

## Mergers & Acquisitions Turnaround?

Milliardenschwere Transaktionen und Übernahmeangebote bestimmen die War Rooms der Firmenzentralen. [Deutsche Börse kauft NYSE](#) (USD 10 Mrd deal size – über das „Merger of Equals“-Schild darf geschmunzelt werden), [Sanofi übernimmt Genzyme](#) (USD 20,1 Mrd), [Enesco einverleibt sich Pride International](#) (USD 7,3 Mrd), [GE übernimmt John Wood Unit](#) (USD 2,8 Mrd), EchoStar kauft Hughes Communications (USD 1,3 Mrd), [AOL übernimmt Huffington Post](#) (USD 0,32 Mrd).

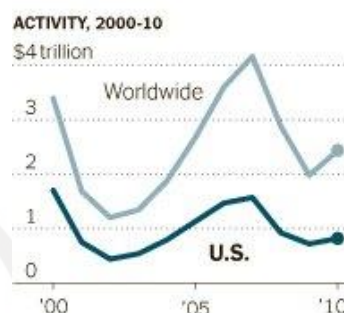
Healthcare, IT Hardware, Financials, Offshore Drilling, Media – die gegenwärtige Welle erfasst die unterschiedlichsten Branchen. Sehen wir uns die Driver des aktuellen „M&A Is Back“ Optimismus an.

### Die Ausgangsbasis.

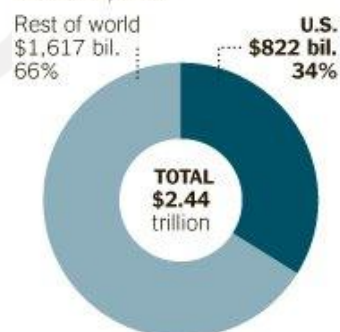
2011 ist nicht das Jahr der M&A Trendumkehr, sondern jenes der Bestätigung. Bereits 2010 wurde ein Turnaround verzeichnet, sowohl weltweit, als auch am größten M&A Einzelmarkt, dem der USA (siehe Chart rechts). Die unterschiedliche Dynamik der Erholung steht in Korrelation mit dem jeweiligen Zustand der Volkswirtschaft. In der Rückschau ist die starke Volatilität der M&A Transaktionsvolumen hervorzuheben. Ein Rückgang von USD 4+ Billionen auf USD 2 Billionen (2009) binnen zwei Jahren.

Emerging Markets konnten in dieser Zeit ihre Marktposition weiter ausbauen. BRIC M&A activities stiegen sowohl im Bereich domestic transactions als auch im cross boarder Geschäft (zB [Bharti Airtel's USD10.7 Mrd Übernahme von Zain's Afrika-Geschäft](#) oder [Sinopec's USD 2.45 Mrd Übernahme von Occidental Petroleum's Argentinien-Geschäft](#)). Deutlich dominierend das Merger-Geschäft im jeweiligen Inland (siehe Chart unten). Große EM Cross-boarder Übernahmen schaffen es zwar auf die Titelseite der FT, doch der Stream an [low-level corporate transactions bestimmt das Volumen](#) – speziell in China (USD 100 mln an tgl Volumen on average)

### Mergers and Acquisitions



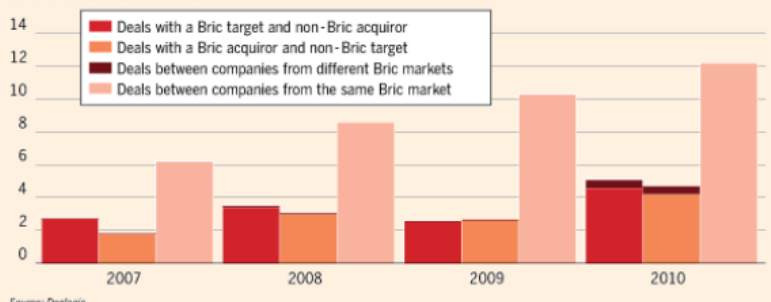
### U.S. SHARE, 2010



Source: Thomson Reuters

### Brics M&A activity

As % of Global M&A deal value



Source: Dealogic



[www.boerse-go.de/jandaya](http://www.boerse-go.de/jandaya)

Auch neugierig, wer die nächsten Überflieger sind? Auf Jandaya gibt's Börsennachrichten in Echtzeit. Wir verschaffen Ihnen den Überblick!

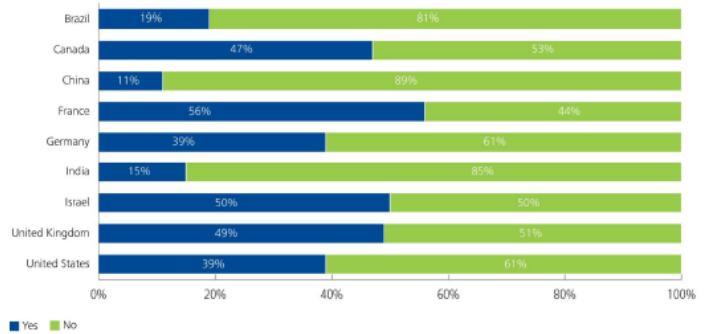
**Jandaya**  
by BörseGo.de

Echtzeitnachrichten  
**Wir wissen's zuerst.**

Der Fokus auf Inlandstransaktionen der BRIC Firmen und Investoren sollte Bestand haben. Eine von [Deloitte durchgeführte Studie](#) Mitte 2010 ergab, dass BRIC Venture Capital Investoren in den kommenden 5 Jahren ihr Augenmerk weiterhin auf nationale Investments richten werden. Im Gegenteil dazu die Blickrichtung der VCs in den entwickelten Märkten. Dort ist die Drang, in die dynamischen Wirtschaftsregionen zu expandieren, stark ausgeprägt (Chart rechts).

## Increases in cross border investing expected to slow

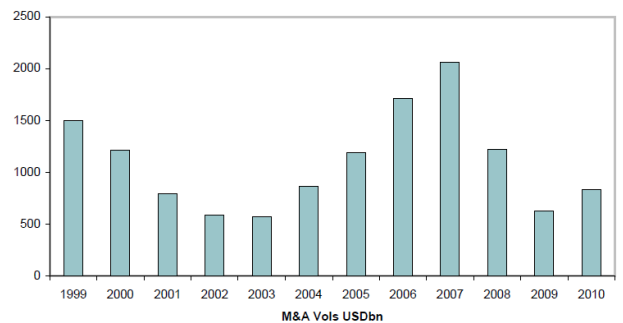
VC plans to increase investment outside home country in the next 5 years



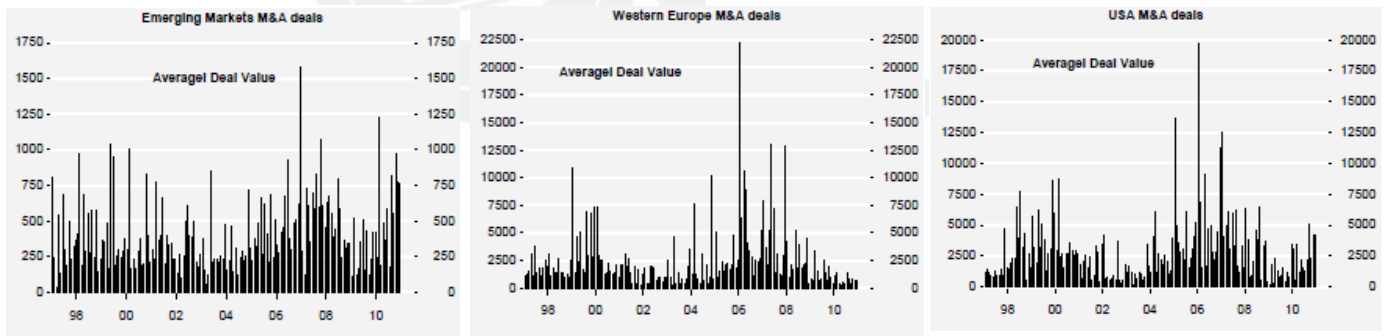
Großer Gewinner des abgelaufenen M&A Zyklus war Europa. 2003 noch mit bescheidenen USD 500 Mrd an jährlichem Transaktionsvolumen gestartet, vervierfachte es sich bis 2007. Der Absturz 2008/09 auf die Ausgangsbasis war schmerzlich. Zurück zum Start. Von allen drei Regionen verzeichnete Europa in 2010 den schwächsten Rebound (Chart rechts).

Figure 1: European M&A Volumes

Not much progress in 2010



Die nachstehende Chartreihe bestätigt die unterschiedlichen M&A Marktdynamiken, ausgedrückt in Form von durchschnittlichem Transaktionsvolumen per Deal.



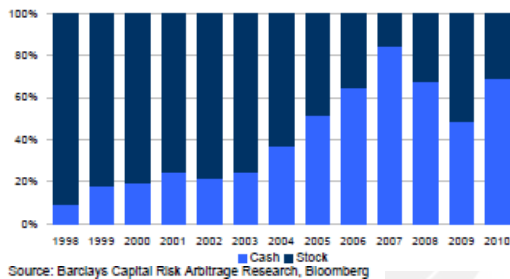
Wie erklärt sich nun der weltweite M&A Turnaround?

Abgesehen von der Pauschalerklärung einer sich erholenden Weltkonjunktur, wirken 3 Treiber zusammen:

### Treiber I – Cash

Spricht man mit Industrie-Insidern, wird der Anstieg mit (a) den hohen Cash-Beständen in US und EU corporate balance sheets und (b) die höhere Visibilität in der mittelfristigen Geschäftsplanung erklärt. Bis Ende Q3/2010 stiegen die Cash & Cash Equivalents + Marketable Securities Positionen in S&P500 Unternehmen auf ein [All-Time-High von USD 2,46 Billionen](#). Durch deutlich erhöhtes capital spending in Q4/2010 (höchster QoQ Anstieg seit 2004) idH von USD 142,8 Mrd, wurde ein leichter Rückgang der liquiden Mittel auf USD 2,40 Billionen erreicht.

Subtrahiert man die das Bild verzerrenden S&P500 Financials, wird keine Veränderung des Muster erkennbar. Auch die non-financials erreichten mit Ende Q3/2010 ein ATH an liquiden Mitteln (Chart rechts). Nun ist ein nomineller Anstieg keine historische Anomalie. Der FT Chart rechts unten verdeutlicht den langfristigen Anstieg der liquiden Mitteln – in einem über Generationen von Notenbankern zu Recht präferierten moderat-inflationären Umfeld, sollte dies nicht überraschen. Sehen wir uns den Anstieg in %-Punkten an. Figure 7 zeigt die Cash Balance von Corporates. Im Tief (Q3/2008) bei 5,3% gelegen, nun angestiegen auf 7,3% (Q3/2010). Deutlich, aber nicht gleichermaßen dramatisch, wie es die nominellen Zahlen vermuten ließen. Und doch müssen sich die Konzernzentralen nun überlegen, wie sie ihre Cashpositionen verwenden wollen. Denn bei fortschreitender Branchenkonsolidierung kann auf eine nachhaltige „Last Man Standing“-Dividende gebaut werden (siehe Oligopole bei US Banken und Luftfahrtsgesellschaften/ROE auf Vorkrisenhoch). Eine Antwort liegt nun mal in der Cash-flow-finanzierten Übernahme (siehe Chart below/US M&A Finanzierung by value)

