

# Der Unternehmenssanierer – das bessere Geschäftsmodell?

*Eine Einführung in die Thematik*

*Gastbeitrag von Peter-Thilo Hasler, VISCARDI AG*

Börsennotierte und auf Restrukturierung und Sanierung spezialisierte Unternehmen stellen eine relativ junge Form der Beteiligungsgesellschaft dar. Die Erfolgsgeschichte der inzwischen im MDAX gelisteten Arques hat rasch Nachfolger angelockt, so dass inzwischen eine ganze Reihe börsennotierter Sanierer um die Sanierungskandidaten konkurriert. In der gleichen Liga wie Arques spielen Aurelius und – mit Abstrichen – Bavaria Industriekapital, weniger bekannt sind bislang Cfc, GCI, Navigator, Blue Cap und Prout.

Sanierer unterscheiden sich von traditionellen, börsennotierten Beteiligungsgesellschaften wie Indus, Gesco oder der DBAG in punkto Branchenausrichtung, Risiko- und Finanzierungsprofil. Sie besetzen bewusst eine höhere Risikoklasse, können dafür im Erfolgsfall eine wesentlich höhere Wertsteigerung erzielen. Von den typischen, zumeist angelsächsischen VC- oder Private Equity-Gesellschaften heben sie sich durch die Größe der Beteiligungen ab: In kürzester Zeit haben typische Opportunity Funds eingesamelte Fondsgelder im dreistelligen Mio.-Euro-Bereich zu investieren, während die Sanierer üblicherweise keine oder nur geringe Übernahmepreise bezahlen.

## Der Einkauf

Erworben werden überwiegend ertragsschwache Unternehmen in sogenannten Umbruchsituationen. Hierunter fallen

- mittelständische Unternehmen mit klassischen Nachfolgeproblemen,
- Firmen, die nicht über die erforderlichen Ressourcen verfügen, um ein bevorstehendes Investitionsprogramm zu bewältigen,
- Konzerntöchter, die nicht länger zum Kerngeschäft zählen,
- Turnaround-Kandidaten.

Größenordnungen beim Umsatz von 5-500 Mio. EUR werden bevorzugt. Den Dealflow füttern die Sanierer in der Regel über externe M&A-Berater, zum Teil wird auch das hauseigene Netzwerk genutzt. Große Beteiligungsgesellschaften analysieren pro Jahr mehr als 1.000 Übernahmeziele. In diesem Umfeld konkurrieren die einzelnen Sanierer nur selten mit einem weiteren Mitbieter, zumal kleinere, wenig erfahrene Beteiligungsgesellschaften gerade bei der Herauslösung von Konzerntöchtern einen entscheidenden Nachteil hinnehmen müssen: Aufgrund ihrer mangelnden Reputation ist eine Transaktion für den Verkäufer mit einem unüberschaubaren Risiko verbunden: Misslingt die Sanierung, fällt das Scheitern nicht selten auf den (häufig börsennotierten) Verkäufer zurück, der dann wiederum von Öffentlichkeit, Politik oder Gewerkschaft in die Pflicht genommen wird. Wettbewerb um die Zielfirmen mag daher nur am unteren Rand der Bandbreite auf-



*Peter-Thilo Hasler ist Director Research bei VISCARDI AG.*

*VISCARDI ist eine unabhängige Investment Bank, die sich auf Bereiche Technology, Health Care/Biotech, Real Estate und Renewable Energy spezialisiert hat. Neben der Beratung von privaten und börsennotierten Unternehmen bei Finanzierungs- und M&A-Transaktionen, bei Wachstums- und Expansionsfinanzierungen, Unternehmensveräußerungen und -käufen, MBO, MBI, Kapitalerhöhungen und Börsengängen bietet VISCARDI institutionellen Investoren Equity Research, Aktienhandel und Designated Sponsoring an.*



*Peter-Thilo Hasler*

kommen, die großen Übernahmeziele machen Arques und Aurelius unter sich aus.

