

## Sanierung mittelständischer Unternehmen durch Finanzinvestoren

**Unternehmenssanierungen erfordern in aller Regel zwei wesentliche Bausteine. Der eine ist die Bereitstellung von Kapital und der andere ist eine in Sanierungsfragen erfahrene Managementunterstützung. Beide Bausteine werden durch Finanzinvestoren abgedeckt. Dieser Artikel gibt einen kurzen Überblick über die verschiedenen Marktakteure sowie über die grundsätzlichen Anforderungen, die von Finanzinvestoren an Zielunternehmen gestellt werden.**

### Akteure im Markt

Es existieren unterschiedliche Gruppen von Finanzinvestoren, die sich mit Unternehmen in Krisen und/oder Insolvenz beschäftigen. Unterschieden werden können die Gruppen hinsichtlich der Art der eingegangenen Beteiligung (Eigenkapital- vs. Fremdkapitalbeteiligungen) und des Grades der aktiven Einflussnahme.

Im Allgemeinen lassen sich drei Gruppen von Finanzinvestoren unterscheiden. Sogenannte Distressed Debt Investoren beschäftigen sich im Wesentlichen mit der Fremdkapitalseite von Unternehmen. Solche Investoren übernehmen vorwiegend notleidende Kredite oder Kreditportfolien (NPLs). Die Verkäufer solcher notleidenden Kredite oder Kreditportfolien reduzieren durch den Verkauf dieser Kredite ihre Risikoposition, in dem sie zwar einen geringen, aber zumindest positiven Wert der Forderung realisieren. Distressed Debt Investoren erzielen ihren Gewinn aus der positiven Differenz zwischen Kaufpreis und einem möglichen Aufleben der Werthaltigkeit der Forderung. Im Falle einer Sanierung können solche zu sehr geringen Werten erworbene Forderungen ein hohes Gewinnpotenzial beinhalten. Sieht man von der Möglichkeit der Umwandlung von Unternehmensverbindlichkeiten in Eigenkapital (Debt-Equity-Swap) ab, ist die Einflussnahme auf das Schuldnerunternehmen eher passiver Natur.

Eine zweite Gruppe bilden reine Buyout-Investoren, die hinsichtlich ihrer Investitionsstrategie nicht auf Krisen- und Insolvenzfälle fokussiert sind. Solche Investoren erwerben Unternehmensbeteiligungen an Krisenunternehmen eher aus strategischen Überlegungen oder im Rahmen ihrer Port-

foliodiversifikation. Klassische Buyout-Investoren treten daher eher auch in Fällen auf, die weniger kritisch sind, bzw. sich schwerpunktmäßig auf Restrukturierungen der Passivseite beschränken. In der Regel handelt es sich bei den Targets eher um Unternehmen des größeren Mittelstandes bzw. Konzernunternehmen/-töchter. Buyout Investoren investieren anders als Distressed Debt Investoren regelmäßig ins Eigenkapital der Zielunternehmen. Neben der Restrukturierung der Kapitalseite und gegebenenfalls einer strategischen Beratung unternimmt der Buyout-Investor in der Regel keine eigene tiefgreifende operative Restrukturierung des Zielunternehmens.

Das ist vielmehr das Betätigungsfeld der dritten Gruppe von Finanzinvestoren, der sogenannten Turnaround-Investoren. Diese Investorengruppe hat ihren Investitionsfokus klar auf die Übernahme von Krisenunternehmen oder Unternehmen in Insolvenzsituationen ausgerichtet. Da Investitionen in Krisenunternehmen eine starke operative Komponente haben, zeichnet sich die Investmentphilosophie von Turnaround-Investoren durch eine starke aktive Einflussnahme auf das Management aus, häufig auch durch die Stellung eigener – dem Investor nahestehender – Personen in Organfunktionen.

### Investitionsfokus von Turnaround-Investoren

Neben der grundsätzlichen Bereitschaft in ein Krisenunternehmen zu investieren unterscheiden sich Investoren bei ihrem Investitionsfokus hinsichtlich drei Kriterien, nämlich der regionalen Präferenz, des Industrie-/Branchenfokus und der Größe der Zielunternehmen.

Investitionen in Krisenunternehmen erfordern ein hohes Maß an Unternehmenssteuerung und -kontrolle sowie ein tiefgreifendes Verständnis der juristischen Gestaltungsmöglichkeiten des jeweiligen Rechtsraumes. Aus diesen Gründen sind Turnaround-Investoren eher in geografisch begrenzten Räumen tätig. Ausnahme bilden hier weltweit operierende Fonds, die dann allerdings auch entsprechende Anforderungen an die Unternehmensgröße des Zielunternehmens stellen. Im Gegensatz zu klassischen Buyout-Investoren verstehen sich viele Turnaround-Investoren als Situationsspezialisten, das

heißt, dass eine Branchenspezialisierung eher selten anzutreffen ist. Bedenkt man die begrenzte Anzahl der interessanten, erfolgsversprechenden Fälle und die Ähnlichkeit der Probleme der Krisenunternehmen, besonders bei Unternehmenskrisen, die durch Managementfehler verursacht wurden, ist eine Branchenspezialisierung für den Turnaround nicht von übergeordneter Bedeutung. Das bedeutet allerdings auch, dass Unternehmen, die ein hochspezialisiertes Know-how erfordern, wie beispielsweise Biotech- oder Hightech Unternehmen, eher gemieden werden. Das gilt auch für Unternehmen, die starken externen Abhängigkeiten unterliegen. Auch für Turnaround-Investoren gilt, dass mögliche Exit-Optionen schon bei der Prüfung der Investition in die Überlegungen miteinbezogen werden. Daher werden Unternehmen in klassischen Industriezweigen tendenziell eher bevorzugt.

Hinsichtlich der Unternehmensgröße gibt es eine relativ große Bandbreite, in der sich Turnaround-Investoren bewegen. Kleinere bis mittelgroße Krisenunternehmen erfordern ein geringeres Investitionskapital, bieten allerdings auch ein geringeres Wertsteigerungspotenzial. Transaktionen in diesem Bereich sind häufig weniger komplex und die Einflussnahme auf die Umsetzung von Restrukturierungsmaßnahmen ist unmittelbarer. Allerdings ist die Abhängigkeit von Know-how-Trägern sowie einzelner Kunden häufig deutlich höher als bei Großunternehmen. Zudem ist der Arbeitsaufwand, der mit einer solchen Transaktion verbunden ist, im Verhältnis zur Renditeerwartung nicht unerheblich.

### Anforderungen an das Zielunternehmen

Entsprechend der Investitionsphilosophie gibt es unterschiedliche Anforderungen, die Turnaround-Investoren an ein Zielunternehmen stellen. Drei davon lassen sich jedoch als allgemeingültig formulieren. Zunächst muss eine ausreichend hohe Erfolgswahrscheinlichkeit für einen Turnaround gegeben sein. Die damit verbundene Wertsteigerung muss mit dem eingegangenen Risiko korrespondieren. Desweiteren müssen ausreichende Exit-Möglichkeiten nach erfolgreicher Sanierung für den Turnaround-Investor sichtbar sein. Die dritte Anforderung ist die Erzielung einer attraktiven Ren-

dite (Geschäftszweck der Turnaround-Investoren). Voraussetzung für den Erfolg eines Turnarounds ist die Existenz eines gesunden Unternehmenskerns. Unabhängig vom Krisenstadium des Zielunternehmens muss für den Turnaround-Investor erkennbar sein, dass er in ein Unternehmen investiert, das nach erfolgreicher Sanierung wettbewerbsfähig ist und nicht nur eine marktübliche Rendite erwirtschaftet, sondern auch die Renditeanforderung des Investors erfüllen kann. Das Zielunternehmen muss Marktpotenziale aufweisen, die beispielsweise in produktbezogenen Merkmalen in der technologischen Kompetenz, einer etablierten Marke oder ähnlichem begründet liegen. Zudem muss die Lebensfähigkeit durch Übernahme der Know-how-Träger sowie strategisch wichtiger Kunden und Lieferanten gewährleistet sein. Das alles kann jedoch nur geprüft werden, wenn die Krisenursachen eindeutig durch den Turnaround-Investor ermittelt werden können.

Die Renditeerwartung der Investition hängt maßgeblich von der Identifikation und Umsetzungsmöglichkeit geeigneter Sanierungsmaßnahmen ab. Personalanpassungen, die Schließung von verlustreichen Geschäftsfeldern, der Austausch des Managements, das Nachholen von notwendigen Investitionen sind die hierbei üblichen Maßnahmen. Mit der Attraktivität des Kerngeschäftes und der positiven finanzwirtschaftlichen Entwicklung nach erfolgreichem Turnaround steigen naturgemäß die Exitmöglichkeiten für einen Turnaround-Investor. Daneben ist aber auch die Branche von Bedeutung. Je höher die Anzahl potenzieller Interessenten im Falle eines Weiterverkaufs ist, umso höher wird letztendlich die Bereitschaft einer Übernahme des Krisen- oder Insolvenzunternehmens sein.

### Wolfram Lenzen

Dipl.-Kfm., EMBA (M&A)  
Projektmanager im Competence Center  
M&A/Restrukturierung  
Schwerpunkte: Transaktionsprozesse und  
Finanzwirtschaftliche Restrukturierung

Tel. 0211 – 82 89 77 157  
wolfram.lenzen@mbbgmbh.de

