

**Jürgen Burger**

Manager
GCI Management GmbH
Wien
j.burger@gci-management.com

**Roman Pongracz**

Partner
GCI Management GmbH
Wien
r.pongracz@gci-management.com

M&A in der Krise

Praxiserfahrungen sanierungsbedingter M&A Transaktionen im Mittelstand

Mergers & Acquisitions (M&A) in Krisensituationen oder sanierungsbedingte Unternehmenstransaktion findet sich im angloamerikanischen Sprachgebrauch unter dem Begriff „distressed M&A“ wieder und bezeichnet allgemein M&A Prozesse von finanziell angeschlagenen oder zahlungsunfähigen Unternehmen bzw. all jene Transaktionen, in denen die Abgabe von Unternehmensanteilen nicht dem originären „Wunsch“ der Eigentümer entspricht, sondern spezielle und ungeplante Umstände diesen Prozess (meist unter hohem Zeitdruck) erfordern. Sanierungsbedingte M&A Transaktionen haben in Folge der Finanzkrise beginnend im Jahr 2008 stark an Bedeutung gewonnen und sich in vielen Restrukturierungs- und Sanierungssituationen zu einer zentralen Maßnahme zur Stabilisierung bzw. zur Aufrechterhaltung des Fortbestands von Unternehmen entwickelt.¹

Hintergrund & Auslöser sanierungsbedingter M&A Transaktionen

In den letzten Jahren zeigte sich, dass das Thema M&A in Krisensituationen nicht nur Unternehmen betrifft, die unter großem Konsolidierungsdruck stehen oder am Markt aufgrund von Versäumnissen der Vergangenheit nicht mehr wettbewerbsfähig agieren können, sondern auch strategisch gut positionierte Unternehmen. Die Gründe hierfür sind vielschichtig, aber neben den generellen schwierigeren wirtschaftlichen Rahmenbedingungen, zeichnen dafür vor allem die deutlich verschärften Kreditvergabebedingungen (ua. aufgrund des Basel III Regelungswerks) der Finanzinstitute verantwortlich.²

Trotz geänderter Spielregeln am Finanzmarkt (z.B. längere Antragszeiträume und höhere Besicherungserfordernisse, gestiegene Risikoaversion)³ überwiegt im österreichischen Mittelstand nach wie vor die klassische Bankfinanzierung. Alternative Formen der Finanzierung werden zwar grundsätzlich als zunehmend wichtiger erachtet, aber UnternehmerInnen und ManagerInnen scheuen diese und möchten im eigenen Unternehmen lieber auf gewohnte Mittel zurückgreifen. In vielen Fällen ist diese Tendenz auch Ausdruck eines falschen, ja beinahe antiquierten Verständnisses, nämlich, dass z.B. Factoring, Sale & Lease Back oder Mezzaninfinanzierungen ein Eingeständnis von Schwäche sind. Dieser konservativen Grundeinstellung ist im Grunde nichts entge-

genzusetzen, so lange ein Unternehmen eine solide wirtschaftliche Basis aufweist. Kommt ein Unternehmen jedoch in eine Krisensituation (Ertrags- oder Liquiditätskrise), zeigt sich erfahrungsgemäß sehr schnell, dass eine intensive Auseinandersetzung mit alternativen Finanzierungsformen unumgänglich ist. Eine bedeutende Rolle wird vor allem der Eigenkapitalfinanzierung zugesprochen, die zu einer der wesentlichsten Maßnahmen zur Stabilisierung und bilanziellen Sanierung bei Krisenunternehmen zählt.⁴

Der typische österreichische Mittelständler (eigentümergeführte oder familiengeführte Unternehmen der produzierenden oder verarbeitenden Industrie, oft auch mit nicht operativ tätigen GesellschafterInnen) verfügt erfahrungsgemäß in einer Sanierungsphase über keine oder nur sehr beschränkte Eigenmittel, wodurch eine Abdeckung des Finanzierungsbedarfs über Zuführung von Mitteln aus der Gesellschaftersphäre in der Regel nicht in Frage kommt. Alternativen müssen gefunden werden. Mit Hilfe eines professionell geführten strukturierten M&A Prozesses kann diesem Umstand entsprochen werden und durch einen Einstieg eines strategischen Investors, eines Finanzinvestors, eines Family Office, eines Privatinvestors, durch ein Management-Buy-In, oder in anderer Form die notwendigen Mittel im Idealfall aufgebracht werden.

