

VALUETRUST

Ipreo by IHS Markit Wisdom Events
The New Normal –Passive, Active, Activist

Low Hanging Fruits? Fokus auf (Eigenkapital-) Bewertung

Prof. Dr. Christian Aders, CEFA, CVA

Vorstandsvorsitzender, ValueTrust Financial Advisors SE

Potenzielle Angriffspunkte aktivistischer Investoren und Event-Investoren

1

Unterbewertung und/oder Performance-Messung

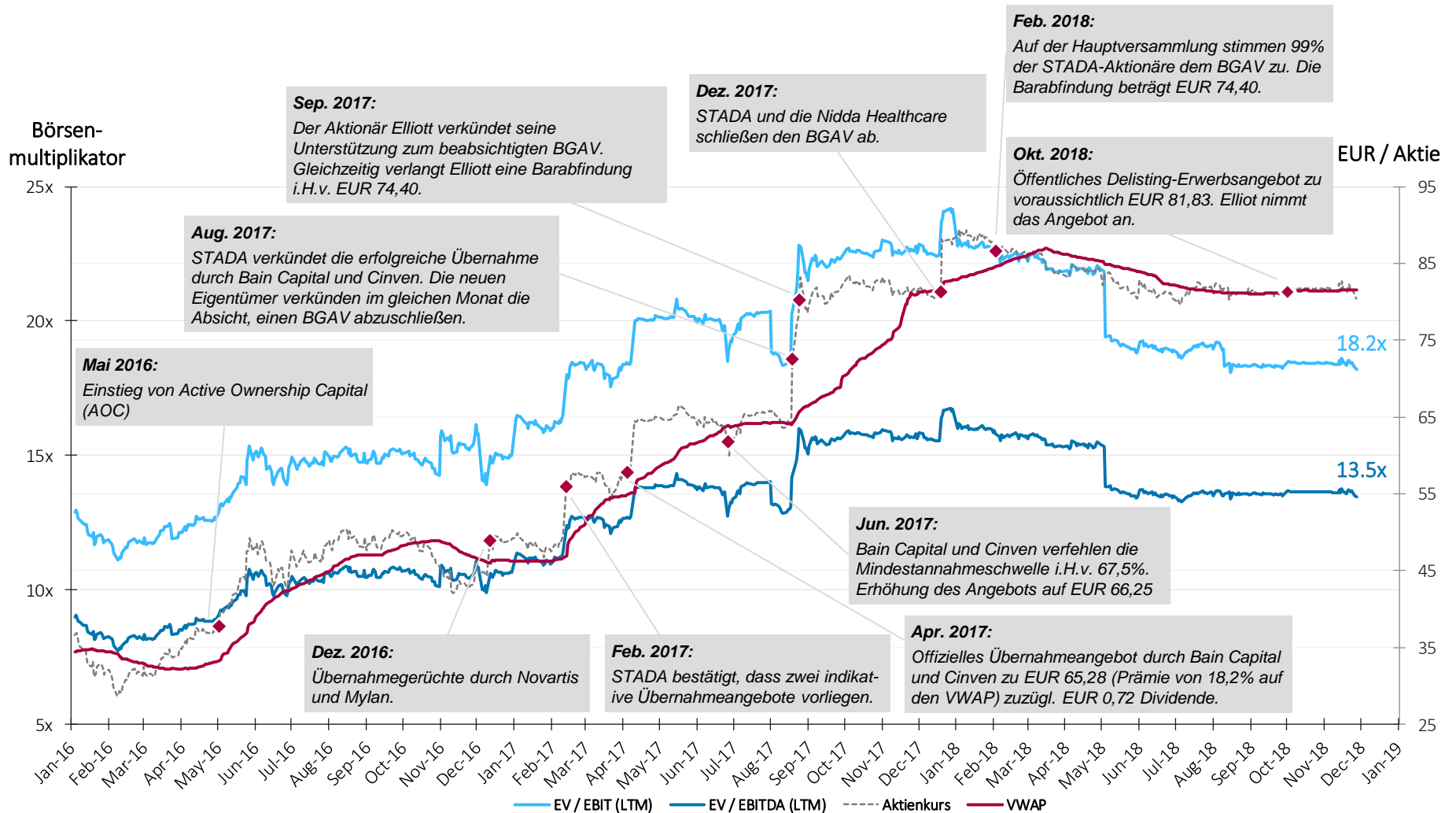
2

Takeover-Prozess

3

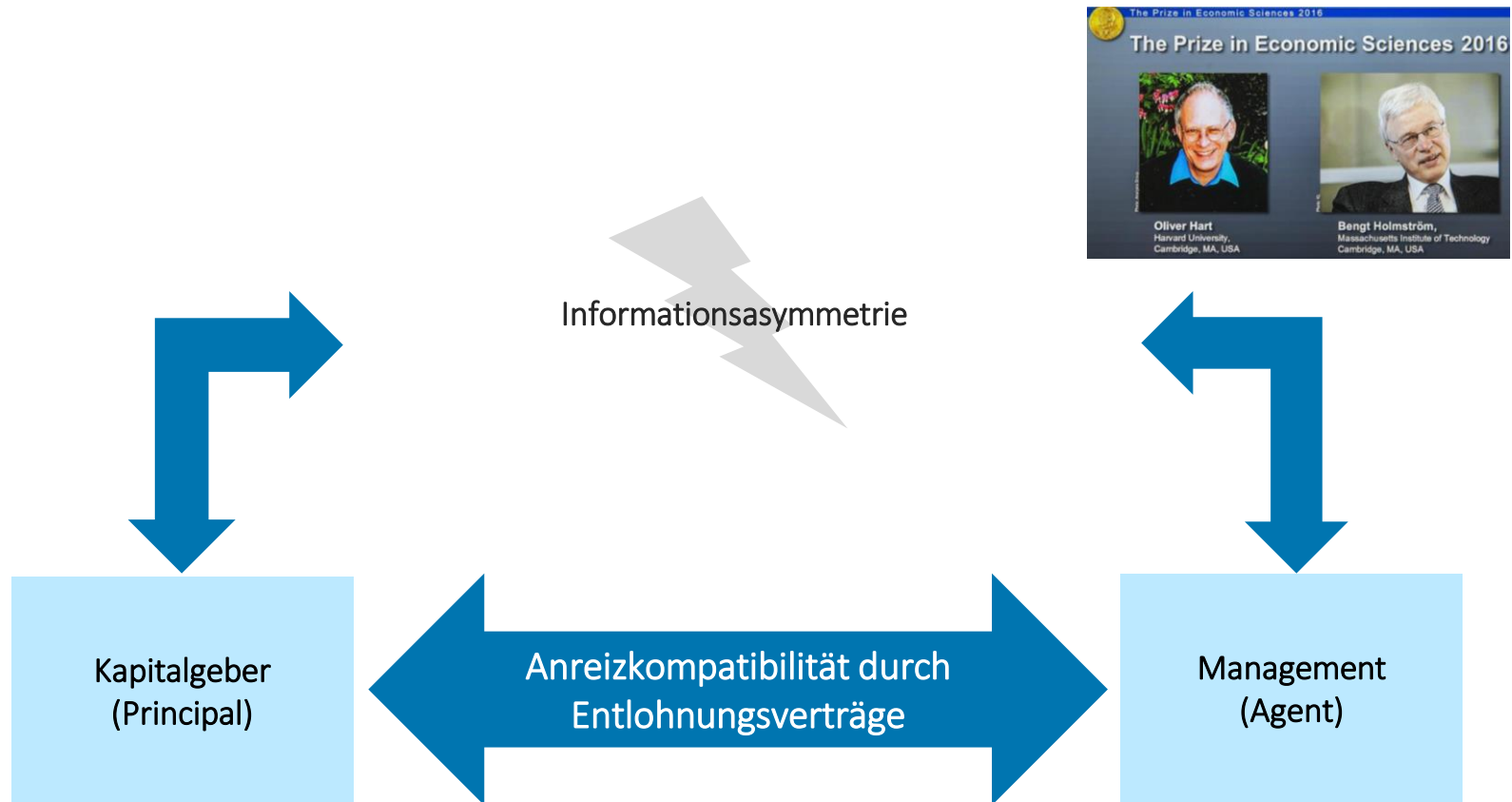
Taking Private-Prozess bzw. sog. Backend-Spekulation

Der STADA-Case spiegelt alle drei Angriffspunkte wider



Quelle: finexpert/ValueTrust, German Takeover Report Vol. 4, April 2018.

