

Restrukturierung und Turnarounds

# Die Delle als Chance

Die Abkühlung der Weltkonjunktur, internationale Handelshemmnisse und politische Risiken verunsichern die Unternehmen – auch in den relativ stabilen Volkswirtschaften der DACH-Region. Dazu kommen branchenspezifische Verwerfungen, insbesondere in der Automobilindustrie und dem Handel. Wenn gleichzeitig überfällige Anpassungen im operativen Geschäft oder bei der Kapitalausstattung offenbar werden, entsteht Restrukturierungsbedarf. Auf solche Situationen fokussierte Finanzinvestoren können den Weg aus der Krise weisen und Unternehmen helfen, sich wieder wettbewerbsfähig aufzustellen.

Foto: © gonin – stock.adobe.com

Die schlechten Nachrichten kommen aus den unterschiedlichsten Branchen. Darunter fällt die Bruchlandung der Fluglinie Germania, ebenso wie Meldungen von den Schief-lagen des Modekonzerns Gerry Weber, des TV-Herstellers Loewe, der Bäckereikette Lila Bäcker und des früher als Repower bekannten Windkraftanbieters Senvion. Die Namen stehen für die in diesem Jahr bislang größten Insolvenzen in Deutschland. Sie lassen erahnen, dass nicht mehr alles so gut ist, wie es noch bis vor Kurzem den Anschein hatte. War die Zahl der in die Zahlungsunfähigkeit geratenen Unternehmen in den letzten Jahren rückläufig, so rechnet der internationale Kreditversicherer Coface für Deutschland 2019 mit einem Anstieg der Firmenpleiten um 2%. Einer Analyse des Informationsdienstleisters Crif Brügel zufolge sind knapp 305.000 Firmen – rund 8% der insgesamt untersuchten Betriebe – mit finanziellen Problemen in das Jahr gestartet. Auch dieses Institut erwartet heuer einen Anstieg der Unternehmensinsolvenzen.

### Die guten Zeiten sind vorbei

Europaweit waren die Warnzeichen schon 2018 zu erkennen. Die Wirtschaftsforscher von Creditreform registrierten in sieben von 17 beobachteten westeuropäischen Ländern einen Anstieg der Unternehmensinsolvenzen. Betroffen waren vor allem skandinavische Staaten, aber auch die Schweiz und Großbritannien.



Christiane von Berg,  
Coface

„Die guten Zeiten sind vorbei“, warnt Christiane von Berg, Regional Economist für Nordeuropa bei Coface. Sie verweist darauf, dass das Vertrauen deutscher Unternehmer in die Konjunktur jetzt sogar stärker sinkt als das der Kollegen in den Nachbarländern. Kein Wunder, spürt doch die exportorientierte Wirtschaft des Landes den gebremsten Welt-handel deutlicher als andere.

### Risiken für den Mittelstand

Wenn die Wirtschaft abkühlt, trifft es nahezu alle Unternehmensgrößen. „In der globalisierten Weltwirtschaft kann sich auch der deutsche Mittelstand diesen Entwicklungen nicht entziehen“, sagt Prof. Dr. Lucas Flöther von der Kanzlei Flöther & Wising Rechtsanwälte. Er ist Sprecher des Gravenbrucher Kreises, einer Vereinigung führender Insolvenzkanzleien in Deutschland. Flöther stellt fest, dass die Insolvenzanmeldungen zwar auf historischem Tiefstand sind. Allerdings sind es derzeit vor allem größere Firmen, die ins Wanken geraten. Die Wirkung solcher Insolvenzen sollte man laut Flöther nicht unterschätzen: „Wenn größere Unternehmen fallen, hat das mit Blick auf Arbeitsplätze, das Gläubigervolumen und die Auswirkungen auf andere Firmen oft weitreichendere Folgen als der Konkurs von 100 kleinen Betrieben.“

