

M&A-Anlagestrategie – Risiko-Rendite-Diskrepanz

Februar 2016

Derzeit liegen M&A-Spreads bei rund 14% auf annualisierter Basis und damit deutlich über dem Durchschnitt von 6% der letzten 10 Jahre. Möglich wurde dieser Renditeanstieg durch eine Reihe von Faktoren, darunter das Überangebot an Deals, die regulatorische Unsicherheit und die Volatilität der Aktienmärkte, die die Risikobereitschaft belastete. Trotz dieser Störfeuer sind M&A-Transaktionen nach wie vor die bevorzugten Wachstumstreiber der CEOs. Da keine traditionellen Katalysatoren für Wachstum vorhanden sind, haben sich Unternehmen mit hohen Cash-Beständen zur Steigerung ihrer Rentabilität dem M&A-Segment zugewandt. Spezialisierte M&A-Manager, die eine aktive Deal-Auswahl betreiben, finden aufgrund dieser Kombination von reichem Deal-Angebot und der Diskrepanz des M&A-Risiko-Rendite-Verhältnisses ein fruchtbares Betätigungsfeld für die Generierung attraktiver Renditen. Wir sind der Ansicht, dass möglicherweise der richtige Zeitpunkt für eine Kapital-Allokation auf diese Investitionsmöglichkeit gekommen ist.

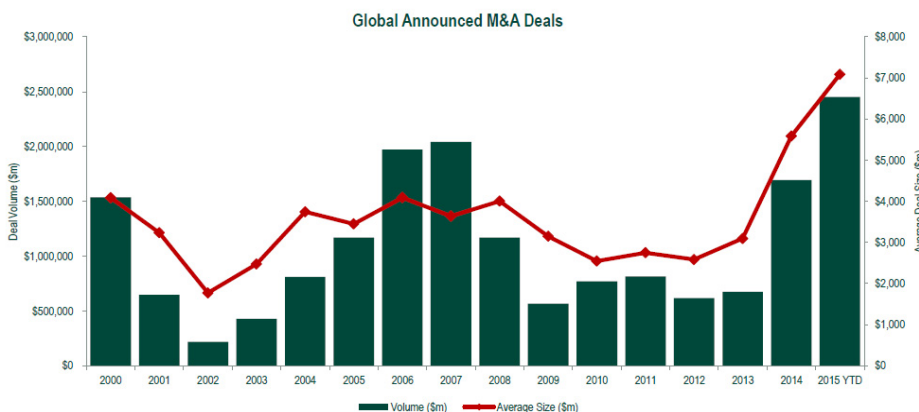
„The tighter you squeeze, the less you have.“ (Thomas Merton)

Anlagemöglichkeiten im Überblick

Die Cash-Bestände in den Bilanzen der Unternehmen sind auf Rekordniveaus angeschwollen. Dies ist unmittelbar auf die massiven Kostensenkungen der Unternehmen zur Verbesserung ihrer operativen Margen und die anhaltende Drosselung der Investitionen (Investitionen in längerfristige Anlagegüter, F&E, M&A) zur Sicherung ihrer Cashposition in Folge der Finanzkrise von 2008 zurückzuführen. Nach Angaben von J.P. Morgan hielten die Nichtfinanzunternehmen im S&P 500-Index Ende Oktober 2015 Cash-Bestände von fast USD 2,1 Billionen in ihren Bilanzen (gegenüber USD 1,5 Billionen im ersten Quartal 2007).

Aufgrund des fehlenden organischen Wachstums und der trüben Aussichten für das Wirtschaftswachstum haben CEOs nach externen Wachstumsquellen Ausschau gehalten. Angesichts von nahezu auf Allzeithochs oszillierenden KGVs (17x), Margen nahe Rekordständen, niedrigen Finanzierungskosten und Bergen von Cash in den Bilanzen ist externes Wachstum durch M&A-Transaktionen noch immer ein wichtiges Werkzeug für die Generierung von Shareholder Value. Die CEOs machen sich diesen Wachstumsmotor in hohem Maße zu nutze. So wurden 2015 – dem erfolgreichsten M&A-Jahr seit der Finanzkrise – M&A-Deals im Gesamtvolumen von USD 4 Billionen angekündigt.

Seit dem Jahr 2000 weltweit angekündigte M&A-Deals mit einer Größe über USD 250 Millionen



Global Announced M&A deals with >\$250m in size and >\$1m ADV. Source: Bloomberg.

Quelle: Bloomberg, Arrowgrass.



Alexandre Gamez ist Strategiemanager im Hedgefonds-Team

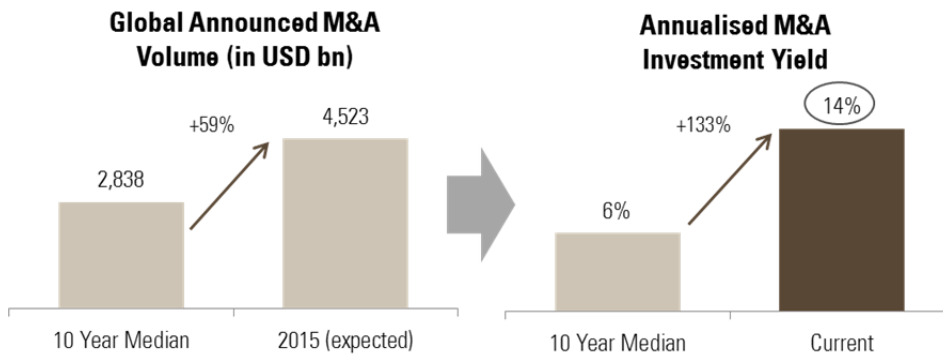


William Guilloux ist Strategieanalyst im Hedgefonds-Team

Zusammenfassung

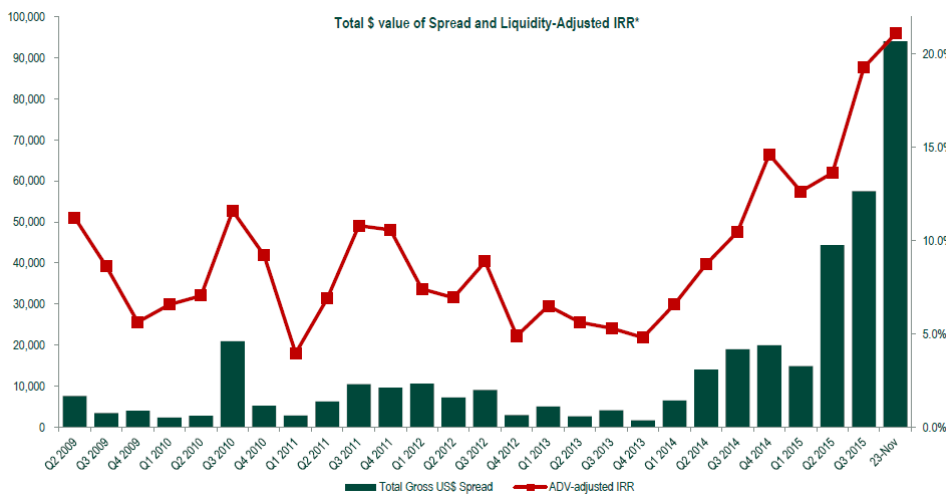
- Der Angebotsüberhang, die niedrigeren Erfolgsquoten der Transaktionen und das Vorhandensein nicht-natürlicher Käufer erklären die abnormal hohen Deal-Spreads.
- Dies führte zu erhöhter Volatilität und einem linkschieferen Pay-off-Profil der Strategie.
- Aktiv gemanagte Long/Short-Lösungen in Kombination mit einer sorgfältigen und aktiven Auswahl der Transaktionen sind am besten positioniert, um von den hohen Deal-Spreads zu profitieren.

Nach einer annualisierten Durchschnittsrendite von 6% in den letzten 10 Jahren erreichte die annualisierte Rendite ohne Leverage für das gesamte M&A-Universum Ende 2015 ganze 14%. Diese Rendite ist deutlich höher als diejenige anderer Anlageklassen wie Hochzinsanleihen und REITs, die ein längeres Durationsrisiko aufweisen (die durchschnittliche Duration von M&A-Transaktionen beträgt hingegen rund 6 Monate).



Quelle: BlackRock

Noch attraktiver sind jedoch die Renditen eines aktuellen Portfolios aus M&A-Deals mit einer Ziel-Marktkapitalisierung über USD 10 Mrd., das eine erwartete liquiditätsadjustierte annualisierte Rendite von im Durchschnitt über 20% ebenfalls mit einer durchschnittlichen Duration von etwa 6 Monaten erzielt.



Quelle: Arrowgrass, Bloomberg.

Warum gibt es diese Überrendite-Möglichkeiten überhaupt?

Fünf Hauptfaktoren, die diese Überrendite erklären:

- \ **Ungleichgewicht zwischen Angebot und Nachfrage** Derzeitig besteht ein M&A-Angebotsüberhang. Es wäre eine zusätzliche Nachfrage für zusätzliche USD 300 Mrd. erforderlich, um das Angebot am Markt zu absorbieren. Jeder neue Deal am Markt verschärft die Angebotssituation angesichts der schwachen Nachfrage weiter und treibt die Renditen in die Höhe. Die Renditen, die Investoren für Anlagen an diesem angebotslastigen Markt verlangen, steigen in dem Maße, wie der Angebotsüberhang zunimmt.
- \ **Sinkender Anteil erfolgreicher Deal-Abschlüsse:** Seit 2014 hat das Volumen feindlicher Übernahmendeals, die Komplikationen beinhalten können, deutlich zugenommen. Gleichzeitig ist die Zahl der Ablehnungen hochkarätiger Deals oder

„M&A-Deals mit einer Ziel-Marktkapitalisierung über USD 10 Mrd. erzielen eine erwartete liquiditätsadjustierte annualisierte Rendite von im Durchschnitt über 20% ebenfalls mit einer durchschnittlichen Duration von etwa 6 Monaten.“



Abbrüche infolge regulatorischer Einwände (d. h. Maßnahmen der Behörden zur Bekämpfung von Steuervermeidung durch Sitzverlegung ins Ausland (*tax inversion*) gestiegen. So erreichte Ende 2015 der Prozentsatz gescheiterter Transaktionen bei den größten Deals (>USD 10 Mrd.) ganze 45%. Insgesamt wurden 36 gescheiterte Deals von >USD 250 Mio. verzeichnet.

- ⤵ **Stilverschiebungen und „nicht-natürliche“ Käufer:** Stilverschiebungen aufgrund der hohen potenziellen IRRs bei M&A-Transaktionen haben dazu geführt, dass so genannte „nicht-natürliche“ Käufer wie beispielsweise Long-only-Manager in M&A-Deals investieren. Die Renditen wurden dadurch zunächst zwar möglicherweise beflügelt, doch die Folge war eine übermäßige Volatilität durch gescheiterte Deals, da alle nicht-natürlichen Käufer bei einer dealspezifischen Meldung gleichzeitig verkaufen wollen. De facto verstehen nicht-natürliche Käufer nur selten die Komplexität der Deals und nehmen Allokationen einfach nur in der Hoffnung auf einen schnellen Gewinn vor.
- ⤵ **Die meisten Manager können keine zusätzlichen Risiken eingehen:** Seit dem gescheiterten Shire-AbbVie-Deal im dritten Quartal 2014 machte sich nur eine Handvoll M&A-Arbitrage- und Long-Only-Manager die höheren Renditen zunutze, um ihre Allokationsgrößen und investierbaren Transaktionen an die Kapitalallokation der Strategie anzupassen. Darüber hinaus war 2015 ein sehr schwarzes Jahr für Event Driven-Manager. Bestimmte große Manager mussten Performance-Rückschläge von über 15% verbuchen. Diese Manager müssen sich auf Rücknahmen vorbereiten, so dass sie trotz der Attraktivität einer Investitionsmöglichkeit kein zusätzliches Risikokapital mehr investieren können.
- ⤵ **Zinserhöhungen der Federal Reserve:** Durch die Unsicherheit hinsichtlich der Zinspolitik der Federal Reserve werden sogar die engsten Deal-Spreads weniger attraktiv, da die Kreditrisikokomponente der Finanzierung mit der Zinsentwicklung korreliert. Unsicherheit führt nicht nur zu niedrigeren Allokationen, sondern möglicherweise auch dazu, dass Investoren eine Anlagemöglichkeit sogar vermeiden oder eine Position mit Verlust schließen, um weiteren unerwarteten Verlustrisiken aus dem Weg zu gehen.

