

# Scenario favorevole per la strategia Event driven anche nel corso dei prossimi mesi

I settori più gettonati sono l'*healthcare*, il finanziario e quello tecnologico, mentre a livello geografico gli Stati Uniti sono preferiti rispetto all'Europa

di .....

## L'ALLOCAZIONE MEDIA DEI FONDI EVENT DRIVEN

### Esposizioni

|                         |       |
|-------------------------|-------|
| Esposizione lunga media | 92,7% |
| Esposizione corta media | 25,9% |
| Esposizione netta media | 60,1% |

### Numero di posizioni

|        |    |
|--------|----|
| Lunghe | 69 |
| Corte  | 26 |

### % Top 10 posizioni

|                |       |
|----------------|-------|
| Long exposure  | 36,6% |
| Short exposure | 19,3% |

### Numero di deal in portafoglio

|                      |      |
|----------------------|------|
| Cash deal            | 38,5 |
| Stock deal           | 6,3  |
| Cash and stock deals | 6,5  |

### Suddivisione dei deal in base alla capitalizzazione di mercato

|                                 |       |
|---------------------------------|-------|
| Mega cap (oltre 20 miliardi)    | 23,1% |
| Large cap (Tra 5 e 20 miliardi) | 30,2% |
| Mid cap (Tra 1 e 5 miliardi)    | 27,4% |
| Small cap (meno di 1 miliardo)  | 5,3%  |

### Periodo medio delle posizioni in portafoglio (giorni)

115

Dati aggiornati a fine febbraio 2017, calcolati su un campione di 17 fondi Ucits Event driven.  
Fonte: MondolInvestor.

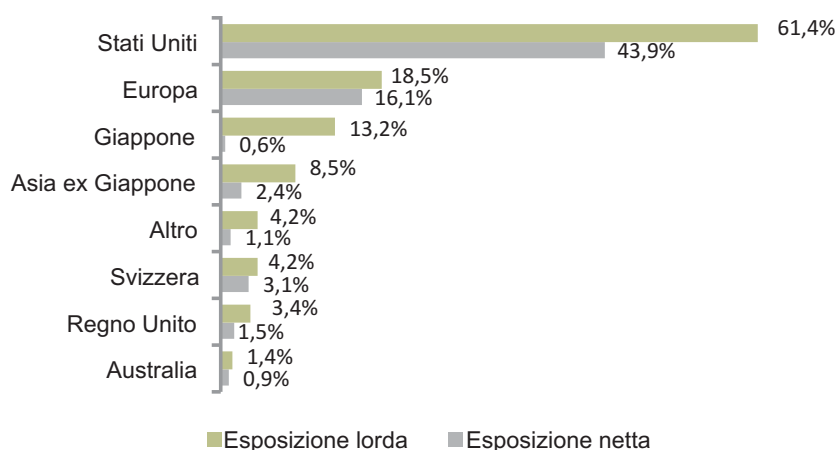
La strategia Event driven ha realizzato ottimi risultati nel corso dell'anno passato, con l'HFRI Event Driven Index che ha registrato un rialzo di +10,57% e sta continuando a macinare risultati positivi anche nel primo trimestre del 2017 (+2,19%). MondolInvestor ha approfondito l'argomento analizzando i 28 fondi in formato *liquid alternative* presenti nel database proprietario, indagando i fattori che hanno favorito la strategia, le opportunità sul mercato e gli sviluppi per i prossimi mesi.

### Intensa attività di M&A nel 2016

Nel 2016, dopo un primo semestre più difficile, la strategia Event driven si è risollezata grazie alla "crescita dell'attività di fusioni ed acquisizioni nella seconda parte dell'anno, che ha incrementato le opportunità di investimento per i fondi Event driven, insieme all'esito delle presidenziali americane. Quest'ultimo, infatti, rappresenta un fattore di supporto per l'attività di M&A negli Stati Uniti dato che ci si attende che, guardando al prossimo futuro, i repubblicani favoriscano revisioni *antitrust* più morbide", spiega **Roberto Bottoli**, gestore del fondo GAM Star (Lux) Merger Arbitrage di GAM. Secondo **Riccardo Costa**, cogestore del fondo Leadersel Event Driven di Ersel Sgr, "il 2016 è stato un anno complesso ma ricco di opportunità per le strategie Event driven. La maggior parte delle operazioni più interessanti è stata infatti caratterizzata da un livello di complessità regolamentare e procedurale superiore alla media, da tempistiche lunghe e incerte e da una dimensione geopolitica non trascurabile. In un contesto così complicato, l'approccio opportunistico nella costruzione delle posizioni, l'analisi approfondita dei fattori di rischio delle singole operazioni e un buon livello di diversificazione di portafoglio sono stati gli elementi che hanno permesso di ottenere buoni rendimenti a fronte di livelli di volatilità generalmente contenuti". "Il volume globale di *deal* ha totalizzato 3,7 mila miliardi di dollari nel 2016, rendendolo il terzo anno più intenso per l'M&A