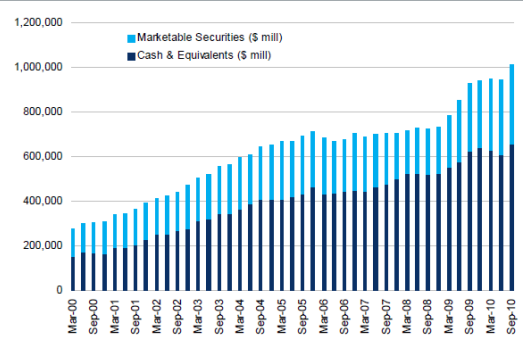


**Treiber II – Günstige Refinanzierung**

Corporates zogen ihre Lehren aus dem enttäuschenden Verhalten ihrer Hausbanken, die während des Krisenhochs in erster Linie ihre eigene Haut retten wollten. Somit waren Corporates unmittelbar gefordert, direkte Finanzierungen am Kapitalmarkt zu erhalten (corporate bond issuances). Erste Priorität war also, Refinanzierung und Diversifikation der Unternehmensverbindlichkeiten. Erst gegen Ende 2009 waren die großen Firmen in der Lage einen Liquiditätspolster aufzubauen. US KMUs hingegen leiden weiterhin an der schwächelnden Binnennachfrage, respektive der hohen Arbeitslosigkeit. Der Chart 'Global Costs of Capital' verdeutlicht die einladend niedrigen Refinanzierungskosten.

In 2011 kommt nun erleichternd hinzu, dass, neben den günstigen Finanzierungsmöglichkeiten am Anleihenmarkt, den Unternehmen nun auch via Aktienemissionen und Bankfinanzierungen weitere Optionen in der Deal-Strukturierung zur Verfügung stehen (siehe Chart rechts).

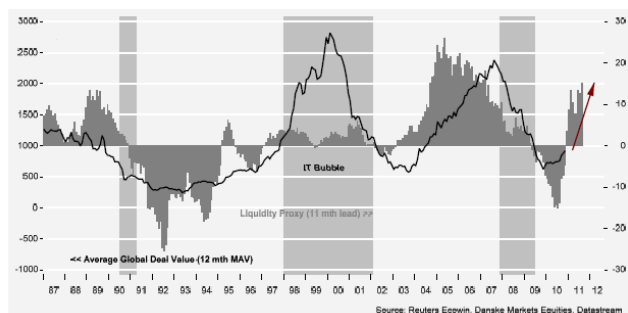
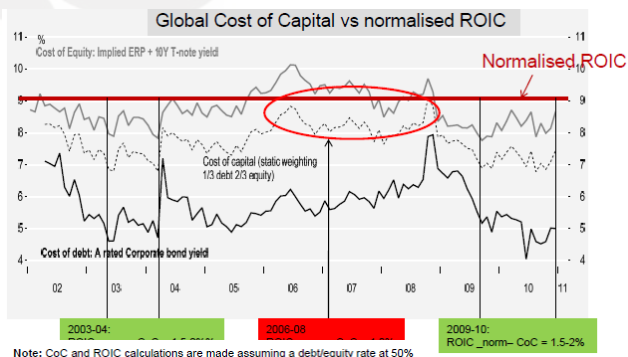
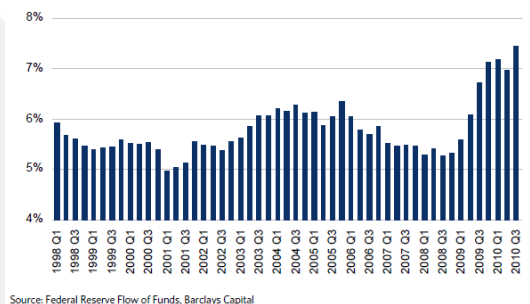
Figure 8: Cash & Equivalents and Marketable Securities of Non-Financial S&P 500 Companies



Source: Bloomberg, Barclays Capital



Figure 7: Cash as % of Total Assets (Non-farm, non-financial corporate business)



## Treiber III – Private Equity Recovery

Wir erinnern uns an das Zeitalter der Mega-BuyOuts 2005-07, den LBO-Transaktionen mit [EBITDA Multiples von 9+ für biedere Packaging](#) Unternehmen. Well, LBO als Transaktionsform feierte in 2010 sein Comeback (Chart rechts). Die Multiples sind deutlich gesunken (zwischen 4,5x und 6,5x), die Portfolios der PE Funds weitgehend bereinigt. [KKR und Blackstone äusserten sich erst kürzlich optimistisch über deren eigenen Ausblick und dem der Industrie](#). KKR plant für 2011, nach Jahren der Zurückhaltung, wieder den Launch eines neuen PE Funds. Kurz, neben den strategischen Käufern, wagen sich Finanzinvestoren wieder in den Ring.

## M&A Recovery-Hilfe

Neben den drei Treibern unterstützen Investmentbanken und Trading Floors massiv die Revitalisierung des M&A Marktes. Derzeit wird man mit „Target Lists“, also einer Aufstellung möglicher Übernahmekandidaten, *überflutet*. Als Beispiel ist rechts die aktuelle BNP Paribas Liste angeführt. Deren Kalkül ist einfach: Transaktionsprovisionen. Nachdem Corporate & Gov. Bond Emissionen rückläufig sind, die Pipeline für IPOs zumindest in den entwickelten Volkswirtschaften weiterhin trocken ist, sind diese Player auf der Suche nach frischen Einnahmequellen.

## Zusammengefasst.

Der weltweite M&A Markt gewinnt 2011 weiter an Fahrt. EM M&A bleibt überwiegend domestik, US M&A orientiert sich an Übernahmezielen in den EMs. Europa hat nicht nur den größten Aufholbedarf, sondern auch das größte Aufholpotenzial. Die weiter fortgeschrittene Recovery in Deutschland und den nordischen Ländern, ermöglicht den Unternehmen einen stabil steigenden Cash-flow an den Heimmärkten und dementsprechend abgesichertes Spielkapital für Übernahmen weltweit.

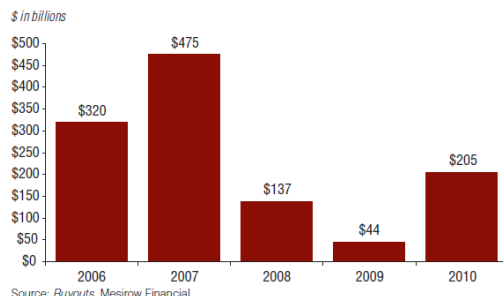
## Wie vom M&A Trend profitieren?

Als (semi-)institutional Investor endet die Betätigung am M&A Arbitrage Markt in der Form eines geschorenen Schafes. Zu langsam und zu uninformiert im Vergleich zu Merger Arbitrage Spezialisten.

Daher auch meine Empfehlung, in aktiv gemanagte Merger-Arbitrage Produkte zu investieren. Merger-Arb ETFs sind noch zu unterentwickelt, um als Alternative in Betracht gezogen werden zu können.

Panthera Solutions unterstützt Sie gerne im Screening und der Due Diligence von passenden Managern/ Merger Arbitrage Produkten.

Leveraged Buyout Deal Volume



	Rating	Price* (EUR)	TP (EUR)	Upside (%)
<b>M&amp;A Target list</b>				
Aegis (p)	=	141	150	6
Aquarius Plat. (GBP)	=	3.73	3.50	(6)
Autonomy Corp (GBP)	+	15.8	16.5	4
BG Group (p)	+	1,463	1,730	18
Bulgari (Ord.)	=	7.6	8	5
COLT (GBP)	+	1.50	1.70	13
Intertek Group (GBP)	=	17.6	20	14
Invensys (p)	+	326	400	23
Ipsos	+	35.1	37	5
KPN	+	11.8	15	28
Lonmin (GBP)	-	17.7	13	(26)
LSE (p)	=	886	860	(3)
Millicom (USD)	+	93.3	120	29
Nobel Biocare (CHF)	=	19.3	18	(7)
Puma	+	229.1	300	31
Qiagen	=	13.2	16	22
RSA (p)	+	138	151	10
Shire Plc (p)	-	1,634	1,600	(2)
Smith & Nephew (p)	=	707	675	(4)
Smiths Group (GBP)	=	13.3	14	6
Stada	+	27.6	28.5	3
Tele2 B (SEK)	=	143.8	172	20
Wienerberger	+	16.3	16	(2)

\* Priced at 2 February 2011

## Panthera Solutions

Implemented Portfolio Consulting

Customized Product Development

Independent Market Research

Education & Publication

© written by Markus Schuller