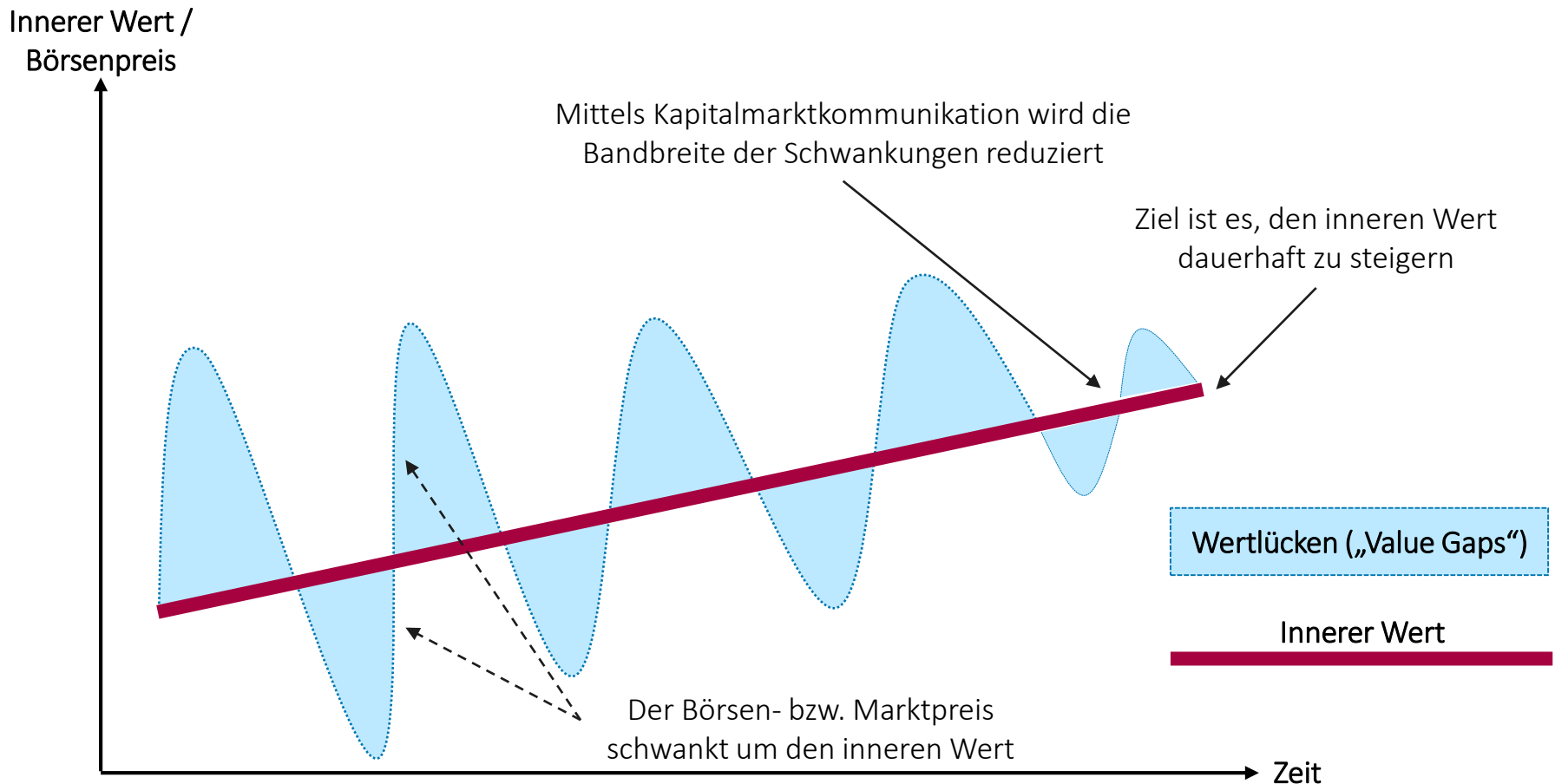
Theoretisch sollten Manager im Interesse der Aktionäre bzw. Investoren handeln



Fazit

Verringerung der Principal-Agent-Problematik und Herstellung von Anreizkompatibilität zwischen Kapitalgebern und Managern durch anreizkompatible Entlohnungsverträge.

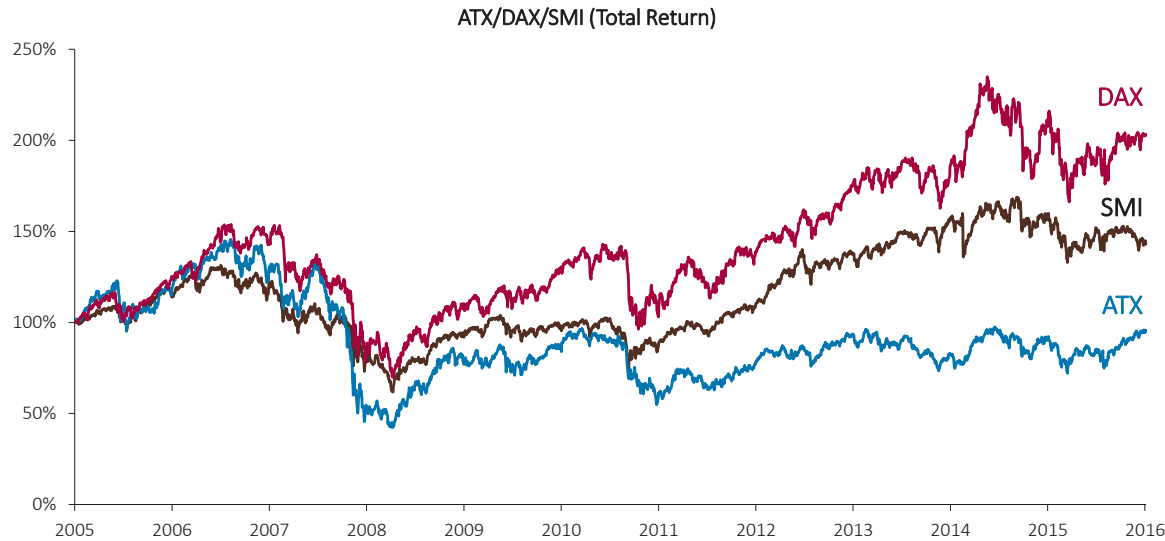
Performance-Messung und Steuerung zielt auf nachhaltige Steigerung des inneren Werts ab und hat die Schließung von Wertlücken zum Ziel



Fazit

Voraussetzung für die Steigerung der Marktbewertung durch die Börse bzw. des Börsenpreises ist nachhaltiges Wachstum des „inneren“ Unternehmenswerts, was eine „wertoptimierende“ Unternehmensplanung erfordert.