Der Einstieg eines externen Kapitalgebers in ein Unternehmen erfordert gerade bei Krisensituationen von Seiten der GesellschafterInnen vielfach eine große Überwindung von deren oft jahrzehntelang aufgebautem Betrieb loszulassen und offen für neue Partner zu sein. In der Praxis ist dies ein äußerst emotionaler Prozess bis ein Entschluss zur Hereinnahme eines Investors gefasst wird bzw. es zu einem gemeinschaftlichen Konsens zwischen allen am Sanierungsprozess beteiligten Stakeholdern (z.B. GesellschafterInnen, GeschäftsführerIn, Banken) kommt, noch dazu, wenn diese Entscheidung unter hohem Zeitdruck getroffen werden muss. Von Seiten externer BeraterInnen erfordert ein solcher Prozess der Entscheidungsfindung neben den fachspezifischen Kenntnissen viel Erfahrung, ein Höchstmaß an Flexibilität, sehr gutes Verständnis für passende Formulierungen und Interaktionsmuster sowie ein entsprechendes Feingefühl, um auch auf der Personenebene wirken zu können und Akzeptanz zu erreichen.⁵



Abb. 1: Auslöser von M&A Prozessen⁶

Sanierungsbedingte bzw. distressed M&A Prozesse können unter sogenannte „getriebene“ M&A Prozesse subsumiert werden. Im Gegensatz zu „normalen“ M&A Prozessen, die in der Regel in einem aus Verkäufersicht günstigen Zeitpunkt initiiert werden bzw. ein Käufer an ein attraktiv erscheinendes Unternehmen direkt herantritt, werden diese Art von Unternehmenstransaktionen von Seiten der EigentümerInnen oft nicht freiwillig angestoßen. Vielmehr werden diese oft durch Gläubiger initiiert,⁷ die auf ein sich abzeichnendes Krisenszenario, resultierend aus internen im Einflussbereich des Unternehmens liegenden sowie externen von außen wirkenden Faktoren reagieren, um rasch zu einer nachhaltigen Sanierungslösung zu kommen.⁸

