

Mergers & Acquisitions aus der Sicht von Analysten – Ergebnisse einer Umfrage

Teil 1: Transaktionsstruktur und -finanzierung

Februar 2019

Mergers & Acquisitions aus der Sicht von Analysten – Ergebnisse einer Umfrage (Teil 1)

Teil 1: Transaktionsstruktur und -finanzierung

1. Einleitung und Problemstellung

Fusionen und Übernahmen gehören als Mittel der strategischen Weiterentwicklung von Unternehmen zum Standardinstrumentarium der Unternehmensführung, gelten sie doch quasi als „Überholspur“ zu Wachstum und Neuausrichtung. So vergeht kaum ein Tag, an dem nicht eine internationale Großakquisition angekündigt wird. Insgesamt fanden 2017¹ nach Angaben des Institute for Mergers, Acquisitions and Alliances (IMAA) weltweit über 50.600 Transaktionen mit einem Volumen von über 3,5 Billionen USD statt.

Aufgrund dieser Bedeutung von M&A-Transaktionen wurden in den letzten 20 Jahren zahlreiche Untersuchungen zu Erfolgen bzw. Misserfolgen sowie zu den Erfolge oder Misserfolge begünstigenden Faktoren erstellt. Allen diesen Untersuchungen ist gemein, dass es sich um rückschauende Betrachtungen handelt, die darüber hinaus auch den Maßstab „Erfolg“ unterschiedlich definieren. Hinzu kommt, dass diese Untersuchungen der speziellen Problematik von Unternehmensakquisitionen kaum gerecht werden können: wird ein kurzer Zeitraum der Erfolgsmessung zugrunde gelegt, dürften sich zahlreiche positive, vor allem im strategischen Bereich liegende Entwicklungen noch nicht (voll) entfaltet haben. Wird dagegen ein längerer Zeitraum betrachtet, ist zu berücksichtigen, dass in diesen Fällen noch zahlreiche andere Faktoren Einfluss auf die Unternehmensentwicklung genommen haben, sodass diese nicht mehr in hinreichendem Maße originär mit der Akquisition in Verbindung gebracht werden kann.

Ein weiteres Problem bei der Untersuchung von Erfolgen und Misserfolgen von M&A-Transaktionen ergibt sich aus der zur Verfügung stehenden Datenbasis. Obwohl die Mehrzahl der Transaktionen von nicht börsennotierten Unternehmen durchgeführt wird, bieten faktisch nur die Transaktionen der umfassend berichtspflichtigen börsennotierten Gesellschaften eine hinreichende Grundlage für entsprechende Untersuchungen. Dies insbesondere, da hier börsentäglich eine neutrale Unternehmensbewertung durch den Markt erfolgt.

In diesem Zusammenhang kommt der Einschätzung der Wertpapieranalysten eine zentrale Bedeutung zu. Außerdem stehen diese, genauso wie die betreffenden Vorstände auch, vor der Problematik, die Erfolgsaussichten einer Akquisition im Voraus abschätzen zu müssen. Zwar verfügen die Analysten über eine deutlich schlechtere Informationsbasis als die handelnde Unternehmensführung, gleichzeitig aber über einen langen Erfahrungsschatz vergleichbarer, auch internationaler Transaktionen und ihrer (späteren) Ergebnisse. Ein entsprechendes „Muster“-Wissen ermöglicht daher häufig eine zutreffende Einschätzung angebahnter Transaktionen auch bei zwangsläufig unvollständiger Informationsbasis.

Um die von Analysten in der Praxis angewendeten Kriterien, Einschätzungen und Informationsbedürfnisse besser kennenzulernen, wurde im Spätsommer 2018 eine mehrteilige Analystenbefragung von der DVFA Deutsche Vereinigung für Finanzanalyse und Asset Management e.V. und der Unternehmensberatung SMS Strategic Management Solutions gestartet.