Wertorientiertes Target-Setting hat die Analyse der in der aktuellen Marktbewertung implizierten Werttreiber als Ausgangspunkt



Fundamentale Werttreiber

Kapitalrendite
(ROE / ROIC / ROCE)

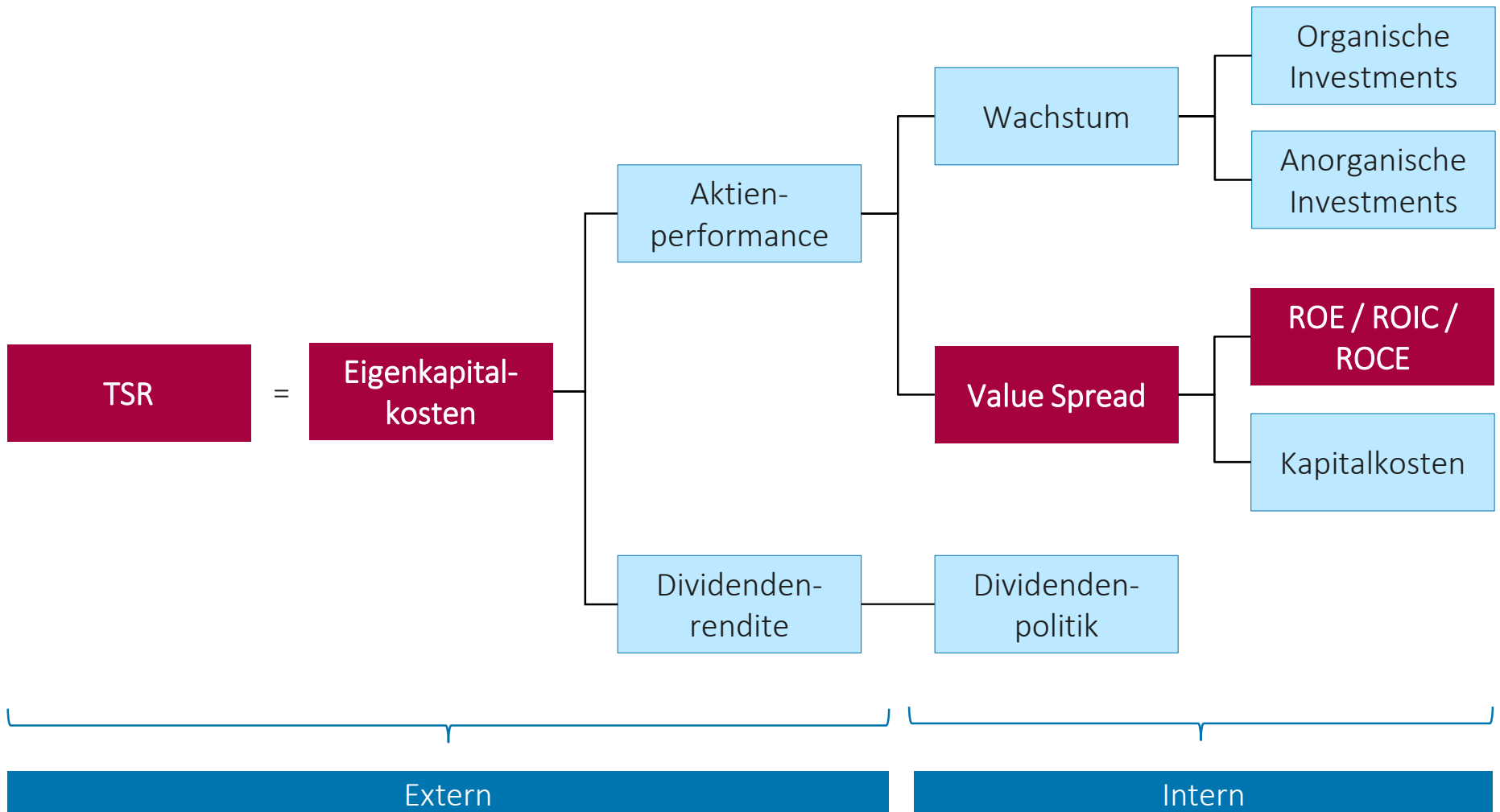
Wachstum

Überrendite (Value Spread)

Zwischen- fazit

Strategie des Unternehmens, TSR-Erwartung der Aktionäre und Performance der Wettbewerber bzw. der Peer Group determinieren, ob Wertsteigerungspotentiale für das Unternehmen bestehen.