Ablauf und Besonderheiten sanierungsbedingter M&A Prozesse

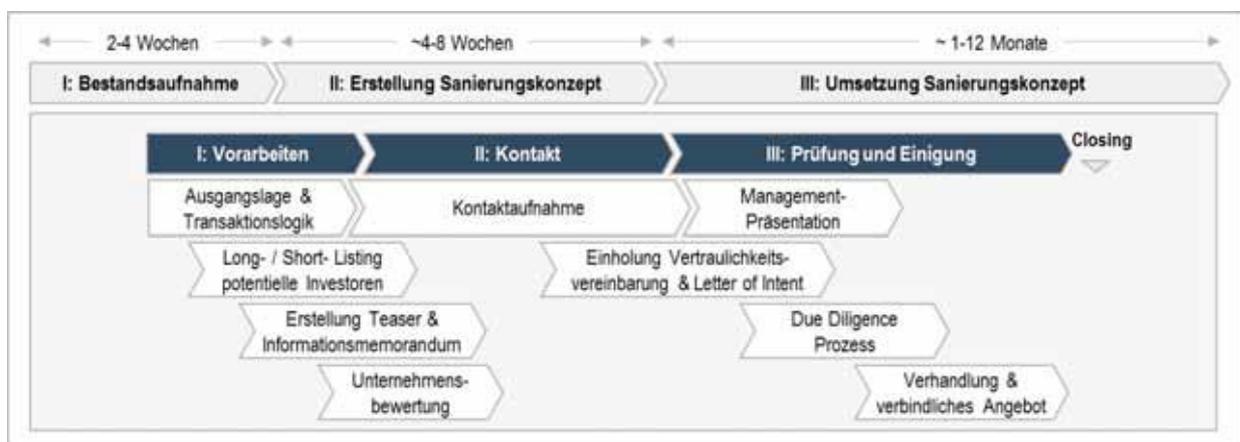


Abb. 2: M&A Prozess als integrierter Bestandteil eines Sanierungsprozesses⁹

Wesentliches Ziel der GesellschafterInnen bei M&A Transaktionen in der Krise ist es, den Fortbestand des Unternehmens und den Erhalt der Vermögenswerte zu sichern. Als besondere Herausforderung kommt dabei eine Änderung der Gewichte und Interessen im Spannungsfeld „Unternehmen – EigentümerIn – Gläubiger“ zu, so z.B. wenn es darum geht den Verkaufserlös auch zugunsten der Gläubigerforderungen zu maximieren. Potentielle Investoren hingegen versuchen bei sanierungsbedingten M&A Prozessen den Handlungsdruck auf Seiten der EigentümerInnen zu ihren eigenen Gunsten auszunützen und zu vergleichsweise günstigen Konditionen Unternehmensanteile zu erwerben, sowie das Haftungsrisiko für Altverbindlichkeiten zu minimieren. Parallel steigt mit der Krisensituation für manche spezialisierten Investoren auch die Attraktivität einer „Post-Insolvenz-Lösung“, was in der Verhandlungsphase besondere Herausforderungen mit sich bringt.¹⁰

In vielen Fällen sanierungsbedingter Transaktionen befindet sich das Unternehmen vor Start der M&A Aktivitäten bereits in einer starken Ertrags- oder Liquiditätskrise, welche dann häufig auch Auslöser für die zwingende Erstellung eines Sanierungskonzeptes und/oder Fortbestehensprognose ist. Die zeitnahe Einbindung eines Investorensuchprozesses in die Gesamtüberlegungen der Unternehmenssanierung sowie ein rascher Start hat sich aufgrund der Besonderheiten bei Krisenunternehmen wie z.B. den

hohen zeitlichen Restriktionen, den rechtlichen Risiken, dem Spannungsfeld zwischen den Stakeholdern des Unternehmens (EigentümerInnen, Geschäftsführung, Banken, MitarbeiterInnen, Kunden, Lieferanten, etc.) und den Herausforderungen in der Unternehmenswertfindung bewährt. Die grundsätzlichen Einzelschritte bei sanierungsbedingten M&A Prozessen unterscheiden sich nicht wesentlich von „normalen“ Prozessen, sondern erfordern ebenso ein strukturiertes Vorgehen beginnend bei der kritischen Aufarbeitung der Transaktionsunterlagen bis zur Verhandlung und dem Abschluss.¹¹

Eine entscheidende Rolle im Gesamtprozess spielt erfahrungsgemäß die zeitliche Tangente, nachdem in den meisten Sanierungsfällen zu spät auf Fehlentwicklungen reagiert wird. Unter teils hohem Druck muss neben der Ausarbeitung eines realistischen Sanierungskonzeptes umgehend auch ein solides Verständnis über das Transaktionsobjekt, dessen Risiken und Chancen sowie die Auswahl geeigneter Investoren erfolgen. Das Long-Listing aber insbesondere die gezielte und intelligente Auswahl der Investoren für die Short-List hilft Leerläufe zu vermeiden und trägt so wesentlich zum Erfolg bei.¹²

M&A Transaktionen benötigen in der Regel einen Zeitraum von 6-12 Monaten. In einem sanierungsbedingten Umfeld ist ein strafferes Prozessmanagement und eine gewisse Flexibilität beim Vorgehen notwendig („Fast-Track“ Prozess).¹³ Diesem Sachverhalt kann zum Beispiel durch das parallele Führen von Teilprozessen oder die vorzeitige und parallele Bereitstellung von Detailinformationen schon vor Beginn der Due Diligence Phase an potentielle Interessenten entsprochen werden. Ein erfolgreicher Abschluss einer sanierungsbedingten Transaktion ist im Einzelfall aber sehr stark vom spezifischen

Unternehmen, dessen Besonderheiten und Attraktivität (Markt, Kunden, Technologie & Kompetenz, etc.) sowie der situationsbedingten, oftmals schwer durchführbaren bilanziellen und außerbilanziellen Risikoabschätzung und -abgrenzung¹⁴ von Seiten eines potentiellen Investors abhängig.