mai registrato", spiega **Michael Gabelli**, Managing Director, Director of Alternative Investments and Global Business development di Gabelli, che prosegue: "I rendimenti del nostro fondo GAMCO Merger Arbitrage UCITS per la prima metà del 2016 sono stati abbastanza solidi per i seguenti motivi: ad aprile, nonostante gli sviluppi positivi in un certo numero di investimenti nel mese, la performance è stata messa in difficoltà dalle battute d'arresto in due *deal*, Alere e Allergan. La buona notizia è stata che, dato che Allergan rappresentava una grossa fetta di investimento in molti *arbitrage fund*, le perdite di Allergan hanno fatto sì che *spread* di altri *deal* si ampliassero, e ciò ci ha permesso di aggiungere, in modo selettivo, determinate posizioni durante il periodo di accresciuta volatilità. Durante il successivo mese di maggio, abbiamo assistito a una ripresa della performance dato il completamento di alcuni *deal* particolari tra cui Baxalta, Charter Communications e SanDisk. Inoltre, gli *spread* si sono ristretti sulle acquisizioni di SABMiller da parte di Busch InBev e di Cablevision da parte di Altice, dato che il processo di autorizzazione è diventato molto più chiaro per entrambi i *deal*. La performance di giugno è stata relativamente *flat* con il verificarsi della Brexit, tuttavia a luglio c'è stata una ripresa caratterizzata da *deal making* in aumento, guidata dall'attività nel settore dei semiconduttori. Nel mese di settembre, il fondo ha avuto una performance positiva grazie all'approvazione normativa ricevuta per alcuni *deal*, come Lexmark International, dopo che la Committee on Foreign Investment negli Stati Uniti (CFIUS) ha autorizzato l'acquisizione. Abbiamo ottenuto dei guadagni anche quando la Pfizer ha completato la sua acquisizione della compagnia biofarmaceutica Medivation per 14 miliardi di dollari. Verso la fine dell'anno (post elezione), abbiamo assistito al Trump *trade*, con i titoli bancari che detenevamo che hanno beneficiato della nuova Amministrazione nella speranza di una *deregulation*", sottolinea Gabelli.

## L'ESPOSIZIONE LORDA E NETTA PER AREA GEOGRAFICA DEI FONDI EVENT DRIVEN



Dati aggiornati a fine febbraio 2017, calcolati su un campione di 17 fondi Ucits Event driven. Fonte: Mondolinvestor.

grafico 1

### Criteri alla base della selezione

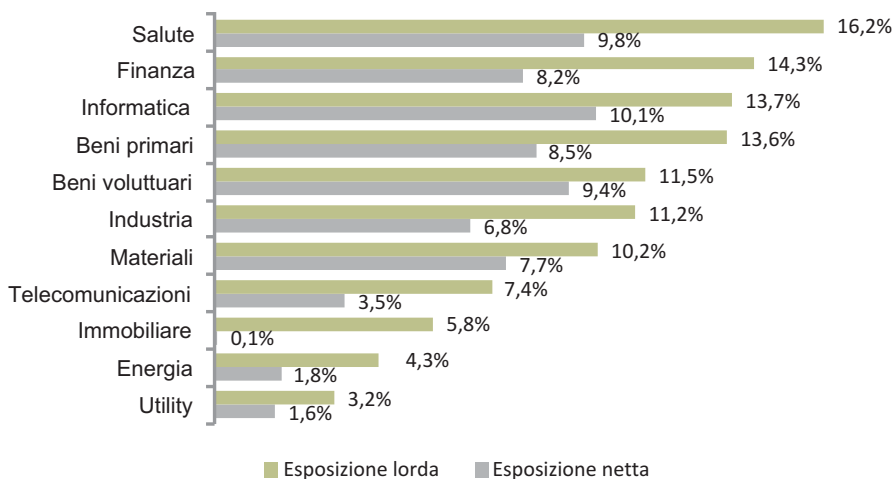
Secondo quali criteri i gestori selezionano le operazioni nelle quali investire? "A una prima fase di analisi sistematica delle caratteristiche delle singole operazioni segue un'attenta valutazione dei fattori di rischio che potrebbero impedirne il buon esito e vengono definite delle soglie di rendimento atteso in corrispondenza delle quali costruire le posizioni. Questo approccio opportunistico permette di selezionare solo le operazioni più attraenti, differenziandosi quindi da logiche di investimento passive in portafogli di arbitraggio utilizzate da chi cerca una generica esposizione al premio al rischio offerto dalla strategia di *risk arbitrage*. Nella fase di analisi viene poi posta particolare enfasi alla qualità ed affidabilità delle società coinvolte, che porta a preferire titoli liquidi e ad ampio flottante, quali sono stati ad esempio: BG Group, SABMiller o Starwood Hotel", spiega Costa. "Personalmente investo esclusivamente in fusioni o acquisizioni annunciate e amichevoli con lo scopo di rimuovere gran parte del potenziale di ribasso tipico delle situazioni più controverse. All'interno di questa fattispecie di operazioni, è importante prendere in considerazione la logica della transazione, che deve avere senso tanto dal punto di vista industriale quanto da quello economico, quali regolatori devono approvare l'operazione, chi siano i principali azionisti coinvolti nella transazione e quale sia la loro opinione sul *deal*", afferma, invece, