck und in einem schwachen Markt nur Bruchteile. Das eindrücklichste Beispiel ist die Beteiligung an einem weltberühmten Hochhaus in Manhattan, die für rund fünf Millionen Euro an den Mitgesellschafter überging — verbunden mit dem Verzicht auf eine Insolvenzforderung von rund 50 Millionen Euro; Shleifer und Vishny (1992) hätten den Käufer präzise vorhergesagt: der einzige, der das Objekt kannte und übernehmen konnte. Die Berliner Warenhausimmobilie ging für rund eine Milliarde Euro an einen Handelskonzern aus Fernost, der britische Warenhausanteil an einen Staatsfonds vom Golf; der Verkauf des Wiener Grandhotels scheiterte zunächst, das Luxusquartier stand im Sommer 2026 noch zum Verkauf, und die Rahmenvereinbarung der Stadt Hamburg über rund 595 Millionen Euro für rund 48 Prozent der Nutzfläche — die unteren zwölf Geschosse — war im August 2026 noch nicht vollzogen.^{31 32 33 34}

Für die Gläubiger zeichnen sich entsprechend harte Ergebnisse ab. Tabelle 5 stellt die angemeldeten und die anerkannten Forderungen der Hauptverfahren gegenüber. Die im Sanierungsverfahren der Signa Prime zunächst angebotene Quote von mindestens 30 Prozent scheiterte mit der Umwandlung in den Konkurs; der Masseverwalter warnte, dass die Gläubiger weniger erhalten könnten. Bei einzelnen Objektgesellschaften wird nach Einschätzung von Gläubigerschützern mit gar keiner Quote gerechnet. Im Privatkonkurs des Gründers stehen angemeldete Forderungen von rund 2,7 Milliarden Euro anerkannte Forderungen von lediglich rund 46 Millionen Euro gegenüber. Wie viel am Ende fließt, werden erst die Schlussverteilungen zeigen; die Verfahren werden die Gerichte noch Jahre beschäftigen.^{35 36}

³¹ Zur Hochhausbeteiligung vgl. die Berichterstattung vom März 2025; zum Elbe-Hochhaus die Rahmenvereinbarung vom Oktober 2025 und die Berichte vom August 2026 über offene Bedingungen. Quelle: private-banking-magazin.de (14. Oktober 2025).

³² Quelle: hessenschau.de (5. März 2025).

³³ Quellen: tagesspiegel.de (11. April 2024); orf.at/stories/3372198 (Oktober 2024).

³⁴ Quellen: 5min.at (30. Oktober 2025); extrajournal.net (27. Mai 2026).

³⁵ Quellen: ksv.at (August 2025); nachrichten.jetzt (August 2026, achter Zwischenbericht der Entwicklungsgesellschaft).

³⁶ Zur im Sanierungsverfahren der Signa Prime angebotenen Mindestquote von 30 Prozent und zur Einschätzung des Masseverwalters, im Konkurs sei mit weniger zu rechnen, vgl. die Berichterstattung vom 31. Oktober 2024. Quellen: orf.at (Oktober 2024); handelsblatt.com (Oktober 2024).

Table 5: Angemeldete und anerkannte Forderungen in den Hauptverfahren

Verfahren	Angemeldet (Mrd. Euro)	Anerkannt (Mrd. Euro)	Stand
Signa Prime Selection AG	11,8	rund 5,0	Aug. 2025
Signa Holding GmbH	8,39	2,76	Mai 2026
Signa Development Selection AG	2,59	rund 1,7	Aug. 2026
Der Gründer (Privatkonkurs)	2,689	0,046	Aug. 2025
Familienprivatstiftung des Gründers	2,36	0,131	Okt. 2025

Sources: Öffentlich berichtete Verfahrensinformationen; Berichte der Insolvenzverwaltung; eigene Darstellung.

Notes: Alle Werte sind Zirka-Angaben auf Basis von Zwischenständen. Forderungen können in mehreren Verfahren zugleich angemeldet sein; die Summen sind daher nicht addierbar. Anerkennungsstände sind Zwischenstände.

Auch die Nachlese der Verwertung bestätigt die Größenordnung des Wertverlusts. Bei der Holding, deren Beteiligungen einst das Dach des Verbunds bildeten, meldete die Insolvenzverwaltung im Mai 2026 die Verwertung als weitgehend abgeschlossen — mit Erlösen von rund zehn Millionen Euro aus Fahrzeugen, Marken und Namensrechten, ergänzt um einstweilen rund 9 Millionen Euro aus Anfechtungen; weitere Anfechtungsklagen über mehr als 160 Millionen Euro waren anhängig. Zehn Millionen Euro Verwertungserlös auf einer Ebene, der Vermögenswerte von Milliarden zugerechnet worden waren: Deutlicher lässt sich der Unterschied zwischen dem Buchwert einer nachrangigen Beteiligungskaskade und ihrem Marktwert im Ernstfall nicht beziffern. Für die wirtschaftliche Bewertung ist dabei unerheblich, was davon auf Marktverfall und was auf überhöhte Ausgangsbewertungen entfällt — der Anleger trägt beides.³⁷

Ein Sonderfall der Verwertung verdient eigene Erwähnung, weil er die unglücklichste Erscheinungsform der Illiquidität vorführt: das halbfertige Projekt. Das Hochhaus an der Elbe stand beim Baustopp als Rohbau von rund hundert Metern — zu weit gediehen, um als Grundstück verkauft zu werden, zu unfertig, um Erträge zu tragen, und mit jedem Monat Stillstand teurer durch Sicherung, Zinsen und verfallende Gewährleistungen. Die 2025 geschlossene Rahmenvereinbarung mit der Stadt Hamburg über rund 595 Millionen Euro für rund 48 Prozent der Nutzfläche war im August 2026 noch immer nicht vollzogen. Ein fertiges Bestlagen-Objekt findet zur Not seinen Käufer mit Abschlag; ein halbfertiges findet ihn erst, wenn jemand die Fertigstellung finanzieren mag — die illiquideste Anlage ist die begonnene.³⁸

Auf der Eigenkapitalseite ist das Bild bereits eindeutig. Die Industriestiftung schrieb ihre Beteiligungen an Prime und Development vollständig ab; der Logistikunternehmer bezifferte den Verlust seines Engagements öffentlich auf rund 500 Millionen Euro; die Beteiligungsgesellschaft der Industriellenfamilie berichtete nach vollständiger Wertberichtigung einen kumulierten Nettoverlust von rund 272 Millionen Euro. All dies

³⁷ Angaben nach dem sechsten Bericht der Insolvenzverwaltung der Signa Holding (Mai 2026) laut Presseberichterstattung. Quelle: schuhkurier.de (4. Mai 2026).

³⁸ Zum Verhandlungsstand im August 2026 vgl. die Hamburger Berichterstattung; der für Sommer 2026 angekündigte Weiterbau war bis dahin nicht erfolgt.

bestätigt unfreiwillig die Regel der Positionsgröße aus Kapitel 5: Beispielsweise machte für die Industriestiftung das Engagement ein bis zwei Prozent des Stiftungsvermögens aus, ein schmerzhafter, aber folgenloser Verlust. Dieselbe Beteiligung als Kern eines Privatvermögens hätte dessen Vernichtung bedeutet. Nicht die Anlage entscheidet über die Existenz des Anlegers, sondern ihr Gewicht.

3.7 Hätte mehr Liquidität den Zusammenbruch verhindert?

Die Titelfrage lässt sich nun in zwei Schritten beantworten. Der erste Schritt betrifft die Form des Zusammenbruchs. Der Verbund fiel nicht, weil sein Vermögen über Nacht wertlos geworden wäre, sondern weil einzelne Fälligkeiten — beispielhaft die 200-Millionen-Anleihe des Novembers 2023 — nicht mehr gedeckt waren und jeder Versuch der Überbrückung am Vertrauensverlust scheiterte. Eine auf Ebene von Holding und Prime vorgehaltene Kassenreserve nebst fest zugesagten Kreditlinien im niedrigen einstelligen Milliardenbereich — gemessen an einer Bilanzsumme von rund 27 Milliarden Euro ein Anteil von fünf bis zehn Prozent — hätte die Fälligkeiten der Jahre 2023 und 2024 gedeckt, den Insolvenzauslöser beseitigt und Zeit für geordnete Verkäufe zu regulären Preisen verschafft. In diesem präzisen Sinn lautet die Antwort: Ja — mit ausreichender Liquidität wäre der Zusammenbruch in seiner konkreten, chaotischen Form im Winter 2023 höchstwahrscheinlich ausgeblieben.

