

ADVISORY NOTES.

N°7 | Januar 2010

Der optimale Verkaufszeitpunkt - gibt es ihn wirklich?

Vier Einflussfaktoren zum richtigen Timing des Unternehmens(teil)verkaufs

Als optimal kann ein Verkaufszeitpunkt dann bezeichnet werden, wenn (1) der Verkauf gelingt, (2) die erzielte Unternehmensbewertung attraktiv ist und (3) ein vertrauenswürdiger Partner gefunden wurde, der das Unternehmen zu weiteren Erfolgen führt. Wandelt sich die Grundmotivation eines Verkaufsvorhabens vom „Wollen“ zum „Müssen“, so verliert Punkt 2 natürlich an Bedeutung und die reine Sicherung des Unternehmens tritt in den Vordergrund.

Das richtige Timing hängt unserer Erfahrung nach von vier Faktoren ab:

Die unternehmensinternen Faktoren:

- 1. Passt der Verkauf in die ganz persönliche Lebensplanung des Unternehmers?*
- 2. Ist das Unternehmen übergabefähig, hat es profitables Wachstum bewiesen und/oder lässt es dies erwarten?*

Die unternehmensexternen Faktoren:

- 3. Existieren in der spezifischen Branche des Unternehmens großer strategischer Markthunger, hoher Konsolidierungsdruck und somit potentielle Käufer?*
- 4. Ist das gesamtwirtschaftliche Umfeld positiv und können attraktive Preise erzielt werden?*

Als Unternehmer werde ich keine Sekunde zögern, die Chance zu nutzen, wenn alle vier Faktoren für einen Verkauf sprechen. In aller Regel fällt

eine derartige Analyse jedoch nicht eindeutig aus und ein sorgfältiges Abwägen der vier Entscheidungskriterien wird notwendig. Warte ich auf bessere Unternehmensergebnisse, obwohl in meiner Branche Konsolidierungsfieber herrscht? Soll ich jetzt verkaufen, weil mir die nötige Freude oder Kraft fehlt, obwohl die aktuelle Wirtschaftslage von Unsicherheit geprägt und Bewertungen allgemein auf niedrigem Niveau liegen?

Beschleunigte Branchen- und M&A-Zyklen erfordern optimales Timing eines Verkaufs

Eine generell gültige Antwort auf solche Fragen kann es ob ihrer Komplexität nicht geben, klare Orientierungshilfen als Ergebnis einer systematischen Betrachtung der oben genannten vier Faktoren allerdings schon.

1. Faktor – Die persönliche Lebensplanung des Unternehmers.

Die persönlich motivierte Entscheidung

Sie ist die Grundvoraussetzung für die Einleitung eines M&A-Prozesses. Diese vom Unternehmer allein zu treffende Entscheidung kann vielfältige Gründe haben. Die unterschiedlichen persönlichen Motivationen zu erörtern würde den Rahmen dieser Advisory Note sprengen und auch an ihrem Zweck vorbei führen. Ziel ist es, dem Unternehmer, der sich bereits mit dem Gedanken

einer Unternehmensnachfolge oder eines Teilverkaufs auseinandersetzt, Unterstützung in der Einschätzung zu liefern, wann der richtige Zeitpunkt für die Umsetzung des Unternehmensverkaufs gegeben ist.

Rechtzeitige Entschlossenheit

Eine Aussage kann definitiv getroffen werden: Die Entscheidung für den Verkauf muss „rechtzeitig und fest“ sein.

„Rechtzeitig“ zielt auf die Tatsache ab, dass viele Unternehmer die Regelung der eigenen Nachfolge verdrängen und den zeitlichen Vorlauf (beispielsweise der Aufbau einer starken zweiten Management-Ebene), aber auch Nachlauf (so können zur Werterhaltung und Kaufpreisrechtfertigung weitere Jahre an operativer oder beratender Tätigkeit für den Käufer notwendig sein) unterschätzen.

