

Akuter Margenschwund?

Auswirkungen gestiegener Rohstoffkosten bei M&A-Transaktionen

Die gestiegenen Rohstoffkosten lassen so manche GuV ächzen. Seit Beginn des Jahres sind die Preise für Stahl und Öl um 40% und für Energie gar um 42% angestiegen. Steckt das der Transaktionsmarkt locker weg oder werden die damit verbundenen Unsicherheiten Konsequenzen am Markt mit sich bringen? VON **NILS KLAMAR** UND **FRANK STAHL**

Nach Beginn der COVID-19-Krise hat sich der Transaktions- und Kapitalmarkt im ersten Halbjahr 2020 einmal kurz geschüttelt, um gleich darauf neue Höhen und Rekorde zu

erklimmen. Der Krieg in der Ukraine scheint, insbesondere bedingt durch die Verknappung der Rohstoffe und damit einhergehende Preissteigerungen, aus heutiger Sicht deutlich tiefere Schneisen zu schlagen. Aktienkurse verlaufen zu den wesentlichen Rohstoffen bereits seit Monaten spiegelbildlich, die Transaktionsmärkte geraten bei der Weiterentwicklung ins Stocken. Der in Abb. 1 dargestellte indexierte Vergleich zeichnet ein recht klares Bild.

Bedeutung der Preisentwicklung für Transaktionen

Für einige Branchen, tendenziell gerade solche, welche sich nahe an den genannten Rohstoffmärkten bewegen, sind Preisschwankungen nichts Neues. Kunststoffspritzgießer haben die Schwankungen für die Preise des Kunststoffgranulats in aller Regel durch Preisleitklauseln gegenüber den Kunden abgesichert. Bei Stanzereien sind

identische Praktiken für die zu verarbeitenden Metalle etabliert. Die Bedeutung dieser Rohstoffe ist für den Materialaufwand so hoch, dass auch geringere Schwankungen abgesichert werden müssen. Selbst für diese Branchen ist das Ausmaß der aktuellen Marktbewegungen jedoch neu. Zudem werden die Preise mit Endkunden auch typischerweise nur in Intervallen verhandelt – bis dahin gibt es eine „Durststrecke“. Gänzlich unbekannt sind entsprechende Veränderungen für Unternehmen, welche in geringerem Masse von den Eingangspreisen abhängig sind. Preisschwankungen in diesem Ausmaß führen schnell zu einem Margenschwund, ohne dass auf Sicherungsmechanismen zurückgegriffen werden kann.

Umgang in der Due Diligence

Wie soll nun im Rahmen der Transaktion mit diesen Themen umgegangen werden? In Bezug auf die langfristige Ertragskraft

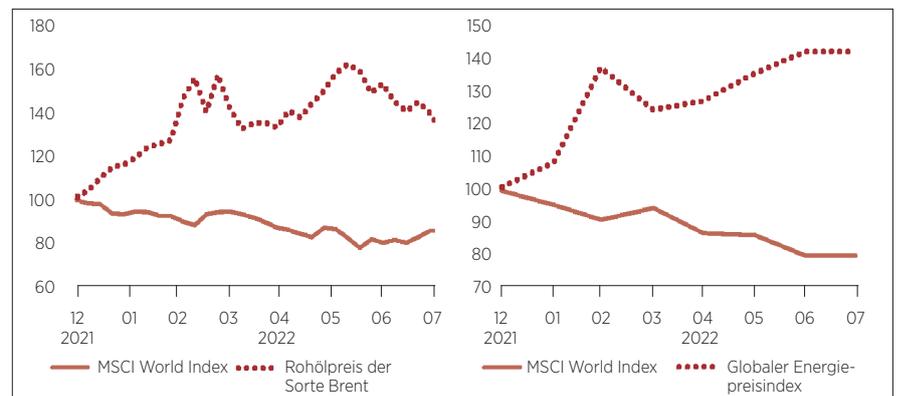


ZU DEN PERSONEN

Nils Klamar (li.) ist Partner im Corporate Center Valuation bei Baker Tilly in Frankfurt. Nach 13 Jahren in einer kleineren Beratung wechselte er mit Team zu der Prüfungs- und Beratungsgesellschaft. Wirtschaftsprüfer **Frank Stahl** ist Head of Transactions im Münchner Office und begleitet M&A-Transaktionen bei Baker Tilly bereits seit über 17 Jahren. Beide Partner arbeiten in interdisziplinären Teams mit Rechtsanwälten sowie Steuer- und Unternehmensberatern eng zusammen und beraten Finanzinvestoren wie Strategen bei der Umsetzung von nationalen und internationalen M&A-Transaktionen. So sorgt das gesamte Team für rechtliche Sicherheit und steuerliche Optimierung innerhalb des M&A-Prozesses und deckt gleichzeitig auch alle bilanziellen und finanztechnischen Aspekte ab.

www.bakertilly.de

Abb. 1: Indexierte Rohstoffdaten gegen MSCI World Index



Quelle: Baker Tilly

des Unternehmens und der Kaufpreisfindung sei darauf hingewiesen, dass generell keine historischen Multiples verwendet werden sollten, diese gegenwärtig aber noch stärkeren Verzerrungen unterliegen. Die dramatischen Entwicklungen an den Rohstoffmärkten, insbesondere die der Energiepreise, traten erst seit der Ukraine-Krise auf. Auch Multiples basierend auf dem Jahr 2022 und gegebenenfalls 2023 sind kritisch zu hinterfragen. Einerseits begann der Einfall in die Ukraine erst am 24. Februar 2022, sodass eine Hochrechnung verzerrt ist; andererseits sind die laufenden Multiples gegebenenfalls durch feste Lieferverträge beeinträchtigt, welche nur für eine definierte Laufzeit Bestand haben. Physische Rohstoffe mögen noch 2021 zu geringeren Preisen eingekauft worden sein und daher den Materialaufwand 2022 verzerren.

Der erste Schritt der Analyse sollte folglich darin bestehen, für die bedeutenden Rohstoffe zu analysieren, inwieweit die entsprechenden Zuliefererverträge Festpreise aufweisen und ab wann und in welchem Umfang mit Preis Anpassungen zu rechnen ist. Gegebenenfalls lassen sich für die Planung auf Basis des Verhältnisses Marktpreis zu Vertragspreis beim letzten Anpassungstermin Abschätzungen treffen, wie zukünftige Anpassungen ausfallen mögen. Bei der Analyse der Vorräte sollte im rohstoffnahen Bereich das Einkaufsdatum betrachtet werden, um Auswirkungen auf die aktuellen Zahlen zu erkennen.

Mit hoher Wahrscheinlichkeit werden in der Due Diligence Preissteigerungen auf der Aufwandseite festgestellt. Es ergibt sich im zweiten Schritt die Analyse bezüglich einer Weitergabemöglichkeit der Preissteigerungen an die Kunden.



Foto: © Mediaparts - stock.adobe.com

Indikationen dazu können aus laufenden Verhandlungen beziehungsweise ersten Preis Anpassungen gewonnen werden. Einige Branchen und Unternehmen besitzen hier eine größere Macht zur Preisfestsetzung als andere. Bei nachhaltigen Kostensteigerungen wird die gesamte Branche mit erhöhten Preisen nachziehen müssen. Kurzfristig kann es jedoch auf Basis der Reihenfolge der Preissteigerungen unterschiedlicher Marktteilnehmer zu Verwerfungen kommen.

Implikationen für die Transaktion

Die Due Diligence ist erledigt, alle Informationen sind ausgewertet. Was ist der nächste Schritt? Dass sämtliche Unsicherheiten aus der Volatilität des Umfelds beseitigt wurden, ist sehr unwahrscheinlich. Ein Für und Wider des „Allheilmittels“ der Risikoteilung zwischen Käufer und Verkäufer via Earn-out ist hinlänglich diskutiert. Gegenwärtig mag dies in manchen Situationen der einzige Ausweg sein. Eine Option, die gegenwärtig leider ebenfalls häufig gewählt wird, ist

schlichtes Abwarten. Viele Transaktionen gehen derzeit „on hold“ oder werden nicht weiterverfolgt, da das Vertrauen in die zukünftige Ertragskraft des Zielunternehmens einfach nicht hinreichend gegeben ist. Wesentliche Bereitschaft der Verkäufer, aufgrund gestiegener Unsicherheiten die Preise zu senken, ist am Transaktionsmarkt gegenwärtig noch nicht zu beobachten. Bei gesteigener Unsicherheit reagiert der Transaktionsmarkt bedauerlicherweise oftmals mit einem Rückgang der Transaktionsanzahl. In den üblichen Statistiken lassen sich bereits deutliche Anzeichen ablesen. So ist die Anzahl der Transaktionen im ersten Halbjahr 2022 im Vergleich zum Vorjahreszeitraum bereits um 20% gefallen.¹

FAZIT

Dieser Beitrag hatte zum Ziel, transparent aufzuzeigen, wie mit der gestiegenen Unsicherheit bei Transaktionen durch steigende Rohstoffkosten derzeit umgegangen werden kann. Eine vollständige Absicherung kann nicht erreicht werden; das konnte sie in ruhigeren Zeiten jedoch ebenso wenig. Die finale Entscheidung der Transaktion verbleibt wie so oft beim Unternehmer. Ob die Risiken hinreichend abgeschätzt werden können oder nicht und damit ein Kaufvertrag unterzeichnet werden soll oder nicht, ist oftmals von einem Bauchgefühl abhängig. ■

¹ Vgl. <https://corpgov.law.harvard.edu/2022/07/25/global-ma-industry-trends-2022-mid-year-update>



Foto: © xyz+ - stock.adobe.com