Der zweite Schritt betrifft die Substanz. Liquidität kauft Zeit; sie ersetzt keine Tragfähigkeit. Die Zinswende hätte die Bewertungen auch bei bester Kassenlage nach unten gezogen, die konzerninternen Mieten wären als Stütze der Ertragswerte ebenso fragwürdig geworden, und ein Zinsaufwand, der schon 2021 rund 85 Prozent des Umsatzes der Signa Prime verzehrte, wäre mit jeder Refinanzierung weiter gestiegen. Ohne begleitende Änderungen — deutlich geringere Fremdkapitalquote, lange Zinsbindungen oder Absicherungen, gestaffelte Fälligkeiten, Verzicht auf Ausschüttungen aus unrealisierten Buchgewinnen — hätte auch ein liquiditätsstarker Verbund schrumpfen, verkaufen und Investoren Verluste zumuten müssen. Der Unterschied läge im Verlauf: Anpassung in geordneten Verkäufen über Jahre statt Zerschlagung zu Notverkaufspreisen — für Gläubiger und Miteigentümer ein Unterschied von vielen Milliarden, wie die Abschlüsse der Verwertung zeigen.

Eine Gegenprobe stützt beide Schritte der Antwort. Eigentümer mit ähnlichen Objekten, aber anderer Finanzarchitektur — geringerem Hebel, langen Zinsbindungen, gestreuten Fälligkeiten, konsolidierter Berichterstattung — durchliefen dieselbe Zinswende mit denselben Abwertungen, aber ohne Zahlungsunfähigkeit: Sie kürzten Ausschüttungen, verkauften geordnet und warteten die Stabilisierung ab. Umgekehrt gerieten in denselben Jahren weitere hoch gehebelte, kurzfristig finanzierte Immobilienverbünde in Deutschland und Skandinavien in Schieflage — die bereits erwähnte Adler Group ebenso wie der schwedische Bestandshalter Samhällsbyggnadsbolaget, dessen Anleihen 2023 auf

Ramschniveau herabgestuft wurden³⁹ — der Zinsanstieg traf alle Marktteilnehmer, existenzgefährdend wirkte er jedoch nur selektiv, und die Auswahl folgte der Finanzierungsstruktur, nicht der Objektqualität. Das ist die empirische Pointe des Falls: Nicht die Immobilien scheiterten, sondern ihre Finanzierung. Die Objekte selbst — die berühmten Warenhäuser, das Wiener Luxusquartier, die Bestlagen — fanden und finden neue Eigentümer; nur eben zu Preisen, die ohne den Erwartungsaufschlag der Niedrigzinsjahre gebildet werden.

Das Gesamturteil lautet daher: Fehlende Liquidität war der Auslöser und die hinreichende Bedingung des Zusammenbruchs in seiner beobachteten Form; die tiefere Ursache war ein Geschäftsmodell, das Illiquidität, Klumpenrisiko, Bewertungsspielräume und zinssensitiven Hebel übereinanderschichtete und dadurch auf eine einzige Umweltbedingung — anhaltend niedrige Zinsen — setzte. Minsky (1992) beschreibt solche Konstruktionen als das reguläre Endstadium langer Aufschwünge; Kindleberger (1978) und Reinhart und Rogoff (2009) zeigen, dass die Überzeugung, diesmal sei es anders, zu jeder dieser Konstruktionen gehört. Signa war insofern kein unbegreiflicher Einzelfall, sondern ein besonders reiner Fall — und gerade deshalb lehrreich für jede Anlageklasse, die dieselben Komponenten mischt. Ihnen wendet sich Kapitel 4 zu.⁴⁰

3.8 Ein Gegenszenario: drei Jahre Goldilocks und ein anderer Kurs

Die bisherige Analyse hat gefragt, was mehr Liquidität allein bewirkt hätte. Ein zweites Gedankenexperiment liegt näher an dem, was den Handelnden zu Beginn des Jahres 2022 tatsächlich offenstand. Man unterstelle, die Zinsen wären nach dem Jahreswechsel 2021/22 noch drei Jahre auf ihrem damaligen Niveau geblieben — der Dreimonatssatz lag im Dezember 2021 bei minus 0,52 Prozent —, und der Verbund hätte diese Frist genutzt: im zweiten Jahr die Verschachtelung aufgelöst, das Fremdkapital um zwanzig Prozent zurückgeführt und die vorgehaltene Liquidität auf zwanzig Prozent des Investitionsvolumens erhöht. Abbildung 1 stellt den tatsächlichen und den unterstellten Zinsverlauf gegenüber.

Die Annahme ist weniger kühn, als sie im Rückblick wirkt. Vor dem Februar 2022 herrschten am europäischen Kapitalmarkt Goldilocks-Bedingungen: eine kräftige Erholung nach der Pandemie, eine Teuerung, die von den Notenbanken noch als vorübergehend eingestuft wurde, und ein Geldmarktsatz, der seit dem Frühjahr 2015 im negativen Bereich lag und sich seit 2016 kaum bewegt hatte. In den Terminpreisen war eine Straffung dieses Ausmaßes nicht eingepreist; nichts sprach dafür, dass der Dreimonatssatz binnen zwei Jahren um viereinhalb Prozentpunkte steigen würde. Der Einwand gegen die Konstruktion

³⁹ Zur Herabstufung des schwedischen Bestandshalters auf Ramschniveau und zu seiner Refinanzierungsklemme vgl. die Berichterstattung des Jahres 2023 (u. a. handelsblatt.com; handelszeitung.ch); zur Adler Group die Nachweise in Fußnote 14.

⁴⁰ Die Einschätzung der Vermeidbarkeit teilen die öffentlich verfügbaren risikoanalytischen Aufarbeitungen des Falls, die die Insolvenz angesichts der seit 2018 sichtbaren Deckungslücken als vorhersehbar bezeichnen. Quellen: Thaller und Mayr (2024); Dobusch und Sturn (2024).

lautet deshalb nicht, sie habe die Zinswende nicht vorhergesehen — das tat kaum jemand. Er lautet, dass sie so gebaut war, dass ihr Überleben vom Ausbleiben dieser Wende abhing.

Was hätten die drei Maßnahmen bewirkt? Zunächst ist festzuhalten, was sie gekostet hätten. Bei einer Bilanzsumme von rund 27 Milliarden Euro und Verbindlichkeiten gegenüber Banken und Investoren, die auf rund 13 Milliarden Euro geschätzt wurden, bedeutet eine Rückführung des Fremdkapitals um zwanzig Prozent eine Entschuldung von rund 2,6 Milliarden Euro; eine Kassenhaltung von zwanzig Prozent des Investitionsvolumens bedeutet rund 5,4 Milliarden Euro. Zusammen sind das rund acht Milliarden Euro, die nicht aus dem laufenden Geschäft hätten stammen können — der operative Zahlungsstrom deckte nach der risikoanalytischen Aufarbeitung schon seit 2018 nicht einmal den Kapitaldienst. Sie hätten aus Verkäufen kommen müssen: knapp ein Drittel des Portfolios, veräußert in einen Markt, der in diesem Szenario noch aufnahmefähig gewesen wäre. Das Gegenszenario ist also keines der Rettung ohne Preis, sondern eines der geordneten Verkleinerung.

Die Wirkung wäre gleichwohl durchgreifend gewesen. Eine Kasse von rund 5,4 Milliarden Euro hätte die im November 2023 fällige Anleihe über rund 200 Millionen Euro nicht knapp, sondern siebenundzwanzigfach gedeckt und die gesamte Fälligkeitskonzentration der Jahre 2023 bis 2026 aus eigener Kraft bedient; der Auslöser der Kaskade wäre entfallen. Ein um zwanzig Prozent geringeres Fremdkapital hätte den Zinsaufwand entsprechend gesenkt — bei der Signa Prime von rund 373 auf rund 298 Millionen Euro und damit von 85 auf rund 68 Prozent des Umsatzes. Das bleibt eine drückende Last, und darin liegt die Einschränkung: Auch nach einer Entschuldung um ein Fünftel hätte der Verbund den größeren Teil seiner Mieterträge an seine Gläubiger weitergereicht.

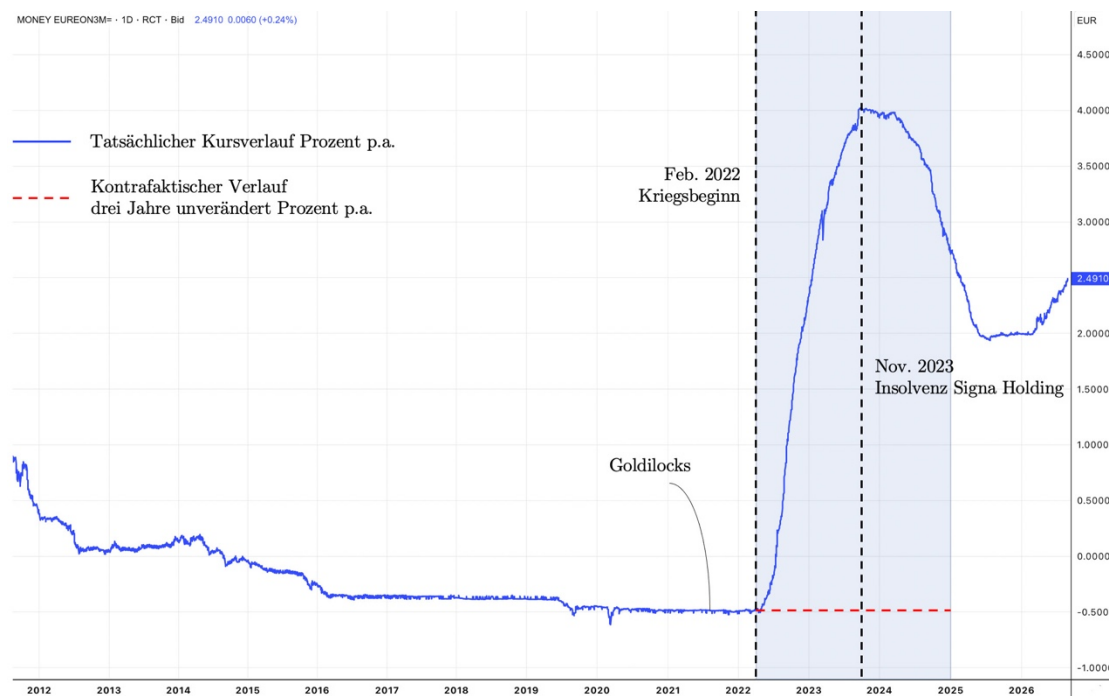
Die wirksamste der drei Maßnahmen wäre indes weder die Kasse noch die Entschuldung gewesen, sondern die Entflechtung. Im November 2023 scheiterte die Überbrückungsfinanzierung nicht am fehlenden Vermögen, sondern an der Unmöglichkeit, binnen Tagen belastbare konsolidierte Zahlen vorzulegen. Ein Verbund, der zwei Jahre zuvor aus rund tausend Gesellschaften eine überschaubare Zahl geprüfter Einheiten mit einem Konzernabschluss gemacht hätte, wäre im entscheidenden Moment prüfbar gewesen — und Prüfbarkeit ist die Bedingung dafür, dass frisches Geld überhaupt angeboten wird. Die Entflechtung hat den höchsten Optionswert der drei Maßnahmen, weil sie nicht die Bilanz verbessert, sondern den Zugang zum Kapitalmarkt in dem Augenblick offenhält, in dem er gebraucht wird.

Und danach? Das Gegenszenario verschiebt die Zinswende, es hebt sie nicht auf. Sie wäre auch drei Jahre später gekommen, und mit ihr dieselbe Mechanik: steigende Kapitalisierungssätze, fallende Gutachtenswerte, ein Wertverlust in der Größenordnung, die Abschnitt 2.2 vorrechnet. Der Unterschied liegt in der Ausgangslage. Ein Verbund mit rund 10,4 statt 13 Milliarden Euro Schulden, einer Kasse von rund 5,4 Milliarden Euro, gestreckten Fälligkeiten und einem geprüften Konzernabschluss hätte diese Abwertung als

Bilanzereignis erlebt, nicht als Zahlungsereignis: Er hätte verkauft, geschrumpft und seinen Eigentümern Verluste zugemutet — aber zu Preisen, die er selbst mitbestimmt. Genau darin besteht der Unterschied zwischen Anpassung und Zerschlagung, den Abschnitt 3.7 mit vielen Milliarden beziffert hat.

Für den Anleger ist dies die eigentliche Erkenntnis des Gegenszenarios. Die drei Maßnahmen sind teuer, und sie sind nur in guten Zeiten zu haben: Entschuldung gelingt, solange Käufer zahlen; Liquidität lässt sich aufbauen, solange sie nicht gebraucht wird; und eine Struktur entflechtet man, solange niemand Fragen stellt. Wer sie auf den Tag verschiebt, an dem sie nötig werden, findet sie unbezahlbar vor — dieselbe Asymmetrie, die Abschnitt 2.3 für die Zinsabsicherung beschrieben hat. Die Zinswende war nicht vorhersehbar; die Verwundbarkeit gegen sie war es sehr wohl.

Abbildung 1: Dreimonatszinsen im Euroraum, 2012 bis 2026



Quelle: 3-Monats-EONIA Overnight Index Swap, Monatswerte Januar 2012 bis August 2026; Refinitiv Workspace.
Notes: Der kontrafaktische Pfad hält den Stand vom Dezember 2021 (minus 0,52 Prozent) drei Jahre lang fest; die graue Fläche markiert diesen Zeitraum. Die Beträge im Text sind eine Modellrechnung des Autors auf Grundlage der in Kapitel 3 belegten Größen; sie unterstellt eine proportionale Wirkung der Entschuldung auf den Zinsaufwand und trifft keine Aussage über die Durchführbarkeit einzelner Verkäufe.

4 Anlagen mit schwierigem Ausstieg im Vergleich

4.1 Direktimmobilien, offene und geschlossene Immobilienvehikel

Die Eigenschaften, an denen Signa zerbrach, sind keine Besonderheit des Falls, sondern allgemeine Merkmale der Anlageklasse Immobilie. Die Direktimmobilie ist das Klumpenrisiko schlechthin: ein einzelnes Objekt, ein Standort, ein Mieterkreis, ein Verkauf,

der Monate dauert und dessen Preis mit dem Zeitdruck des Verkäufers fällt. Offene Immobilienfonds mildern das Klumpenrisiko durch Streuung, fügen aber die in Kapitel 2 beschriebene Fristentransformation hinzu: Sie versprechen börsentägliche oder kurzfristige Rückgabe auf einem Bestand, der in Wochen nicht verkäuflich ist. Fecht und Wedow (2014) haben am deutschen Markt gezeigt, wie dieses Versprechen bricht: In den Jahren 2005/2006 und dann in großer Zahl ab 2008 mussten offene Immobilienfonds die Anteilsrücknahme aussetzen; mehrere wurden abgewickelt, und die Anleger warteten Jahre auf ihr Geld. Der Gesetzgeber zog mit Mindesthalte- und Kündigungsfristen die Konsequenz — ein stilles Eingeständnis, dass tägliche Liquidität auf illiquidem Bestand ein Konstruktionsfehler war.

Dass die Reform die Verwundbarkeit mildert, aber nicht aufhebt, zeigte die Zinswende erneut: Ab 2024 flossen aus deutschen offenen Immobilien-Publikumsfonds anhaltend Mittel ab — nach Verbandsstatistik rund 5,9 Milliarden Euro im Jahr 2024 und weitere 5,7 Milliarden Euro allein in den ersten neun Monaten 2025 —⁴¹, während die gutachterlichen Werte den gefallen Marktpreisen nur zögernd folgten — wer zurückgab, erhielt den geglätteten Wert, wer blieb, trug das Risiko der nachlaufenden Korrektur. Die Interessenlage zwischen gehenden und bleibenden Anlegern, die Fecht und Wedow (2014) als Kern des Ansturmrisikos beschreiben, besteht fort; nur die Fristen sind länger geworden. Für den Anleger folgt daraus die einfache Übersetzung: Auch der regulierte, gestreute, täglich bepreiste Immobilienfonds bleibt seiner Natur nach ein illiquides Vehikel mit Liquiditätsversprechen — die Anlageklasse verleugnet ihre Bauart nicht.

Geschlossene Beteiligungen — nach deutschem und österreichischem Muster als Kommanditbeteiligungen an einzelnen Objekten oder kleinen Portfolios ausgestaltet — verzichten ehrlicherweise auf das Liquiditätsversprechen: Der Anleger ist für die Laufzeit gebunden, ein Zweitmarkt existiert nur fragmentarisch und mit erheblichen Abschlägen. Dafür treffen ihn die übrigen Merkmale ungemildert: Klumpenrisiko auf Objektebene, gutachterliche Bewertung, hohe Fremdkapitalquoten und eine Informationslage, die vom Initiator gestaltet wird. Die Parallelen zu einer Beteiligung an einer Signa-Objektgesellschaft sind unmittelbar; der wesentliche Unterschied liegt in der Größenordnung, nicht in der Bauart.

Die deutsche und österreichische Anlegergeschichte hält für diese Anlageklasse reiches Anschauungsmaterial bereit. Eine Untersuchung von 1.139 seit 1972 aufgelegten geschlossenen Fonds mit rund 37 Milliarden Euro Anlegerkapital kam zu dem Ergebnis, dass 69 Prozent von ihnen den Anlegern Kapitalverluste brachten und nur 6 Prozent ihre Prospektprognosen erfüllten; bei Schiffsfonds lag die Verlustquote bei 81, bei Medienfonds

⁴¹ Nettomittelabflüsse offener Immobilien-Publikumsfonds in Deutschland nach der Statistik des Fondsverbands BVI, Stand 30. September 2025; das verwaltete Vermögen dieser Fonds lag zu diesem Zeitpunkt bei rund 115 Milliarden Euro. Quelle: boersen-zeitung.de (12. November 2025).

bei 96 Prozent.⁴² Der Zweitmarkt, wo er existierte, bepreiste die Anteile über Jahre mit erheblichen Abschlägen auf die Zeichnungssumme.

4.2 Private Equity: die nächste Verwandtschaft

Die engste Verwandtschaft zum Profil des Falls Signa weisen Private-Equity-Beteiligungen auf: gebundenes Kapital über acht bis zwölf Jahre, gehebelte Unternehmenskäufe, Bewertung der Portfoliounternehmen durch den Verwalter selbst und ein Ausstieg, der nur über Verkauf oder Börsengang zum vom Markt bestimmten Zeitpunkt gelingt. Die empirische Forschung zeichnet ein zwiespältiges Bild der Anlageklasse. Harris, Jenkinson und Kaplan (2014) berichten für Buyout-Fonds Renditen über dem Aktienmarkt — rund 20 bis 27 Prozent über die Fondslaufzeit und mehr als drei Prozentpunkte jährlich —, während Kaplan und Schoar (2005) für ihre frühere Stichprobe Nettorenditen finden, die dem Aktienmarkt im Durchschnitt ungefähr entsprechen, bei bemerkenswerter Beständigkeit der besten Verwalter; Phalippou und Gottschalg (2009) zeigen dagegen, dass nach Kosten und bei nüchterner Bewertung der Restbestände ein erheblicher Teil des ausgewiesenen Vorsprungs verschwindet. Franzoni, Nowak und Phalippou (2012) weisen nach, dass Private-Equity-Renditen systematisch mit Liquiditätsrisiken beladen sind — die Anlageklasse verdient ihre Prämie gerade dann nicht, wenn der Anleger sie am dringendsten bräuchte.

Zwei Ergebnisse dieser Literatur verdienen im Licht des Falls Signa besondere Beachtung. Das erste betrifft die Bewertung: Da die Verwalter ihre Beteiligungen quartalsweise selbst bewerten, erscheinen die ausgewiesenen Wertverläufe geglättet und die Schwankungsbreite untertrieben — dieselbe Wirkung, die Geltner (1991) für Immobiliengutachten beschrieben hat. Ilmanen, Chandra und McQuinn (2019) sprechen offen aus, dass ein Teil der Beliebtheit der Anlageklasse auf dieser optischen Ruhe beruht; Stafford (2022) zeigt, dass sich das Renditeprofil vieler Buyout-Fonds mit gehebelten, günstig bewerteten börsennotierten Aktien nachbilden lässt — samt der Schwankungen, die der Fondsausweis verbirgt. Das zweite Ergebnis betrifft den Ausstieg: Wer vor Laufzeitende verkaufen muss, erzielt am Zweitmarkt im Durchschnitt 13,8 Prozent Abschlag auf den zuletzt ausgewiesenen Wert, in Krisenphasen weit mehr (Nadauld, Sensoy, Vorkink und Weisbach, 2019). Der Abschlag ist das Preisschild der Illiquidität — sichtbar erst im Moment des Bedarfs.⁴³

Ein Unterschied verdient allerdings Anerkennung, weil er zugunsten der Fondslösung ausfällt: die Ordnung der Rechte. Ein regulärer Beteiligungsfonds bindet seinen Verwalter an einen Gesellschaftsvertrag mit Anlagegrenzen, Berichtspflichten,

⁴² Untersuchung von 1.139 seit 1972 aufgelegten geschlossenen Fonds mit rund 37 Milliarden Euro Anlegerkapital; nur 6 Prozent erfüllten ihre Prospektprognosen. Quelle: Stiftung Warentest, test.de (14. September 2015).

⁴³ Die Käufer solcher Zweitmarktanteile erzielen spiegelbildlich überdurchschnittliche Renditen — ein Hinweis für die in Kapitel 5 entwickelte Regel des antizyklischen Erwerbs mit Abschlag.

Schlüsselpersonenklauseln und Beiräten der Kapitalgeber; die Bewertung folgt anerkannten Richtlinien und wird geprüft; und die Laufzeit erzwingt die Abrechnung am realisierten Ergebnis. Der Signa-Verbund kannte solche Bindungen in dieser Form nicht: Die Kapitalgeber zeichneten Beteiligungen an einer Struktur, deren Regeln der Eigentümer setzte und ändern konnte. Die Lehre lautet nicht, dass Fondsverträge vor Verlusten schützen — sie lautet, dass der Anleger den Unterschied zwischen vertraglich geordneter und personengetragener Governance kennen und bepreisen sollte, bevor er zeichnet.

Wie sehr die Bewertungsträgheit das Verhalten der Kapitalgeber lenkt, zeigte das Jahr 2022 in einer fast laborhaften Anordnung. Während börsennotierte Aktien und Anleihen zweistellig fielen, wiesen Private-Equity-Portfolios nur geringe Abschläge aus — nicht weil ihre Beteiligungen verschont geblieben wären, sondern weil deren Bewertung der Börse mit Quartalen Verzug folgt. In den Portfolios institutioneller Anleger stieg dadurch der rechnerische Anteil der Privatmarktanlagen über die Zielquoten, was Neuzusagen bremste und den Zweitmarkt mit Verkaufsdruck belud; die Abschläge weiteten sich entsprechend aus: Für Anteile institutioneller Anleger fiel der am Zweitmarkt erzielte Preis von 92 Prozent des ausgewiesenen Werts im Jahr 2021 auf 81 Prozent im Jahr 2022, und die Überallokation war bei knapp der Hälfte der Verkäufe das ausschlaggebende Motiv.⁴⁴ Dieses Verfahren demonstriert die zweifache Verzerrung, die aus der Verwendung geglätteter Werte resultiert: Sie beruhigen in der Krise die Ausweise und blockieren zugleich die Ausgänge — dieselbe Ruhe, die den Ausweis schont, verunmöglicht eine Realisierung zum ausgewiesenen Marktwert.

Der Fall Signa fügt dieser Literatur ein anschauliches Kapitel hinzu, denn er vereinigte die Bauart eines Private-Equity-Vehikels mit der eines Immobilienbestandshalters: langfristig gebundene, mit Fremdkapital erhöhte Vermögenswerte, finanziert mit teils kurzfristigen Mitteln, gehalten in einer Struktur, die dem Kapitalgeber den Gesamtüberblick entzog. Auch die Anlegererfahrung gleicht sich: Wie die Zeichner eines schwachen Fonds-Jahrgangs erfuhren die Signa-Investoren den wahren Wert ihrer Beteiligung erst, als der Ausstiegszeitpunkt nicht mehr frei wählbar war. Ang, Papanikolaou und Westerfield (2014) haben formal gezeigt, was daraus für die Vermögensplanung folgt: Wer nicht handeln kann, wann er will, muss die Position von vornherein kleiner wählen und mehr sichere Liquidität daneben halten, als es die ausgewiesenen Schwankungen nahelegen.

4.3 Weitere Formen: private Kredite, Infrastruktur, Genussrechte

Dasselbe Grundmuster kehrt in weiteren Anlageformen wieder, die in den Niedrigzinsjahren gewachsen sind. Private Kreditfonds vergeben Darlehen, die kein Markt laufend bewertet;

⁴⁴ Preisniveau für Anteile institutioneller Anleger am Private-Equity-Zweitmarkt: 92 Prozent des ausgewiesenen Werts im Jahr 2021, 81 Prozent im Jahr 2022; Überallokation als Verkaufsmotiv bei 48 Prozent der Verkäufe. Quelle: Jefferies, Global Secondary Market Review, Januar 2023.

ihre Ausfälle zeigen sich spät, ihre ausgewiesene Ruhe täuscht über das Kreditrisiko hinweg, und ihre Rückgabebedingungen stehen im Kleingedruckten. Infrastrukturbeteiligungen binden Kapital über Jahrzehnte an regulierungsabhängige Erträge. Nicht notierte Genussrechte und Nachrangdarlehen — in Österreich und Deutschland wiederholt Gegenstand von Anlegerskandalen — verbinden feste Zinsversprechen mit letztrangiger Stellung in der Insolvenz: Die neunprozentigen Genussscheine aus dem Signa-Verfahrensumfeld führen die Anlageklasse beispielhaft vor. Selbst Sammlerwerte — Kunst, Wein, Oldtimer — gehorchen der Regel: In der Hausse scheinen sie stetig zu steigen, weil selten und selektiv gehandelt wird; im Bedarfsfall bestimmt der Auktionstag den Preis.

Die Bewährungsprobe der privaten Kreditfonds steht dabei erst aus. Die Anlageklasse ist im Wesentlichen nach der Finanzkrise entstanden und bis zur Zinswende fast nur gewachsen; ihre Ausfallgeschichte stammt aus milden Jahren. Steigende Zinsen wirken hier doppelt — sie erhöhen die Erträge der meist variabel verzinsten Darlehen und zugleich die Last der Schuldner, deren Zinsdeckung sinkt. Welche Wirkung überwiegt, entscheidet sich erst in einer echten Rezession. Der Anleger, der die Signa-Erkenntnisse verinnerlicht hat, zieht den Schluss nicht gegen die Anlageklasse, sondern für die Bestimmung der Beimischungsquote.

4.4 Gemeinsame Muster und die Illiquiditätsprämie

Über alle besprochenen Formen hinweg wiederholen sich dieselben Züge, und sie erlauben eine nüchterne Gesamtwürdigung der Anlageklasse. Die Illiquiditätsprämie existiert: Wer auf Handelbarkeit verzichtet, wird dafür im langjährigen Durchschnitt entlohnt, wie es die Preistheorie der Liquidität erwarten lässt (Amihud und Mendelson, 1986; einen Überblick über die Anlageklasse gibt Ang, 2014, Kapitel 13). Aber sie ist weder fest noch garantiert. Franzoni, Nowak und Phalippou (2012) beziffern den Liquiditätsrisikoanteil der Private-Equity-Renditen auf rund drei Prozentpunkte jährlich — nach dessen Abzug schrumpft der vielzitierte Renditevorsprung der Anlageklasse auf null. Die Prämie ist also überwiegend Entgelt für getragenes Risiko, nicht Geschenk; und sie fällt dem Anleger nur zu, wenn er das Risiko durchsteht, statt es im ungünstigen Moment am Zweitmarkt zurückzugeben.

Hinzu tritt ein Interessengefüge, das der Anleger nüchtern sehen sollte. Verwalter illiquider Vehikel bewerten die Vermögenswerte, auf die sich ihre eigenen Gebühren und Erfolgsbeteiligungen beziehen, in weiten Grenzen selbst; Initiatoren gestalten die Informationslage, auf deren Grundlage gezeichnet wird; und die Anreize aller Beteiligten — Vermittler, Bewerter, Finanzierer — zeigen in der Hausse in dieselbe Richtung. Das ist kein Vorwurf, sondern eine Strukturbeschreibung, und sie deckt sich mit dem Fall Signa ebenso wie mit der Fondsgeschichte: Kontrolliert wird die Bewertung illiquider Anlagen letztlich erst vom Ausstieg. Deshalb gehört der Ausstieg — seine Dauer, seine Bedingungen, sein Preis — ins Zentrum jeder Prüfung, nicht an deren Rand.

In dieses Spektrum eingeordnet, erweist sich der Fall Signa nicht als Fremdkörper, sondern als Extrempunkt: Er vereinte die Ausstiegsdauer der Direktimmobilie, die Art der Bewertung des Beteiligungsfonds, die Intransparenz der personengetragenen Struktur und einen Fremdkapitaleinsatz, der selbst für diese Anlageklasse ungewöhnlich hoch war — und er tat dies in einer Größenordnung, die Fehler nicht mehr verzieh. Damit ist nicht die Anlageklasse als Ganzes zu kritisieren; vielmehr erweist sich die spezifische Kombination ihrer Merkmale bei einer maximalen Allokation als problematisch. Der praktische Wert der Übersicht liegt darin, jedes konkrete Angebot daraufhin zu befragen, wie viele der kritischen Merkmale es vereint und in welcher Stärke — die Antwort ergibt keine Verbotsliste, aber eine Beimischungsanleitung.

Tabelle 6 ordnet die besprochenen Anlageformen nach den vier Merkmalen, die der Fall Signa als kritisch erwiesen hat: Ausstiegsdauer, Bewertungsgrundlage, Einblick des Anlegers und übliche Hebelung. Die börsennotierte Aktie dient als Vergleichsmaßstab — nicht weil sie risikoarm wäre, sondern weil ihr Risiko laufend sichtbar und ihr Ausstieg jederzeit möglich ist. Die Übersicht zeigt: Keine der Formen ist zu meiden, aber jede verlangt dieselbe Trias aus begrenzter Positionsgröße, langem Horizont und bewusst vorgehaltener Liquidität, den Kapitel 5 ausformuliert.

Table 6: Anlageformen mit schwierigem Ausstieg im Vergleich

Anlageform	Üblicher Ausstieg	Bewertungsgrundlage	Einblick und Hebel
Direktimmobilie	Monate bis Jahre	Gutachten	hoch beim Eigentümer; Hebel üblich
Offener Immobilienfonds	Fristen, in Krisen ausgesetzt	Gutachten	begrenzt; moderater Hebel
Geschlossene Beteiligung	Laufzeitende; Zweitmarkt mit Abschlag	Gutachten des Initiators	gering; Hebel hoch
Private Equity (Fonds)	8 bis 12 Jahre; Zweitmarkt mit Abschlag	Bewertung durch den Verwalter	begrenzt; Hebel hoch
Privater Kreditfonds	Fristen, Sperren möglich	Modell des Verwalters	gering; Hebel variabel
Genussrechte, Nachrangdarlehen	Laufzeitende	keine laufende Bewertung	gering; letztrangig
Börsennotierte Aktie (Maßstab)	jederzeit	Marktpreis	hoch; Hebel wählbar

Sources: Eigene Darstellung auf Grundlage der in Abschnitt 4.1 bis 4.3 zitierten Literatur.

5 Lehren für die Kapitalanlage

Aus dem Fall Signa und der vergleichenden Betrachtung lassen sich Regeln für den Umgang mit illiquiden, schwer bewertbaren und intransparenten Anlagen gewinnen. Sie sind bewusst schlicht gehalten — ihre Kraft liegt nicht in der Raffinesse, sondern in der Disziplin ihrer Anwendung — und sie verstehen sich als allgemeine, abstrakte Grundsätze des

Risikomanagements und der Anlageprüfung, nicht als individuelle Empfehlung im Sinne einer Anlageberatung.

5.1 Nur Teilengagements

Die erste Regel betrifft die Positionsgröße. Illiquide Anlagen gehören ins Portfolio — als Teil, niemals als Ganzes. Die formale Begründung liefern Ang, Papanikolaou und Westerfield (2014): Da der Anleger zwischen den Handelsgelegenheiten nicht umschichten kann, muss die illiquide Position kleiner sein, als es Renditeerwartung und ausgewiesene Schwankung nahelegen; die geglätteten Wertverläufe untertreiben das wahre Risiko zusätzlich (Geltner, 1991). Die praktische Begründung liefert Signa: Auch erfahrene Großanleger verloren dort Beträge, die nur deshalb verkraftbar blieben, weil sie — wie die erwähnte Industriestiftung mit ein bis zwei Prozent ihres Vermögens — Teilengagements eingegangen waren. Wer dagegen sein Vermögen auf eine einzige illiquide Idee mit Hebel konzentriert, ist im ungünstigen Fall nicht arm an Rendite, sondern zahlungsunfähig. Markowitz (1952) bleibt auch hier das erste und letzte Wort: Streuung ist der einzige kostenlose Vorteil der Kapitalanlage.

Wie groß darf das Teilengagement sein? Eine für alle gültige Zahl gibt es nicht, wohl aber eine Ordnung. Institutionen mit ewigem Horizont und gesicherten Zuflüssen — Stiftungen, Versorgungswerke — tragen nach dem Vorbild der großen Universitätsvermögen auch hohe Illiquiditätsquoten, sofern Ausgabenreserven und Verwalterauswahl stimmen (Swensen, 2009). Ein Privatvermögen, das Lebenshaltung, Vorsorge und Unvorhergesehenes tragen muss, liegt richtiger bei einem Anteil illiquider Anlagen, dessen Totalverlust den Lebensplan nicht berührt — je nach Verhältnissen eher bei drei bis zehn Prozent, und innerhalb dieses Anteils gestreut über Jahrgänge, Verwalter und Anlageklassen. Die genannte Industriestiftung hat mit ihren ein bis zwei Prozent im Fall Signa anschaulich gemacht, wie eine begrenzte Fehllallokation wirkt: öffentlich wahrnehmbar, im Gesamtergebnis jedoch unerheblich.

5.2 Langer Anlagehorizont und eigene Liquiditätsreserve

Die zweite Regel betrifft die Zeit. Illiquide Anlagen belohnen den, der nicht verkaufen muss, und bestrafen den, der es muss — der Zweitmarktabschlag von im Durchschnitt 13,8 Prozent (Nadauld, Sensoy, Vorkink und Weisbach, 2019) ist die Rechnung für den vorzeitigen Ausstieg. Daraus folgt zweierlei. Erstens: Nur Kapital binden, dessen Verfügbarkeit über die volle Laufzeit — acht, zehn, zwölf Jahre — entbehrlich ist, unter Einschluss der Möglichkeit, dass Rückgaben ausgesetzt und Laufzeiten verlängert werden. Zweitens: Neben den illiquiden Positionen eine eigene Liquiditätsreserve halten, die Lebenshaltung, Verpflichtungen und Nachschusspflichten über Jahre deckt. Der Anleger braucht seine Kassenreserve aus demselben Grund wie das Unternehmen: Sie ist der Preis

dafür, in der Krise nicht Verkäufer sein zu müssen — und sie ermöglicht erst, was die dritte Regel verlangt.⁴⁵

Zur Reserve gehört auch die Vorsorge für Pflichten, die aus der Anlage selbst erwachsen. Beteiligungsfonds rufen zugesagtes Kapital über Jahre ab — häufig gerade dann verstärkt, wenn die Märkte schwach und die Gelegenheiten gut sind; wer die Zusage aus künftigen Verkäufen anderer Anlagen bedienen wollte, wird in der Krise zum Notverkäufer im eigenen Haus. Geschlossene Beteiligungen kennen Nachschusspflichten, Immobilien kennen Instandhaltung und Sondertilgungen aus Kreditauflagen. Die Reserve ist deshalb nicht nach dem Normalfall zu bemessen, sondern nach dem gleichzeitigen Eintritt der unbequemen Fälle — derselbe Maßstab, an dem Kapitel 2 die Krisenfestigkeit des Unternehmens bewertet hat. Was dort für den Verbund galt, gilt hier im Kleinen: Zusagen sind Schulden der Zukunft.

5.3 Kauf in Schwächephasen mit Abschlag

Die dritte Regel betrifft den Einstiegszeitpunkt und verlangt am meisten Geduld. Illiquide Anlagen werden im Aufschwung zu Aufschlägen und mit geschönten Wertverläufen verkauft; ihr wahrer Preis zeigt sich in der Schwäche, wenn gebundene Verkäufer auf wenige Käufer treffen. Wer die Anlageklasse ernsthaft will, kauft deshalb dann: am Zweitmarkt mit Abschlag, in der Branchenkrise, aus Abwicklungen und Zwangslagen. Die Belege weisen in dieselbe Richtung: Die Käufer der Zweitmarktanteile in der Untersuchung von Nadauld und Koautoren verdienten überdurchschnittlich; sowohl Kaplan und Schoar (2005) als auch Harris, Jenkinson und Kaplan (2014) finden einen negativen Zusammenhang zwischen den aggregierten Mittelzuflüssen in die Anlageklasse und der Rendite der betreffenden Fonds-Jahrgänge, woraus — als eigene Folgerung — der Vorzug antizyklisch aufgelegter Jahrgänge folgt; und wer im Jahr 2024 ein Warenhaus-Wahrzeichen aus einer Insolvenzmasse erwarb, zahlte Preise, die mit den Buchwerten von 2021 nichts mehr gemein hatten. Voraussetzung ist die Reserve aus Regel zwei — und die Bereitschaft, jahrelang zu warten, während andere kaufen. Geduld ist bei dieser Anlageklasse keine Tugend, sondern Teil der Rendite.

Für die Umsetzung dieser Regel stehen mehrere Wege offen, die sich in Aufwand und Zugänglichkeit unterscheiden. Der direkte Weg führt über Zweitmarktfonds und Zweitmarktplattformen, die bestehende Fondsanteile mit Abschlag erwerben. Ein liquiderer Umweg nutzt die Börse selbst: Börsennotierte Eigentümer und Beteiligungsgesellschaften notieren in Schwächephasen regelmäßig tief unter dem ausgewiesenen Substanzwert — wer die Anlageklasse kaufen will, bekommt sie dort mit sichtbarem Abschlag, täglicher Handelbarkeit und geprüfter Konsolidierung, also unter Verzicht auf genau jene Eigenschaften, an denen der Fall Signa litt. Schließlich verwertet

⁴⁵ Swensen (2009) hat für institutionelle Portfolios gezeigt, dass hohe Illiquiditätsquoten nur mit gesicherten Ausgabenreserven und äußerster Verwalterauswahl tragfähig sind.

der geduldige Käufer die Zwangslagen selbst: Aus Abwicklungen, Nachlässen und Restrukturierungen werden Objekte frei, deren Preis die Eile des Verkäufers spiegelt. Allen Wegen gemeinsam ist die Voraussetzung: Kasse und Geduld — die Krise anderer ist nur für den eine Gelegenheit, der sie nicht teilt.

