

Schoellerbank Analysebrief

Ausgabe Nr. 253, Juni 2014

Presseinformation

Wien/Salzburg, 25. Juni 2014

Wir behandeln folgendes Thema:

Die Fusionswelle rollt wieder

- **2014 kündigt sich als das bislang stärkste Jahr für Fusionen an – hohe Cash-Reserven, historisch niedrige Zinsen und Aktienmärkte auf Rekordständen lassen Unternehmen weltweit auf Einkaufstour gehen, um neues Wachstum zu generieren.**
- **Die Hausse an den internationalen Börsen wird durch den Boom im M&A-Bereich verlängert, auch wenn die hohen Bewertungen zugleich teure Übernahmen bedeuten.**
- **Im Vergleich zu vergangenen Übernahmewellen sind die aktuellen Deals von Disziplin und Weit-sicht gesteuert, wenn auch der langfristige Erfolg einer solchen Transaktion nicht in Stein ge-meißelt ist.**

Die Details

„US-Kabelgiganten Comcast und Time Warner Cable fusionieren“ (The Wall Street Journal am 13.02.2014)

„Milliarden-Übernahme: Facebook kauft Konkurrenten WhatsApp“ (Der Spiegel am 19.02.2014)

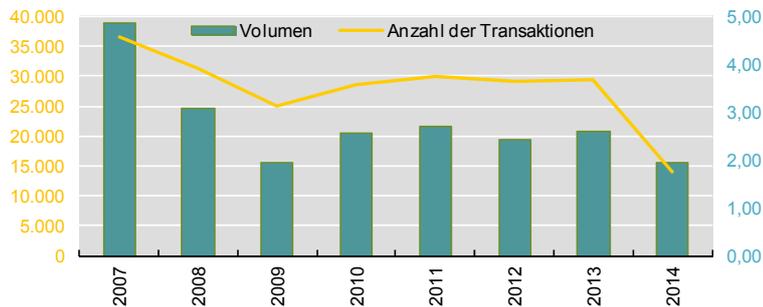
„Holcim und Lafarge: Mega-Fusion in der Zementbranche“ (Handelsblatt am 7.04.2014)

„US-Mobilfunker AT&T zahlt fast USD 50 Mrd. für Pay-TV“ (Reuters am 19.05.2014)

„Apple übernimmt Beats für drei Milliarden Dollar“ (Die Welt am 29.05.2014)

Schlagzeilen wie diese beherrschen seit Jahresbeginn die globalen Wirtschaftsnachrichten. Zweifelsfrei steht das Jahr 2014 im Zeichen von milliardenschweren Fusionen und Übernahmen, was auch durch Zahlen eindrucksvoll belegt wird: Erstmals seit dem Rekordjahr 2007 hat das Transaktionsvolumen pro Quartal im laufenden Quartal die Marke von einer Billion US-Dollar wieder überschritten. Die Tatsache, dass das aktuelle Gesamtvolumen Year-to-Date bereits knapp 75% des Vorjahres ausmacht, lässt vermuten, dass der globale „Merger & Acquisitions“-Markt (M&A) auf ein neues Rekordniveau zusteuert.

Entwicklung des globalen M&A-Volumen/Anzahl der Transaktionen seit 2007



Quelle: Bloomberg. Volumenangabe in Billionen USD

Die Chancen dafür stehen gut. Vor einigen Tagen gab der amerikanische Medizintechnik-Konzern Medtronic die Übernahme der Firma Covidien für knapp USD 43 Mrd. bekannt. Eine Fusion der von T-Mobile US (Tochterunternehmen der Dt. Telekom) mit dem Mobilfunkbetreiber Sprint Corp. steht kurz vor dem Abschluss, der Deal wird auf etwa USD 32 Mrd. taxiert. Die letzte Aufsehen erregende Transaktion wurde nach einem wochenlangen und harten Bieter-Wettstreit am vergangenen Wochenende unerwartet zum Abschluss gebracht: Der international führende Mischkonzern General Electric setzte sich mit seinem Angebot gegen ein Konsortium von Siemens und Mitsubishi Heavy Industries durch und übernimmt den französischen Industriekonzern Alstom (Kaufpreis EUR 12,35 Mrd.). Dabei ist das erste Halbjahr noch nicht einmal zu Ende.

Bekanntgegebene Übernahmeangebote 2014 Year-to-Date

| Übernahmeziel | Übernehmer | Branche | Gegenwert (in US-Dollar) |
|---------------------------------------|-------------------------|----------------------|--------------------------|
| Time Warner Cable Inc | Comcast Corp | Kommunikation/Medien | 68 Mrd. |
| DirecTV | AT&T Inc | Kommunikation/Medien | 66 Mrd. |
| Allergan Inc | Valeant Pharmaceuticals | Healthcare | 54 Mrd. |
| Covidien PLC | Medtronic Inc | Healthcare | 46 Mrd. |
| Lafarge SA | Holcim Ltd | Baustoffe | 37,5 Mrd. |
| Forest Laboratories Inc | Actavis Plc | Healthcare | 21 Mrd. |
| WhatsApp Inc | Facebook Inc | Technologie | 18 Mrd. |
| Alstom SA (Energiesparte) | General Electric Co | Industriemaschinen | 17 Mrd. |
| Beam Inc | Suntory Holdings Ltd | Getränke | 16 Mrd. |
| Glaxosmithkline PLC (Onkologiesparte) | Novartis AG | Healthcare | 14,5 Mrd. |

Quelle: Bloomberg. Die Wertentwicklung in der Vergangenheit ist kein verlässlicher Indikator für die zukünftige Entwicklung

Wie viel Sinn und Unsinn steckt im derzeitigen M&A-Boom? Bringen diese zahlreichen Transaktionen den betreffenden Aktionären einen Mehrwert? Findet hier eine ähnliche Übertreibung an den Kapitalmärkten statt wie vor dem Platzen der „Dotcom-Blase“ im Jahr 2000 oder dem Zusammenbruch von Lehman Brothers im Jahr 2007?

Die Treiber des M&A-Booms

Es gibt eine Reihe von Gründen, warum diese Welle weiter anhalten wird. In den USA sitzen Firmen seit geraumer Zeit auf einer großen Menge Geld, sehen jedoch wenige Möglichkeiten dieses gewinnbringend anzulegen. Mittel wie Aktienrückkäufe und/oder Expansion in Hoffnungsmärkte wie China und Indien können die Aktionäre nicht auf Dauer besänftigen. Trotz anziehender Weltwirtschaft gelingt es den Unternehmen nur in geringem oder ungenügendem Ausmaß organisches Wachstum zu generieren. Das fehlende Wachstum wird nun offenbar in sinnstiftenden Fusionen oder Übernahmen gesucht, sowohl im In- als auch Ausland. Am Beispiel des Pharma-Multi Pfizer, welcher zuletzt mit einem USD 118 Mrd.-Kaufangebot für den britischen Rivalen AstraZeneca abgeblitzt ist, geschildert: Beinahe 70 Mrd. US-Dollar an frei verfügbarer Liquidität hat der Konzern in den Divisionen außerhalb des Heimatmarktes gebunkert – das entspricht der Größe eines europäischen Top 50-Unternehmens. Dieser Umstand ist auch eine weitere Erklärung für derartige Investitionen – eine Rückführung dieser Mittel löst eine Steuerbelastung in Höhe von 35% durch „Uncle Sam“ aus.

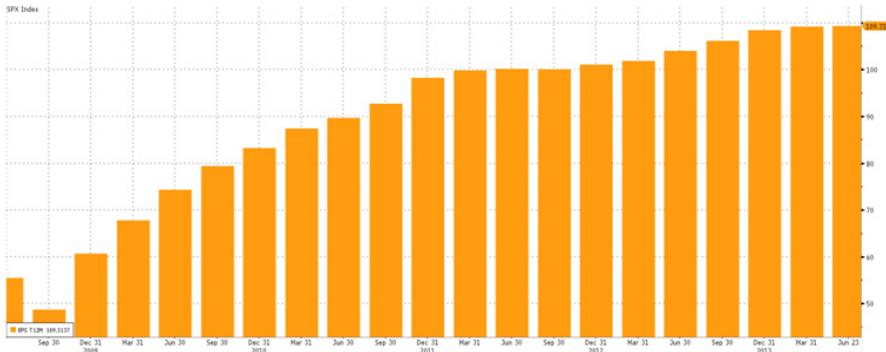
Die Summen, welche am Ende gezahlt werden, sind aber nicht ausschließlich nur Bartransaktionen. Die hohen Bewertungen kommen zu einem großen Teil durch die mehrheitlich stark gestiegenen Aktienkurse der letzten Jahre zustande, wodurch bevorzugt die Anteilscheine der betroffenen Firmen als Zahlungsmittel zum Einsatz kommen. Der letzte Boom hingegen wurde überwiegend fremdfinanziert – und das bei einem höheren Zinsniveau, als es derzeit vorherrscht und sowohl die Finanzierung als auch die Kapitalaufnahme von Investoren aufgrund der höheren Rendite-Chancen und fehlender Anlagealternativen erleichtert.