Im ersten Teil lagen die Befragungsschwerpunkte auf den Themen Transaktionsstruktur und -finanzierung.

¹ Zum Zeitpunkt der Erstellung des vorliegenden Textes lagen noch keine Zahlen für das Jahr 2018 vor.

Mergers & Acquisitions aus der Sicht von Analysten – Ergebnisse einer Umfrage (Teil 1)

2. Befragungsergebnisse

2.1. Finanzierungsstruktur

Mit Blick auf die Finanzierungsstruktur einer Akquisition zeigen die Umfrageergebnisse interessanterweise ein gemischtes Bild. Während ein Drittel aller Befragten die Ausgabe neuer Aktien und deren Platzierung an der Börse zur Finanzierung einer Übernahme eher positiv sehen, stehen gleichzeitig 40% dieser Variante negativ gegenüber. Dies kann als Hinweis darauf gewertet werden, dass das Risiko, dass zunächst erwartete Effekte aus einer Transaktion vielleicht nicht in dem gewünschten Maß zum Tragen kommen und somit eine potentielle Verwässerung der bestehenden Aktionäre zu erwarten ist, von einem wesentlichen Anteil der Analysten als überdurchschnittlich hoch betrachtet wird.

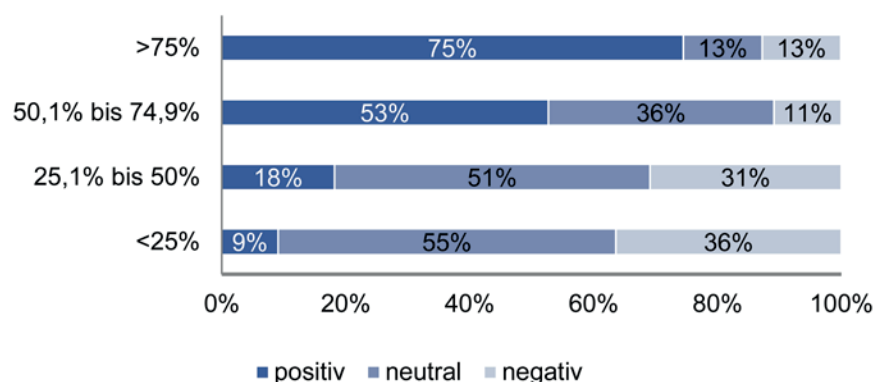
Ein etwas anderes Bild ergibt sich bei der Fragestellung, ob neue, im Zuge einer M&A-Transaktion ausgegebene Aktien nicht am Kapitalmarkt sondern an den bzw. die Verkäufer des Akquisitionsobjekts ausgegeben werden sollen. Diese Variante sehen immerhin 38% als positiv an, während nur 29% dies als negativ bewerten. Der Vorteil, die Verkäufer „mit ins Boot“ zu nehmen, mithin also am künftigen Erfolg oder Misserfolg der Transaktion zu beteiligen, ist demnach für den Kapitalmarkt durchaus von Bedeutung.

Interessanterweise sehen die Analysten aber trotzdem eine hohe Cash-Komponente im Rahmen der Kaufpreiszahlung als positiv auf die Bewertung wirkend an. Mehr als die Hälfte (53%) bewerten diesen Punkt positiv, lediglich 25% negativ. Näheren Aufschluss auf die Finanzierungsstruktur gab die Antwort auf die Frage, wie hoch der Anteil der Fremdfinanzierung an der Kaufpreisfinanzierung idealerweise sein sollte. Hier antworteten fast zwei Drittel aller Befragten, dass sie einen Fremdkapitalanteil von mehr als 50% eher negativ sähen. Nur 13% sehen dies positiv. Dies kann durchaus dahingehend interpretiert werden, dass die Aktienanalysten mehrheitlich nicht bereit sind, eine höhere Nettoverschuldung für eine M&A-Transaktion in Kauf zu nehmen.

