

SpotLight

Experten von NN Investment Partners kommentieren aktuelle Wirtschaftsthemen

Robert Holmes, Senior Portfolio Manager der NNIP Emerging Markets Equity Boutique, erläutert, wie es südafrikanischen Unternehmen gelungen ist, durch Fusionen und Übernahmen global zu wachsen.

Südafrika: M&A-Geschäft boomt

„Die Wall Street ist der einzige Ort, an dem Leute, die im Rolls Royce vorfahren, Rat bei Leuten suchen, die die U-Bahn nehmen.“

Warren Buffet

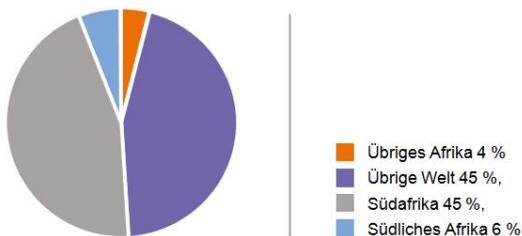
Offenbar gab es im letzten Quartal die meisten Fusionen und Übernahmen (M&A) seit der Hochphase im Jahr 2007. Es ist natürlich erfreulich, dass endlich wieder etwas Zuversicht auf den Vorstandsetagen einkehrt. Doch das M&A-Geschäft ist alle andere als einfach, und aus Portfoliosicht ist noch nicht einmal klar, ob es – von kurzfristigen Gewinnen abgesehen – langfristig überhaupt einen Mehrwert bringt.

Guter Track Record bei M&A

Insgesamt ist das M&A-Geschäft an den Emerging Markets ebenso durchwachsen wie überall sonst auch – mit einer Ausnahme: Südafrika hat sich in diesem Bereich als ausgesprochen erfolgreich erwiesen. Viele der an der Johannesburg Stock Exchange (JSE) notierten Unternehmen sind in den vergangenen Jahren durch Fusionen und Übernahmen erheblich gewachsen und konnten sich weltweit als multinationale Konzerne etablieren, die auch über die Grenzen Südafrikas hinaus ein Begriff sind.

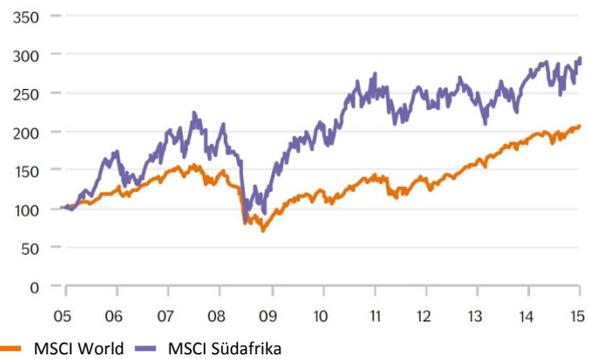
Obwohl dieser Prozess erst seit etwa einem Jahrzehnt richtig anläuft, machen Auslandserträge bereits 45 % der Gewinne der JSE-Unternehmen aus. Dieser Anteil ist höher als an US-Börsen. Dadurch lässt sich zum Teil die Diskrepanz zwischen dem problematischen volkswirtschaftlichen Rahmen einerseits und der Outperformance von über 82 % ggü. dem MSCI World in den letzten zehn Jahren erklären. Dieser „Knick“ bereitet Fondsmanagern oftmals Kopfzerbrechen.

Grafik 1: Geografische Verteilung: Gewinne südafrikanischer Unternehmen



Quelle: ICBC Standard Bank (April 2015)

Grafik 2: MSCI Südafrika vs. MSCI World (in US\$)



Quelle: Thomson Reuters Datastream, NN IP (US\$, Total Return, Mai 2005 - Mai 2015)

Wie haben es diese Unternehmen also geschafft, sich international zu positionieren, wenn das Land doch bis zu den ersten freien Wahlen 1994 international weitgehend isoliert war? Zumindest im Bergbau-sektor liegt die Erklärung auf der Hand, wenn man sich Unternehmen wie BHP Billiton oder Rio Tinto anschaut. Aber wie hat Naspers, ein südafrikanischer Medienkonzern, es geschafft, 48 % von Tencent zu übernehmen? Und wie ist es Bidvest mit Sitz in Johannesburg, 1988 gegründet, gelungen, bereits jetzt rund um den Globus von Neuseeland bis Großbritannien tätig zu sein?*



Robert Holmes

Robert Holmes ist Senior Portfolio Manager der Emerging Markets Equity Boutique bei NN Investment Partners. Seit Oktober 2014 ist er der Lead Manager des NN Emerging Europe Fonds.