Die Herausforderungen für externe BeraterInnen bei Unternehmenstransaktionen in der Krise liegen nicht nur in der Erstellung eines Sanierungskonzeptes oder der Abwicklung eines parallel laufenden M&A Prozesses, vielmehr besteht der Anspruch darin, die Sanierung zu konzipieren, integriert umzusetzen, die auftretenden

! Kritische Erfolgsfaktoren bei sanierungsbedingten M&A Transaktionen

Dauer: Rechtzeitiges Starten ist essentiell, da die Prozesse in der Regel mehr Zeit benötigen als angenommen

Rahmenbedingungen/Ansatz: Beiziehung von ExpertInnen zur Abwicklung komplexer, integrativer Sanierungs- und M&A Prozesse

Personen/Entscheidungen: Klare Entscheidungsstrukturen im Unternehmen mit dezidierter Projektleitung auf Entscheider-Ebene

Investoren: Breite Suche, aber mit sehr selektiver Ansprache und trotzdem Flexibilität in der Prozessführung

Kommunikation: Abgestimmte, offene, konsistente und zeitnahe Kommunikation sowie Erwartungs-Management mit allen Stakeholdern zur Vermeidung von Überraschungen

den Besonderheiten im Verkaufsprozess zu berücksichtigen und zusätzlich mit Einfühlungsvermögen auf die persönlichen Bedürfnisse der GesellschafterInnen einzugehen (speziell in familiengeführten Strukturen). Von Seiten der EigentümerInnen und ManagerInnen setzt eine solche Ausnahmesituation eine massiv gesteigerte Leistungsbereitschaft unter deutlich erschwerten Bedingungen voraus. Neben der Weiterführung des operativen Geschäftsbetriebs, der Betreuung von Kunden, Lieferanten und MitarbeiterInnen, erfordert die Sicherstellung der Finanzierung und laufenden Liquidität, die Abwehr rechtlicher Bedrohungen sowie die Führung und das Management von M&A Prozessen erhöhte Aufmerksamkeit und Betreuung.

	Fall A	Fall B	Fall C
Geschäftsgegenstand und Eigentümer	Im Privateigentum befindliches Unternehmen im Anlagen- und Maschinenbau	Traditioneller Familienbetrieb im Bereich Import und Veredelung von Genussmitteln	Distributeur von Gebrauchsgütern im Eigentum einer Beteiligungsgesellschaft
Größenordnung	Umsatz: 5-10 mEUR MitarbeiterInnen: rd. 15	Umsatz: 15-20 mEUR MitarbeiterInnen: rd. 50	Umsatz: rd. 25-30 mEUR MitarbeiterInnen: rd. 50
Ausgangssituation	geringes Eigenkapital; negative Ergebnisse; geringe Investitionen der Kunden; massiv angespannte Liquiditätssituation	Lfd. Erosion der Kennzahlen; massiver Einkaufspreisanstieg; deutlich negative Ergebnis- und Liquiditätssituation; patriarchalische Führung	EigentümerIn gibt Randbereich ab; Einheit in Umsetzung der Sanierungsmaßnahmen; hoher Wettbewerbsdruck; starke Kundenabhängigkeit
Herausforderungen	Schwach ausgeprägter kaufmännischer und Vertriebsbereich; Projektgeschäft; massiver Druck von Gläubigern; hohe private Sicherstellungen; Parallelisierung Sanierung; operatives Liquiditätsmanagement; Verkaufsprozess	Unternehmensbewertung (Liegenschaften, Marke, etc.); Risiko hinsichtlich bekanntwerden im Markt; Kapazität von Eigentümern (physische und psychische Belastung); Parallelisierung Sanierung; Nachfolge; Verkaufsprozess	Sanierungssituation nicht abgeschlossen; für internationale Interessenten kleiner Markt; eingeschränkter Interessentenkreis durch Wettbewerbs-/Markenkonflikte; fehlende Finanzkraft; parallel Sanierung und Verkauf
Ergebnis	Attraktivität des Targets ermöglichte rasche Entscheidungsfindung auf Investoreseite; Sanierungserfolg durch Einstieg eines strategischen Investors; Absicherung privater Vermögenswerte sowie Freigabe der Sicherheiten; Anstellungsverträge AlteigentümerIn	Intensiver Prozess; hoher Coaching-Bedarf; parallele Sanierungsschritte und integrierte Nachfolgelösung; Einstieg strategischer Investor; Sonderrechte Alteigentümer; Umsatz- und Profitabilitätssteigerung; Aufbau von MitarbeiterInnen	Erfolgreicher Abschluss unsicher; fragmentierter Markt mit schwachen Spielern; schließlich Durchführung eines MBO mit integriertem Mitarbeiterbeteiligungsmodell; aktuell Umsatz verdoppelt; Profitabilität gesteigert; Neustrukturierung Finanzierung abgeschlossen
Dauer	< 6 Monate	> 6 Monate	6 Monate

Tab. 1: Herausforderungen und Ergebnisse aus sanierungsbedingten M&A Mandaten in der Praxis

Die in Tabelle 1 aufgelisteten Praxisbeispiele geben einen Einblick in die alltäglichen Herausforderungen im Sanierungsbereich und zeigen, dass insbesondere Unternehmen im Mittelstand die vielschichtigen Aufgaben in komplexen Sondersituationen ohne Unterstützung schwer bewältigen können. In den meisten Fällen mangelt es an internem Know-How, vorhandenen Ressourcen und es kommt erschwerend hinzu, dass oft Basisstrukturen und -systeme nicht existent oder äußerst schwach ausgeprägt sind.

Literatur

-
- ¹ Machelett, D. W. & Simmert, D. B. (2011), Unternehmenskrisen vermeiden und auflösen durch Distressed M&A, Jahrbuch Accounting, Taxation & Law.
 - ² Mayer, S. (2011), Auswirkungen der Finanzmarktkrise 2008 auf den Mittelstand: Erfolgreiche Strategien zur Bewältigung und die Lehren aus der Krise für die Zukunft, Diplomica Verlag, Hamburg.
 - ³ vgl. Walbaum, J. (2013), Anleihefinanzierung für den Mittelstand: Finanzierungsinstrumente, Anleihenemission, Risiken und Rating, Diplomica Verlag, Hamburg.
 - ⁴ vgl. Thierhoff, M., Müller, R., Illy, Th., & Liebscher, M. (2012), Unternehmenssanierung, C.F. Müller Wirtschaftsrecht, Heidelberg, München, Landsberg, Frechen, Hamburg.
 - ⁵ Eschmann, J. (2013), Der CRO als Schlüssel für einen erfolgreichen Turnaround. In: Bauer, Ch. & von Düsterlho, J. (Hrsg.): Distressed Mergers & Acquisitions – Kauf und Verkauf von Unternehmen in der Krise, Springer Gabler, Wiesbaden.
 - ⁶ eigene Darstellung in Anlehnung an Dreher M., Ernst D. (2014), Mergers & Acquisitions, UVK Verlag, Konstanz, Seite 27ff“
 - ⁷ Balcaen, S., Manigart, S., Buyze, J., & Ooghe, H. (2012), Firm exit after distress: differentiating between bankruptcy, voluntary liquidation and M&A. In: Small Business Economics 39: 949–975
 - ⁸ Lichtkoppler, K., Reisch, U., & Winkler, M. (2010), Unternehmenssanierung. In: Lichtkoppler, K. & Reisch, U. (Hrsg.): Handbuch Unternehmenssanierung, Manz, Wien.
 - ⁹ eigene Darstellung in Anlehnung an Wegmann J. (2013), Unternehmensverkauf – Leitfaden für kleinere und mittlere Unternehmen, Springer Gabler, Wiesbaden, Seite 57ff
 - ¹⁰ Ihler, U. (2013), Distressed M&A Transaktionen aus Käufersicht. In: Bauer, Ch. & von Düsterlho, J. (Hrsg.).
 - ¹¹ Schauerte, F. (2013), Grundlagen von Distressed M&A Projekten. In: Bauer, Ch. & von Düsterlho, J. (Hrsg.).
 - ¹² Balcaen et al. (2012)
 - ¹³ Hohberger, S., & Damlachi, H. (2014), Praxishandbuch Sanierung im Mittelstand, Springer Gabler, Wiesbaden.
 - ¹⁴ vgl. Wulf, I. (2013), Distressed M&A-Transaktionen aus Käufersicht. In: Bauer, Ch. & von Düsterlho, J. (Hrsg.).

Angaben zu den Autoren

Mag. Jürgen Burger ist Manager bei der Beratungsgesellschaft GCI Management GmbH in Wien. Seine Schwerpunkte liegen im Bereich Corporate Finance / M&A Advisory und im Performance Management, wo er insbesondere für Sanierungen und Restrukturierungen verantwortlich ist.

MMag. Roman Pongracz, MBA ist Managing Partner bei dem Beratungsunternehmen GCI Management GmbH in Wien. Seine Schwerpunkte sind Corporate Finance / M&A Advisory, Sales & Marketing, Sanierungen und Restrukturierungen sowie strategische Ausrichtungsfragen.