Unternehmensinterne Performancemaße (als Bezugsgrößen der Vergütung) sollten zum TSR überleitbar sein



Potenzielle Angriffspunkte aktivistischer Investoren

1

Unterbewertung und/oder Performance-Messung

2

Takeover-Prozess

3

Taking Private-Prozess bzw. sog. Backend-Spekulation

Public Takeover Studie HHL Leipzig/ValueTrust

Erfolg und Prämien von Takeovers hängen in Deutschland von der „Startposition“ ab

Der Erfolg von Übernahmeangeboten und die Besonderheiten auf dem deutschen M&A-Markt im Zeitraum von 2005 bis 2018

- Hintergrund: Detaillierter Rechtsrahmen in Deutschland und ausgeprägter Schutz der Minderheitsaktionäre.
- Methodik: Trennung des Samples in vier Toehold-Kategorien. Dadurch sind die Analysen nicht direkt abhängig vom Anteil des Bieters am Eigenkapital des Zielunternehmens bei Abgabe des Übernahmeangebots („Toehold“) im Angebotszeitpunkt.

	Toehold 0-30%	Toehold 30-50%	Toehold 50-75%	Toehold 75-100%	Gesamt
1 Prämie Durchschnitt	23,8%	12,1%	18,9%	16,4%	19,2%
Anzahl Angebote	135	52	64	84	335 ¹⁾

¹⁾ Für diese Angebote waren alle Informationen verfügbar.

1 Die gebotene Prämie hat einen hochsignifikanten, positiven Einfluss auf den Angebotserfolg. Zusätzlich wirkt sich die Höhe der Prämie auf die Wahrscheinlichkeit einer positiven Empfehlung des Managements aus.

4 Die Effekte der einzelnen Einflussfaktoren unterscheiden sich deutlich für unterschiedliche Ausgangsanteilsquoten. Bei niedrigen und hohen Toeholds sind die Effekte negativ, im mittleren Bereich leicht positiv.



2 Die Transaktionswährung ist im Toehold-Bereich von 50% - 75% signifikant. Hier sind Stock-Deals erfolgreicher als Cash-Angebote. Dieses Ergebnis steht im Widerspruch zu den abgeleiteten Effekten in US-Studien.

3 Für Angebote mit einem Toehold zwischen 50% und 75% hat die Größe der Zielgesellschaft einen signifikanten positiven Einfluss. Auch dieses Ergebnis steht in Kontrast zu denjenigen der US-Studien.

Quelle: Aders/Schnell/Schwetzer (2018): Erfolgsfaktoren für Übernahmeangebote in Deutschland, Corporate Finance, Nr. 01-02, S. 53-60.

Public Takeover Studie HHL Leipzig/ValueTrust

Treiber des Prämienprognosemodells

Schlüsselfaktoren für den Erfolg einer Übernahme



Bieter

- Übernahmeprämie
- Aktienanteil zum Zeitpunkt des Angebots (toehold)
- "Irrevocables" und "block acquisitions" von Großaktionären
- Art der Gegenleistung (Barangebot oder Aktientausch)

Einfluss
des Bieters



Target

- Empfehlungen des Vorstands, Aufsichtsrats und Gewerkschaften zur Annahme/Ablehnung des Angebots
- Gegenangebote für das Zielunternehmen
- **Konzentration der Aktionäre**
- **Aktionärsstruktur (z.B. Anteil der Indexfonds)**
- Anteil des Freefloats
- Unternehmensgröße