Eine wohlüberlegte Entscheidung wird nur durch entschiedenes Handeln richtig

„Fest“ verschließt nicht die Augen davor, dass die Entscheidung, sich aus seinem Unternehmen zurückzuziehen, sicherlich eine der schwersten Aufgaben des unternehmerischen Lebens ist – ein entschlossenes Handeln ist jedoch Voraussetzung dafür, dass der Unternehmer sich nicht im Zuge des meist nervenaufreibenden Prozesses zu einem

emotionalen, unbedachten Rückzieher verleiten lässt und plötzlich doch alles behalten möchte. Wankelmut kann Unternehmenswerte vernichten, denn dieselben Investoren ein, zwei Jahre später wieder anzusprechen, um nun doch zu verkaufen, führt aufgrund des verloren gegangenen Vertrauens in die Ernsthaftigkeit der Entscheidung nur selten zum Erfolg.

Gelegenheiten erkennen

Ratsam bleibt, auch in Zeiten hoher unternehmerischer Freude und Energie, die folgenden drei Kriterien des optimalen Verkaufszeitpunkts stets im Auge zu behalten. Denn ist das Unternehmen voller Potential, die Branche in einer preistreibenden Konsolidierungsphase und das gesamtwirtschaftliche Umfeld positiv, so sollte man möglicherweise diese einmalige Konstellation nutzen und den Unternehmensverkauf in die persönliche Lebensplanung mit aufnehmen.

Sein Unternehmen erfolgreich verkauft zu haben und die unternehmerische Kraft in völlig neue Projekte einbringen zu können, war bereits für viele Unternehmer eine attraktive Lebensoption.

2. Faktor – Die Verfassung des Unternehmens.

Zukünftiges Potential statt Ist-Zahlen

Optimalerweise wird der Verkaufsprozess zu einem Zeitpunkt eingeleitet, wenn die bisher erreichten und aktuellen Zahlen des Unterneh-

mens, oder aber neue, am Markt bereits erfolgreich eingeführte Produkte darauf hinweisen, dass sich das Unternehmen im Aufschwung befindet. Investiert wird in die Zukunft, daher müssen das bisher Erreichte und der Status Quo im Kopf des Investors Fantasie auslösen können.

Das Unternehmen muss Fantasie auslösen – als eigenständiger Wert oder strategisches Puzzle-Stück

In der Tat ist ein glaubhaft vermittelbares Potential an zukünftigem profitablen Wachstum wichtiger als aktuelle Zahlen. Sind diese beispielsweise von der Finanzkrise verzerrt und in Mitleidenschaft gezogen worden, so kann nur eine schlüssig formulierte Investmentstory für einen strategischen Partner – möglichst mithilfe von quantifizierten Synergiepotentialen – einem Preisverfall entgegen wirken.

Die Qualität des Managements

Neben den Zahlen kommt der Qualität des Managements eine entscheidende Bedeutung zu. Ein Unternehmen ist für Investoren dann am wertvollsten, wenn der übergebende Eigentümer sein Unternehmen „freihändig“ führen konnte. Trägt der Unternehmer hingegen immer noch die Hauptlast der Kundenakquise und repräsentiert er das alleinige Gesicht zu den wichtigsten Kunden, so verliert das Unternehmen in der Konse-

quenz dramatisch an Wert, sobald der Unternehmer nicht mehr an Bord ist. Ist bisher noch keine wesentliche Übertragung von Geschäftsverantwortung an das eigene Management erfolgt, so engt sich der potentielle Investorenkreis auf den Wettbewerb ein. Denn nur er versteht das Geschäft in ausreichender Weise, um den Wegfall des Alteigentümers teilweise kompensieren zu können. Aber selbst Wettbewerber haben wir schon sagen hören: „Wir werden das Unternehmen nicht ohne Sie kaufen. Sie sind das Unternehmen!“

Professionelle Reportingstrukturen und nachvollziehbare Unternehmensplanungen

Insbesondere bei Unternehmen mit weniger als 20m Euro Umsatz tritt im Zuge eines Unternehmensverkaufs oftmals eine interne Schwäche zu Tage, die sich stark wertmindernd auswirkt: nur rudimentär vorhandene Reporting- und Planungswerkzeuge oder kurz: „Führen nach Bauch statt nach Zahlen“.

Im geschäftlichen Alltag eines Mittelständlers ist die unternehmerische Intelligenz zweifellos von größerer Bedeutung als die Fähigkeit zur Erstellung akademischer, mathematisch brillanter Zahlenwerke zur Unternehmenssteuerung. Bei Verkaufsprozessen hingegen sind letztgenannte von zentraler Wichtigkeit. In sich schlüssige, nachvollziehbare Unternehmensplanungen und detaillierte Controllingtools sind die Nahrung des Vertrauensaufbaus eines Käufers in das Unterneh-

mentpotential, das der Verkäufer ihm vermitteln und schließlich auch vergütet haben möchte.