Die Mehrheit der Sanierer bezeichnet ihre Vorgehensweise als opportunistisch: Weder existiert ein Branchenkonzept noch eine ausgearbeitete Diversifizierungsstrategie. Unbeschadet davon gibt es Branchen, an denen sich die meisten Sanierer nicht beteiligen würden, dazu zählen Biotechnologie-, Finanzdienstleistungs-, Internet- oder Softwareunternehmen. In diesen Branchen können typische Industrie-Hebel wie ein effizientes Working Capital-Management, der Abbau von Personal-Overhead oder die Senkung von Gemeinkosten nicht angesetzt werden. Ebenfalls nicht auf dem Radarschirm der Sanierer erscheinen hochprofitable Unternehmen mit Umsatzrenditen von über 10%. Aber auch ausgesprochen „marode“ Unternehmen, die kurz vor der Insolvenz stehen, bleiben meist links liegen: Die Erfahrungen haben gezeigt, dass bei ersteren die Preiserwartungen des Verkäufers zu hoch sind, während bei letzteren zu viele Managementkapazitäten zu ihrer Sanierung gebunden werden müssen. Auch an insolventen Unternehmen beteiligen sich die Sanierer in der Regel nicht, da Insolvenzverwalter meist hohe Ansprüche stellen und bei Industrieunternehmen zudem hohe Investitionen in den Aufbau des Working Capital fließen.

Die Hebung von Synergien steht bei den meisten Sanierern nicht im Vordergrund der Überlegungen. Jedes Unternehmen muss für

sich betrachtet die angestrebte Performance erzielen. Das heißt unter anderem, dass auf Holding-Ebene keine über den Kaufpreis hinausgehenden Risiken wie Bürgschaften oder Patronatserklärungen eingegangen werden. Etwaige Verluste der erworbenen Gesellschaften verbleiben aufgrund der fehlenden Organshaft und in Ermangelung von Beherrschungs- oder Ergebnisabführungsverträgen bei den Tochtergesellschaften. Das maximale Ausfallrisiko ist damit auf den – in der Regel geringen – Kapitaleinsatz beschränkt.

**Der typische Deal**

Der ideale Übernahmekandidat ist eine nicht (mehr) zu den Kerngeschäftsfeldern zählende Tochtergesellschaft, die, obwohl profitabel, von ihrer Konzernmutter nicht die erforderlichen Mittel zur Verfügung gestellt bekommt, um Erweiterungsinvestitionen zu tätigen. Im Lauf der Zeit geht die Profitabilität des Unternehmens immer weiter zurück, bis dann erstmals Verluste hingenommen werden müssen. Vielfach erfährt die Konzernzentrale erst jetzt von ihrer angeschlagenen Tochter und schickt ihren eigenen Sanierungsmanager vor Ort, der dann zwar die Ursachen für die Verlustsituation ausmacht (z. B. zu viel Personal oder nicht kompetitive Lieferantenkonditionen), in der Regel aber aufgrund von innerbetrieblichen Restriktionen machtlos ist, weil zum Beispiel der Betriebsrat Entlassungen verhindert oder der Konzern die mit einem Sozialplan verbundene negative Presseberichterstattung scheut. Vielfach wird während dieser „Leidensphase“ eine ganze Reihe von Sanierungsmanagern verschlissen, so dass das Konzernma-

nagement dann in der Regel bereit ist, einem Interessenten beim Preis beträchtliche Zugeständnisse zu machen.

**Der Bargain Purchase**

Kein Wunder also, dass sich Sanierer nur dann an einem Unternehmen beteiligen, wenn sich die Umbruchsituation auch im Kaufpreis widerspiegelt. Nicht selten bezahlen sie lediglich einen symbolischen Preis für das Unternehmen, manchmal können sogar als „Sanierungsbeihilfe“ getarnte negative Kaufpreise vereinbart werden. Da die übernommenen Gesellschaften zum Verkaufszeitpunkt operative Verluste erzielen, einen grundlegenden Restrukturierungsbedarf aufweisen und damit ertragsorientierte, auf der Abzinsung zukünftiger Cashflows basierende Bewertungsverfahren nicht angewendet werden können, kommen zur Kaufpreisermittlung substanzwertbasierte Verfahren zum Einsatz. Im Grunde genommen tätigen die Sanierer damit reine Asset Deals; für Kundenstamm, Markenname oder Marktstellung des Unternehmens wird kein Preis bezahlt.