Diese Liste ließe sich mit Beispielen wie SABMiller, Sanlam, Aspen, Steinhoff, Discovery, Brait und Imperial weiter fortsetzen.* All diesen Unternehmen ist es gelungen, weltweit erfolgreiche Fusionen und Übernahmen durchzuführen, die den Shareholder Value in den meisten Fällen deutlich heben konnten. Welchen Faktoren sind diese Erfolge zu verdanken?

Zunächst sind hier Geschichte und Kultur zu nennen. Südafrika ist wegen seiner engen Bindungen zu Großbritannien und den Niederlanden – zwei traditionellen Handelsnationen – kein typischer Emerging Market. Neben ausgeprägtem Pioniergeist brachten die ersten europäischen Siedler vor allem auch akademische Standards und Rechtssysteme mit, die nunmehr international anerkannt sind. Diese Kombination aus europäischem Know-How und den für Emerging Markets typischen Chancen erwies sich als idealer Nährboden für den aufkeimenden Unternehmergeist. In jüngster Zeit wird auch die Unsicherheit im Hinblick auf das politische Umfeld einer Diversifizierung über die Landesgrenzen hinaus Vorschub geleistet haben. Doch diese Faktoren schaffen lediglich einen günstigen Rahmen, sie erklären nicht das Ausmaß des Erfolgs. Hier also die drei Faktoren, mit denen Südafrika sich deutlich von anderen EM absetzt und die meiner Ansicht nach wohl den entscheidenden Unterschied machen:

Höhere Hurdle Rates (Mindestrenditen)

Südafrika mag zwar Weltklasseunternehmen haben, aber es ist immer noch ein Land, das sich mit den typischen Problemen einer aufstrebenden Volkswirtschaft herumschlägt, wie Triple-Defizite, politische und strukturelle Ineffizienzen, Energieengpässe u. Ä. Hinzu kommt, dass das Land während der Apartheid-Periode im Wesentlichen ein abgeschotteter Markt war und so oligopolistische Strukturen herausbildete. Infolgedessen entstand ein recht profitabler Binnenmarkt. Im Ergebnis musste entweder die sogenannte Hurdle Rate bei Investments wirklich außerordentlich attraktiv sein oder die Währung aufwerten. Jeder dieser Faktoren erhöhte die Wahrscheinlichkeit einer vernünftigen Anlageentscheidung.

In der modernen Welt des freien Geldhandels, in der eine Rendite, die die Kapitalkosten um 5 Prozentpunkte übersteigt, für multinationale Unternehmen durchaus einen Anreiz darstellt, kann sich dieser Anreiz angesichts der strukturellen Risiken rasch als unzureichend erweisen. Investoren in Nigeria werden dies erst kürzlich schmerzhaft erfahren haben. Wie Donald Trump einst bemerkte: „Mitunter sind die besten Investitionen diejenigen, die man nicht macht.“ Insofern ist eine auskömmliche Hurdle Rate sicherlich eine gute Grundvoraussetzung.

Kollaborativer Ansatz

Bei meinem Aufenthalt in Südafrika letzten Monat traf ich Vertreter von über 30 Unternehmen. Dabei kam wiederholt zur Sprache, dass sich die M&A-Tätigkeit zunehmend nach Osten, also nach Asien und Austral-Asien, verlagert. Das liegt u. a. am Mangel an interessanten Übernahmezielen in Afrika sowie am kollaborativen Ansatz, den südafrikanische Unternehmen bei ihrem M&A-Geschäft verfolgen.

Wie jeder, der länger in den Emerging Markets tätig war, bestätigen kann, ist ein Partner vor Ort, der sich mit den landestypischen Gegebenheiten, dem rechtlichen und politischen Rahmen auskennt, eine Grundvoraussetzung für den Erfolg. Der Versicherer Sanlam hat über 40 Transaktionen in ganz Afrika und Asien durchgeführt und verdankt seine Erfolge dabei dem Prinzip, auch Minderheitsaktionäre wie Großaktionäre zu behandeln. Damit bleibt Aktionären und Management der Zielgesellschaft ausreichend „Spielraum nach oben“ und alle Beteiligten profitieren.

Durch diesen Ansatz konnten feindliche Übernahmen in Südafrika bisher weitgehend vermieden werden, was sehr ungewöhnlich ist. Diese Idee einer partnerschaftlichen Übernahme ist in zahlreichen Unternehmen verankert, so auch bei Imperial Holdings, ein führendes Logistikunternehmen in Afrika und Life Healthcare, ein Anbieter medizinischer Dienstleistungen in Südafrika, Indien und Polen, sowie Aspen, ein in 47 Ländern tätiges Pharma-Unternehmen.



Längerfristiger Zeithorizont

Pharmahersteller Aspen, den wir langfristig in unseren Portfolien halten, verdeutlicht den letzten Faktor, den Zeithorizont. Unternehmen wird häufig ihre kurzfristige Ausrichtung vorgeworfen – durchaus nicht überraschend, wenn man bedenkt, wie schnell die Geschäftsführungen wechseln und dass tendenziell eher Vergütungen in Form von Optionen angeboten werden.

Viele der CEOs und Chairmen südafrikanischer Unternehmen sind hingegen bereits seit langer Zeit im Amt. Die beiden Top-Positionen bei Aspen sind immer noch mit den beiden Herren besetzt, die 1998 das Unternehmen gründeten. Eine solche Stabilität schafft eine solide Basis und eine langfristige Orientierung, ähnlich wie bei Familienunternehmen.

Laut „The Economist“ beträgt die Amtszeit von CEOs in den USA und Europa im Schnitt nur fünf Jahre. Das ist recht knapp, wenn man sinnvolle Akquisitionen planen, durchführen und umsetzen will. Die monetären Ziele solcher Akquisitionen werden daher unvermeidlich eher auf Einsparungen als auf den Aufbau langfristiger Werte gerichtet sein. Die 25 Spitzen-CEOs in Südafrika sind dagegen durchschnittlich zehn Jahre im Amt, wobei es einige bemerkenswerte Ausnahmen gibt: Shoprites CEO führt das Unternehmen seit nunmehr 36 Jahren und hat gemeinsam mit dem Chairman über ein halbes Dutzend

Unternehmen national sowie weitere Gesellschaften international übernommen. Adrian Gore, seines Zeichens CEO bei Discovery, gründete das Unternehmen vor 23 Jahren. Als Krankenversicherer hält Discovery mittlerweile ein Duopol. Ferner ist Discovery ein wichtiger Akteur am Finanzdienstleistungsmarkt in Südafrika, Großbritannien und China. Und doch ist Gore erst 50 Jahre alt.

Kultureller Mix sorgt für gute Renditen

Natürlich lässt sich ein gewisser Survivorship-Bias nicht leugnen und es gibt auch – einige wenige – Übernahmen, die sich als unklug erwiesen. Doch lässt sich nicht von der Hand weisen, dass der Mix aus soliden Führungsqualitäten, Unternehmergeist, angemessener Hurdle Rate und längerfristiger Orientierung mit einer kräftigen Prise guter Absichten außerordentlich gute Renditen für Anleger abgeworfen hat. Bei all der Skepsis, die der Corporate Governance von EM-Unternehmen für gewöhnlich entgegengebracht wird, freut es umso mehr, wenn man

auf Unternehmen stößt, die in puncto Ethos ihre Pendanten von den entwickelten Märkten aller Wahrscheinlichkeit nach übertreffen.

Der Springbock – Afrikaans: Springbok – wird in erster Linie mit der südafrikanischen Rugby-Nationalmannschaft assoziiert, doch hat diese afrikanische Antilopenart vieles mit der oben skizzierten Gruppe von Unternehmensführern gemein: Er ist langlebig, reaktionsschnell und überrascht Widersacher hin und wieder mit kühnen Manövern. Was genau diesen Faktor X ausmacht, mag sich einer Konkretisierung entziehen. Wahrscheinlich ist es diese unvergleichliche Kombination aus dem typisch südafrikanischen Charakter und der Historie des Landes. Vielleicht liegt's aber auch daran, dass man hier von Wall Street und City of London weit entfernt ist.

*Die in dieser Publikation genannten Firmen dienen allein der Veranschaulichung. Firma, Erläuterung und Argumente dienen nur als Beispiel und sind keine Empfehlung zum Kauf, Verkauf oder Halten von Wertpapieren. Der entsprechende Titel kann jederzeit ohne Ankündigung aus bzw. ins Portfolio genommen werden.

Rechtliche Hinweise

Diese Publikation ist nur für professionelle Anleger bestimmt und dient Werbezwecken. Sie stellt keine Anlage-, Steuer- oder Rechtsberatung dar. Obwohl die hierin enthaltenen Informationen mit großer Sorgfalt zusammengestellt wurden, übernehmen wir keine – weder ausdrückliche noch stillschweigende – Gewähr für deren Richtigkeit oder Vollständigkeit. Wir behalten uns das Recht vor, die hierin enthaltenen Informationen jederzeit und unangekündigt zu ändern oder zu aktualisieren. Eine Haftung der NN Investment Partners (die für diesen Zweck NNIP Asset Management (Europe) B.V., anderer zur NN-Gruppe gehörender Gesellschaften sowie derer Organe und Mitarbeiter für irgendwelche in dieser Publikation enthaltene Informationen und/oder Empfehlungen ist ausgeschlossen. Investitionen sind mit Risiken verbunden. Bitte beachten Sie, dass der Wert der Anlage steigen oder sinken kann und die Wertentwicklung in der Vergangenheit keine Gewähr für die zukünftige Wertentwicklung bietet. Diese Publikation und die darin enthaltenen Informationen dürfen ohne unsere Genehmigung weder kopiert, vervielfältigt, verbreitet noch Dritten in sonstiger Weise zugänglich gemacht werden. Für die Rechtsbeziehungen zwischen uns und dem Verwender dieser Publikation gilt niederländisches Recht. Diese Publikation ist kein Angebot für den Kauf oder Verkauf von Wertpapieren und richtet sich nicht an Personen in Ländern, in denen die Verbreitung solcher Materialien rechtlich verboten ist. Für den Erwerb von NN Investmentfonds sind allein die jeweiligen wesentlichen Anlegerinformationen und die Verkaufsprospekte mit Risikohinweisen und ausführlichen Informationen maßgeblich, die Sie kostenlos bei NNIP Asset Management B.V., Niederlassung Deutschland, Westhafenplatz 1, 60327 Frankfurt am Main, oder unter www.nnip.com erhalten.

Presse Kontakt

NN Investment Partners Deutschland

Birgit Stocker
-Head of PR D/A/CH

T: +49 69 50 95 49 -15
M: + 49 160 989 63164

E: birgit.stocker@nnip.com
www.nnip.com

Über NN Investment Partners*

NN Investment Partners (NN IP)* ist der Asset Manager der NN Group N.V., einer an der Börse gehandelten Aktiengesellschaft. NN IP hat seinen Hauptsitz in Den Haag, in den Niederlanden und verwaltet weltweit ca. Euro 203 Milliarden** (USD 218 Mrd.***) Assets under Management für institutionelle Kunden und Privatanleger. NN IP beschäftigt mehr als 1.100 Mitarbeiter und ist in 16 Ländern in Europa, im Nahen Osten, Asien und den USA vertreten.

Am 7. April hat ING Investment Management zu NN Investment Partners umfirmiert. NN IP ist Teil der NN Group N.V., einer an der Börse gehandelten Aktiengesellschaft. 54,8 % der NN Group sind derzeit im Besitz der ING Group.

*NNIP/NN Investment Partners ist der Markenname von ING Asset Management B.V. (ab 7. April NNIP Asset Management B.V.) Frankfurt Branch.

**Stand: Q1 2015, 31. März 2015