Die Motive für eine Übernahme sind vielfältig: Facebook hat ganz offensichtlich die Konkurrenz durch eine aufstrebende Social-Media-Plattform gefürchtet. Obwohl die Plattform von den Nutzerzahlen her bis dato keinen wirklichen Einbruch verzeichnete, offenbarten sich strukturelle Probleme, welche mit diesem Zukauf behoben wurden. Pfizer ist wie viele andere Pharma-Unternehmen mit der Tatsache konfrontiert, dass in den kommenden Jahren viele Patente einiger Verkaufsschlager auslaufen. Gerade diese Branche ist ein Musterbeispiel in dieser Hinsicht: Unternehmenskäufe stehen hier auf der Tagesordnung, damit das Produkt-Portfolio im Vergleich mit der Konkurrenz nicht hinterherhinkt. Sollten Pfizer's Bestrebungen bei AstraZeneca doch noch von Erfolg gekrönt sein, würde sich dieses Ereignis nahtlos in die Reihe der bereits publik gemachten großen Transaktionen für 2014 einordnen.

Auf der anderen Seite lässt sich der interessante Trend ausmachen, dass Unternehmen wie eine Beteiligungsgesellschaft agieren mit der Strategie, sich auf die Kernkompetenzen zu konzentrieren. Es werden nur Sparten zugekauft, welche der Firma weiterhelfen und ihre Marktposition weiter stärken können. Auf diese Art und Weise sind zuletzt Novartis und GlaxoSmithKline vorgegangen: Die Schweizer haben ihre unter den Erwartungen gebliebene Impfstoff-Sparte an den Marktführer in diesem Bereich abgegeben, im Gegenzug geht das Onkologie-Geschäft des britischen Rivalen an Novartis, die auch den Bereich Tiermedizin an den US-Konzern Eli Lilly verkauft hat. Unter dem Strich soll dieser milliardenschwere Konzernumbau ein kleineres, aber konkurrenzfähigeres Unternehmen ergeben.

Die Wachstumssuche liegt bei vielen Firmen auch in der fehlenden Preissetzungsmacht und den damit geringen Margen begründet. In den vergangenen, schwierigen Jahren waren Faktoren wie Kostenkontrolle, interne Prozessoptimierung und effektive Kapitalallokation für den Unternehmenserfolg sehr maßgeblich. Die rückläufige Inflation sorgt für deflationäre Tendenzen und trägt damit ihr Übriges zur Gewinnstagnation bei.

Entwicklung Gewinn/Aktie beim S&P 500 seit 2009

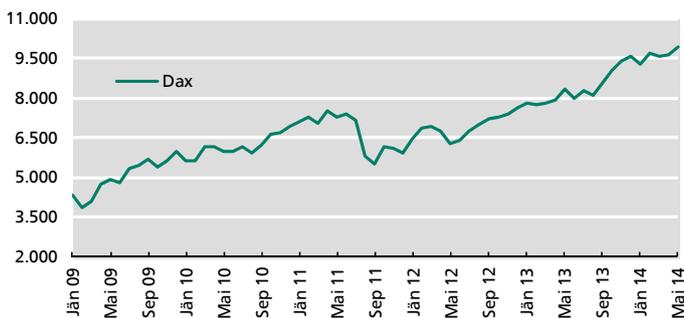


Quelle: Bloomberg. Die Wertentwicklung in der Vergangenheit ist kein verlässlicher Indikator für die zukünftige Entwicklung

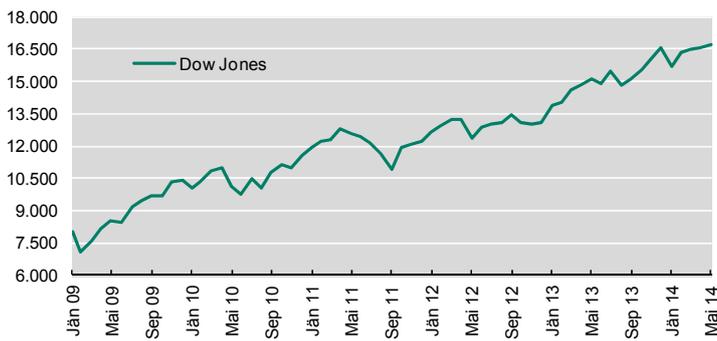
Nachholbedarf – auch an den Börsen???

Zweifelsohne klafft eine große Lücke, betrachtet man die Börsenentwicklung und das M&A-Volumen – seit 2009 haben sich die maßgeblichen Leitindizes mehr als verdoppelt bzw. wurden neue Rekordstände erreicht, während die Aktivität im M&A-Bereich, wie bereits erwähnt, nach langjähriger Durststrecke erst heuer wieder so richtig an Fahrt gewonnen hat.

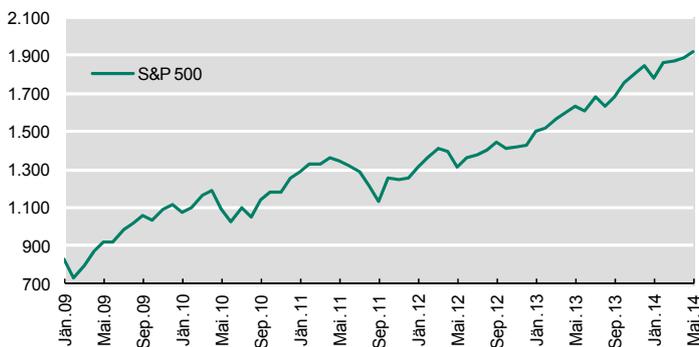
Entwicklung der Indizes DAX, Dow Jones, S&P 500 seit 2009



Quelle: Bloomberg. Die Wertentwicklung in der Vergangenheit ist kein verlässlicher Indikator für die zukünftige Entwicklung



Quelle: Bloomberg. Die Wertentwicklung in der Vergangenheit ist kein verlässlicher Indikator für die zukünftige Entwicklung



Quelle: Bloomberg. Die Wertentwicklung in der Vergangenheit ist kein verlässlicher Indikator für die zukünftige Entwicklung

Kündigt sich eine Übernahme an (meist genügt dafür ein „seriöses“ Gerücht), schnellst dabei in der Regel der Aktienkurs des Übernahmekandidaten in die Höhe. Der Grund ist dafür simpel: Scheint ein Abschluss realistisch, möchte man seine Anteile zu einem angemessenen Preis „vergolde“ bekommen. Bei den bisher beobachteten Transaktionen konnte aber auch der potenzielle Käufer seinen Börsenwert deutlich steigern. Nach Bekanntgabe der Übernahme von Covidien, dessen Marktkapitalisierung sich um ein Viertel auf über USD 40 Mrd. mittlerweile erhöht hat, haben Medtronic-Aktien insgesamt USD 4 Mrd. an Wert gewonnen (gesamt aktuell rund USD 63,5 Mrd.).

Die schon seit geraumer Zeit anhaltende Tiefzinsphase war ein sehr guter Nährboden für die globalen Aktienmärkte, welche eine enorme Hausse zur Folge hatte, die trotz sich mehrender Skepsis noch immer kein Ende zu nehmen scheint. Die nun grassierende Fusions- und Übernahmewelle leistet durchaus ihren Beitrag zu einem ebenso starken Quartal bei den Aktien:

Entwicklung im Zeitraum von 24.03.2014 – 23.06.2014

| | |
|------------|--------|
| DAX | +7,97% |
| EuroStoxx | +7,52% |
| DowJones | +4,06% |
| S&P 500 | +5,66% |
| Nikkei 225 | +6,18% |

Quelle: Bloomberg

Weitaus kritischer wird das Übernahmekarussell auf Seiten der Bond-Investoren betrachtet. Von ihrem Blickwinkel aus kostet ein Unternehmenskauf Geld, das heißt der Bargeldbestand schmilzt und die Verschuldung steigt. Damit erhöht sich das Risiko, dass eine Anleihe nicht bedient werden kann. Auf der anderen Seite ist die Gefahr für dieses Szenario aktuell relativ gering allein aufgrund der Tatsache der vorhandenen Barreserven. Die hier agierenden Unternehmen verfügen über solide Kreditprofile und tätigen ihre Zukäufe in einem disziplinierten Rahmen. Weiterhin sprechen auch die Rendite-Erwartungen der Anleger für Unternehmensanleihen, welche im Vergleich zu den sicheren Staatsanleihen eindeutig mehr Ertrag liefern – mit dem entsprechend höheren Risiko.

Fazit

Die aktuellen Rahmenbedingungen sprechen für eine Fortsetzung des Booms im Bereich M&A: Hohe Börsenbewertungen (die automatisch auch teure Übernahmen bedeuten), großzügige Bargeld-Reserven und das äußerst niedrige Zinsniveau bieten gute Voraussetzungen. Da die Finanzierung durch Aufnahme von Fremdkapital aktuell noch eher die Ausnahme ist, kann man die Situation kaum mit den letzten beiden boomenden Marktphasen vergleichen, weil die derzeitige Welle an Fusionen und Übernahmen sehr diszipliniert und kalkuliert durchgeführt wird, wie die bisherigen Beispiele zeigen.

Einer Studie des Beratungsunternehmens Deloitte zufolge erwarten mehr als 80% der Firmenbosse eine Fortsetzung oder sogar eine Beschleunigung, obwohl auch 9 von 10 der Entscheidungsträger betonen, dass sie der finanzielle Erfolg aus vorangegangenen Akquisitionen nicht zufrieden stellte. Der langfristige Erfolg von Zusammenschlüssen lässt sich trotz aller Lippenbekenntnisse – Synergien, Kosteneinsparungen, strukturelle Verbesserungen – nicht auf Anhieb festmachen.

Mag. (FH) Akhil Dhawan, CPM, CEFA
Asset Management
Schoellerbank AG
Tel. +43/662/86 84-2690
akhil.dhawan@schoellerbank.at

Rückfragen bitte auch an:
Mag. Rolf Reisinger, Direktor
Kommunikation und Public Relations
Schoellerbank AG
Tel: +43/662/86 84-2950
5024 Salzburg, Schwarzstraße 32
rolf.reisinger@schoellerbank.at

Diesen Text sowie weitere Presseinformationen finden Sie im Internet auf unserer [Presseseite](#).

Die Schoellerbank, gegründet 1833, ist eine der führenden Privatbanken Österreichs, die als Spezialist für anspruchsvolle Vermögensanlage gilt. Sie konzentriert sich auf die Kernkompetenzen Vermögensanlageberatung, Vermögensverwaltung und Vorsorgemanagement. Ihre Anlagephilosophie definiert sich über das Motto „Investieren statt Spekulieren“. Die Schoellerbank ist mit 12 Standorten und 315 Mitarbeitern die einzige österreichweit vertretene Privatbank. Sie verwaltet für private und institutionelle Anleger ein Vermögen von rund 9,0 Milliarden Euro. Die Schoellerbank ist eine 100%ige Tochter der UniCredit Bank Austria.
Mehr Informationen unter: www.schoellerbank.at

Diese Information ist eine **Marketingmitteilung**, keine Finanzanalyse, keine Anlageempfehlung und keine Anlageberatung. Sie enthält weder ein Angebot zum Abschluss eines Vertrages über eine Wertpapierdienstleistung oder eine Nebendienstleistung, noch eine Aufforderung, ein Angebot zum Abschluss eines Vertrages über eine Wertpapierdienstleistung oder eine Nebendienstleistung abzugeben. Diese Marketingmitteilung wurde nicht unter Einhaltung der Rechtsvorschriften zur Förderung der Unabhängigkeit von Finanzanalysen erstellt und unterliegt auch nicht dem Verbot des Handels im Anschluss an die Verbreitung von Finanzanalysen.

Marketingmitteilungen können eine Anlageberatung nicht ersetzen. Ausschließlich bei Anlageberatungen kann die Schoellerbank die persönlichen Verhältnisse des Kunden (Anlageziele, Erfahrungen und Kenntnisse, Risikoneigung und finanzielle Verhältnisse) berücksichtigen, sowie eine umfassende und kundenspezifische Eignungsprüfung durchführen. Die Quellen werden von uns als verlässlich eingeschätzt; wir übernehmen für die Vollständigkeit und inhaltliche Richtigkeit dieser Quellen aber keine Haftung. Weder die Schoellerbank AG, noch eines ihrer Geschäftsführungs-, Vorstand- oder Aufsichtsratsmitglieder, ihrer Angestellten oder sonstigen Personen übernimmt ausdrücklich oder stillschweigend die Haftung für Schäden, die im Zusammenhang mit der Verwendung der vorliegenden Informationen entstehen.

Sämtliche in der vorliegenden Information enthaltenen Schätzungen oder Werturteile sind das Resultat einer unabhängigen Einschätzung unserer Finanzanalysten. Sie geben unsere Überzeugung zum Zeitpunkt des Redaktionsschlusses wieder und können ohne vorherige Ankündigung geändert werden. Erklärung der Analysten: Die Entlohnung der Verfasser hängt weder in der Vergangenheit, der Gegenwart noch in der Zukunft direkt oder indirekt mit den Einschätzungen oder Sichtweisen, die in den vorliegenden Informationen geäußert werden, zusammen. Diese Unterlage darf nicht an „US-Persons“ ausgehändigt werden.