

Salg af virksomhed

– et spørgsmål om tid og prioritering

Salg af ens livsværk, skaber store forandringer. For virksomhedsejere og beslutningstagere er det først og fremmest vigtigt, at sende virksomhed og medarbejdere sikkert videre, men at bygge bro mellem to virksomheder præsenterer faktisk en perlerække af udfordringer.

*Kontakt for mere info: Michael Bach Nielsen
mbn@meditconsult.dk*

For ledere i virksomheder, som står overfor beslutningen om at sælge virksomheden, venter der en række udfordringer, inden de når i mål. Om man aktivt søger at sælge sin virksomhed eller om man frivilligt eller frivilligt er blevet en opkøbskandidat for konkurrenter i markedet, tæller også med i regnskabet. Samtidig med at beslutningstagere har et ønske om at sende virksomheden og dens medarbejdere sikkert videre, er der naturligvis også et ønske om at opnå den bedst mulige pris. Faktum er dog også, at en stor andel af disse beslutningstagere bliver skuffede. Virksomhedssalg er ikke nogen lineær proces og den er for langt de fleste beslutningstagere kompliceret og krævende på flere ledelsesaspekter. Nøgleordene er salgsmodning og eksponering og i dette ligger der en række udfordringer, som vil kræve strategisk prioritering, situationsbestemt forandringsledelse samt proaktivitet. I denne artikel vil du få indsigt i det omfattende arbejde der kan ligge før, under og efter et salg.

Hvorfor du skal sælge din virksomhed

Der findes mange motiver til at beslutningstagere ønsker at sælge deres virksomhed, men det er vigtigt at nævne, at det for en række virksomheder ikke vil være den investering af tid og ressourcer, som vil give det største afkast rent strategisk. For mange virksomheder, som endnu har gode år tilbage at operere selvstændigt i, kan det give bedre mening først at forbedre eksempelvis deres topline eller deres måde at operere på og først derefter overveje et salg.

På trods af dette kan der naturligvis være en række forskellige faktorer, som taler for, at sælge virksomheden. De generelle markeds- og industribevægelser kan for mange virksomheder være en ekstern faktor, som sætter skub på beslutningen. Spørgsmål såsom vækstrater for industrien, hvad ens konkurrenter i markedet gør, den generelle konsolideringstrend i industrien, samt

hvordan ens interne marginer klarer sig er alle spørgsmål, som trænger sig på. Flere industrier har i mange år oplevet, at lave vækstrater bevirker, at fokus blandt kunderne går fra kvalitet til pris. Mange ejerledere holder alligevel ved i disse markeder og industrier, da de kan være nervøse for ikke at høste frugterne af et salg, hvis tiderne skulle vende og markedet oplever eksempelvis kraftig vækst. Ofte søger de selvsamme ejerledere at installere en række forskellige forsvarsværn overfor potentielle købere. At få et overblik over dette kan for mange beslutningstagere give indblik i, hvilke finansielle indvirkninger markedet og konkurrencen kan have på ens virksomhed.

Flere virksomheder står heldigvis i andre og mere gunstige situationer. For disse kan et salg give mening, da der kan være et behov for at tilføre yderligere kapital. At blive en del af et større foretagende kan sikre, at investeringer i blandt andet aktiver eller andre ressourcer kan foretages hurtigere og mere effektivt.

For mange ejerledere kan tanken om en tilværelse uden at drive virksomhed også trække, idet de oplever, at det at drive virksomhed kan være drænende både fysisk og psykisk. Ældre ledere kan ønske eksempelvis en tilværelse som pensionist med alt hvad det kan indebære, imens andre ønsker at opnå frihed til at indgå i andre og anderledes professionelle formål såsom bestyrelsesposter.

Der findes mange grunde til ønsket om at sælge virksomhed, de vil se forskellige ud for de enkelte i de forskellige industrier og nogle vil bunde i positive forudsætninger, nogle i usikre og negative. Fælles for dem er, at beslutningen om at sælge virksomheden bestemt ikke er nem. Ønsker man at sælge sin virksomhed, skal der gøres et omfattende forarbejde. Dels for, at sikre sin virksomheds bedste i den nye ramme, dels for at sikre sine medarbejders bedste og selvsagt også for at sikre en selv som beslutningstager det bedste.

Forarbejdet op til et endeligt salg har

altså en række forskellige komponenter, der inkluderer processen i sig selv, strategi og eksekvering samt et ledelsesmæssigt aspekt. Det ledelsesmæssige aspekt vil i sidste ende være en central faktor for succes i den samlede proces og vil være krævende for beslutningstagere.

Tænk strategisk og holistisk

At træffe beslutning om at sælge en virksomhed er i sig selv et kritisk punkt i virksomhedens livscyklus og er i sigens natur strategisk. Strategiudviklingen, som skal foregå i beslutningsstadiet, kræver dyb indsigt i virksomhedens processer og økonomi. Denne indsigt vil have stor indflydelse på, hvordan forberedelsen og klargøringen til handlen vil tage sig ud. Formålet med denne forberedelse er at sikre, at beslutningstagere og virksomheden opnår de rette betingelser, herunder økonomisk eller sagt på en anden måde: den bedste pris.

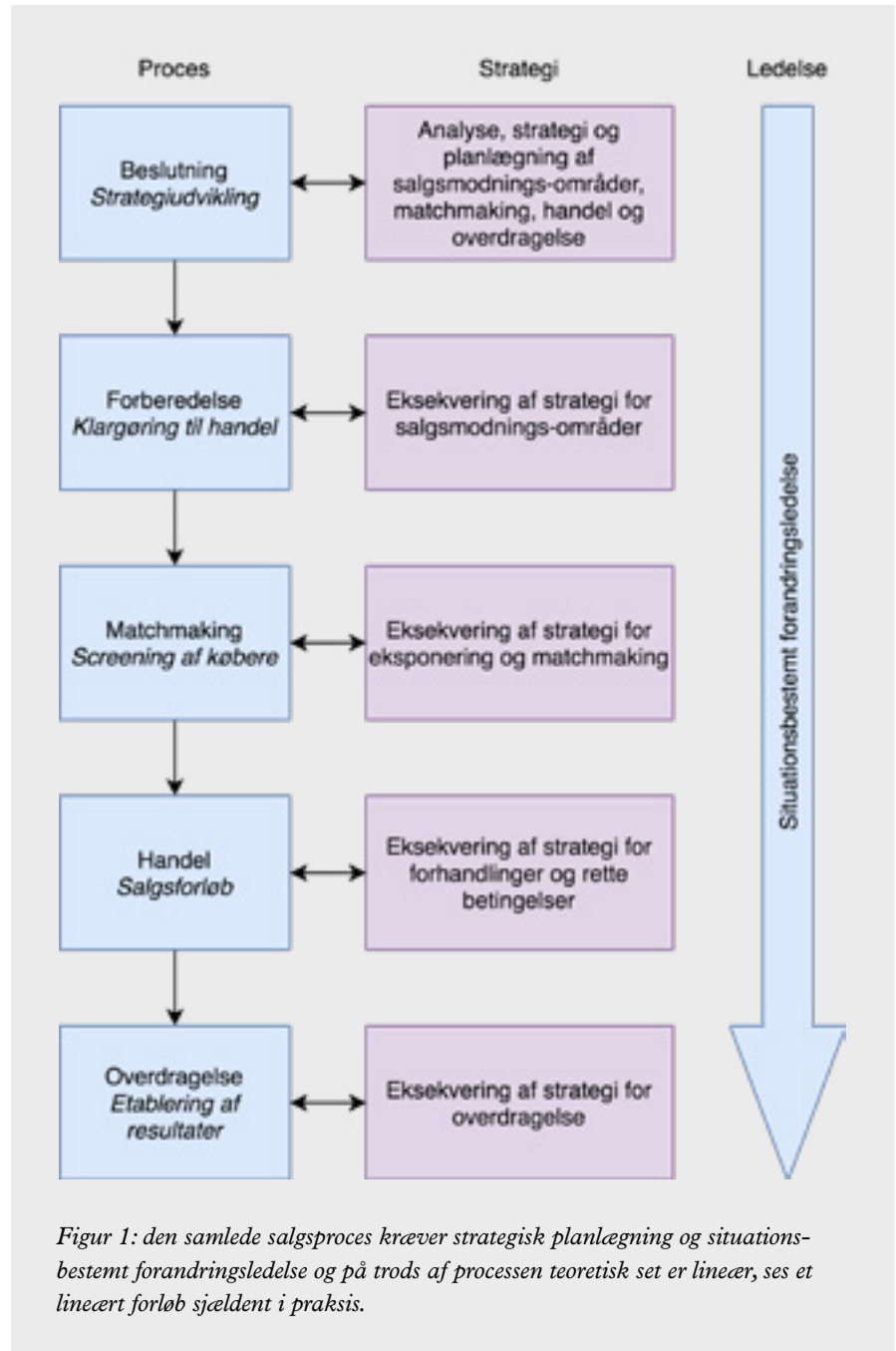
De mest gængse værdiansættelsesmetoder tager udgangspunkt i driften af virksomheden. Virksomheden måles ud fra dens driftsresultat, som igen er et resultat af virksomhedens omsætning fratrukket dens omkostninger til vareforbrug, personale, øvrig drift med mere. Konkret betyder det, at virksomheder, som søger at øge deres værdi, bør have fokus på optimering af såvel topline som på de omkostninger, som skabes når man leverer produkter til kunderne.

Når der skal ses nærmere på, hvor der konkret kan sættes ind i virksomheden, kan en række analyser tages i brug. Et første spadestik vil være økonomiske nøgletalsanalyser, som kan give indsigt i, hvor ressourcer bedst kan benyttes for at forøge værdien af virksomheden. Eksempelvis kan nøgletal om varelagrenes omsætningshastighed sige noget om effektiviteten af lageromsætningen og den binding af likviditet, det resulterer i.

Nøgletal for anlægsaktivernes omsætningshastighed kan på samme vis give indsigt i, hvor effektivt virksomhedens aktiver udnyttes. Formålet med økonomiske nøgletalsanalyser er,

at opnå en overordnet forståelse af virksomhedens drift samt en umiddelbar diagnosticering af hvor udfordringerne gemmer sig. For beslutningstagere, der ønsker at sælge her og nu, kan denne diagnosticering benyttes til at sætte meget præcist ind i virksomheden og eksempelvis fjerne spild og omkostninger.

For den tålmodige beslutningstager, som ikke nødvendigvis ønsker et hurtigt salg, er det værd at sikre en mere strategisk tilgang til udfordringerne og grave et spadestik dybere. Det er således vigtigt at sikre sammenhæng mellem de primære aktiviteter, som finder sted, og at det er kunden, der er i centrum for de optimeringer, man ønsker at implementere. Marketingsafdelingen vil i mange virksomheder være hovedkilden til at forstå kunderne og et tæt samarbejde mellem denne funktion samt logistik- og forsyningskædefunktionen vil være en nødvendighed for at opnå resultater. Indgående forståelse af kunderne sker gennem segmentering og de gængse segmenteringskriterier, såsom kundens størrelse, demografi, geografisk lokation og tekniske kriterier, vil i de fleste tilfælde ikke være tilstrækkeligt. I stedet har adfærdsmæssige segmenteringskriterier, hvor der sættes fokus på forbrugsmønstre og hyppighed af køb, vist sig at være en god kobling mellem markedsføring og forsyningskæde. Herfra kan virksomheden yderligere analysere, hvordan den kan differentiere sin logistik- og forsyningskædeservices sådan, at ordrer kan vindes. Dette kan yderligere indgå i en dialog med markedsføringsfunktionen, hvor det strategiske marketingmix, som kan benyttes på både konsument- og industrihandelsområdet, også tager omkostninger, tid og sted samt kommunikation med kunderne i betragtning. Her vil forsyningskædefunktionen have en betydelig rolle i at sikre, at de rette varer når de rette kunder til rette tid på rette sted. Optimerer man på samme tid sine prognoser i segmenterne og deres forbrug på de enkelte distributionskanaler, kan man få et meget konkret billede af, hvem ens kunder er og hvordan man på én gang kan skræddersy løsninger, som både er til gavn for kunderne og for det samlede arbejde i salgsmodningen.

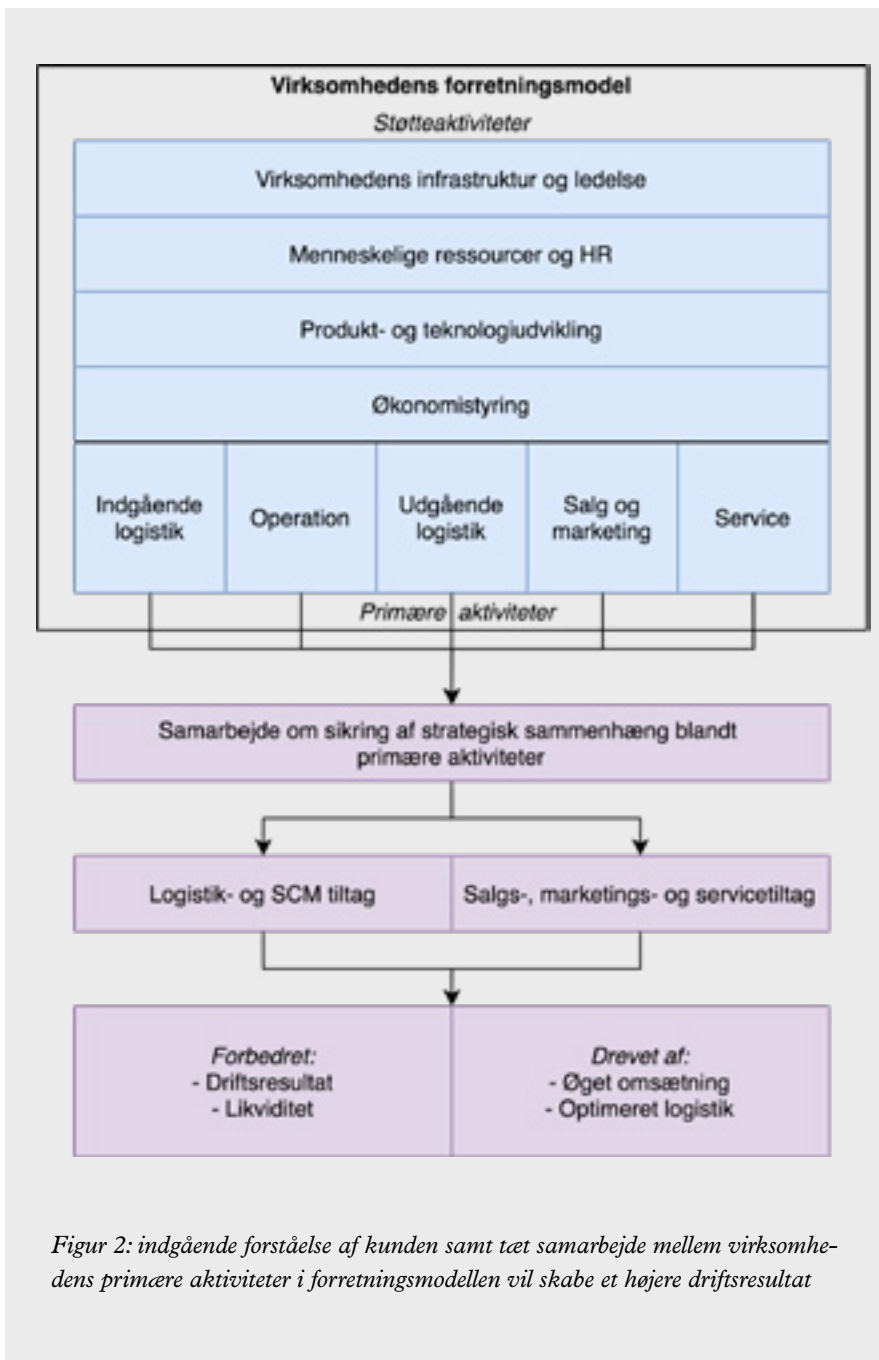


Figur 1: den samlede salgsproces kræver strategisk planlægning og situationsbestemt forandringsledelse og på trods af processen teoretisk set er lineær, ses et lineært forløb sjældent i praksis.

Udover logistiske forbedringer vil det også være relevant at udvikle sine salgsrettede aktiviteter og opnå en større kundespredning. Hvis virksomheden er afhængig af én eller en håndfuld større kunder, vil dette kunne være risikabelt for køber. Skulle der opstå markedsændringer, kriser i samfundet eller samarbejdet skulle udvikle sig negativt, kunne virksomheden miste sådanne kundeforhold. En købers vurdering af sådanne forhold kan have en negativ indflydelse på værdisætningen. Aktiviteter, som skal sikre en større kundespredning, vil kræve beslutningstagernes tålmodighed,

men en køber vil betegne et positivt resultat som et stort plus.

Forandringer, som salgsmodningen vil kunne byde på, kan spænde fra alt mellem introduktionen af Lean optimering til automatisering af marketingsaktiviteterne. Man byder med andre ord sine medarbejdere meget og det er derfor vigtigt, at man som øverste ledelse sørger for at ens medarbejdere ikke "går kolde" eller måske direkte eller indirekte modarbejder forandringerne. Spørgsmålet om situationsbestemt forandringsledelse bliver i denne fase kritisk og det kræver kontinuerligt



engagement fra den øverste ledelse. Det er vigtigt, at beslutningstagerne tager fat i solide metodikker for at få gennemført forandringer, at man etablerer et miljø, hvor forandringer kan muliggøres, at man engagerer organisationen samt implementerer og fastholder de forandringer, som gennemføres.

Salgsmodning har et betydeligt fokus på driftsoptimering. Området er bredt og vil man læse mere om dette kan man se henvisningen i artiklens slutsektion. For den tålmodige beslutningstager vil det imidlertid give mening at sætte strategisk og give processerne tid til at

virke. Den samlede indsats sikrer ikke blot et højere driftsresultat, optimeret likviditet og værdiansættelse, men også, at man som sælger af sin virksomhed tiltrækker de rette købere.

Eksponering, salgsfasen og sikring af de rette betingelser

Hvis et prioriteret og proaktivt forarbejde er gjort i virksomheden i forbindelse med salgsmodningen, vil dette kunne tiltrække de rette kvalificerede købere er der dog andre strategier som kan sikre, at du som beslutningstager finder den rette køber til virksomheden.

Proaktivitet er endnu en gang nøgleordet og det er for virksomheden relevant, at man i god tid forbereder sig på et effektivt salgsforløb da der i denne fase er en række praktiske gøremål samtidig med, at der skal tænkes og planlægges strategi og taktik for forløbet.

For at nå det rette match af potentielle købere ud fra den sælgende virksomhed kan det for mange virksomheder være særlig gunstigt, at samarbejde med en etableret virksomhedsmægler. Denne vil kunne spille en rolle i at udføre et professionelt forløb med fokus på effektiv kommunikation med potentielle købere. At finde den rette køber til virksomheden kræver et dybdegående kendskab til ikke blot virksomheden men også til de mulige købere der kan være i markedet. I mange tilfælde vil virksomhedsmæglere kunne pege på bestemte virksomheder, hvor der vurderes at være strategisk sammenhæng med mulige positive synergier. Det handler heri for virksomhedsmægleren samt beslutningstageren i den sælgende virksomhed, at forstå den købende virksomheds motiver for, at gå i markedet og overveje opkøbskandidater. Af erfaring vides det også, at mange beslutningstagere, specielt ejerledere, finder det vigtigt, at sælge virksomheden til en køber, som deler ledelsesmæssig filosofi, værdier og meninger hvor disse kan videreføres. En effektiv aktivering af potentielle købere vil inkorporere denne forståelse og altså lede efter en konsolidering, som vil give strategisk mening for begge parter og vil da også være et punkt på agendaen i de faktiske forhandlinger med en potentiel køber. En bruttoliste over mulige købskandidater vil på baggrund af disse overvejelser kunne udarbejdes hvorefter, at bruttolisten samt det øvrige netværk vil blive aktiveret på fortrolig og diskret vis. Kompetent og effektiv opfølgning er på dette stadie særlig vigtigt, hvor professionelt udarbejdet salgsmateriale vil kunne sikre, at listen af mulige købskandidater yderligere kvalificeres inden der trædes ind i deciderede forhandlinger. De indledende forhandlinger vil skulle bukke fra fårene men når man har fundet frem til én eller to potentielle og reelle købere som både vil og ikke mindst kan udføre et opkøb,

De mest anvendte værdiansættelsesmetoder

Discounted Cash Flow (DCF)

Virksomhedens frie pengestrømme tilbagediskonteres til nutidsværdi. Eftersom værdifastansættelsen finder sted på eksterne data anvendes regnskabstal, for eksempel 3 års frie pengestrømme korrigeret for eventuelle unormale økonomiske begivenheder. Ofte kan resultatet før renter og afskrivninger (EBITDA) bruges som udgangspunkt og derefter tilbagediskonteres med en rente som afspejler risiko og branchen. Der er enighed om, at DCF-metoden er den teoretisk mest korrekte metode, men i praksis og er vanskelig at anvende, da den ideelt set skal basere sig på fremtidige pengestrømme, ligesom der også i modellen skal korrigeres for andre faktorer, som det fører for vidt at komme ind på her. Matematisk kan modellen ved forskellige årlige pengestrømme beskrives på følgende måde: $K_0 = \sum_{n=1}^N \frac{K_n}{(1+r)^n}$

For eksempel vil en virksomhed med følgende EBITDA tal år 2013 2,5 mio. kr., år 2014 2,2 mio. kr. og år 2015 3,5 mio. kr. med en rente på 10% p.a. resultere i en værdi på 6,9 mio. kr.

Multipelmetoden

En simpel model, hvor købssummen fastlægges ved, at gange forskellige tal fra resultatopgørelsen med en faktor afhængig af branchesituationen, markedspotentiale, krav til afkast, mv., hvorefter der fratrækkes rentebærende gæld for at få egenkapital på gældsfri basis. Der kan anvendes forskellige nøgletal, hvor disse naturligvis vil skulle ganges med forskellige faktorer. Den mest almindelige er (EBITDA x multipel) – rentebærende gæld. I eksemplet fra før kan man forestille sig, at den rentebærende gæld i 2015 er 1 mio. kr. Ud fra brancheanalyse og krav til afkast sættes multiplen til 3. værdien bliver dermed: (3,5 mio. kr. x 3) – 1 mio. kr. = 9,5 mio. kr.

Substansmetoden

Her opgøres værdien af virksomheden i forhold til handelsværdien af aktiverne minus gælden. Goodwill (merværdi af kundeportefølje, mv.) kan evt. indgå i modellen som et aktiv. Men kan også udtrykkes på den måde, at handelsværdien er et korrigeret udtryk for egenkapitalen tillagt evt. goodwill. Pro-

blemet med substansmetoden er, at handelsværdierne for anlægsaktiverne typisk er svære at opgøre/ blive enige om. I vores eksempel er handelsværdien af anlægsaktiverne 7 mio. kr., omsætningsaktiverne 3 mio. kr., goodwill ansættes til 1 mio. kr. – rentebærende gæld 1 mio. kr. – ikke-rentebærende gæld 1,5 mio. kr. = 6,5 mio. kr. Den bogførte egenkapital er 8 mio. kr. Forskellen i eksemplet skyldes, at anlægsaktiverne står bogført højere end de faktisk kan sælges til (handelsværdien).

Andre værdiansættelsesmetoder:

Disse inkluderer metoder såsom Aktivitetsoverdragelsesmetoden, Enterprise-Value-metoden samt en række andre multipelmetoder.

vil processen yderligere skærpes.

Slutforhandlingerne er for alle parter og interessenter en kritisk fase i forløbet. Forinden disse forhandlinger vil partnerne have underskrevet en hensigtserklæring, som beskriver at begge partner ønsker at komme i mål med forhandlinger selvsagt på de rette betingelser. Selvom underskrivelsen af et sådan dokument ikke har nogen juridisk indflydelse på forhandlingerne har dokumentet alligevel en betydelig psykologisk effekt og er en klar indikator på, at parterne ønsker en handel. Underskrivelsen af denne hensigtserklæring er som regel også startskuddet for due diligence-processen. Den er for den køvende virksomhed vigtig da det er et meget dybdegående og detaljeret

indblik i den sælgende virksomhed. Dette vil inkludere, at købers beslutningstagere får et indblik i interne dokumenter såsom kontrakter med medarbejdere, leverandører og kunder, interne regnskabstal, referater fra bestyrelsesmøder med videre. Det er med en due diligence meningen, at denne skal foretages inden for rimelig tid og gerne hurtigt. Grunden til dette er, at der først og fremmest ikke bør være nogen overraskelser i rapporten men, ligeså vigtigt, at sikre et rimeligt tempo i processen. Rent praktisk sker der det, at den køvende virksomhed vil efterspørge en række dokumenter af den sælgende virksomhed. Disse bliver delt på en lukket og fortlølig internetbaseret fildelingsudbyder, hvor sælger kan følge

med i det, som den køvende virksomheds beslutningstagere åbner og læser. Erfaring viser, at der som regel vil være en række spørgsmål. Det er her både vigtigt, at disse spørgsmål har relevans for handlen og, hvis de har, at disse bliver besvaret med rimelig hastighed for netop at sikre tempo i udførelsen. Som nævnt, så bør køber ikke finde nogle overraskelser i en due diligence men intet er selvsagt givet og det er for den sælgende virksomheds beslutningstager vigtigt at huske på, at en due diligence kan have alvorlige konsekvenser for en handels gennemførelse.

Ofte ses det, at der i denne del af slutforhandlingerne oprettes et garantikatalog, som sætter en pris på usikkerheder, som køber kan se i

virksomheden. Dette kan spænde fra tvister eller andre udeståender og på denne baggrund vil der blive deponeret et mindre beløb af købssummen. Her er det vigtigt, at den sælgende virksomheds beslutningstagere ikke går kolde over dette da disse usikkerheder ville bestå ligegyldigt om virksomheden blev solgt eller ej. Derfor er det også en virksomhedsmægleres ansvar, at sikre et konstruktivt og effektivt forhandlingsmiljø der sikrer forståelse mellem parterne. På sammen tid kan det også forventes, at den køvende virksomheds beslutningstagere vil tage en række taktikker i brug for, at sænke prisen på virksomheden. Der kan for beslutningstagere i den sælgende virksomhed ofte være store følelser indblandet i at udføre salget og det er her vigtigt for en virksomhedsmægler, at rådgive konstruktivt og huske den sælgende beslutningstager på, at det er naturligt en køber vil fokusere på faktorer som kan sænke værdien af virksomheden og at det i sig selv er en naturlig og forventelig del af deres taktik.

Når handlen lukkes

Når der er kommet styr på forhandlingerne og disse er faldet på plads vil der umiddelbart blive udarbejdet to dokumenter, som vil kræve bistand fra en advokat. Den første et overdragelsesdokument. Dette dokument vil indeholde alt, hvad handlen vil indebære. Dette er eksempelvis betalingsvilkår, garantikatalog, ansættelseskontrakt hvis den sælgende virksomheds beslutnings-

tager fortsætter i virksomheden som ansat samt en eventuel lejekontrakt på eksempelvis ejendomme.

Her vil både den køvende og sælgende part endnu en gang finde det fordelagtigt, at have en virksomhedsmægler med i processen. Selvom handlen på dette stadie bør være lukket så skal det nævnes, at så længe underskrifterne ikke forefindes på dette overdragelsesdokument så er intet givet. Parterne kan sagtens springe fra her kort før målstregen. Derfor kan det være fordelagtigt, at virksomhedsmægler og advokat kommunikerer med hinanden for at gøre det praktiske arbejde med disse dokumenter mere håndterbart og samtidig sikre, at den ene eller anden part ikke springer fra på grund af paragrafdetaljer som kan tolkes forskelligt.

Når overdragelsesaftalen er underskrevet vil det sidste dokument som vil blive udarbejdet være et closingdokument. Dette sidste dokument vil, sammen med overdragelsesaftalen, være det dokument som gør handlen gældende og det vil, efter den aftalte aftale, være sidste skridt i det som for mange sælgende beslutningstagere kan have været en lang rejse, både professionelt og personligt. Dermed er sælger nu klar til at udleve netop de motiver der lå til grund for salget af virksomheden.

En afsluttende bemærkning

At sælge sin virksomhed er, som det givetvis har kunne ses op til nu, ingen nem opgave. Der vil være en række udfordringer i forbindelse med forlø-

bet. Mange vil givetvis stille dem selv spørgsmålet hvor lang tid det så reelt set tager, at sælge sin virksomhed. Det er et klassisk spørgsmål, som virksomhedsmæglerne ofte får og svaret vil være ligeså klassisk: det kommer an på så meget. Har virksomheden eksempelvis været drevet med kontinuerlige forbedringsprojekter vil salgbarheden af den være højere end hvis dette ikke var tilfældet. På trods af dette viser erfaring dog på samme tid, at et salg kan gennemføres på et sted mellem seks til ni måneder. Det skal dog nævnes, at desto bedre forberedt virksomheden er desto mere ligefrem kan et salg være. Ønsker man derfor som beslutningstager for sin virksomhed at sælge denne vil det allerede i dag give mening, at lægge processen og strategien fast. Det kræver analyse og indsigt, strategisk og praktisk kunnen samt stærk sans for situationsbestemt ledelse men på trods af de udfordringer der kan være i, at sælge sin virksomhed kan det være til stor fordel for en selv, ens medarbejdere, samarbejdspartnere og kunder og ikke mindst virksomheden selv.

Hvis du vil vide mere

Så kan dette gøres ved at kontakte Michael Bach Nielsen, chefkonsulent og partner hos Medit Consult:

Tlf.: 2444 7275

E-mail: m bn@meditconsult.dk

Se mere på: www.meditconsult.dk