5.4 Prüffragen vor dem Engagement

Den Prüffragen vorgelagert ist eine nüchterne Frage an den Vertriebsweg: Wer verdient am Zustandekommen der Zeichnung, und wie viel? Illiquide Anlageprodukte für Privatanleger tragen traditionell hohe Vertriebs- und Weichkosten — bei den geschlossenen Fonds vergangener Jahrzehnte floss nicht selten ein zweistelliger Prozentsatz der Zeichnungssumme in Vertrieb und Konzeption, bevor der erste Euro investiert war. Hohe Abschlussvergütungen erklären, warum gerade die intransparentesten Produkte die eifrigste Vermittlung finden, und sie belasten die Rendite dort, wo der Anleger sie am wenigsten sieht. Als heuristische Regel hat sich bewährt: Je intensiver ein illiquides Produkt vertrieben wird, desto sorgfältiger sollte geprüft werden, weshalb es des aktiven Vertriebs bedarf.⁴⁶

Die vierte Regel betrifft die Auswahl. Der Fall Signa liefert die Prüffragen gleich mit: Wie hoch ist die Fremdkapitalquote, und was geschieht mit dem Eigenkapital bei einer Abwertung von zwanzig oder dreißig Prozent? Wie sind die Schulden verzinst — gebunden oder variabel — und wann werden sie fällig? Wer bewertet die Vermögenswerte, in wessen Auftrag, und welche Annahmen tragen den Wert — insbesondere: entstehen die Mieterträge oder Erträge am Markt oder innerhalb desselben Verbunds? Gibt es einen konsolidierten Abschluss, und lässt sich die Struktur auf einer Seite zeichnen? Werden Ausschüttungen aus Zahlungsströmen oder aus Buchgewinnen gespeist? Und schließlich: Wie groß ist die Kassenreserve des Vehikels selbst, gemessen an seinen Fälligkeiten? Dieselben Prüffragen gelten sinngemäß für Banken und Mitinvestoren: Wer als Kreditgeber oder Co-Investor in verschachtelte Verbünde eintritt, sollte über die Objektsicht hinaus die Gesamtverschuldung, die konzerninternen Verflechtungen sowie — bei Stiftungs- und Auslandsstrukturen — die wirtschaftlich Berechtigten und deren weitere Engagements einbeziehen; die Aufarbeitungen des Falls zeigen, dass gerade diese Gesamtsicht regelmäßig fehlte.⁴⁷ Bleiben mehrere dieser Fragen ohne klare Antwort, ist dies für sich genommen ein gewichtiges Ergebnis der Prüfung: Begrenzte Transparenz ist bei dieser Anlageklasse kein Nebenaspekt, sondern selbst ein wesentlicher Risikofaktor.⁴⁸

⁴⁶ Zur Kostenlast intransparenter Beteiligungsprodukte vgl. für Private Equity die Gebührenanalyse von Phalippou und Gottschalg (2009); zur Ergebnisbilanz der deutschen geschlossenen Publikumsfonds die in Abschnitt 4.1 angeführte Untersuchung von 1.139 Fonds.

⁴⁷ Zur Durchleuchtung verschachtelter Strukturen aus kreditgeberischer und investigativer Sicht vgl. Reinhart (2025) sowie Thaller und Mayr (2024).

⁴⁸ Die Fragen decken sich mit den Warnzeichen, die die risikoanalytische Aufarbeitung des Falls rückblickend als früh erkennbar benennt (Thaller und Mayr, 2024).

6 Schlussfolgerungen: ein doppeltes Fazit

6.1 Was bei Signa hätte anders laufen müssen

Auf die Frage, was der Verbund hätte besser machen müssen, gibt die Analyse eine kurze Antwort in Hauptpunkten — allen voran den ersten. Vor allem: mehr Liquidität. Eine Kassenreserve nebst fest zugesagter Kreditlinien von fünf bis zehn Prozent der Bilanzsumme auf Ebene von Holding und Prime hätte den Auslöser des Zusammenbruchs — die ungedeckten Fälligkeiten des Winters 2023 — beseitigt und den Unterschied zwischen geordneter Anpassung und Zerschlagung ausgemacht. Dazu: eine spürbar geringere Fremdkapitalquote, die auch nach einer schweren Neubewertung Eigenkapital übrig lässt; lange Zinsbindungen oder Absicherungen gegen den Zinsanstieg statt der Abhängigkeit von dauerhaft billigem Geld; gestaffelte Fälligkeiten ohne Klumpen; Verzicht auf Ausschüttungen aus unrealisierten Aufwertungsgewinnen; marktnahe statt konzerninterner Bewertungsgrundlagen; und eine Struktur mit konsolidiertem Abschluss, die Kapitalgebern wie der Führung selbst den Gesamtüberblick erlaubt hätte. Keiner dieser Punkte verdankt sich allein dem Rückblick — jeder entspricht dem Stand des Wissens, wie ihn Kapitel 2 aus der Literatur entwickelt hat, und die Deckungslücken waren nach der risikoanalytischen Aufarbeitung seit 2018 erkennbar.

Bemerkenswert ist, dass diese Punkte einander bedingen: Liquidität ohne geringeren Hebel hätte den Zusammenbruch nur verschoben, geringerer Hebel ohne Zinsbindung hätte die Ertragskraft dennoch ausgezehrt, und die beste Finanzstruktur wäre ohne defensive Bewertung substanzlos geblieben. Der Verbund scheiterte nicht an einem einzelnen Fehler, sondern an der Gleichzeitigkeit mehrerer, die einander verstärkten — und an einer Struktur, die das Erkennen dieser Gleichzeitigkeit verhinderte. Die knappste Fassung des Fazits für Signa lautet daher: Liquidität hätte den Absturz verhindert; überlebensfähig gemacht hätte ihn erst die Summe aus Liquidität, geringerem Fremdkapitaleinsatz und Transparenz.

6.2 Fazit für den Anleger

Für den Anleger verdichtet sich die Arbeit auf wenige Sätze. Anlagen mit schwierigem Ausstieg, schwieriger Bewertung und begrenztem Einblick — Immobilien, Private Equity, private Kredite, geschlossene Beteiligungen, Genussrechte — tragen eine Prämie, die verdient werden will: durch begrenzte Positionsgrößen, die auch den Totalverlust einer einzelnen Position verkraftbar lassen; durch einen Anlagehorizont, der die volle Laufzeit samt Verlängerungen umfasst; durch eine eigene Liquiditätsreserve, die den Anleger davor bewahrt, zum Verkäufer im schlechtesten Moment zu werden; und durch die Geduld, den Einstieg in Schwächephasen mit Abschlag zu suchen, statt in der Hausse geschönte

Wertverläufe zu Aufschlägen zu kaufen. Wer die Prüffragen aus Abschnitt 5.4 stellt und auf klare Antworten besteht, sortiert die gefährlichsten Angebote von selbst aus.

Die letzte Erkenntnis des Falls ist zugleich die allgemeinste, und sie gilt dem Unternehmer wie dem Anleger gleichermaßen: Liquidität ist keine Restgröße der Vermögensplanung, sondern deren Fundament. Sie kostet in guten Jahren sichtbar Rendite und zahlt in schlechten Jahren unsichtbar das Überleben — als Fähigkeit, Verpflichtungen zu bedienen, Gelegenheiten zu ergreifen und Zeit zu gewinnen, wenn alle anderen sie verlieren. Die Signa-Gruppe hielt Vermögenswerte von siebenundzwanzig Milliarden Euro und scheiterte an zweihundert Millionen fälliger Schulden. Ein prägnanteres Schlusswort über den Wert der Liquidität lässt sich nicht formulieren.

Ein letzter Blick gilt der anderen Seite des Marktes, denn jede Zwangslage hat ihre Käufer. Die Erwerber der Signa-Vermögenswerte — Handelskonzerne, Staatsfonds, Familiengesellschaften, eine Stadt — wandten sämtlich die Regeln an, die diese Arbeit entwickelt hat: Sie hielten Liquidität, als andere keine hatten; sie kauften mit Abschlag in der Schwächephase; sie wählten Objekte, die sie kannten; und sie konnten warten. Der Vermögensübergang von den gehebelten zu den liquiden Händen, der sich in den Signa-Verwertungen vollzog, ist kein Unglück des Marktes, sondern seine Ordnung — und die stille Antwort auf die Frage, wozu die Liquiditätsreserve all die Jahre gut war, in denen sie nur Rendite zu kosten schien.