Das Fehlen professioneller interner Reporting-Strukturen zieht einen oftmals deutlichen Preisabschlag nach sich - daher ist die Investition in den Aufbau eines leistungsfähigen Controlling-systems im Vorfeld eines Verkaufsprozesses lohnenswert.

3. Faktor – Die M&A-Trends der Branche.

Branchenstrukturen verändern sich, Marktnischen werden angreifbar

Entscheidenden Einfluss auf den erfolgreichen Unternehmensverkauf hat die aktuelle Branchenstruktur und -dynamik. So kann - wie etwa im Markt für Pharmaverpackungen oder -druckerzeugnisse - die durch die Globalisierung vorangetriebene Konzentration der Kundenstruktur das Unternehmen selbst in eine kaum zu bewältigende Wachstumskurve zwingen, um bei den immer größer werdenden Projektausschreibungen noch mithalten zu können. Auch können technologische Neuerungen - wie etwa die Entwicklung der LED-Technologie und ihre Auswirkungen auf das Produktions-Know-how und Ersatzteilgeschäft der Leuchten- und Leuchtmittelhersteller - bisherige Geschäftsmodelle und Marktstrukturen völlig über den Haufen werfen. Dies geschieht oft in einer Geschwindigkeit, die eine rein organische Weiterentwicklung des Unternehmens sehr riskant erscheinen lässt.

Der Grad der Branchenkonzentration als zentrales Timing-Kriterium

Anhaltspunkte für die Wahl des richtigen Zeitpunkts liefert die Analyse des Konzentrationsgrades und der M&A-Dynamik der eigenen Branche. Die Einordnung des eigenen Unternehmens in der von A.T. Kearney entwickelten S-Kurve der Branchenkonzentration gemeinsam mit einer laufenden Beobachtung der Unternehmenstransaktionen (wer kauft wen, warum, für wie viel?) gibt Antwort auf die Frage des optimalen Verkaufszeitpunktes aus Sicht der Branchendynamik.

Die M&A-Rochaden der eigenen Industrie zu beobachten ist oberstes unternehmerisches Gebot

Die Phase 2 (Graphik siehe nächste Seite) stellt aus Verkäufersicht das optimale „Window of Opportunity“ dar. Größe wird entscheidend, der Markthunger ist beträchtlich, es werden die höchsten strategischen Preise gezahlt. In Phase 3 tritt ein Sättigungsgefühl des potentiellen Käuferuniversums ein, alle relevanten Player haben sich mit den gewünschten strategischen Akquisitionen eingedeckt, beginnen sogar, Fehlkäufe wieder abzustoßen - zu deutlich niedrigeren Bewertungen. Wer hier als mittelständisches Unternehmen noch alleine dasteht, keinen relevanten Marktanteil besitzt und sich nicht auf die Suche nach einem starken Partner gemacht hat, riskiert, vom Markt verdrängt zu werden.

Bisher verteidigbare lokale Nischen öffnen sich unaufhaltsam, mit Größenvorteilen gesegnete

Wettbewerber starten einen aggressiven Preiswettbewerb, die Luft wird dünn.



Abb. 1: Die S-Kurve der Industriekonzentration am Beispiel der Beleuchtungsindustrie; Grundlegendes Modell von A.T. Kearney aus: FRITZ KRÖGER, GRAEME DEANS, STEFAN ZEISEL (2002); Merger Endgames - Strategien für die Konsolidierungswelle; Einordnung der Segmente der Beleuchtungsindustrie durch Aquin & Cie. in Zusammenarbeit mit Dr. Kurt Gerl (ehem. Geschäftsführer OSRAM)

Die Grenzen der strategischen Aufnahmefähigkeit des Marktes

In dieser Situation noch einen Verkaufsversuch zu starten, wird in den seltensten Fällen von Erfolg gekrönt sein. Erfolg heißt dann, überhaupt noch einen Käufer zu finden. Attraktive Bewertungen lassen sich nicht mehr erzielen. Zu groß ist das Selbstvertrauen der Großen geworden, sich zusätzlichen Marktanteil nicht mehr durch Akquisitionen erkaufen zu müssen, sondern mit unverminderter Wettbewerbshärte und etwas Geduld auf das Ergebnis der natürlichen Marktberreinigung zu warten. Unternehmer müssen die Tendenzen innerhalb der eigenen Branche aufmerksam verfolgen, um das M&A-Zeitfenster nicht zu verpassen. Eines ist eindeutig zu beobachten: M&A-Zyklen beschleunigen sich, werden kürzer und heftiger.

In der Regel kehrt eine M&A- oder Konzentrationswelle - Zeiten hoher Abschlusswahrscheinlichkeiten und strategischer Preisprämien - nicht mehr in dasselbe Branchensegment zurück.

4. Faktor – Das gesamtwirtschaftliche Umfeld.

Das Phänomen der Lemminge

Die in ihren Ausläufern aktuell immer noch präsente Finanzkrise zeigt deutlich, wie mit einem Mal Bewertungen an der Börse über alle Branchen hinweg in den Keller fallen können. Die starke Korrelation zwischen den Börsenbewertungen bzw. konjunkturellen Zyklen und der M&A-Aktivität ist bekannt. Aber wie verhält es sich mit den bei Transaktionen realisierten Bewertungen?

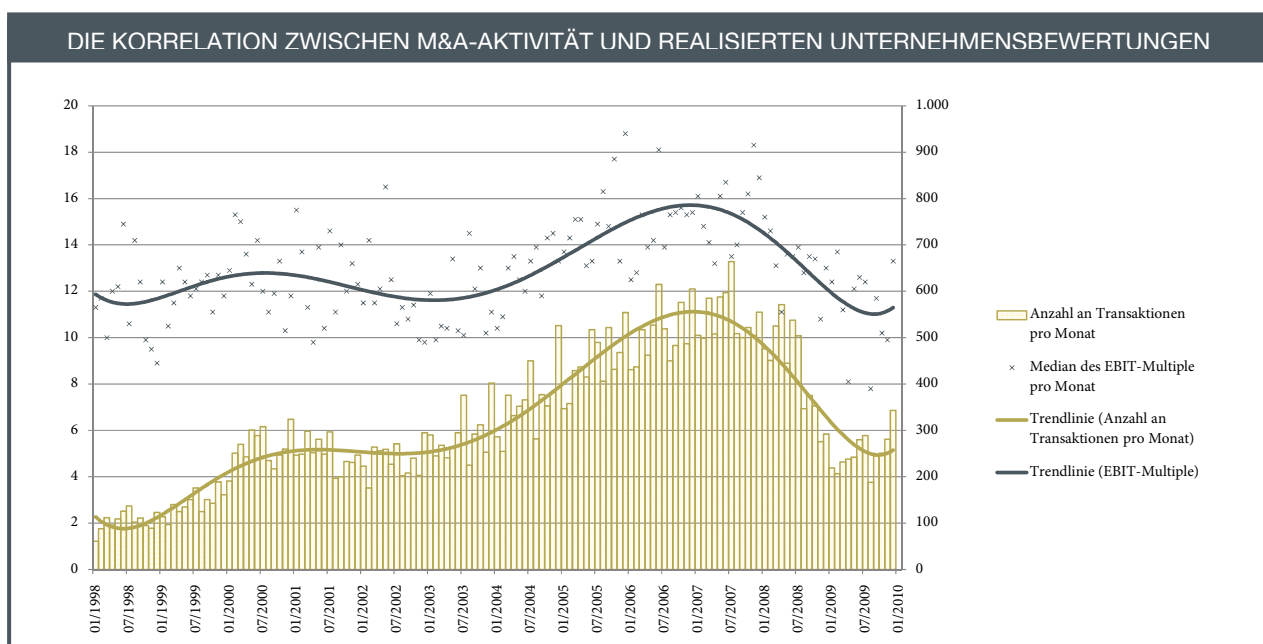


Abb. 2: Quelle: Mergermarket; Auswertung aller registrierter Transaktionen mit europäischer Beteiligung seit 1998 durch Aquin & Cie.

Die Graphik zeigt, dass auch hier eine starke Korrelation vorherrscht. Ebenso fällt auf, dass die Talsohle des M&A-Marktes durchschritten scheint und in die letzten 12 Monaten ein Anstieg des monatlichen Dealvolumens von rund 50% zu verzeichnen war. Auch die Transaktionsbewertungen folgen der Börsenerholung und zeigen wieder nach oben.

Hohe Bewertungen strategischer Deals trotz schwacher Gesamtwirtschaft

Im Unterschied zu den Börsenbewertungen findet man bei den Transaktionen immer wieder Ausreißer mit extrem hohen Bewertungen, die dem generellen Wirtschaftsumfeld trotzen.

Die Branchendynamik entscheidet primär über die erzielbare Bewertung, nicht die Wirtschaftslage

So kaufte beispielsweise im Dezember letzten Jahres die amerikanische Transdigm Group den Luftfahrtkomponentenzulieferer Dukes für 2,7 x Umsatz in Cash plus eines an Meilensteine gekoppelten Earn-Outs von weiteren 1,7 x Umsatz – trotz einer generell abgestraften Luftfahrtindustrie. Im Sicherheitsmarkt sorgte die Akquisition des Homeland Security Bereichs durch Safran im September 2009 zu 2,8 x Umsatz für Aufsehen. Diese und viele weitere Beispiele zeigen, dass unter Punkt 3. beschriebene strategische Zwänge oder Chancen zu Bewertungen führen, die völlig

unabhängig vom aktuellen gesamtwirtschaftlichen Umfeld und der generellen M&A-Aktivität realisiert werden können.

Renditevorgaben einer Direktinvestition in Abhängigkeit des Finanzierungszinssatzes

Ebenfalls positiv beeinflusst wird die Deal-Aktivität durch die aktuellen Fremdkapitalkosten. Je niedriger der Zinssatz, desto niedriger ist die kritische Schwelle für die Cash-Flow-Rendite der Akquisitionsziele, somit lohnen sich Akquisitionen wieder früher. Das aktuelle Zinsniveau, gemeinsam mit den wieder deutlich bereitwilliger finanzierenden Fremdkapitalgebern, lassen eine weitere Erholung des M&A-Marktes erwarten.

Fazit

Nur regelmäßiges Analysieren und Abwägen der vier Entscheidungsparameter ermöglichen eine systematische Eingrenzung des optimalen Verkaufszeitpunktes. Während das erstgenannte Kriterium eine höchst persönliche Entscheidung des Unternehmers ist, können zur besseren Beurteilung der drei anderen Parameter erfahrene M&A-Berater wertvolle Unterstützung bieten. Zum einen, indem sie bspw. durch die Professionalisierung der internen Reportingsysteme oder Plausibilisierung der Geschäftspläne das Unternehmen auf einen späteren Anteilsverkauf opti-

mal vorbereiten. Zum anderen, indem sie dem Unternehmer mittels einer laufenden Beobachtung des relevanten M&A-Marktes Branchentrends frühzeitig anzeigen und eine fundierte Einschätzung potentieller Käufergruppen und aktuell realisierbarer Unternehmenswerte abgeben.

Die Wolken am M&A-Markt haben sich gelichtet. Jetzt gilt es für an einen Verkauf denkende Unternehmer, das Wiedererwachen des Käuferuniversums¹ scharf zu beobachten und rechtzeitig zu nutzen, bevor die beschleunigte Konsolidierung den strategischen Markthunger der möglichen Käufer zu stillen vermag. Bereits heute herrschen wieder Bewertungen wie Anfang 2004. Akzeptiert man, dass die nächste M&A-Welle heftiger, schneller ausfallen wird, so ist es bereits heute Zeit, lose Verkaufsüberlegungen zu einer konkreten Entscheidungsgrundlage zu formen.

Martin Kanatschnig

Kontakt: kanatschnig@aquin-cie.com

© Aquin & Cie. AG 2010. All rights reserved.

ADVISORY NOTES.

AUFZEICHNUNGSWERTES AUS DEM FELD
CORPORATE FINANCE.

Unregelmäßig herausgegeben von:

AQUIN & CIE. AG

Schackstraße 1

D-80539 München

Phone +49 (0)89.41 35 39 – 0

Telefax +49 (0)89.41 35 39 – 29

www.aquin-cie.com

München | Lindau | Bielefeld | Chicago | New Delhi | Beijing

¹ So will laut einer BCG/UBS- Studie eines von fünf Großunternehmen in 2010 neben zahlreichen kleineren Akquisitionen auch wieder große Zukäufe von Targets > €500m tätigen; siehe Boston Consulting Group & UBS Investment Bank; M&A: Ready for Liftoff? A Survey of European Companies' Merger and Acquisition Plans for 2010; December 2009