



## Managementveränderungen & Co.– Kurssturz vorprogrammiert?

**Im „Standpunkt German Mittelstand“ äußert sich das Team um Ralf Meinerzag (CIO des STEUBING GERMAN MITTELSTAND FUND I) regelmäßig zum Markt für Mittelstandsanleihen und Fragen der Finanzierung von kleinen und mittleren Unternehmen. In dieser Ausgabe befassen wir uns mit der Bedeutung des Managements bei der Beurteilung eines Investment in eine Mittelstandsanleihe.**

„Wir investieren nur in ein Unternehmen wenn das Unternehmen von kompetenten und ehrlichen Managern geleitet wird...“, sagte einst Warren Buffet, als er die Charakteristiken für ein lohnendes Investitionsziel zusammenfasste. Neben zahlreiche Faktoren wie Finanzkennzahlen, Covenants oder einem soliden Geschäftsmodell sollten Investoren also ein wesentliches Augenmerk auf das Management legen. Aber warum spielt speziell bei mittelständischen Unternehmen das Management eine entscheidende Rolle?

Fast alle deutschen Mittelständler sind Familienunternehmen, oft eignergeführt. Laut einer Studie der Wirtschaftsprüfungsgesellschaft PwC sind bei mehr als 90% der Unternehmen weltweit Familienmitglieder in der Unternehmensleitung tätig. Damit spielt die aktive Einflussnahme der Familienglieder eine entscheidende Rolle. Das wirkt sich oft auf die Kapitalmarktfähigkeit des Unternehmens aus, die eng mit der Einstellung des Managements bzw. den Eigentümern des Unternehmens zusammenhängt. „Ein wichtiger Punkt ist für uns die Glaubwürdigkeit des Managements. Wir führen kontinuierliche Gespräche mit dem Management eines Unternehmens und vergleichen, ob die in der Vergangenheit getroffenen Zielvorgaben erfüllt wurden. Ebenso entscheidend sind die Beteiligung des Managements am Unternehmen und die Ausschüttungspolitik“, erklärt Ralf Meinerzag die Vorgehensweise bei der Beurteilung des Managements. Betrachten wir die Insolvenz- und Restrukturierungsfälle aus der Vergangenheit, zeigt sich, dass Mittelstandsanleihen oft durch Managementfehler massiv unter Druck gekommen sind und dies im Extremfall auch zur Insolvenz führte. Einige Beispiele:

### **Häufiger Wechsel in der Geschäftsführung**

Besonders Mittelstandsanleihen, bei denen es personelle Veränderungen in der Geschäftsführung gegeben hat, sind in der Vergangenheit unter Druck geraten. Golden Gate, Zamek, Strenesse, Alno, Scholz, Mifa oder MS Deutschland sind da nur einige Emittenten auf der Liste. Bereits kurz nach der Anleiheemission der Golden Gate fand eine grundlegende Änderung im Management statt. Dies bemerkte jedoch nur der aufmerksame Investor, eine Mitteilung seitens des Unternehmens wurde nicht veröffentlicht. Auch bei Strenesse fanden vermehrt Führungswechsel statt. Am Ende musste auch das letzte Mitglied der Gründerfamilie im Vorstand weichen. Der Küchenhersteller Alno befindet sich in der Restrukturierung, auch hier gab es Managementwechsel. Zuletzt musste mit Einführung des Restrukturierungsprogramms der zuständige Geschäftsführer für das operative Geschäft gehen. Der ohnehin schwankende Kurs ist seitdem weiter eingebrochen. Der Fahrradhersteller Mifa gab gut ein halbes Jahr vor der Insolvenzmeldung neben einer Meldung eines Fehlbetrags eine Erweiterung im Vorstand bekannt. Bereit zu diesem Zeitpunkt stand der bisherige Alleinvorstand krankheitsbedingt nicht mehr zur Verfügung.

### **Fehlende Organisationsstrukturen & Überschätzung des Managements**

Fehlende oder zu komplexe Organisationsstrukturen rächen sich. Bei der Anleihe der Rena GmbH scheiterte das Management maßgeblich an der Integration der SH+E Gruppe in die Rena-Gruppe, die eine zu komplexe Organisationsstruktur aufwies. Bei der Windreich GmbH war alles auf den Firmengründer zugeschnitten. Neben dem fehlenden Controlling bemängelten Investoren hier die unklare Führungsstruktur.



### **Falsche Darstellung der Marktsituation durch das Management**

Obwohl der Geschäftsführer des Unternehmens Penell die Geschäftssituation äußerst positiv darstellte, musste das Unternehmen mittlerweile Insolvenz anmelden. Eine Strafanzeige gegen die Geschäftsführung soll u.a. zur Aufklärung beitragen, wie das vorgebliche Kupferlager von rund 7,3 Mio. EUR auf fast nur noch ein Drittel seines Wertes schrumpfen konnte. Laut Informationen des Handelsblattes attestierten die Gutachter des Sicherheitstreuhänders MSW GmbH dem Geschäftsführer "die fehlende Fähigkeit zu kalkulieren und das Phänomen, dolosen Handlungen seiner Mutter nicht zu widersprechen."

Die Liste der Beispiele ließe sich fortsetzen: So ist in Fällen wie jenem des Suppenherstellers Zamek fraglich, ob die Geschäftsführerhaftung greift. Die Insolvenzverwalter machen Forderungen aus Geschäftsführerhaftung gegenüber dem Management zwar geltend, es ist jedoch unsicher, ob die Geschäftsführer zu Zahlungen wirtschaftlich in der Lage sind. Die genannten Beispiele aus der Vergangenheit zeigen deutlich die Notwendigkeit eines ständigen Monitorings seines Investments, speziell des Managements. Eine ausführliche Analyse dieser Punkte hätten so manchen Investor nicht gerade zu Investitionen in die genannten Anleihen ermutigt.

„Häufig scheitern mittelständische Unternehmen nicht an der Marktsituation oder den Wettbewerbsbedingungen, sondern an simplen Managementfehlern. In den Geschäftsführungen gibt es keine Verantwortlichen für die Finanzen und das Controlling. Diese wichtigen Zuständigkeiten werden häufig in Personalunion vom CEO (Chief Executive Officer) mit ausgefüllt und bleiben de facto somit weitestgehend auf der Strecke“, moniert Ralf Mainerzag. „Wir werden als institutioneller Investor zukünftig hier bei den Due Diligences den Unternehmen noch genauer auf die Finger schauen“, führt Mainerzag weiter aus.

### **Standpunkt German Mittelstand**

Im „Standpunkt German Mittelstand“ äußert sich das Team um Ralf Mainerzag (CIO des STEUBING GERMAN MITTELSTAND FUND I) regelmäßig zum Markt für Mittelstandsanleihen und Fragen der Finanzierung von kleinen und mittleren Unternehmen. Der STEUBING GERMAN MITTELSTAND FUND I investiert in Mittelstandsanleihen aus dem deutschsprachigen Raum und bietet seinen Investoren die Möglichkeit, in das Segment der Mittelstandsanleihen diversifiziert und liquide zu investieren.

STEUBING GERMAN MITTELSTAND FUND I  
16. Februar 2015

Kontakt: Ralf Mainerzag +49 69 297 16 172, [sgmf@steubing.com](mailto:sgmf@steubing.com), [www.germanmittelstandfund.de](http://www.germanmittelstandfund.de)