### Finanzinvestoren als Teil der Sanierungskultur

Die gute Nachricht: Unabhängig von gesetzlichen Maßnahmen ist der Werkzeugkasten zur Rettung angeschlagener Firmen größer geworden. Das liegt auch daran, dass der gehobene Mittelstand nun ein breiteres Spektrum an Finanzierungsinstrumenten nutzt: von Anleihen über Buyouts bis hin zu Private Debt-Fonds. Das führt zwar einerseits dazu, dass in Gläubigerausschüssen divergierende Interessen aufeinanderstoßen. Andererseits stehen neben den Banken aber auch andere Investoren wie etwa Private Equity-Gesellschaften für Lösungen zur Verfügung. „Das hat neben den gesetzlichen Maßnahmen zu einer Veränderung der Sanierungskultur beigetragen“, betont Flöther.

### Expertise und Kapital für Special Situations

Zwar waren Restrukturierungsanlässe in der DACH-Region gerade in Zeiten einer immer noch stabilen Konjunktur im Gesamt-rahmen von Private Equity ein untergeordnetes Marktsegment. Laut der BVK-Statistik für Deutschland sind 2018 21,9 Mio. EUR (Vorjahr: 99,1 Mio. EUR) in Rescue- und Turnaround-Investitionen geflossen. In Österreich und der Schweiz hat das Segment nach Erhebungen von Europe Invest in der Statistik praktisch gar nicht stattgefunden. Dennoch tut sich mehr, als es die statistischen Daten ausweisen. „Innerhalb Europas ist Deutschland einer der aktivsten Märkte im Bereich Restrukturierung und Turnarounds“, sagt María Sanz García, Partnerin und Co-Head Private Equity bei Yielco Investments. Die Gesellschaft hat im vergangenen Jahr mit dem Yielco Special Situations I und II zwei Fonds mit dem Schwerpunkt Unternehmensrestrukturierungen aufgelegt. Das gelte sowohl für die Anzahl der Transaktionen als auch für die Anzahl der Finanzinvestoren, die sich auf dieses Segment spezialisiert haben. Es gebe in Deutschland einige auf Special Situations fokussierte Small- und Mid Market-Fonds. Sie beteiligen sich an Unternehmen mit operativen oder finanziellen Schwierigkeiten, sind aber auch im Bereich komplexe Buyouts engagiert. Bei diesen geht es um grundsätzlich attraktive Mittelstandsfirmen, die sich in einer Sondersituation befinden. „Sie stehen vor wichtigen strategischen, operativen oder finanziellen Herausforderungen und weisen deswegen eine niedrigere Bewertung auf“, sagt Sanz García. Darunter fallen sowohl Abspaltungen von größeren Konzernen als auch jegliche Art von komplexen Nachfolgetransaktionen.

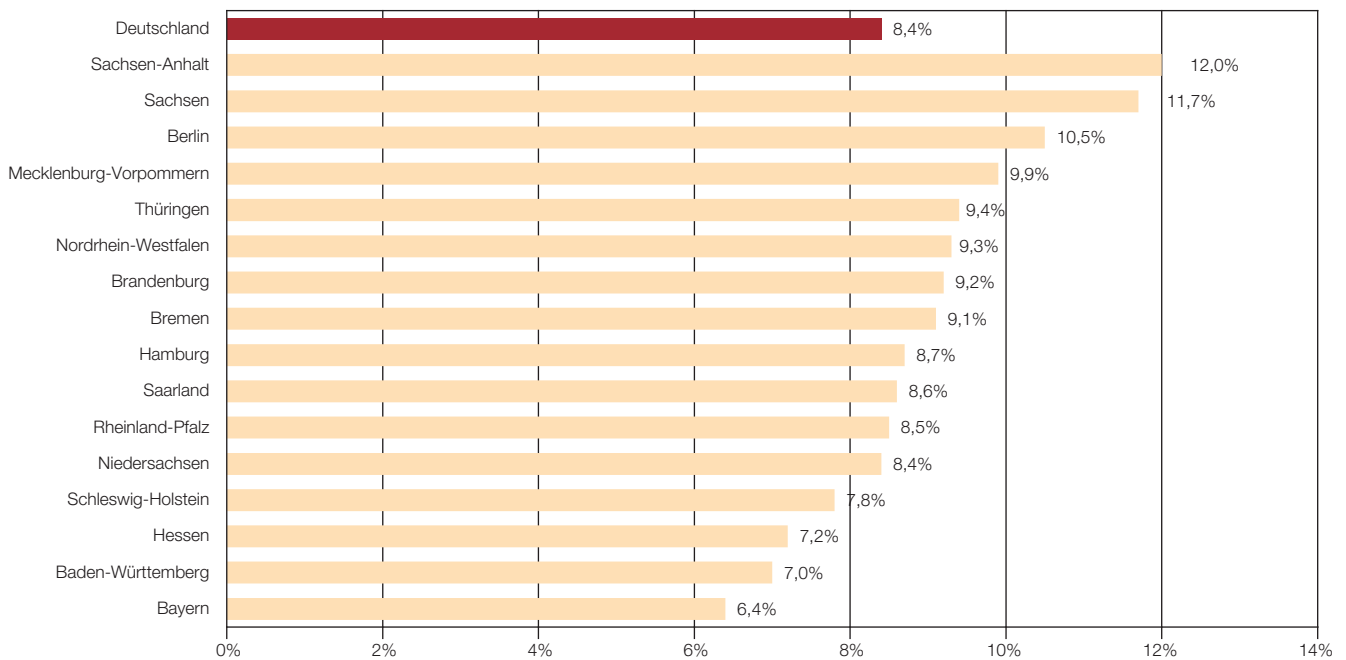


María Sanz García,  
Yielco Investments

### Breites Spektrum an Sanierungsanlässen

Zu den profiliertesten Investoren in diesem Bereich gehören Adcuram, Aurelius, CMP Capital Management Partners, die Dubag Group, Fidelium, Mutaris, Orlando, Palero und Quantum.

Anteil der Firmen mit erhöhtem Zahlungsausfallrisiko



Quelle: GRIF Brügel

Mitunter wagen zur Ergänzung ihres Portfolios auch klassische LBO-Investoren solche Deals. Darüber hinaus suchen kleinere Teams mit Managementenerfahrung nach Übernahmegelegenheiten, bei denen sie sich jedoch vor allem mit ihrem Know-how, aber nur mit begrenztem Kapitaleinsatz engagieren. Auf Restrukturierung fokussierte Beteiligungsgesellschaften stehen für unterschiedlichste Sanierungsanlässe zu Verfügung. „Grundsätzlich muss die Chance gegeben sein, das Unternehmen durch optimiertes Management und durch Kapitalunterstützung wieder auf einen guten Pfad zu bringen“, sagt Rafal Grabarkiewicz, geschäftsführender Gesellschafter von Fidelium Partners. Er sieht sich neben profitablen Unternehmen auch solche in massiver Schieflage an, die mithilfe eines Investors die Insolvenz abwenden wollen. Häufig haben dabei operative Defizite die Profitabilität empfindlich geschwächt oder es hat eine überhöhte, nicht mehr zum erwirtschafteten Gewinn passende Fremdkapitalaufnahme zu einer Überschuldung geführt. „Restrukturierung kann aber auch heißen, dass ein Unternehmen auch ohne drohende Insolvenz für die Zukunft nachhaltiger und profitabler aufgestellt werden muss“, sagt Grabarkiewicz.

Anpassen an ein neues Umfeld

Ein besonderer Fall der Restrukturierung im Sinne einer Transformation ist der Carve-out, mit dem sich Konzerne oder familiengeführte Firmengruppen von Teilbereichen trennen. „Unsere Aufgabe ist es dann, diese Geschäftsfelder in die Eigenständigkeit zu führen: vom Aufbau neuer Kunden über die Loslösung der Supply Chain und IT bis hin zum Aufbau eines eigenständigen Rechnungswesens“, sagt Grabarkiewicz. Die Herausforderungen

eines Carve-outs ähneln in vieler Hinsicht denen einer Unternehmensgründung, auch weil die Muttergesellschaft als Hauptkunde wegfällt. Konzerne haben sich auf diese Weise in den letzten Jahren häufig von Randbereichen getrennt. „Sie erwarten, dass bestimmte Marktbereiche oder Technologien in einigen Jahren nicht mehr gefragt sind, und stoßen dieses Geschäft lieber vorher ab“, sagt Steffen Görig, CEO der Beteiligungsgesellschaft Quantum Capital Partners, die sich als aktiver Partner des Managements sieht. Quantum hat zum Beispiel Geschäftsbereiche von Bosch, Dürr und Nestlé übernommen.

Umbruch in der Automobilindustrie

Finanzinvestoren können Unternehmen mit ihren Investitionen neue Perspektiven geben. Das gilt zum Beispiel für die Modellbaumarke Revell, die nach der Insolvenz des US-Mutterkonzerns Hobbico bei Quantum Capital eine Heimat gefunden hat. Die Beteiligungsgesellschaft hat zudem den österreichischen Spielwarenhersteller Stadlbauer übernommen. Nun sollen Revell und Carrera zusammen mit anderen Marken effizienter im Markt positioniert werden. Besonders gefragt sind die Restrukturierungsspezialisten derzeit in der Autoindustrie. „Der Trend zu Elektromobilität wird in der gesamten Branche zu einem Umdenken führen“, sagt Görig. Allen voran Zulieferer, die mit Verbrennungsmotoren zu tun haben, sehen immer öfter Restrukturierungsbedarf. Quantum Capital hat in einige Firmen investiert, die für den Bedarf von OEMs produziert haben – vom Walzwerk bis zur Gießerei. „Wir sind dabei in der Lage, einen Autozulieferer so neu aufzustellen, dass seine Leistungen für andere Industriezweige interessant sind“, sagt Görig.

## Konjunkturelle und regulatorische Risiken

Die Krise der Automobilindustrie zieht Kreise. „Bei den meisten Automobilzulieferern bleiben die Abrufe von den großen OEMs signifikant hinter den Erwartungen zurück. Zulieferer sind somit zu Einsparungen und größeren Restrukturierungen gezwungen“, sagt Thilo-Anyas König, Investment Director bei der Private Equity-Gesellschaft Orlando Management. Zudem stehen viele Zulieferer vor tief greifenden Veränderungen durch die sich abzeichnende Elektrifizierung des Antriebsstrangs. Regulative Veränderungen können auch in anderen Branchen zu Restrukturierungsbedarf führen. Relativ weit oben stehen in vielen Industrien jedoch vor allem die konjunkturellen Risiken.

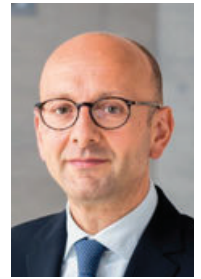


Thilo-Anyas König,  
Orlando Management

„Der Maschinenbau etwa merkt eine Abkühlung der Wirtschaft schon sehr früh in seinen Auftragsbüchern“, sagt König. Dank der niedrigen Zinsen und ausreichender Liquidität im Markt werden in vielen Firmen eigentlich notwendige operative Restrukturierungen seit Jahren verdrängt. „Bei nachlassendem Wirtschaftswachstum können diese Unternehmen Probleme bekommen, wenn ihr Fremdkapitalanteil gemessen am Ertragspotenzial und der Konjunkturabhängigkeit zu hoch ist“, sagt König.

## Zombiefirmen sind gefährlich

Die von Marktbeobachtern immer wieder zitierten Zombiefirmen, die in Teilen Südeuropas nur dank des von der EZB in den Markt geschleusten Geldes überleben, gibt es auch in der DACH-Region. So beobachtet Rechtsanwalt Flöther, dass krisenbedrohte Betriebe immer wieder Geldgeber finden – selbst wenn sie unter normalen Bedingungen nicht überlebensfähig wären. Sie werden damit zum Risiko für andere. „Um zu überleben, bieten solche Unternehmen oft zu besonders niedrigen Preisen an und schädigen damit die gesunden Wettbewerber“, sagt Flöther. Schlimmeres droht, wenn die Zinsen einmal steigen oder Investoren aussteigen. „Dann könnten solche Firmen eine regelrechte Kettenreaktion auslösen“, warnt er.



Prof. Dr. Lucas Flöther,  
Flöther & Wissing  
Rechtsanwälte

## Kommt die Zykluswende?

An potenziellen Krisenherden mangelt es schon jetzt nicht. „Wir sehen aktuell starke Ähnlichkeiten zu den Boom- und Vorkrisen-jahren 2006 und 2007, die durch hohe Einstiegsbewertungen auf dem Niveau von 12x EBITDA, hohe Verschuldungsgrade im Bereich von 6x EBITDA sowie Rekordvolumina an Dry Powder

ANZEIGE

Private Capital

A Source for Economic Growth

in Austria and CEE

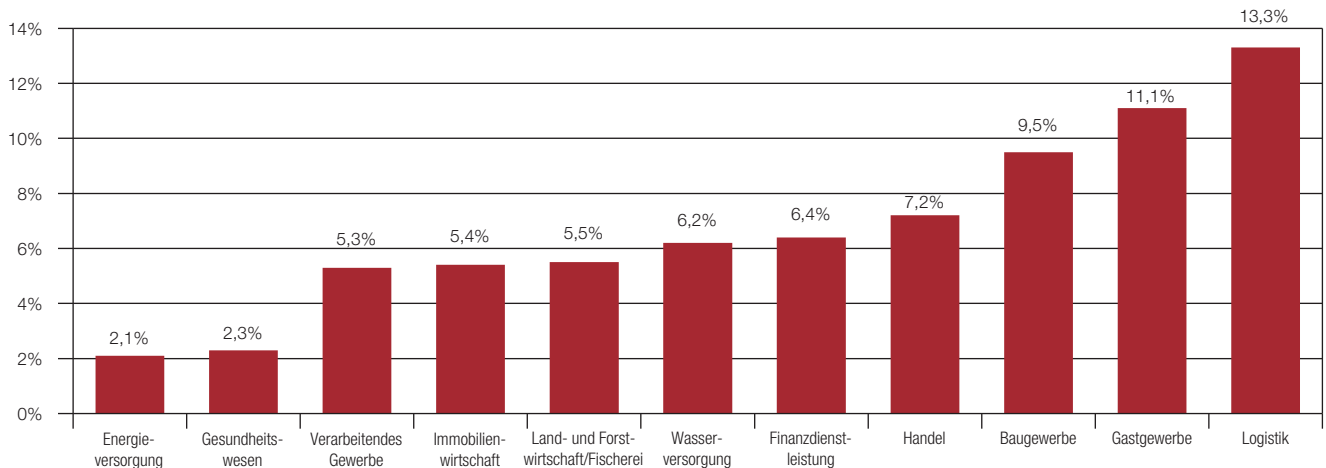
AVCO ANNUAL CONFERENCE 2019

October 3<sup>rd</sup> 2019 @ Park Hyatt Vienna

[www.avco.at/events/avco-jahrestagung-2019/](http://www.avco.at/events/avco-jahrestagung-2019/)