Nicht
unter dem
Einfluss
des Bieters



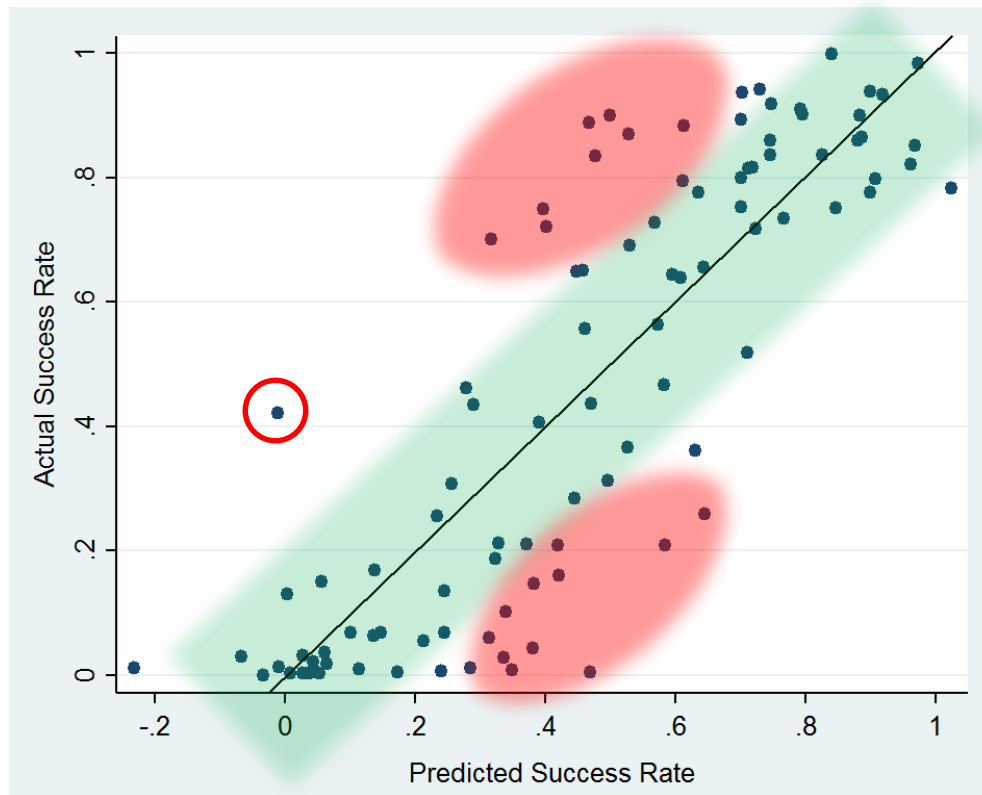
Kapital- markt

- Aktienkursentwicklung
- Volatilität der Aktie vor der Ankündigung des Angebots
- Restrukturierungsbedarf aufgrund der Finanzmarktkrise

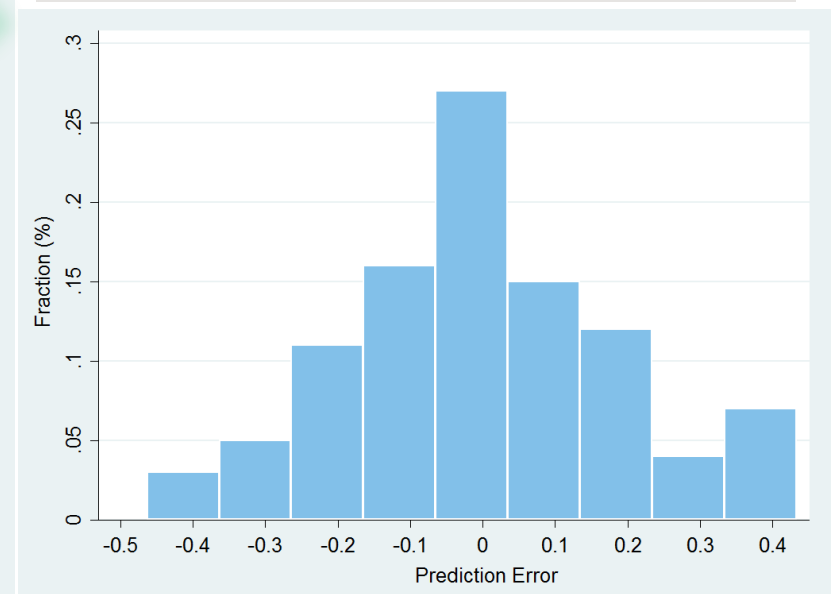
Public Takeover Studie HHL Leipzig/ValueTrust

Prognosequalität des Modells

Actual vs. Predicted Success Rate



Distribution of Prediction Error of the Model



Fazit

- Hohe statistische Prognosequalität des Modells (Bestimmtheitsmaß ca. 65%; wie im Backtesting)
- Case by Case-Analyse empfehlenswert

Potenzielle Angriffspunkte aktivistischer Investoren

1

Unterbewertung und/oder Performance-Messung

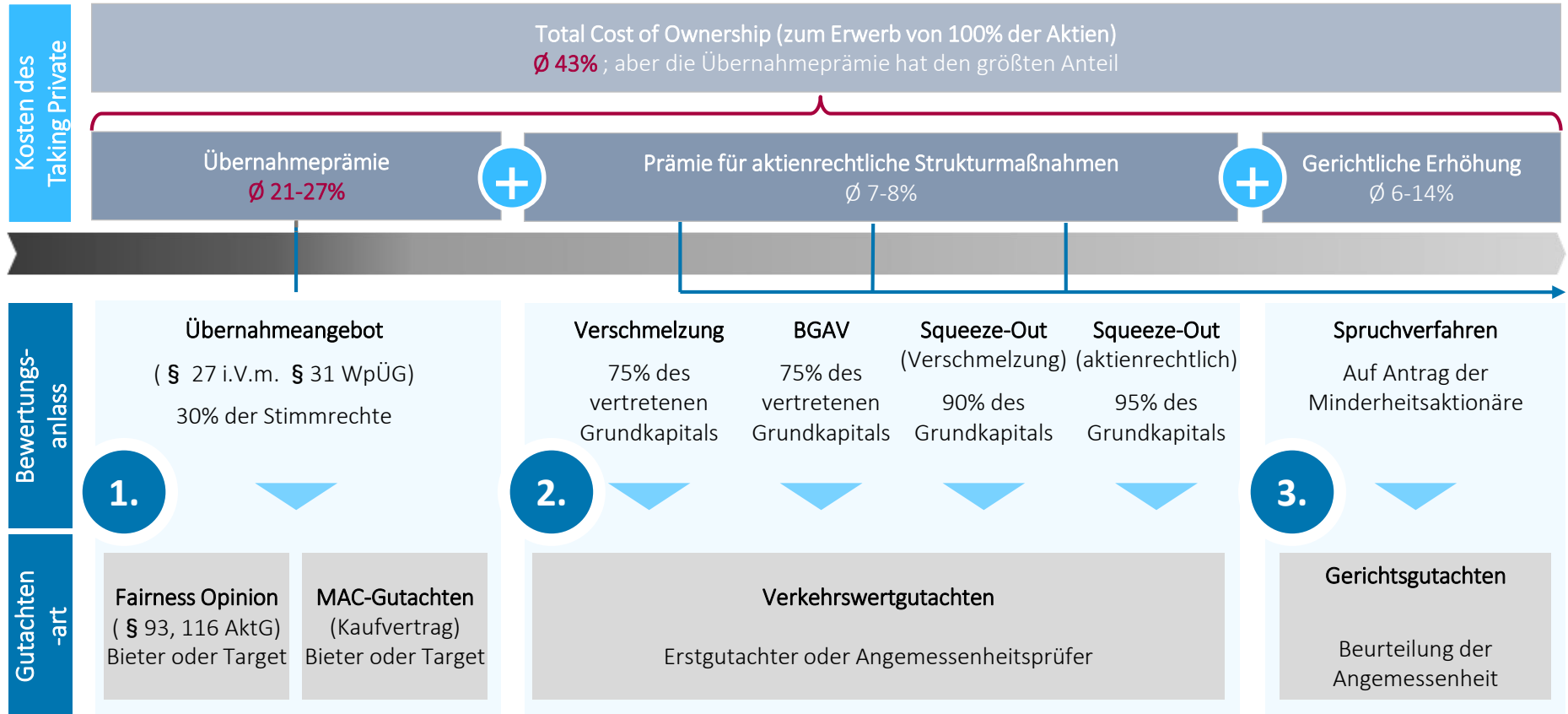
2

Takeover-Prozess

3

Taking Private-Prozess bzw. sog. Backend-Spekulation

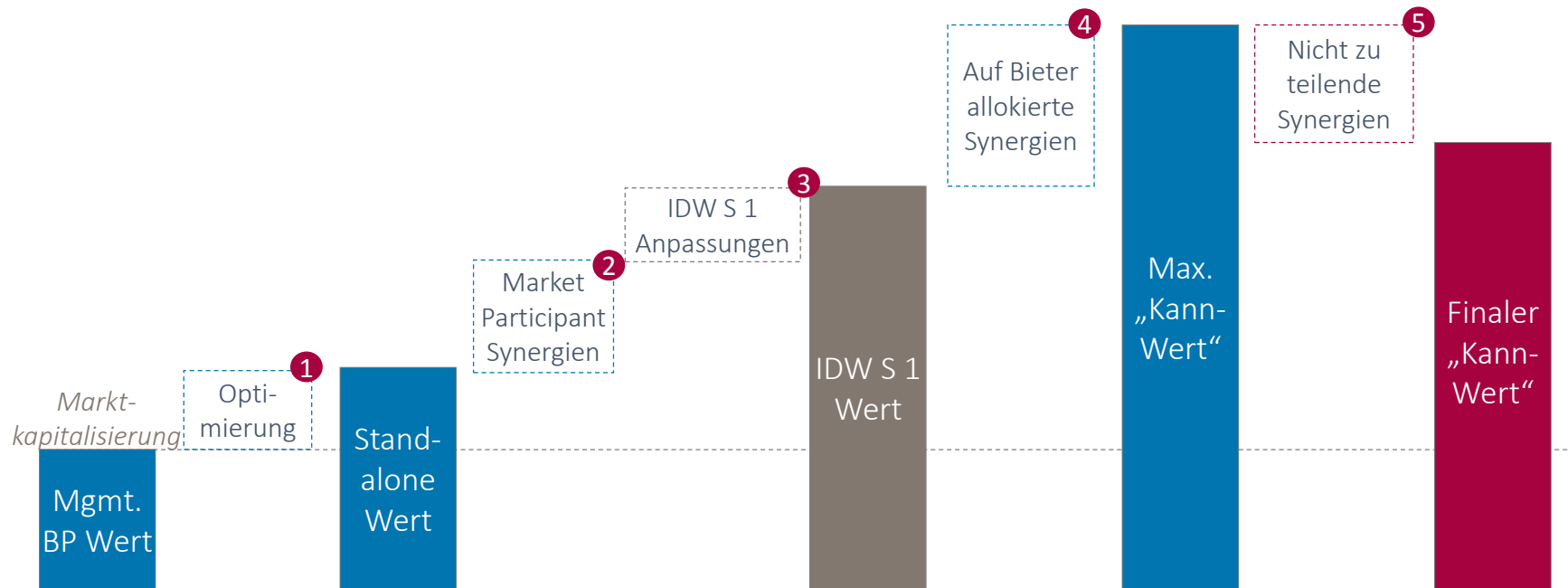
Takeover-Prämie treibt zusammen mit dem sog. Backend (BGAV und Squeeze-out) die Total Cost of Ownership



Fazit

Prämienanalyse ist der Kerntreiber der Total Cost of Ownership.

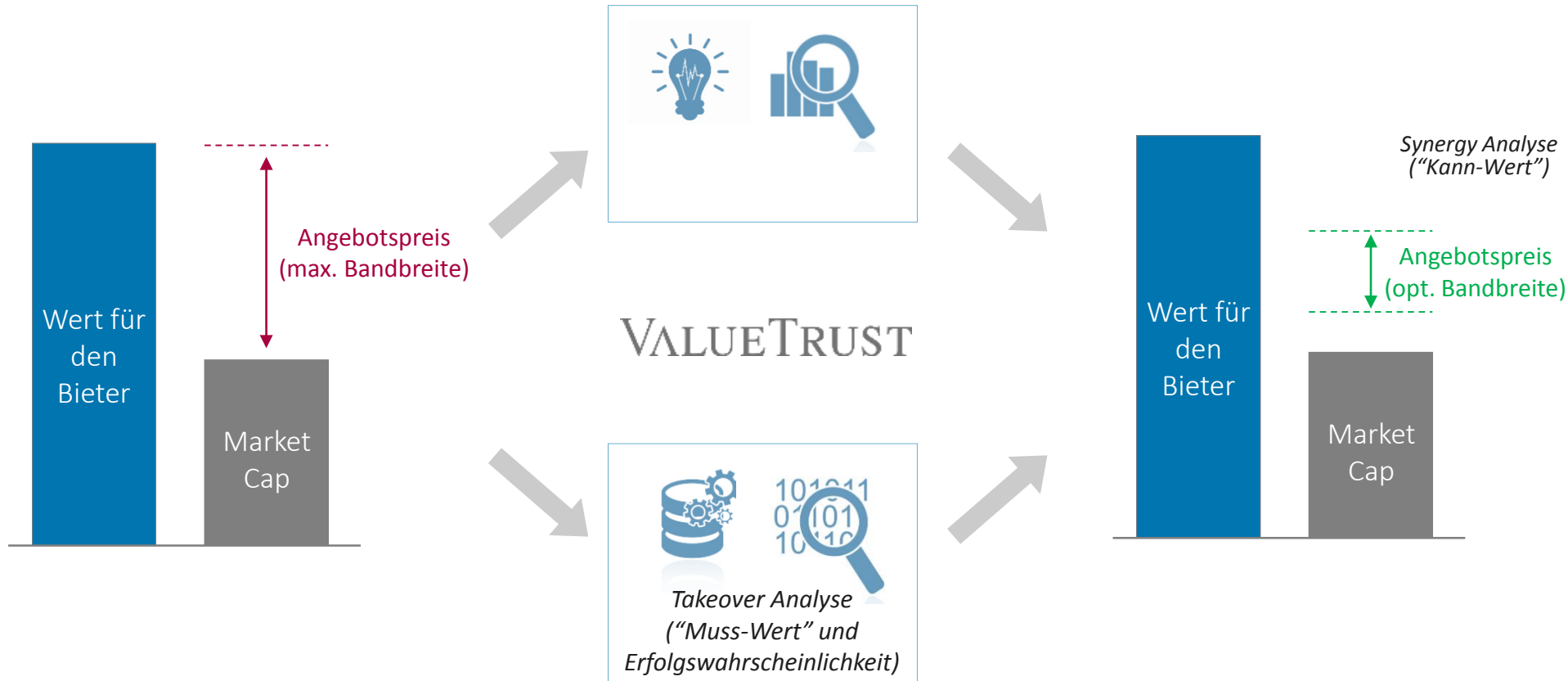
Synergieanalyse und Abschätzung des sog. IDW S 1 Werts ist der Startpunkt der Outside In-Analyse der Prämie (von Bieter und Aktivist)



Bestandteile der Synergieanalyse

- 1 Analyse des Mgmt.-Business Plans, Optimierungspotenzials, Stand-alone Werts, Kapitalkosten und Benchmarking
- 2 Analyse der erwarteten Synergien, Klassifizierung und Allokation
- 3 Anpassungsbedarf nach IDW S 1 (Tax CAPM, Synergietypisierung, Börsenkurs als Untergrenze, etc.)
- 4 Überprüfung und Diskussion der Synergieschätzungen des Bieters
- 5 Ableitung der käuferindividuellen Synergien, die nicht mit dem Bieter zu teilen sind

Sinnhaftigkeit und Erfolg eines Takeovers sowie Kosten des Taking Private hängen (auch aufgrund von Aktivisten) gegenseitig voneinander ab



Fazit

Muss- und Kann-Werte bestimmen die optimierte Bandbreite des Angebotspreises mit verbesserter Wertsteigerungs- bzw. IRR-Erwartungen.

VALUETRUST

FINANCIAL EXPERTS IN ACTION

ValueTrust Financial Advisors SE

Theresienstraße 1

80333 München

Germany

+49 89 388 790 0

info@value-trust.com

www.value-trust.com

Folgen Sie uns:

