

# **Michael Müller: Herausforderung M&A-Kommunikation**

## **Ergebnisse einer Analystenbefragung von DVFA und SMS Strategic Management Solutions**

© 2023 Dipl.-Bw. Michael Müller, Proprietary Information – all rights reserved –

Dieses Dokument ist ausschließlich für den direkten Empfänger bestimmt und ohne die weiteren Erläuterungen durch einen unserer Berater nur bedingt aussagefähig!

This document is intended exclusively for the recipient and is incomplete without the accompanying explanation by one of our consultants!

# Herausforderung M&A – Kommunikation

## Agenda

1. Autoren, Background, Befragungs-Setup
2. Key-Findings Befragungsteile 1-3:  
Transaktionsstruktur und –finanzierung, Auswirkungen von Fusionen und Übernahmen, Transaktionshintergrund
3. M&A-Kommunikation – Ergebnisse der von SMS Strategic Management Solutions und DVFA Deutsche Vereinigung für Finanzanalyse und Asset-Management e.V. durchgeführten Befragung
4. Weiterentwicklung der M&A-Kommunikation – Anregungen aus der Analystenbefragung
5. Diskussion, Anregungen aus der Analystenbefragung und deren Einschätzung aus Sicht der Investor Relations Professionals

# M&A – Kommunikation aus Analystensicht

## Ergebnisse einer Umfrage

Die Autoren:

### **Michael Müller**

Diplom Betriebswirt, Geschäftsführer SMS Strategic Management Solutions

Herausgeber von Fachbüchern zur Kapitalmarktstrategie und Autor von Fachpublikationen

### **Christoph Schlienkamp**

Diplom Volkswirt, Investmentanalyst DVFA, Portfoliomanager bei GS&P Kapitalanlagegesellschaft SA

Vorstandsmitglied der DVFA, Vorsitzender der Kommission Unternehmensanalyse, Vertreter der DVFA bei der BaFin (BaFin Fachbeirat), Mitglied im AKEU (Arbeitskreis Externe Rechnungslegung) der Schmalenbach-Gesellschaft

Herausgeber von Fachbüchern zur Kapitalmarktanalyse und Autor zahlreicher Fachpublikationen

Dozent beim CIRO-Studiengang des DIRK Deutscher Investor Relations Verband/Frankfurt School of Finance and Management

Umfragepartner:

### **DVFA Deutsche Vereinigung für Finanzanalyse und Asset Management e.V.**

Berufsverband der Investment Professionals, Frankfurt am Main

## Investor Relations

### At The Frontline From The Beginning

Wochenschrift für  
Betriebswirtschaft  
Steuerrecht  
Wirtschaftsrecht  
Arbeitsrecht

DER  
BETRIEB

Heft 36 vom 10. September 1993  
46. Jahrgang

Prof. Dr. Ulrich Krystek, Worms / Dipl.-Bw. Michael Müller, Reinheim

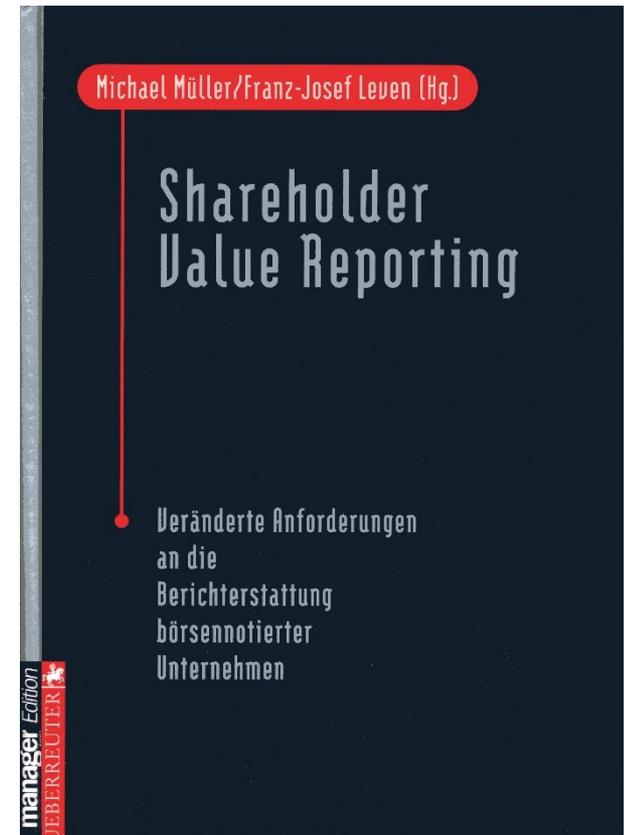
1785

#### Investor Relations

– Eine neue Disziplin nicht nur für das Finanzmanagement –

Ruhwedel, F./Schultze, W.: „Value Reporting: Theoretische Konzeption und Umsetzung bei den DAX 100- Unternehmen“ in: zfbf, 54. Jhrg., November 2002, S. 610:

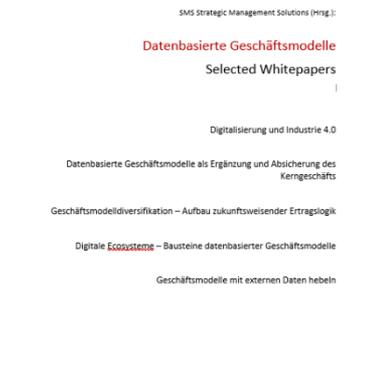
„Die deutschen Modelle bauen mehr oder weniger stark auf Müller (1998) auf.“



# SMS Strategic Management Solutions

## Thinking Beyond Tomorrow

- Unternehmensgründung 1988
- Völlige Unabhängigkeit
- Individuelle Betreuung der Projekte
- Langfristige Kundenbeziehungen
- Eigene betriebswirtschaftliche und kapitalmarktliche Forschungsprojekte und (Buch-) Veröffentlichungen
- Themenspezifische Websites:  
[www.datenbasierte-geschaeftsmodelle.com](http://www.datenbasierte-geschaeftsmodelle.com)  
[www.muastrategy.com](http://www.muastrategy.com)  
[www.takeoverintelligence.com](http://www.takeoverintelligence.com)



### Leistungsspektrum:

- Strategische Unternehmensentwicklung [Strategieberatung, Geschäftsmodellentwicklung]
- M&A Beratung [Transaktionsplanung, -durchführung, -betreuung, Unternehmensbewertung, Post-Acquisition-Restructuring]
- Corporate Finance Beratung [Private Equity/Venture Capital, Emissionsberatung, Emissionsfolgepflichtenbetreuung]

# Analystenbefragung zum Themenkomplex Mergers & Acquisitions

## Umfrage Setup, Befragungszeitraum, Themenbereiche, Veröffentlichungen

- Online-Umfrage unter den DVFA-Mitgliedern mit vier Themenbereichen
- Mix aus vorgegebenen Antwortmöglichkeiten, offenen Fragen mit freien Antwortmöglichkeiten und Fragen mit Einschätzungs-/Bewertungsmöglichkeiten
- Durchgeführt im Zeitraum von 2018 bis 2021 (Veröffentlichung 2022)
- Insgesamt 146 Einzelfragen (durchschnittlich 36,5 Fragen je Befragungsrunde)

### Themenbereiche:

- Transaktionsstruktur und -finanzierung
- Auswirkungen von Fusionen und Übernahmen
- Transaktionshintergrund
- M&A-Kommunikation

### Veröffentlichungen:

Die Ergebnisse zu jedem Themenbereich wurden jeweils in einer umfangreiche Studie veröffentlicht. Diese Paper sind abrufbar unter [www.muastrategy.com/mergers-acquisitions/](http://www.muastrategy.com/mergers-acquisitions/)

# Analystenbefragung Teil 1: Transaktionsstruktur und -finanzierung

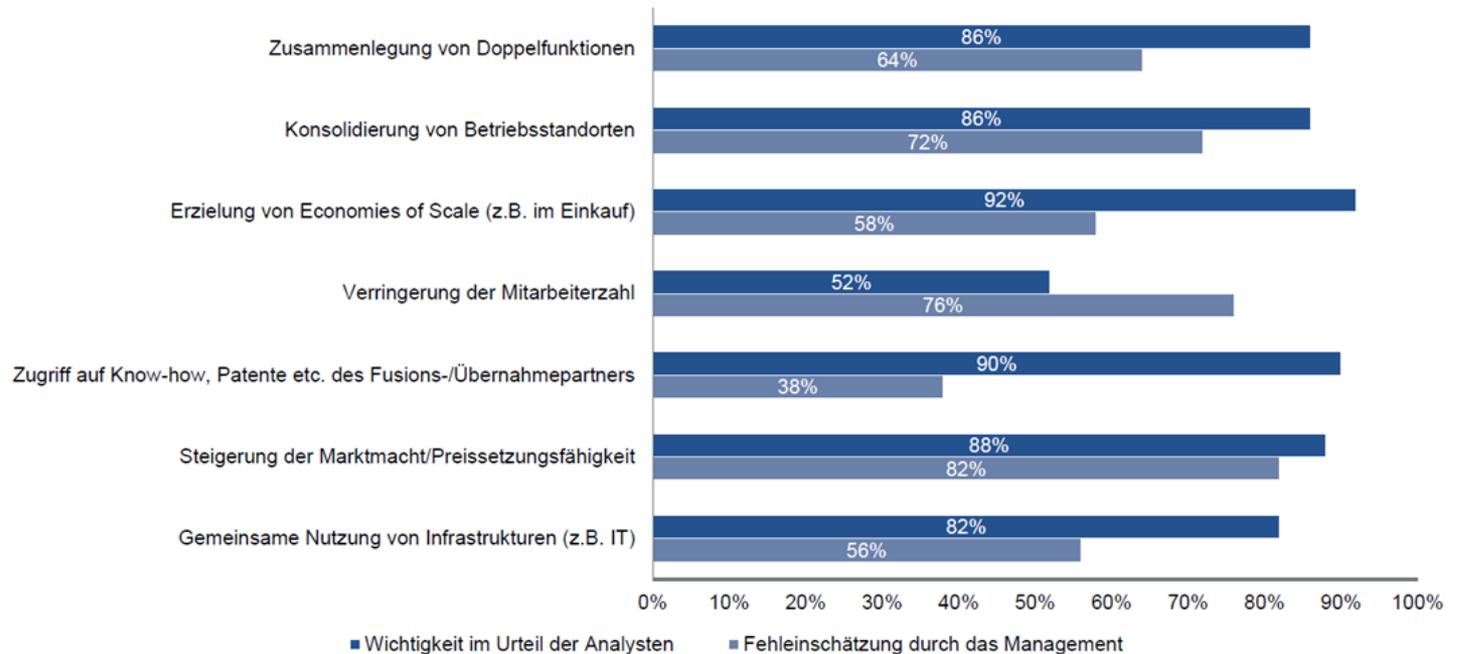
## Key Findings

- Analysten stehen M&A-Transaktionen eher skeptisch gegenüber. Zwar werden diese nicht generell abgelehnt, die Investment Professionals zeigen aber eine kritische Distanz
- Den mit Fusionen und Übernahmen verbundenen Risiken sind sich die Kapitalmarktteilnehmer wohl bewusst. Von Vorständen und Aufsichtsräten wird dementsprechend auch eine besondere Vorsicht eingefordert.
- Die Qualität des Übernahmeobjektes und damit eine sorgfältige Targetauswahl stehen im Zentrum der Überlegungen der Analysten wenn es um die Bewertung einer M&A-Transaktion geht. Auch die Finanzierungsstruktur wird besonders kritisch hinterfragt.
- Mehrheitsbeteiligungen (50,1% + x) wird klar der Vorzug vor Minderheitsbeteiligungen gegeben. Gleichzeitig bewerten die Analysten es als positiv, wenn der/die Verkäufer auch nach der Transaktion noch am Kaufobjekt beteiligt bleiben.
- Bei der Finanzierungsstruktur wird ein Fremdkapitalanteil von mehr als 50% mehrheitlich negativ gesehen.
- Eine Aktienaussgabe zur Transaktionsfinanzierung wird bei breiter Platzierung kritisch gesehen, bevorzugt wird die Nutzung von Aktien als „Akquisitionswährung“ also die Ausgabe der Aktien an den/die Verkäufer.
- Eine Nutzung eigener Cashbestände zur (zumindest teilweisen) Zahlung des Kaufpreises bewerten die Investment Professionals positiv.

## Analystenbefragung Teil 2: Auswirkungen von Fusionen und Übernahmen

### Key Findings I

- Hebung von Synergiepotentialen zur Begründung M&A-Transaktionen werden von den Kapitalmarktteilnehmern durchweg kritisch gesehen. Besonders auffallend waren hierbei die Angaben der Analysten hinsichtlich der Fehleinschätzungen des Managements.



# Analystenbefragung Teil 3: Auswirkungen von Fusionen und Übernahmen

## Key Findings II

- Eine weitgehende Integration übernommener Unternehmen wird klar der Vorzug vor einem geringen Integrationsgrad gegeben: die Analysten sehen bei einer umfangreichen Integration eine höhere Erfolgswahrscheinlichkeit. Das Produkt-/Leistungsportfolio, die IT-Infrastruktur sowie der Bereich Prozesse/ Know-How werden als die wichtigsten Integrationsfelder angesehen.
- Die Untersuchungsergebnisse widersprechen zwei klassischen Vorurteilen: Der Forderung nach Personalabbau durch den Kapitalmarkt und die Forderung nach schnellen Ergebnissen. Innerhalb der Synergieforderungen kam der Personalabbau mit großem Abstand auf den letzten Platz und der Erwartungshorizont für die Umsetzungsergebnisse liegt mehrheitlich im Rahmen von 18 – 24 Monaten.
- Innovativen Fusionsstrategien stehen die Kapitalmarktteilnehmer weitgehend offen gegenüber, wie z.B. Übernahmen mit Zerschlagungsabsicht (Dow Chemical/DuPont). Allerdings werden hier deutlich detailliertere Informationen gefordert, z.B. hinsichtlich der Aufteilung ausstehender Anleihen.
- Analysten setzen bei der Beurteilung von M&A-Transaktionen vorwiegend auf Szenarien. Simulationsrechnungen und Sensitivitätsanalysen kommen deutlich weniger zum Einsatz. Nachholbedarf seitens der Wertpapieranalyse besteht auch hinsichtlich der Einschätzung finanzieller Einflüsse potentieller Abspaltungsvorgaben seitens der Kartellbehörden, eventuell erhöhter Fremdkapitalkosten durch Ratingveränderungen und den Risiken künftiger außerplanmäßiger Wertberichtigungen.

## Analystenbefragung Teil 3: Transaktionshintergrund

### Key Findings

- Analysten erwarten Erfahrung des Management bzw. des Unternehmens mit Übernahmen. Hierbei gilt tendenziell, je komplexer die Transaktion, desto höher die Erwartung der Kapitalmarktteilnehmer an die vorhandenen Erfahrungen.
- Die Kapitalmarktteilnehmer achten in erster Linie auf wirtschaftlich sinnvolle Übernahmen, was sich an den Antworten auf zahlreiche Fragen erkennen ließ:
- Feindliche Übernahmen werden nur von 9% der Befragten positiv oder sehr positiv gesehen. Zwar wird generell eine Übernahme eines Unternehmens auch gegen den Willen des Managements akzeptiert, jedoch sind die Analysten überwiegend der Meinung, dass feindliche Übernahmen zu zu hohen Bewertungsaufschlägen führen und damit die Wirtschaftlichkeit der Übernahme in Frage stellen.
- Bei der Eignerstruktur übernommener Unternehmen präferieren die Investment Professionals eindeutig Übernahmeziele aus Gründer- bzw. Familienbesitz. Akzeptiert werden auch Übernahmen börsennotierter Unternehmen, während Käufe von Private Equity-Gesellschaften sehr kritisch gesehen werden (nur 19% positive Antworten).
- Auch Bieterwettbewerbe um ein Unternehmen werden weitgehend abgelehnt (nur 21% positive Bewertungen).
- Bei den Akquisitionsmotiven stehen die Schaffung neuer Marktzugänge und der Zugang zu zukunftsgerichteten Technologien an oberster Stelle der Analysten. Deutlich weniger nachvollziehbar sind für diese mehrheitlich die Akquisitionsmotive „Schaffung von Wertschöpfungstiefe durch vertikale Integration“ und „Zwang durch Marktbedingungen“.

# Analystenbefragung Teil 4: M&A Kommunikation

## Lessons For Investor Relations Professionals



STRATEGIC **sms**  
MANAGEMENT SOLUTIONS

Deutsche Vereinigung für  
Finanzanalyse und Asset Management  
Der Berufsverband der Investment Professionals

**DVFA**

- Die Umfrageteile 1 bis 3 konzentrierten sich auf die Einschätzung von M&A-bezogenen Sachverhalten durch die Investment Professionals und sind daher für die inhaltliche Arbeit der Investor Relations Manager von Bedeutung.
- Teil 4 der Analystenbefragung befasst sich explizit mit der Einschätzung der M&A-bezogenen Investor Relations Arbeit durch die Kapitalmarktteilnehmer.
- Die Befragung ergab zahlreiche Anregungen und Hinweise für die Verbesserung oder die Veränderung von Investor Relations-Schwerpunkten.
- Erstmals konnte eine Untersuchung konkrete Einblicke in den Wert guter, kapitalmarktbezogener Investor Relations-Arbeit liefern, in dem Angaben zu Bewertungsabschlägen für den Fall mangelhafter Informationsbereitstellung erhoben wurden.
- Gleichzeitig kann die Untersuchung ein besseres Verständnis der Investor Relations Manager für die Zwänge aber auch die Informationsanforderungen der Investment Professionals schaffen.

## Investor Relations bei M&A-Transaktionen

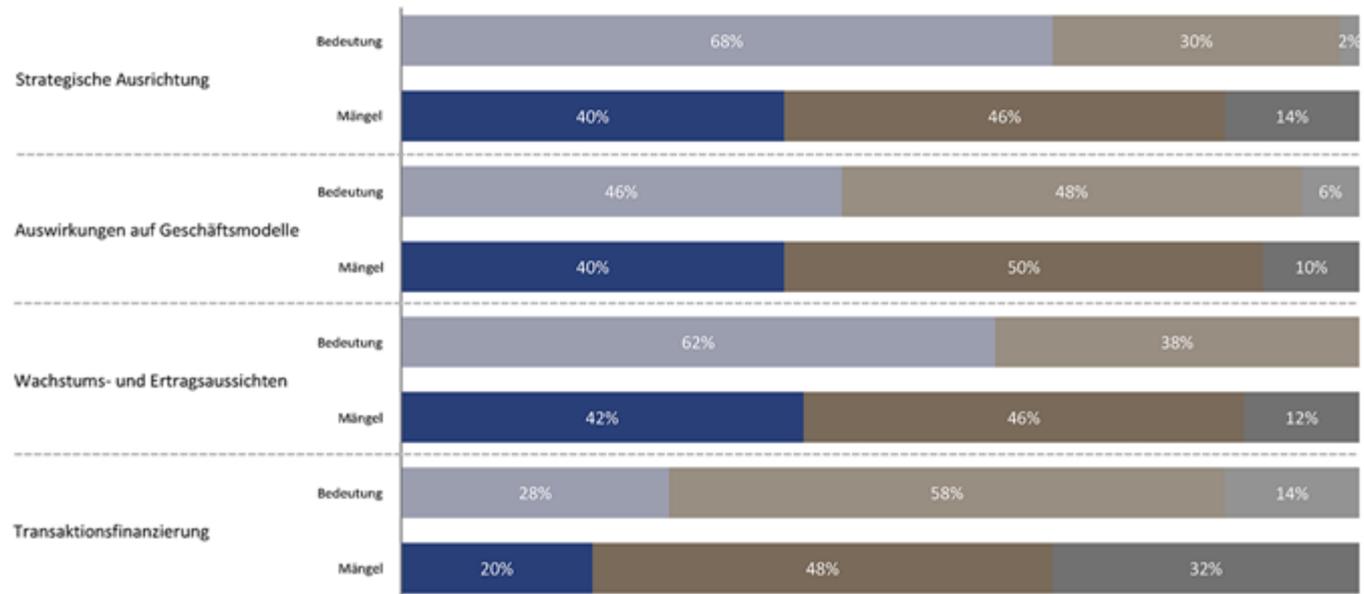
### Die Bedeutung der Kapitalmarktkommunikation im Rahmen von Fusionen und Übernahmen

- 90% der Investment Professionals gaben an, dass der Kapitalmarktkommunikation bei M&A-Transaktionen eine hohe (46%) bzw. sehr hohe (44%) Bedeutung zukommt.
  - saubere Darstellung der Auswirkungen auf die Equity Story und auf das Rating
  - Erläuterung der erwarteten Synergien
  - Vermittlung des „added value“ sowie des „competitive advantage“ der Transaktion
  - je größer das Transaktionsvolumen desto höher die Anforderungen an die Investoreninformation
- Auch im Vergleich zu anderen Kommunikationsereignissen nimmt die M&A-Kommunikation eine herausragende Stellung ein:
  - 56% messen der M&A-Kommunikation eine höhere Bedeutung bei als Informationen über neue Forschungsergebnisse
  - 48% (!) gegenüber der Veröffentlichung des Jahresergebnisses
  - ebenfalls 48% gegenüber Wechseln auf Vorstandspositionen
  - 44% gegenüber Kapitalmaßnahmen
  - 40% gegenüber Veränderungen der Dividende
  - immerhin noch 34% gegenüber Gewinnwarnungen
- Die transformatorischen Auswirkungen von Fusionen und Übernahmen begründen im wesentlichen die hohe Bedeutung umfangreicher und zielgerichteter Investorenkommunikation.

## Investor Relations bei M&A-Transaktionen

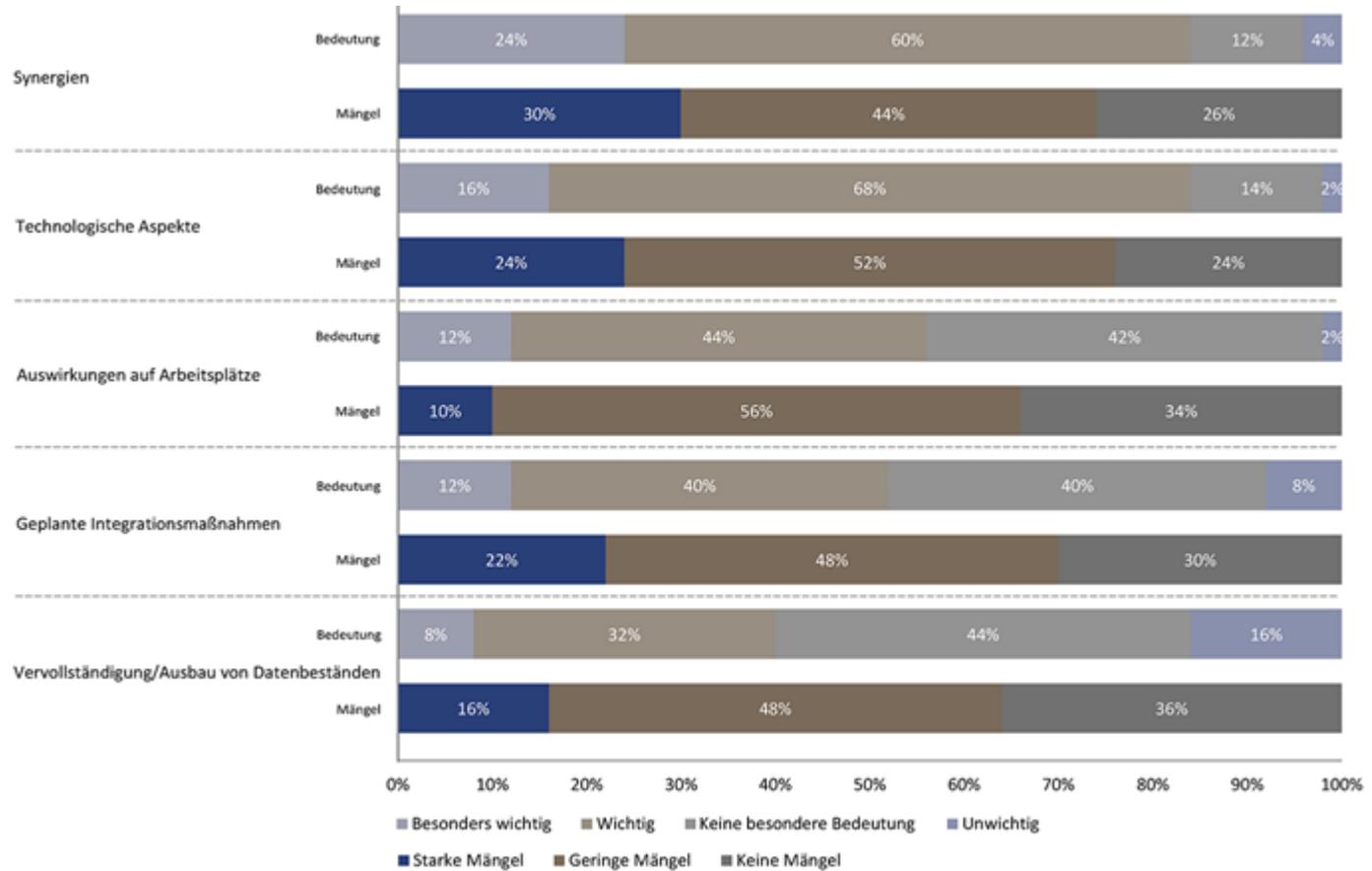
### Wichtigste Kommunikationsbereiche und häufigste Mängel aus Analystensicht I

- In allen Kommunikationsbereichen sehen die Analysten zum Teil erhebliche Mängel. Was noch schwerer wiegt: Gerade in denjenigen Kommunikationsbereichen, die von den Analysten als besonders wichtig eingeschätzt werden (Strategische Ausrichtung, Auswirkungen auf Geschäftsmodelle und Wachstums- und Ertragsaussichten) scheinen die Mängel besonders groß zu sein!



# Investor Relations bei M&A-Transaktionen

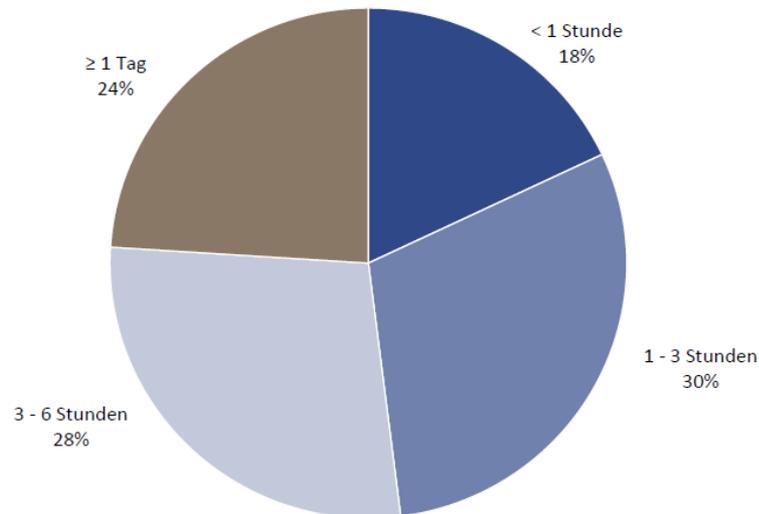
## Kommunikationsbereiche und häufigste Mängel aus Analystensicht II



## Investor Relations bei M&A-Transaktionen

Reaktionszeiten der Investment Professionals zeigen hohen Entscheidungsdruck

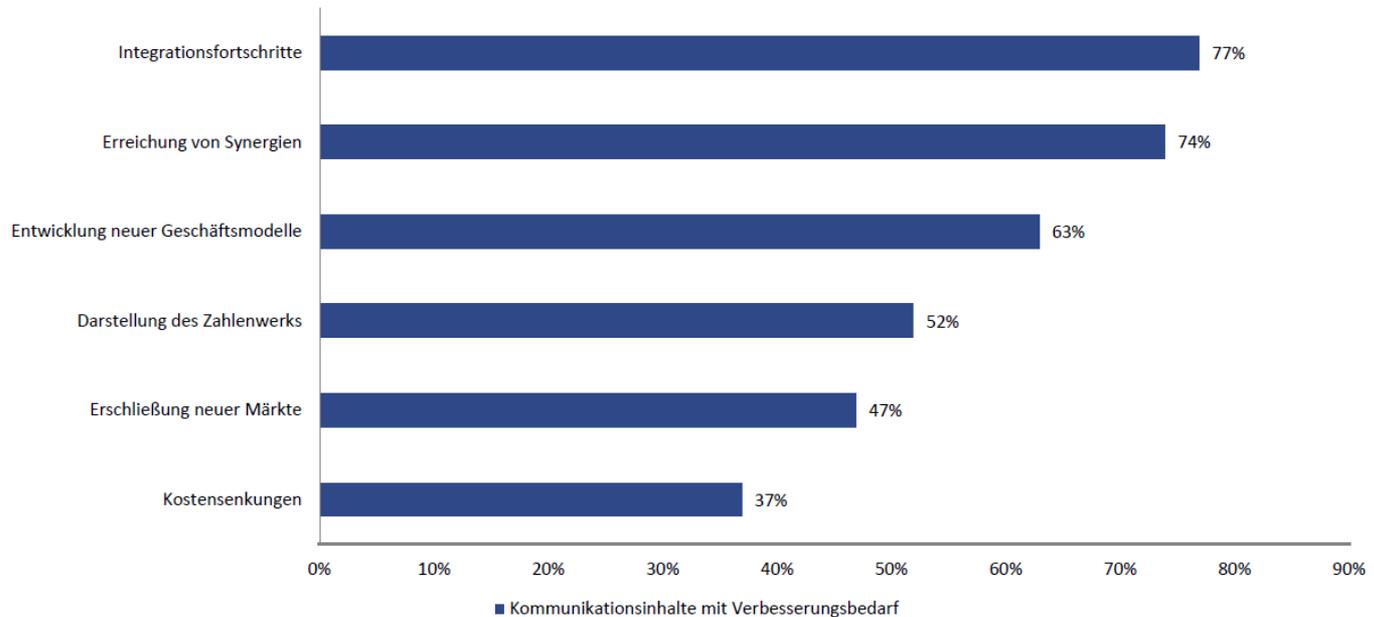
- Fast die Hälfte der Analysten müssen in weniger als drei Stunden zu einer Einschätzung einer M&A-Transaktion kommen, 18% sogar in weniger als einer Stunde.
- Die extrem kurzen Reaktionszeiten verdeutlichen die Notwendigkeit zielgerichteter, entscheidungsorientierter Investoreninformationen: Transparenz, Konzentration auf die wesentlichen wertbestimmenden Faktoren und gute, übersichtliche und widerspruchsfreie Aufbereitung der Unterlagen.



## Investor Relations bei M&A-Transaktionen

### Verbesserungsbedarf aus Sicht der Kapitalmarktteilnehmer

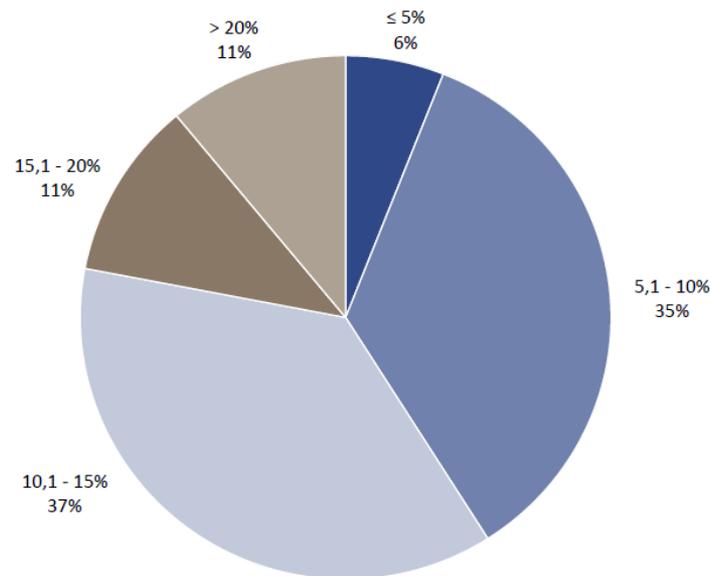
- Rd. drei Viertel der Befragten sehen Verbesserungsbedarf in den Informationsbereichen „Integrationsfortschritte“ und „Erreichung von Synergien“, also genau in denjenigen Bereichen, die als besonders erfolgskritisch bei Unternehmensübernahmen gelten.
- Selbst bei einer „Standardaufgabe“ wie der Darstellung des Zahlenwerks sehen noch mehr als die Hälfte der Analysten Verbesserungsbedarf.



## Investor Relations bei M&A-Transaktionen

### Deutliche Bewertungsabschläge bei mangelhafter Kapitalmarktkommunikation

- 92% der Befragten stimmten der These vom Zusammenhang zwischen Bewertungsabschlägen und mangelhafter Kapitalmarktkommunikation zu.
- Erstmals konkrete Bewertungsabschläge aus Sicht der Investment Professionals bei mangelhafter Kapitalmarktkommunikation erhoben.
- Insbesondere beim Einsatz eigener Aktien als Akquisitionswährung und bei der Durchführung von Kapitalerhöhungen zur Transaktionsfinanzierung schlägt eine mangelhafte Kapitalmarktkommunikation direkt auf den tatsächlichen Preis einer Übernahme durch.



© 2023, SMS Proprietary Information - All Rights Reserved. Dieses Dokument ist ausschließlich für den direkten Empfänger bestimmt und ohne die weiteren Erläuterungen durch einen unserer Berater nur bedingt aussagefähig! This document is intended exclusively for the recipient and is incomplete without the accompanying explanation by one of our consultants!

# Investor Relations bei M&A-Transaktionen

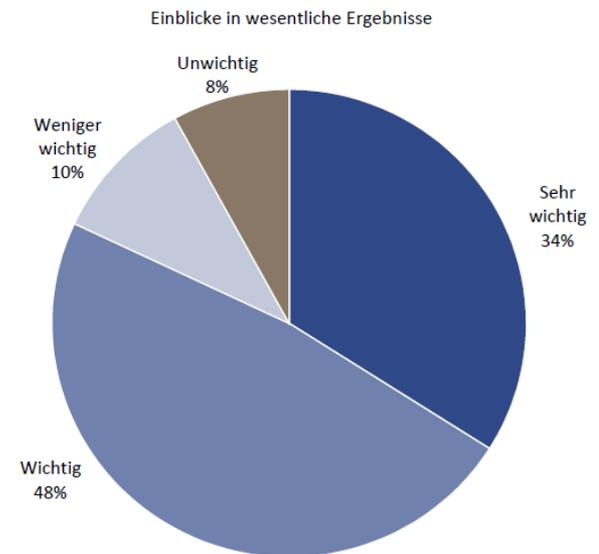
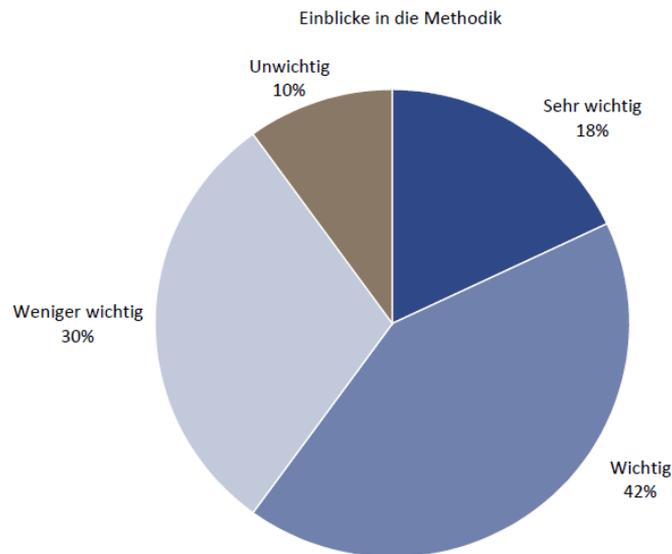
## Kommunikationsleitfaden für M&A-Transaktionen

- Das Kommunikationsverhalten der Emittenten im Zusammenhang mit M&A-Transaktionen unterscheidet sich in der Praxis erheblich.
- Gerade im Zusammenhang mit Fusionen und Übernahmen ist die Kapitalmarktkommunikation von hohem Zeitdruck und einer großen Bandbreite relevanter Informationen geprägt.
- M&A-Kommunikation ist i.d.R. keine „Standardkommunikation“, wie z.B. die Veröffentlichung von Jahres- oder Zwischenergebnissen. Sie ist immer in hohem Maße individuell und nicht regelmäßig wiederkehrend. Dies lässt einen verhältnismäßig flachen Verlauf von Lern- und Erfahrungskurven erwarten, bei gleichzeitigem Fortschreiten von „best-practice“-Lösungen und Kapitalmarktanforderungen.
- Diese Problematik paart sich wie gezeigt mit einem starken Einfluss der Kommunikationsqualität auf die Unternehmensbewertungen.
- Gut drei Viertel (76%) der befragten Investment Professionals halten daher die Erarbeitung eines „Leitfadens Transaktions-Kommunikation“ für wünschenswert (davon 24% sogar für „sehr wünschenswert“).
- Bei weitergehenden offenen Antworten erwarten sich die Befragten eine bessere Vereinheitlichung und einen Mindestumfang der Informationsinhalte. Darüber hinaus wird durch einen „Leitfaden Transaktions-Kommunikation“ auch die Etablierung einer Art „Kommunikations-Standard“ erwartet, dessen Unterschreitung negativ interpretiert werden könnte.

## Investor Relations bei M&A-Transaktionen

### M&A-Controlling – Im Spannungsfeld zwischen Unternehmens- und Kapitalmarktinteressen

- Die Investment Professionals befürworten jeweils mit deutlicher Mehrheit tiefere Einblicke in das M&A-Controlling
- Controlling-Ergebnisse stehen dabei im Vordergrund (82% „wichtig“ bzw. „sehr wichtig“). Gleichzeitig werden aber auch Einblicke in die Controlling-Methodik (60% „wichtig“ bzw. „sehr wichtig“) gewünscht.



## Investor Relations bei M&A-Transaktionen

Nachhaltende Kommunikation, Zeitraum für sichtbare Erfolge

### Kommunikatives Nachhalten von Unternehmenstransaktionen

- Investment Professionals erwarten auch nach dem Abschlusszeitpunkt einer M&A-Transaktion über einen längeren Zeitraum hinweg die kommunikative Begleitung des Deals.
- Insgesamt 86% der Befragten halten in diesem Bereich die Praxis der Unternehmen für „verbesserungsfähig“ (64%) bzw. „stark verbesserungsfähig“ (22%).

### Realistische Einschätzung von Erfolgsreiträumen bei M&A-Transaktionen

- Kapitalmarktteilnehmer zeigen sich weniger kurzfristig orientiert als üblicherweise unterstellt.
- Kein Befragungsteilnehmer erwartete ein Erfolgs-/Misserfolgsurteil einer M&A Transaktion innerhalb der ersten sechs Monate.
- 42% der Befragten gehen davon aus, dass der Erfolg/Misserfolg erst nach mindestens einem Jahr erkennbar wird. Die meisten Investment Professionals 46% gehen dagegen von einer Dauer von mehr als zwei Jahren aus.

## Investor Relations bei M&A-Transaktionen

### Neuer Kommunikationsinhalt Cyber-Assets

- „Cyber-Assets“, also Daten und Datenzugänge, IT-Kapazitäten und –Fähigkeiten, Plattformen, digitale Ecosysteme usw. gewinnen im Zusammenhang mit der digitalen Transformation der Wirtschaft immer mehr an Bedeutung. Auch im Rahmen der Übernahmelogik von M&A-Transaktionen nimmt ihr Einfluss zu.
- Fast die Hälfte der Analysten (46%) gab an, dass die Berichterstattung über Cyber-Assets im Rahmen von M&A-Transaktionen bislang nicht ausreichend ist. 36% meinten sogar, dass darüber kaum oder gar nicht berichtet wird.
- Eine weit überwiegende Mehrheit (86%) der Investment Professionals fordern künftig eine verstärkte Berichterstattung über Cyber-Assets im Rahmen der M&A-Kommunikation, aber nur 60% der Befragten erwartet, dass es zukünftig zu einer Zunahme der Berichterstattung über Cyber-Assets kommen wird.
- Im offenen Antwortbereich wünschten sich die Analysten Angaben zu „geldwerten Daten“ und Synergien, sowohl hinsichtlich der Datenbestände als auch dem IT-Bereich. Ebenso spielen die zu erwartenden Kosten für die IT-Integration bzw. Migration von IT-System für die Befragten eine wichtige Rolle. Hier kam die Sorge vor „explodierenden“ Kosten oder sogar dem späteren Scheitern der IT-Integration deutlich zum Ausdruck.
- Die Thematik der Cyber-Assets im Rahmen der Schaffung bzw. der Erhaltung des Unternehmenswertes scheint den Autoren noch nicht annähernd genug ausgeleuchtet zu sein. Es ist daher geplant, in Kürze eine separate Befragung der DVFA-Mitglieder zu diesem Thema durchzuführen.

## Wie es weitergehen könnte...

### Feedback From The Investor Relations Professionals

- Wie sehen die Investor Relations Verantwortlichen die Erarbeitung eines „Leitfadens Transaktions-Kommunikation“, insbesondere als Unterstützung im zeitkritischen M&A-Prozess?
- Wie wird die unternehmensseitige Akzeptanz eines „M&A-Controlling-Reportings“ eingeschätzt? Gehen die Informationsanforderungen der Financial-Community zu weit oder sind entsprechende Kommunikationsinhalte vorstellbar?
- Wie gezeigt, deutet sich im Zusammenhang mit Cyber-Assets das Öffnen einer Schere zwischen Anforderung des Kapitalmarktes und dem Kommunikationswillen (oder der Kommunikationsfähigkeit?) der Unternehmen an. Wie stehen die Investor Relations Verantwortlichen dem Kommunikationsthema Cyber-Assets gegenüber?
- Investor Relations Professionals als Managementberater – Wie groß ist der Einfluss des Kapitalmarktfeedback auf M&A-Entscheidungen?

**Vielen Dank für Ihre Aufmerksamkeit!**

STRATEGIC **sms**  
MANAGEMENT SOLUTIONS

Scribastraße 26  
D- 64354 Reinheim  
Deutschland

Telefon: +49 (0) 61 62 - 8 16 26  
Mobil: +49 (0) 172 - 69 12 858

Telefax: +49 (0) 61 62 - 96 87 13

E-Mail: [m.mueller@sms-strategic.de](mailto:m.mueller@sms-strategic.de)