AVCO  
AUSTRIAN PRIVATE EQUITY AND VENTURE CAPITAL ORGANISATION

Firmen mit erhöhtem Zahlungsausfallrisiko nach Branche



Quelle: GRIF Brügel

gekennzeichnet waren“, sagt Sanz García von Yielco Investments. Das seien klare Indikatoren für das Erreichen der Zyklus-hochphase. Zusätzlich bestünden derzeit erhebliche Risiken und zu erwartende Ausfälle im Rahmen ausstehender Refinanzierungen von hochgehebelten Unternehmen in den Beteiligungsportfolios – insbesondere wenn die Zinsen steigen sollten. „Daneben gibt es eine Reihe von makroökonomischen Risikofaktoren, die eine Zykluswende einleiten könnten“, gibt sie zu bedenken. Der Handelsstreit zwischen den USA und China etwa führt bei vielen Firmen zu einer Investitionszurückhaltung. Zudem könnten sich die Wettbewerbsverhältnisse ändern. „China schaut verstärkt auf den europäischen Markt, wenn der Zugang zum US-Markt schwieriger wird“, sagt Görig. Die Beratungsgesellschaft Bain & Company hat in einer aktuellen Studie am Beispiel der großen Krise 2008 und 2009 und der darauffolgenden Jahre deutlich gemacht, wie sehr sich das frühzeitige Gegensteuern bei einem nahenden Konjunkturtief lohnen kann. Demnach haben es die besten der analysierten Unternehmen geschafft, den Abschwung rechtzeitig zu erkennen. Ihnen ist es gelungen, diese Phase zu nutzen und sich langfristig vom Wettbewerb abzusetzen. Diese Vorreiter konnten über die letzten zehn Jahre gemessen am Total Shareholder Return deutlich mehr Wert generieren als ihre zögerlichen oder gar falsch handelnden Konkurrenten. Die größte Gruppe, die zögernden Verlierer (44%), unterschätzte dagegen die Krise und kappte die Kosten zu spät, zu hektisch und strategisch undifferenziert. Diese Unternehmen büßten im Aufschwung massiv an Wettbewerbsfähigkeit ein.



Steffen Görig, Quantum Capital Partners

Opportunitäten für Investoren

In Europa zeigen die internationalen Handelsstreitigkeiten vor allem durch eine erhöhte Verunsicherung Wirkung, zu der auch der Brexit beiträgt. Nicht zu vergessen: das Russland-Embargo. „Faktisch dämpft das die deutsche Wirtschaft stärker als die

Drohungen des US-Präsidenten“, sagt Grabarkiewicz von Fidelium. Er verweist zudem darauf, dass nicht nur der Trend zu mehr Protektionismus für eine Zeit der Veränderung steht. Der Handel und die Textil- und Modebranche etwa sehen sich schon seit geraumer Zeit mit dem durch E-Commerce induzierten Marktwandel konfrontiert. „Investoren haben dabei allerdings das Problem, dass die geringe Wertschöpfungstiefe in diesen Segmenten nur wenig Ansatzpunkte für eine Restrukturierung bietet“, sagt Grabarkiewicz. Andererseits sieht er im Automobil- und Industrie-sektor bessere Chancen als viele andere. So mancher Zulieferer, der noch den abrupten Auftragsstopp der OEMs zu Zeiten des Krisenjahres 2008 im Hinterkopf hat, fährt seine Produktionsplanung heute vorsichtshalber schon einmal stärker zurück als später vielleicht nötig. Der Abgasskandal wird sich wohl als vorübergehendes Thema erweisen. Es wird auch noch eine Zeit dauern, bis es keine Verbrennungsmotoren mehr gibt. Wer als Investor genau hinsieht, kann deshalb gerade jetzt gute Gelegenheiten finden, meint Grabarkiewicz.



Rafal Grabarkiewicz, Fidelium Partners

Fazit

Auch wenn sich derzeit erst ein langsamer Anstieg der Insolvenzen abzeichnet, steigen die Risiken für Unternehmensschief-lagen. Insbesondere in der Autoindustrie und bei ihren Zulieferern, aber auch in vielen Bereichen der klassischen mittelständischen Industrie zeichnet sich Restrukturierungsbedarf ab – wegen der nachlassenden globalen Konjunktur. Hinzu kommen notwendige Anpassungen angesichts des digitalen Wandels, wie sie etwa im Handel augenfällig sind. Finanzinvestoren sind vor diesem Hintergrund Ansprechpartner, die Unternehmen mit Kapital und Managementwissen helfen können – mitunter noch ehe eine Insolvenz unmittelbar droht.

Norbert Hofmann  
redaktion@vc-magazin.de