In der Folge gelingt es den Sanierern häufig, hohe negative Geschäfts- oder Firmenwerte zu realisieren. Negative Firmenwerte, auch Bargain Purchase genannt, entstehen in Höhe des Unterschiedsbetrags, um den der Wert der einzelnen Vermögensgegenstände des Unternehmens abzüglich seiner Schulden die für die Übernahme eines Unternehmens bewirkte Gegenleistung übersteigt. Der Verkäufer eines Unternehmens ist mit einem Kaufpreis einverstanden, der unter dem anteiligen Substanzwert liegt. Zur



Anzeige

www.gestalt-und-form.de

**Norddeutsche Kapitalmarkt Konferenz**

**Teilnahme kostenlos**  
Gastredner Michael Mross, CNBC Europe

**Mittelstand goes public – Eigenkapitalfinanzierung in Zeiten von Finanzmarkturbulenzen**

Montag, 2. Juni 2008,  
Congress Centrum Bremen

Partner: DEUTSCHE BÖRSE GROUP  
Veranstalter: CARTHAGO Capital Consulting  
Medienpartner: GoingPublic Magazine

Informationen und Anmeldung zur Konferenz:  
Freecall 0800 - 227 84 24  
Telefax 0421 - 596 14 92  
info@kapitalmarktkonferenz.de  
www.kapitalmarktkonferenz.de

STRATEGISCHE POSITIONIERUNG VON SANIERERN IM ÜBERBLICK													
	Beteiligung						Schwerpunkt der regionalen Ausrichtung	Strategie nach Einstieg					
	Sanierungsfälle	Old Economy	Frühphasen-/Expansion	Minderheitsbeteiligungen	Branchenfokus/Buy and Build	Börsennotierte Gesellschaften		Anzahl an Beteiligungen	Eigenes Sanierungsteam	Austausch des Managements	Hebung von Synergien	Exits	Rechnungslegung
Arques Industries	☑	☑			☑	☑	☑☑☑	Welt	☑	☑		☑	IFRS
Aurelius	☑	☑					☑☑☑	EUR	☑	☑	☑	☑	IFRS
Bavaria Industriekapital	☑	☑		☑			☑☑	EUR	☑			☑	HGB
Blue Cap	☑	☑		☑			☑	GER					HGB
CfC Industriebeteiligungen	☑	☑			☑	☑	☑	GER	☑	☑	☑		HGB
GCI Management	☑	☑		☑		☑	☑☑	GER	☑			☑	IFRS

Quelle: VISCARDI

Begründung für dieses, auf den ersten Blick irrationale, Verhalten des Verkäufers können etwa Risiken angeführt werden, die aus der zukünftigen Ertragslage der Gesellschaft (stille Lasten) resultieren. In diesem Fall erwartet der Käufer aus der Beteiligung in Zukunft negative Erfolgsbeiträge (sog. „Badwill“), die er in einem niedrigen Kaufpreis berücksichtigt haben will. Alternativ kann ein gutes Verhandlungsgeschick des Käufers Ursache für einen negativen Goodwill sein, der sogenannte Gelegenheitskauf oder Lucky Buy. Hierbei konnte das Mutterunternehmen die Beteiligung aufgrund einer bestimmten Marktsituation unter dem tatsächlichen Wert günstig erwerben. Der passivische Unterschiedsbetrag hat hier den Charakter eines Barwertes zukünftiger Erfolge. Verbucht wird der Bargain Purchase in beiden Fällen als eigenständige Position, dem Ertrag aus der Auflösung von negativen Unterschiedsbeiträgen aus der Kapitalkonsolidierung. Branchenüblich machen die wenigsten Beteiligungsgesellschaften detaillierte Angaben über die gezahlten Kaufpreise. Die typische Formulierung, wonach eine Beteiligung „entsprechend der Unternehmensphilosophie“ erworben werden konnte, kann jedoch als Indiz dafür verstanden werden, dass der Kaufpreis unter dem Substanzwert lag.

**Die Sanierung**

Üblicherweise werden von Beteiligungsgesellschaften externe Unternehmensberater engagiert, denen die Sanierung der Gesellschaft obliegt. Dass von zehn Turnarounds statistisch nur einer gelingt, liegt an der Inkongruenz der beteiligten Interessen: Der externe Consultant hat keine originäre Bindung zum Unternehmen, seine Zielfunktion ist vielmehr, den Restrukturierungsprozess so lange wie möglich „am Leben zu erhalten“, um seine eigenen Tagessätze zu maximieren. Wesentlicher Bestandteil des Geschäftsmodells der Sanierer ist es, dass – im Gegensatz zu klassischen Beteiligungsgesellschaften – der Sanierungsprozess nicht an externe Berater vergeben wird, sondern durch eigene Mitarbeiter durchgeführt wird. In der Regel wird eine strikte Erfolgsbeteiligung auf allen Ebenen ver-

folgt: Task Force-Manager werden an den durch ihren Einsatz erreichten Kosteneinsparungen beteiligt, Beteiligungsmanager müssen sich mit ihrem privaten Vermögen an „ihrem“ Eigenkapital beteiligen und dürfen ihren Anteil später an die Konzernmutter zurückgeben. Damit ist auf allen Beteiligungsebenen die Identität zwischen Manager- und Unternehmensinteressen sichergestellt.

Nach Abschluss der Übernahmeverhandlungen beginnt die Task Force mit ihrer Arbeit. Zunächst wird in einer ABC-Analyse überprüft, mit welchen Produkten oder Dienstleistungen die Beteiligung Geld verdient und mit welchen nicht. Danach werden alle Dauer-schuldverhältnisse des Unternehmens kontrolliert und Konditionen sowie Zahlungsbedingungen überprüft, anschließend wird das

Lieferantenmanagement analysiert, Zulieferer nach Umsatzgröße priorisiert und neue Preis- und Vertragsverhandlungen geführt: So sind mittelständische Beteiligungen häufig in lokale Netzwerke eingebunden, deren Konditionen nur selten den marktgängigen (v. a. internationalen) Standards entsprechen. Häufig werden erst durch den Einstieg des Sanierers im Einkauf betriebswirtschaftliche Standardmethoden wie Single Sourcing oder Outsourcing erstmalig angewendet. Ein weiteres „klassisches“ Kostenthema bei produzierenden Unternehmen ist, dass sie vielfach überversichert sind, d. h. die Versicherungssumme übersteigt den Versicherungswert. Weitere Themen sind die Einführung eines Debitoren- und Kreditorenmanagements, die Konzentration auf ausgewählte Standorte, die Neustrukturierung der Kreditlinien mit den Banken und ein Re-Design der Produktpalette. All diese Leistungen werden im Übrigen an die Beteiligungen nicht unentgeltlich erbracht, sondern berechnet. Damit bleibt auf der Holding-



Bevor die Sanierungskandidaten wieder volle Kraft voraus gehen können, müssen die Sanierer oftmals zunächst den Rotstift ansetzen.

Ausgabe	Kostenstelle	in Euro
Miete		1,256.0
Personal		34,250.0
KFZ		841.
Telefon		952

Ebene auch nach dem Erwerb der Gesellschaft das Risiko auf den Einstandspreis begrenzt.

Die Mitarbeiter der Task Force sind stark spezialisiert. Tätig sind dort z. B. sog. „Verhandler“, die sich um die Außenverhältnisse der Gesellschaft kümmern, Mitarbeiter im Bereich Engineering und Machinery, die sich um Produktionsmittel, Durchlaufzeiten und Kapazitätsauslastungsfragen kümmern, Buchhalter, Controller, Arbeitsrechtler, die den Abschluss von Betriebsvereinbarungen, Tarifverträgen, Sozialplänen oder Personalmaßnahmen auf Einzel Ebene durchführen, und Marketing- und Vertriebsexperten, die sich auf die Umsatzseite der Beteiligungsunternehmen konzentrieren und damit die Phase 2 der Restrukturierung einleiten. Trotz der ausgeprägten Heterogenität der Geschäftsmodelle trifft die Task Force immer wieder auf dieselben Probleme, so dass der Sanierer mit seinem generalistischen Know-how eine fehlende Branchenexpertise mehr als wettmachen kann.