Warum ist das Chancenspektrum derzeit so attraktiv und wo liegen die Risiken?

Im Hinblick auf Event Driven-Strategien bewegt sich die M&A-Arbitrage bei angekündigten Fusionen im „Hard Catalyst“-Spektrum. Derartige Deals entsprechen Kapitalmaßnahmen mit hoher Transparenz im Hinblick auf das Kurspotenzial und die Verlustrisiken (d. h. das Kursziel ist bekannt) zulasten eines Short Put-Profiles, da das Ergebnis binär ist, d. h. der Investor erhält eine festgelegte Carry/Rendite als Vergütung für das eingegangene Risiko eines Scheiterns der Transaktion. Aus diesem Grund kann diese Strategie als Carry-Strategie gelten, die mit einer Kreditstrategie vergleichbar ist.

M&A-Deals sind hochspezifisch und folglich naturgemäß äußerst heterogen. Deshalb kann die Zusammenfassung von Deals, um einen Überblick zu erhalten, ein falsches Bild ergeben. Will man die Attraktivität der Strategie besser beurteilen, muss man sie einer differenzierteren Prüfung unterziehen und Faktoren wie Kalender-Risiko, Sektor-Exposure und Art der Übernahmen für jeden einzelnen Deal analysieren.

- ⤵ Im Hinblick auf das **Kalender-Risiko** verteilen sich die erwarteten Closings derzeit gleichmäßig auf die kommenden 12 Monate.

„M&A-Deals sind hochspezifisch und naturgemäß äußerst heterogen... Deshalb kann die Zusammenfassung von Deals, um einen Überblick zu erhalten, ein falsches Bild ergeben.“



- Die 50 liquidesten Deals sind gleichmäßig über die **Sektoren** verteilt. Die höchste Branchenkonzentration weist der Technologiesektor mit 29% auf, gefolgt von den nicht-zyklischen Konsumgütern mit 15%.
- Die **wichtigsten Risiken** sind diversifiziert und betreffen regulatorische Genehmigungen, Steueraspekte, die Unterstützung durch die Aktionäre und den Finanzierungsbedarf. Anders als 2007 ist das Finanzierungsrisiko kein dominierender Risikofaktor – zumindest nicht zum gegenwärtigen Zeitpunkt.
- Angesichts praktisch auf Allzeithochs oszillierender KGVs ist Eigenkapital eine attraktive Währung für die Übernahmefinanzierung. **Equity-Deals** führen dazu, dass Käufer weniger durch die Volatilität des breiteren Marktes und das Beta beeinflusst werden. Das makroökonomische Risiko wird damit zweitrangig, da Käufer den Relative Value im Auge haben.
- Die **Brutto-Spreads** sind gleichmäßig verteilt, das keine besonderen Deals vorhanden sind, die eine extreme Renditeverteilung verursachen.

Die beiden Hauptrisiken bestehen in der Erfolgsquote Ihrer Deal-Selektion einerseits und dem systemischen Marktrisiko andererseits. Versiegt die Liquidität, werden Kapitalmaßnahmen eingefroren und die Aktienkurse werden wieder von der Marktentwicklung bestimmt. Trotz der hohen Attraktivität des Chancenspektrums dürfen die erhöhten regulatorischen Risiken (siehe den Pfizer-Allergan-Tax-Inversion-Deal) und die zunehmende Komplexität der Deals nicht übersehen werden, die im Zentrum der Deal-Auswahl stehen.

Wie bereits erwähnt, ist die Zahl der feindlichen Übernahmen deutlich gestiegen, wodurch die Verlustrisiken und die potenzielle Ansteckungsgefahr für die Strategie insgesamt zugenommen haben. Generell ist für die Strategie mit einer Zunahme der Volatilität zu rechnen, wobei diese durch Unsicherheit ausgelöste Volatilität die Eintrittsbarriere ist, die Investoren berücksichtigen müssen, wenn sie von der ungewöhnlich hohen Rendite profitieren möchten.

Wie kann man diese Entwicklung derzeit am besten nutzen?