Die Grenzen dieser Arbeit folgen aus ihrer Quellenlage: Sie beruht auf öffentlich zugänglichen Informationen zu laufenden Verfahren; endgültige Quoten, gerichtliche Feststellungen zur Bewertungspraxis und die vollständige Innenansicht der Finanzierungsstruktur stehen aus und können einzelne Einschätzungen noch verschieben. Künftige Forschung wird den Fall mit den Schlussberichten der Insolvenzverwaltung erneut untersuchen können; an der zentralen ökonomischen Aussage — Liquidität als Überlebensbedingung gehebelter, illiquider Vermögensstrukturen — dürfte sich dadurch wenig ändern.

Literaturverzeichnis

- Almeida, H.V., Wolfenzon, D. (2006). A theory of pyramidal ownership and family business groups. *Journal of Finance*, 61(6), 2637-2680.
- Amihud, Y., Mendelson, H. (1986). Asset pricing and the bid-ask spread. *Journal of Financial Economics*, 17(2), 223-249.
- Ang, A. (2014). *Asset Management: A Systematic Approach to Factor Investing*. Oxford: Oxford University Press.
- Ang, A., Papanikolaou, D., Westerfield, M.M. (2014). Portfolio choice with illiquid assets. *Management Science*, 60(11), 2737-2761.
- Bae, K.-H., Kang, J.-K., Kim, J.-M. (2002). Tunneling or value added? Evidence from mergers by Korean business groups. *Journal of Finance*, 57(6), 2695-2740.
- Brunnermeier, M.K., Pedersen, L.H. (2009). Market liquidity and funding liquidity. *Review of Financial Studies*, 22(6), 2201-2238.
- Diamond, D.W., Dybvig, P.H. (1983). Bank runs, deposit insurance, and liquidity. *Journal of Political Economy*, 91(3), 401-419.
- Dobusch, L., Sturn, S. (2024). In Sachen Signa: Ursachen und Folgen der Rekordpleite. *Momentum Policy Note 01/2024*. Wien: Momentum Institut.
- European Central Bank (ECB) (2023). *Financial Stability Review*, November 2023. Frankfurt am Main.
- Fecht, F., Wedow, M. (2014). The dark and the bright side of liquidity risks: evidence from open-end real estate funds in Germany. *Journal of Financial Intermediation*, 23(3), 376-399.
- Fisher, I. (1933). The debt-deflation theory of great depressions. *Econometrica*, 1(4), 337-357.
- Franzoni, F., Nowak, E., Phalippou, L. (2012). Private equity performance and liquidity risk. *Journal of Finance*, 67(6), 2341-2373.
- Geltner, D. (1991). Smoothing in appraisal-based returns. *Journal of Real Estate Finance and Economics*, 4(3), 327-345.
- Geltner, D., Miller, N., Clayton, J., Eichholtz, P. (2014). *Commercial Real Estate Analysis and Investments*. 3rd edition. Mason, OH: OnCourse Learning.
- Harris, R.S., Jenkinson, T., Kaplan, S.N. (2014). Private equity performance: What do we know? *Journal of Finance*, 69(5), 1851-1882.
- Healy, P.M., Palepu, K.G. (2003). The fall of Enron. *Journal of Economic Perspectives*, 17(2), 3-26.
- Ilmanen, A., Chandra, S., McQuinn, N. (2019). Demystifying illiquid assets: expected returns for private equity. *Journal of Alternative Investments*, 22(3), 8-22.
- Jensen, M.C. (1986). Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers. *American Economic Review*, 76(2), 323-329.

- Kaplan, S.N., Schoar, A. (2005). Private equity performance: returns, persistence, and capital flows. *Journal of Finance*, 60(4), 1791-1823.
- Keynes, J.M. (1936). *The General Theory of Employment, Interest and Money*. London: Macmillan.
- Kindleberger, C.P. (1978). *Manias, Panics, and Crashes: A History of Financial Crises*. New York: Basic Books.
- Markowitz, H. (1952). Portfolio selection. *Journal of Finance*, 7(1), 77-91.
- Minsky, H.P. (1992). The financial instability hypothesis. Levy Economics Institute Working Paper No. 74. Annandale-on-Hudson, NY.
- Modigliani, F., Miller, M.H. (1958). The cost of capital, corporation finance and the theory of investment. *American Economic Review*, 48(3), 261-297.
- Myers, S.C. (1977). Determinants of corporate borrowing. *Journal of Financial Economics*, 5(2), 147-175.
- Nadauld, T.D., Sensoy, B.A., Vorkink, K., Weisbach, M.S. (2019). The liquidity cost of private equity investments: evidence from secondary market transactions. *Journal of Financial Economics*, 132(3), 158-181.
- Pastor, L., Stambaugh, R.F. (2003). Liquidity risk and expected stock returns. *Journal of Political Economy*, 111(3), 642-685.
- Phalippou, L., Gottschalg, O. (2009). The performance of private equity funds. *Review of Financial Studies*, 22(4), 1747-1776.
- Quan, D.C., Quigley, J.M. (1991). Price formation and the appraisal function in real estate markets. *Journal of Real Estate Finance and Economics*, 4(2), 127-146.
- Reinhart, C.M., Rogoff, K.S. (2009). *This Time Is Different: Eight Centuries of Financial Folly*. Princeton: Princeton University Press.
- Reinhart, S.J. (2025). Der Fall Signa aus investigativ-journalistischer Sicht. *Hub Economic Crime*, Hochschule Luzern, 26. Mai 2025.
- Shleifer, A., Vishny, R.W. (1992). Liquidation values and debt capacity: a market equilibrium approach. *Journal of Finance*, 47(4), 1343-1366.
- Shleifer, A., Vishny, R.W. (2011). Fire sales in finance and macroeconomics. *Journal of Economic Perspectives*, 25(1), 29-48.
- Stafford, E. (2022). Replicating private equity with value investing, homemade leverage, and hold-to-maturity accounting. *Review of Financial Studies*, 35(1), 299-342.
- Swensen, D.F. (2009). *Pioneering Portfolio Management: An Unconventional Approach to Institutional Investment*. Fully revised edition. New York: Free Press.
- Thaller, J., Mayr, S. (2024). Der Fall SIGNA aus Sicht des Risikomanagements und Controllings. *Controller Institut Insights*, 19. Juni 2024.

Disclaimer

Alle Zahlen-, Termin- und Sachangaben dieser Arbeit beruhen auf öffentlich zugänglichen Quellen — insbesondere Presseinformationen der Gläubigerschutzverbände, Berichten der Insolvenzverwaltung, Veröffentlichungen von Aufsichtsbehörden und Forschungseinrichtungen sowie Medienberichten —, die der Autor als seriös einstuft. Eine Gewähr für Richtigkeit, Vollständigkeit und Aktualität wird nicht übernommen; erkennbare Unsicherheiten sind im Text als solche gekennzeichnet.

Die Arbeit dient ausschließlich der allgemeinen Information und der wissenschaftlichen Diskussion. Sie stellt weder Anlage-, Rechts- noch Steuerberatung dar, enthält keine Empfehlung zum Erwerb oder zur Veräußerung von Finanzinstrumenten und ersetzt keine individuelle Beratung; für Entscheidungen, die Dritte auf Grundlage dieser Arbeit treffen, wird keine Haftung übernommen. Einzelne Beteiligte des behandelten Falls werden bewusst nur nach Funktion und Branche umschrieben; Aussagen zu Ursachen und Wirkungszusammenhängen sind wertende Einschätzungen des Autors auf Grundlage der genannten Quellen und enthalten keine Tatsachenbehauptungen über individuelles Verhalten oder ein Verschulden einzelner Personen.

Sämtliche Einschätzungen geben Information zum Datenstand 27. August 2026 wieder und können sich mit neuen Erkenntnissen — etwa Schlussberichten der Insolvenzverwaltung — ändern.

Hinweise auf Unrichtigkeiten nimmt der Autor dankbar entgegen und wird sie in künftigen Fassungen berücksichtigen.