Unmittelbar nach der Übernahme wird in den meisten Fällen das alte Management, das ja für die wesentlichen Fehlentwicklungen im Unternehmen verantwortlich gemacht wird, durch neue Geschäftsführer ersetzt. Sie sollen auf eine mehrjährige Berufserfahrung als Geschäftsführer oder Manager eines mittelständischen Industrieunternehmens zurückblicken. Ihre Aufgaben umfassen die Prozessoptimierung, ein Benchmarking, die Ausweitung der Vertriebs- und Marketingaktivitäten, die Entwicklung margenstarker Produkte und eventuell auch den Zukauf komplementärer Gesellschaften.

Auf einem Zeitstrahl liegen die Schwerpunkte der ersten zwölf Monate auf der Sicherstellung der Liquidität, einer Analyse der Wertschöpfungskette und der Optimierung der Kostenstrukturen. Ebenfalls in der Anfangsphase der Übernahme werden sowohl ein umfangreiches Vertriebs-Controlling als auch ein standardisiertes Reporting-System implementiert, das im Wochen-, Monats- und Quartalsrhythmus an die jeweilige Zentrale zu melden ist. Üblicherweise sind die Aufgaben der Task Force nach zwei bis drei Monaten beendet.

Nach dieser Phase der Effizienzsteigerung ist es die Aufgabe der zweiten Phase, auf den Wachstumspfad zurückzukehren. Um dies zu erreichen, werden üblicherweise die Marketingaktivitäten intensiviert oder Innovationen durch eine Forcierung der Entwicklungsaktivitäten angestrebt. In Einzelfällen kann auch das Geschäftsmodell durch selektive Übernahmen arrondiert werden.

### Der Exit

So opportunistisch die Sanierer im Einkauf vorgehen, so offen sind sie auch in Bezug auf den möglichen Exit. Angestrebt werden in der Regel mittelfristige Beteiligungszeiträume von drei bis fünf Jahren. Ausschließlich kurzfristige Engagements werden dage-

gen explizit abgelehnt. Nach erfolgreicher Restrukturierung kann die Gesellschaft

- als Cashcow im Konzern verbleiben,
  - vollständig über einen Trade Sale bzw. ein Management Buyout oder
  - teilweise durch einen Börsengang verkauft werden.
- Unbesehen davon können nicht betriebsnotwendige Vermögen wie Grundstücke separat verkauft werden.

### Wie werden Sanierer bewertet?

Die Unternehmensbewertung von Beteiligungsgesellschaften im Allgemeinen und von Sanierern im Besonderen stellt den Analysten im Allgemeinen vor schwerwiegende Probleme. Wir verweisen auf den Bewertungsansatz der Arques Industries im Smart Investor 6/2007.

### Abschließende Würdigung des Geschäftsmodells

In einer Zeit, in der Rezessionsängste aufkommen und den Sanierern vom Kapitalmarkt schlichtweg die Sanierungskompetenz abgesprochen wird, lassen sich stets gute Gründe finden, warum eine Beteiligungsgesellschaft eine schwache Performance aufweist. Investoren stellen nun mal ihr Beteiligungsportfolio gerne selbst zusammen und fordern Bewertungsabschläge, zumal ihre Transparenzwünsche von vielen Sanierern oft nicht gerade ernst genommen werden. Dies zeigt, dass den erfolgreichen Sanierer nicht allein das Geschäftsmodell auszeichnet. Hierzu bedarf es weiterer persönlicher Faktoren wie Durchsetzungsvermögen, analytische Fähigkeiten und soziale Kompetenz. Erst wenn alles zusammenkommt, kann einem Sanierer eine langfristige Outperformance des Aktienmarktes gelingen. ■

Anzeige