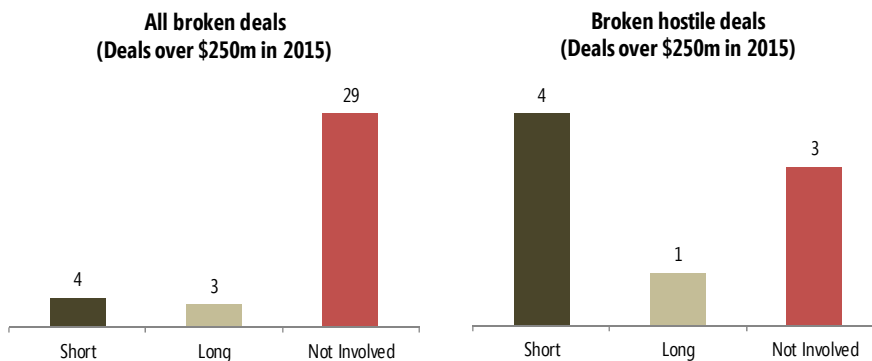
Die Investition in einen spezialisierten M&A-/Event Driven-Manager dürfte im derzeitigen Umfeld und in der nahen Zukunft wahrscheinlich das beste Ergebnis erzielen. Der Grund liegt auf der Hand: spezialisierte Manager bieten einen Mehrwert durch ihre diskretionäre und durch gründliches Research fundierte Deal-Auswahl und können bei Deals long und short gehen. Ein M&A-ETF wäre unserer Ansicht nach eine sehr schlechte Wahl, da kaum zwischen den Deals differenziert wird und ETFs häufig keine Shortpositionen als wesentlichen Renditevektor aufbauen und auch nicht über die geeigneten Risikomanagementsysteme verfügen.

Die Auswahl der besten Manager für eine Investition ist aber mitnichten so einfach wie es scheinen mag. Der Investmentprozess eines Top-Managers muss viele Kriterien erfüllen. Dazu zählen sein Deal Sourcing-Verfahren, die mögliche Granularität seiner Analysen, die Schnelligkeit der Informationsverarbeitung zur Nutzung von Anlagemöglichkeiten vor seinen Wettbewerbern und der Aufbau von Trades zur Optimierung der Gewinn-Verlust-Asymmetrie. Unsere Research und unsere Analyse der verschiedenen Manager haben ergeben, dass tatsächlich nur wenige Manager diese Kriterien erfüllen.

„Die Investition in einen spezialisierten M&A-/Event Driven-Manager dürfte im derzeitigen Umfeld und in der nahen Zukunft wahrscheinlich das beste Ergebnis erzielen.“



Nehmen wir beispielsweise einen unserer Manager mit einem M&A-Spezialportfolio. 2015 wurden 36 gescheiterte Transaktionen verzeichnet. Dieser Manager war nur von sieben dieser 36 Deals betroffen und short in vier dieser Deals. Er konnte das Gros der gescheiterten Deals vermeiden, indem er die unattraktiven und/oder zu binären Deals durch seine aktive Deal-Selektion eliminierte. Interessant ist, dass die vier Deals, in denen der Manager Shortpositionen aufgebaut hatte, allesamt feindliche Übernahmen waren. Derartige Übernahmen weisen aufgrund der damit verbundenen Komplikationen eine deutlich höhere Wahrscheinlichkeit des Scheiterns auf.



Quelle: Bloomberg, weltweit angekündigte M&A-Deals mit einer Größe über USD 250 Millionen und einem durchschnittlichen Tagesvolumen über USD 1 Million.

Zu den gescheiterten Deals des letzten Jahres zählen Mega-Fusionen wie Allergan/Valeant, Mylan/Teva Pharmaceuticals und SAB Miller/Heineken. Diese angekündigten Milliarden Dollar schweren Deals, die hohe Allokationen in M&A-Fonds darstellten, schlugen in denjenigen Fonds mit hohen Verlusten zu Buche, deren Investmentprozess keine Deal-Auswahl-Etappe enthielt und/oder die die mit den Deals verbundenen Risiken nicht richtig eingeschätzt hatten.

Zwar sind offenbar alle Elemente eines günstigen Investmentumfelds für Spezialmanager vorhanden – Ungleichgewichte zwischen dem Überangebot von Deals am Markt und der schwachen Nachfrage der Investoren, niedrigere Erfolgsquoten für abgeschlossene Deals, die die Renditen der Strategie in die Höhe getrieben haben, regulatorische Komplikationen und der Einfluss nicht-natürlicher Käufer – doch sind sie allein kein Garant für eine gute Performance. Ohne diese Elemente wäre die hohe Performance, die wir von der M&A-Strategie erwarten, auch nicht möglich.

Schlussfolgerung

Unsere jüngsten Gespräche mit Akteuren des M&A-Arbitrage-Universums bestätigen die herausragende Attraktivität der Strategie angesichts der derzeitigen Deal-Spreads und der Faktoren, die sie stützen. Die Diskrepanz zwischen Risiko und Rendite hat die Asymmetrie für die Investoren der Strategie vergrößert und ermöglicht bei Deals, die abgeschlossen werden, höhere Renditen als noch vor einigen Monaten.

Darüber hinaus stellt die Kombination von aktiver Deal-Auswahl, aktivem Trading und die Tatsache, dass die Manager shorten können, ein wesentliches Mehrwertpotenzial dar. Angesichts des gestiegenen regulatorischen Risikos und der gut gefüllten Pipeline in Zeiten schwacher Nachfrage ist mit erhöhter Volatilität und starken Performanceunterschieden zwischen den Deals zu rechnen. Investoren, die bereit sind, einen gewissen Grad an durch Unsicherheit ausgelöster Volatilität in Kauf zu nehmen, werden dafür unseres Erachtens gut belohnt.



Important Information

Dieses Dokument richtet sich an professionelle Anleger im Sinne der MiFID-Richtlinie und ist folglich nicht auf Privatanleger zugeschnitten. Dieses Dokument wurde nur zu Informationszwecken für Sie erstellt und darf von Empfängern nicht verteilt, veröffentlicht, vervielfältigt oder an andere Personen ausgehändigt werden. Hierbei handelt es sich um verkaufsfördernde Angaben über unsere Anlagephilosophie und Dienstleistungen. Es stellt keine Anlageberatung und kein Angebot bzw. keine Aufforderung zu einer Anlage in den Strategien oder Anlageinstrumenten dar, auf die darin Bezug genommen wird. Einige der Anlagestrategien, die hierin beschrieben werden oder auf die hierin Bezug genommen wird, können als risikoreiche sowie als nicht leicht zu realisierende Anlagen gelten, bei denen erhebliche und unmittelbare Verluste (einschließlich Totalverlust) nicht auszuschließen sind. Diese Anlagen sind nicht für alle Anlegertypen geeignet. Die in diesem Dokument enthaltenen Ansichten erheben keinerlei Anspruch darauf, eine vollständige Beschreibung der Wertpapiere, Märkte und Entwicklungen, auf die hierin Bezug genommen wird, zu sein. In diesem Bericht ggf. enthaltene Aussagen über die Zukunft sind vorausschauender Natur und unterliegen einer Reihe von Risiken und Unwägbarkeiten, unter anderem den Auswirkungen von Konkurrenzprodukten, dem Risiko der Marktakzeptanz und anderen Risiken. Die hierin enthaltenen Daten und grafischen Darstellungen dienen ausschließlich Informationszwecken und können von Drittquellen stammen. Unigestion unternimmt angemessene Schritte, um die Richtigkeit und Vollständigkeit dieser Informationen zu überprüfen, gibt diesbezüglich aber keinerlei Garantie ab. Deshalb leistet Unigestion in dieser Hinsicht weder ausdrücklich noch stillschweigend eine Zusicherung oder Gewährleistung und lehnt jegliche Haftung und Verantwortung ab. Sofern nicht anders vermerkt, stammen die Angaben von Unigestion. Sämtliche in diesem Dokument enthaltenen Informationen sind Änderungen ohne Vorankündigung vorbehalten. Sie sollten nur zum Zeitpunkt ihrer Veröffentlichung als aktuell angesehen werden, ganz gleich, wann Sie die Informationen erhalten. Die vergangene Performance lässt keine Schlüsse auf die zukünftige Wertentwicklung zu. Beachten Sie, dass der Wert von Anlagen und die daraus erzielten Einnahmen sowohl sinken als auch steigen können und nicht garantiert sind. Wechselkurse können sich positiv oder negativ auf den Wert einer Anlage auswirken. Eine mit Unigestion getätigte Anlage ist wie alle Anlagen mit Risiken, einschließlich des Risikos eines möglichen Totalverlusts für den Anleger, verbunden.