2.2. Beteiligungshöhe

Die Umfrageergebnisse zeigen einen klaren linearen Zusammenhang zwischen der Beteiligungshöhe und der Bewertung durch die Umfrageteilnehmer: Sind bei einer Beteiligungsquote von kleiner 25% nur 9% aller Befragten positiv gestimmt, so steigt dieser Prozentsatz bei einer Höhe zwischen 25% und 50% auf 18% an. Beträgt die Beteiligungshöhe jedoch zwischen 50% und 75% sehen dies bereits 53% der Befragten positiv und eine Beteiligungsquote von mehr als 75% wird von 74% aller Befragten positiv bewertet. Konsolidierungsaspekte dürften sich demnach deutlich in der Bewertung der Analysten widerspiegeln.

Abbildung 1: Hohe Beteiligungsquoten finden hohe Zustimmung



Mergers & Acquisitions aus der Sicht von Analysten – Ergebnisse einer Umfrage (Teil 1)

2.3. Verbleib des Managements des übernommenen Unternehmens

Deutlich fallen auch die Antworten auf das Verbleiben des Managements des übernommenen Unternehmens aus: Dies wird von vier von fünf Befragten positiv beurteilt; lediglich 5% sehen dies negativ. Vorhandene Managementkapazität und darin gebundenes (Markt- und Kunden-) Know-how sollten dem Unternehmen demnach auch in Zukunft zur Verfügung stehen.

Hierzu passt auch die Einschätzung von zwei Dritteln aller Befragten, die es positiv bewerten, wenn die Verkäufer auch nach der Übernahme noch kapitalmäßig mit einem Restanteil am Stammkapital des Zielunternehmens beteiligt bleiben. Dagegen sehen 15% der Teilnehmer eine Beteiligung der Verkäufer am Zielunternehmen nach Abschluss der Transaktion negativ.

2.4. Barmittel und Unternehmenswachstum als Akquisitionstreiber

Unternehmensübernahmen werden bei Käufern mit einem hohen Bestand an liquiden Mitteln von rund zwei Dritteln der teilnehmenden Analysten positiv gesehen. Während 31% dies neutral bewerten, lehnen nur 2% der Teilnehmer Akquisitionen als Verwendungszweck hoher Liquiditätsbestände ab.

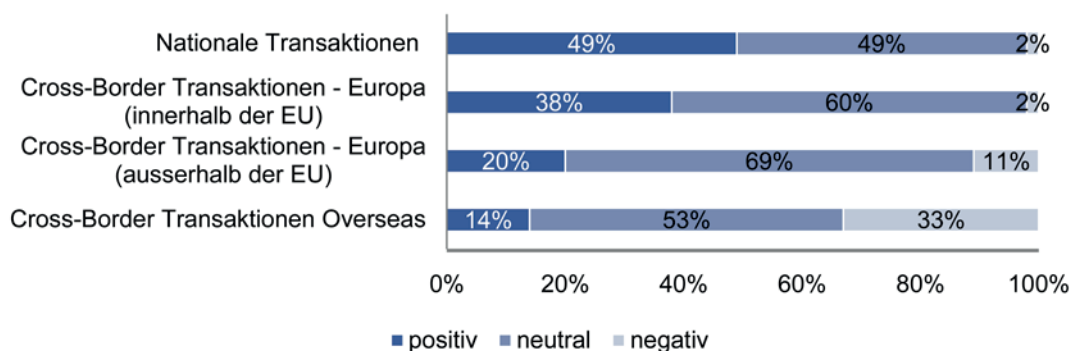
Ein hohes organisches Wachstumstempo kann Unternehmensübernahmen zudem beflügeln, auch wenn die Meinungen hierzu nicht ganz so eindeutig sind: 44% der Analysten befürworten eine weitere Befeuerung des Wachstumstempus durch Akquisitionen. 45% nehmen eine neutrale Position ein und nur 11% lehnen dies ab.

Ein bereits hohes Wachstumstempo und ein hoher Bestand an liquiden Mitteln können somit aus Sicht des Aktienmarktes durchaus als Akquisitionstreiber gesehen werden.

2.5. Geographische Stoßrichtung von M&A-Transaktionen

Eine klare Einstellung haben die Analysten auch zur geographischen Stoßrichtung von M&A-Transaktionen: je weiter der Wirtschaftsraum des zu übernehmenden Unternehmens vom eigenen entfernt ist, desto stärker sinkt die Zustimmungsraten, desto höher fällt analog dazu auch die Ablehnung aus (vgl. Abb. 2). Nationale Transaktionen werden dabei von Analysten deutlich positiver gesehen als Internationale.

Abbildung 2: Sinkende Zustimmungsraten bei steigendem Internationalisierungsgrad einer Akquisition



Mergers & Acquisitions aus der Sicht von Analysten – Ergebnisse einer Umfrage (Teil 1)

Offenkundig sehen die Kapitalmarktakteure bei nationalen bzw. EU-Transaktionen deutlich weniger Risiken als bei Transaktionen im europäischen außer-EU-Raum oder gar in Übersee. Stichworte sind hier gleicher Wirtschaftsraum mit gleichen bzw. ähnlichen Rechtsgrundlagen und einer kulturellen Nähe, die einen Erfolg der Transaktion wahrscheinlicher machen.

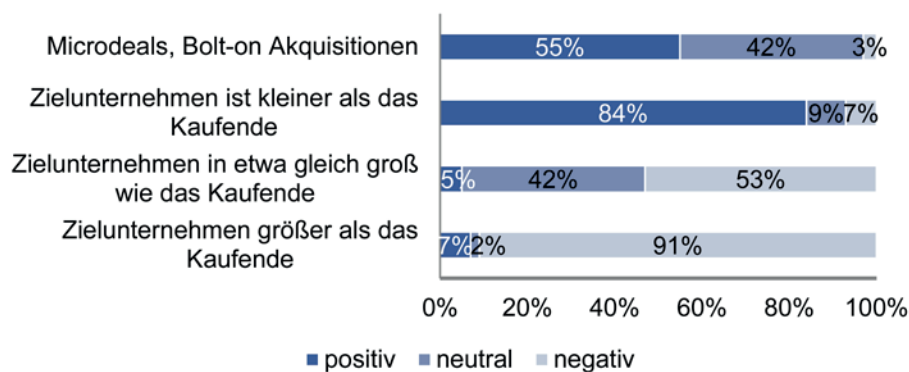
Dementsprechend sehen auch nur 2% aller Befragten nationale Akquisitionen bzw. solche innerhalb der EU negativ. Bei Transaktionen in Europa, aber außerhalb der EU steigt der Prozentsatz schon auf 11% während Overseas-Transaktionen von einem Drittel aller Befragten eher negativ beurteilt werden.

2.6. Bewertung der Unternehmensgröße des Zielunternehmens

Eindeutig ist auch die Ansicht der Umfrageteilnehmer im Hinblick auf die Zielgröße des akquirierten Unternehmens. Hier sehen es 91% der Befragten als negativ, wenn das Zielunternehmen größer ist als der Käufer. Immerhin noch mehr als die Hälfte der Befragten (53%) befürwortet zudem auch nicht die Akquisition eines in etwa gleich großen Unternehmens.

Deutlich anders wird dagegen die Akquisition eines kleineren Zielunternehmens gesehen: hier äußern sich nur noch 7% der Befragten kritisch. Die Ergebnisse lassen darauf schließen, dass der Kapitalmarkt mit steigender Unternehmensgröße zugleich auch steigende Risiken sieht, nicht zuletzt auch hinsichtlich der für den Transaktionserfolg wesentlichen Integration des Targets.

Abbildung 3: Bewertung der Größe des Zielunternehmens im Verhältnis zum Käufer



© DVFA/SMS "Mergers & Acquisitions aus der Sicht von Analysten – Ergebnisse einer Umfrage (Teil 1)", 2019

Bei den sogenannten Microdeals bzw. Bolt-on-Akquisitionen zeigte sich kein einheitliches Meinungsbild. Zwar werden diese nur von 4% der Befragten negativ gesehen, jedoch nehmen 42% eine neutrale Haltung ein. Immerhin 55% der teilnehmenden Analysten sehen diese positiv. Dies könnte vor allem darauf zurückzuführen sein, dass entsprechende Microdeals sehr stark unternehmensindividuell beurteilt werden müssen und zahlreiche Analysten bei dieser Frage vor einer eindeutigen Positionierung zurückschrecken.

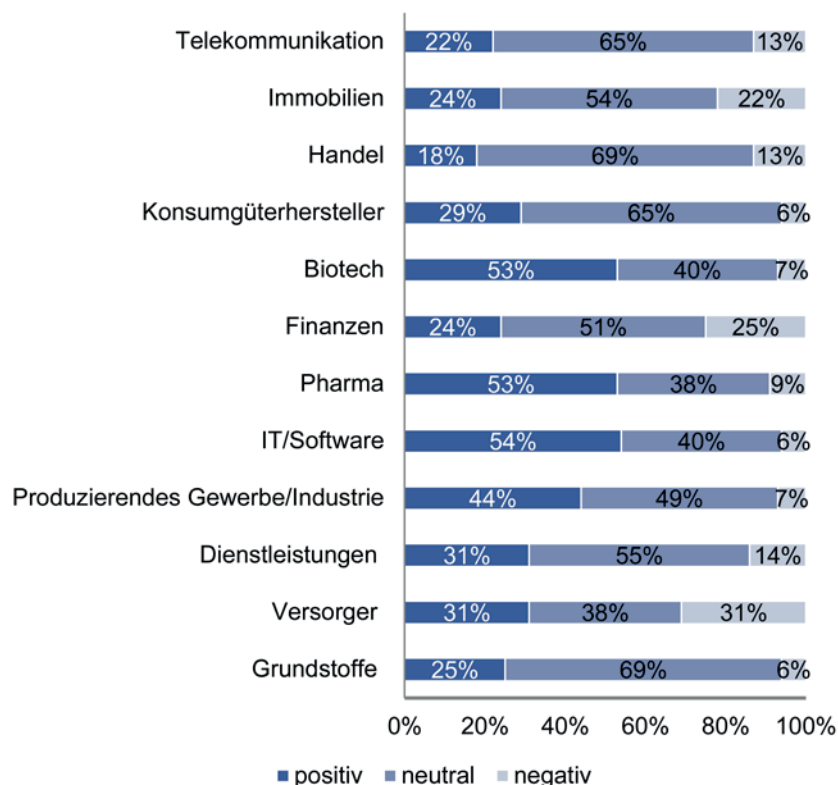
Mergers & Acquisitions aus der Sicht von Analysten – Ergebnisse einer Umfrage (Teil 1)

2.7. Übernahmeerschätzung nach Sektoren

Bei der Frage nach der Einschätzung der Akquisitionstätigkeit in einzelnen Sektoren zeigte sich ein überraschendes Ergebnis: Der immer wieder genannte Finanzsektor, für den Übernahmen häufig nicht nur erwartet, sondern sogar regelrecht angemahnt werden, wird von den Kapitalmarktteilnehmern im Hinblick auf Akquisitionen eher negativ bewertet: nur 24% der Analysten sehen Übernahmen in diesem Sektor positiv. Auch der Immobiliensektor, der in letzter Zeit besonders oft durch Übernahmetransaktionen aufgefallen ist, wird vom Kapitalmarkt im Hinblick auf Akquisitionen ähnlich negativ wie der Finanzsektor bewertet: auch hier sehen nur 24% der Teilnehmer Übernahmen positiv. Offensichtlich überwiegt für die Befragten in diesen beiden Sektoren das potentielle Risiko einer Transaktion deutlich die Chancen, die sich aus einer entsprechenden Transaktion ergeben könnten.

Als besonders positiv werden die Sektoren IT/Software (54% positiv, 6% negativ), BioTech (53% positiv/7% negativ), Pharma (53% positiv/9% negativ) und Produzierendes Gewerbe/Industrie (44% positiv/7% negativ) gesehen. Als eher negativ gelten Akquisitionen in Handel (18% positiv/13% negativ), Telekommunikation (22% positiv/13% negativ) Immobilien (24% positiv/22% negativ) und Finanzen (24% positiv/25% negativ). Die detaillierten Ergebnisse sind in der folgenden Abbildung dargestellt.

Abbildung 4: Bewertung der Sektoren im Hinblick auf Übernahmetransaktionen



Mergers & Acquisitions aus der Sicht von Analysten – Ergebnisse einer Umfrage (Teil 1)

2.8. Bewertung von Zielunternehmen (Multiples)

Eindeutig fällt die Auffassung der Kapitalmarktteilnehmer auch im Hinblick auf die Bewertung der Zielunternehmen aus, die sich in den Transaktionsmultiplikatoren widerspiegelt. Hier sehen es 40% aller Befragten kritisch, wenn das Zielunternehmen einen höheren Multiplikator aufweist als der Käufer. Zudem nehmen 46% in dieser Fragestellung eine neutrale Haltung ein. Nur 14% der Befragten beurteilen es positiv, wenn Unternehmen mit einem höheren Multiplikator als demjenigen des Käufers erworben werden. Möglicherweise sehen die Analysten hier die Synergien als (deutlich) zu positiv kalkuliert oder gar Anzeichen eines nicht gerechtfertigten, sogenannten „Dealfevers“. Immerhin führen Unterschiede in den Multiples zu einer stärkeren Verwässerung der Aktionäre des übernehmenden Unternehmens, wenn der Kaufpreis für das Target (teilweise) mit neu ausgegebenen Aktien entrichtet wird.

3. Fazit

Grundsätzlich stehen die Wertpapieranalysten nach den Ergebnissen dieser Befragung M&A-Transaktionen eher skeptisch gegenüber. Weder für einzelne Transaktionsstrukturen noch für einzelne Finanzierungsformen (wobei auch Mischformen abgefragt wurden) gab es eindeutige Zustimmungswerte. Auch haben sich solche für keinen der insgesamt zwölf abgefragten Sektoren ergeben. Zwar kann daraus keine generelle Ablehnung von Fusionen und Übernahmen abgeleitet werden, wohl aber eine durchaus kritische Distanz.

Insbesondere die Antworten zu Fragen wie Größenverhältnissen zwischen übernehmendem und übernommem Unternehmen, Fremdkapitalanteilen oder geographischen Stoßrichtungen entsprechender Transaktionen zeigen, dass die Analysten hier eine besondere Vorsicht walten lassen und dies dann natürlich auch von den Vorständen und Aufsichtsräten erwarten. Kapitalmarktseitig, so legen die Untersuchungsergebnisse insgesamt nahe, ist man sich der mit Mergers und Acquisitions verbundenen Risiken überaus bewusst.

Klar erkennbar ist, dass die Analysten hohe Ansprüche an entsprechende Transaktionen stellen, sollen sie diese positiv bewerten. Insbesondere schreiben die Finanzmarktteilnehmer dem Management ins Stammbuch, ein besonderes Augenmerk auf die Qualität des Übernahmeobjektes und damit die Targetauswahl, aber auch die Finanzierungsstruktur der Transaktion, zu haben.

Autoren

Christoph Schlienkamp
Geschäftsführender Vorstand DVFA e.V.
Bankhaus Lampe

Michael Müller
Geschäftsführer SMS Strategic Management Solutions

Rechtliche Hinweise

HAFTUNGSAUSSCHLUSS

Der Inhalt dieser Studie dient ausschließlich Informationszwecken und stellt keine Werbung, kein Angebot und keine Empfehlung zum Kauf oder Verkauf von Finanzinstrumenten oder zum Tätigen irgendwelcher Anlagegeschäfte oder sonstiger Transaktionen dar. Diese Studie (einschließlich der darin enthaltenen Informationen und Meinungen) stellt keine Anlageberatung dar und sollte nicht als solche aufgefasst werden. Potentielle Investoren sind gehalten, spezifische Beratung einzuholen und Anlageentscheide gestützt auf ihre individuellen Anlageziele sowie ihre finanziellen und steuerlichen Gegebenheiten zu treffen.

Die Autoren sind darum bemüht, dass die in dieser Studie enthaltenen Informationen zum Zeitpunkt ihrer Veröffentlichung richtig und vollständig sind und aus zuverlässigen Quellen stammen. Die Autoren lehnen jedoch jegliche Verantwortung für die Genauigkeit, Zuverlässigkeit, Aktualität und Vollständigkeit der hierin wiedergegebenen Informationen und Meinungen ab. Die Autoren lehnen ausdrücklich jegliche Haftung für Verluste oder Schäden ab, die sich aus der Nutzung dieser Studie oder dem Vertrauen in die darin enthaltenen Informationen ergeben könnten, einschließlich Gewinnausfälle oder anderer direkter und indirekter Schäden.

DVFA e.V. – Der Berufsverband der Investment Professionals

Der DVFA e.V. ist die Standesorganisation aller Investment Professionals in den deutschen Finanz- und Kapitalmärkten. Unsere 1.400 Mitglieder repräsentieren die Vielfalt des Investment- und Risikomanagements in Deutschland. Wir engagieren uns für die Professionalisierung des Investment-Berufsstandes, erarbeiten Standards und fördern den Finance-Nachwuchs. Unser Netzwerk bringt Praktiker und Theoretiker sämtlicher Investmentdisziplinen unter dem DVFA Dach zusammen.

Der Verband ist international verankert. Er ist Mitglied von EFFAS - European Federation of Financial Analysts Societies mit über 17.000 Investment Professionals europaweit, und auch Mitglied bei der ACIIA - Association of Certified International Investment Analysts, einem Netzwerk mit 100.000 Investment Professionals weltweit.

SMS Strategic Management Solutions

Seit 1988 im Beratungsgeschäft tätig, hat sich SMS Strategic Management Solutions auf die Beratung bei ausgewählten Problemen der Strategischen Unternehmensführung (Wertsteigerungs-Management, M&A-Transaktionen, Digitale Geschäftsmodelle) sowie auf die Corporate Finance-Beratung (Equity-Markets) spezialisiert.

IMPRESSUM

Herausgeber: DVFA e.V.
V.i.S.d.P.: Ralf Frank

Amtsgericht Frankfurt am Main
VR 8158

© 2019 DVFA e.V./SMS

Das Werk ist urheberrechtlich geschützt. Jede Verwertung außerhalb der Grenzen des Urheberrechtsgesetzes ist ohne Zustimmung von DVFA und SMS unzulässig und strafbar. Das gilt insbesondere für Vervielfältigungen, Übersetzungen, Mikroverfilmungen und die Einspeicherung und Bearbeitung in elektronischen Systemen.

KONTAKT

Mirka Kučerová
Leiterin Verbandsgeschäftsstelle

DVFA e.V.
Mainzer Landstraße 47a
60329 Frankfurt am Main
Tel.: 069/50 00 42 31 55
mku@dvfa.org

Michael Müller
Geschäftsführer

SMS Strategic Management Solutions
Scribastraße 26
64354 Reinheim
Tel.: 06162/81626
m.mueller@sms-strategic.de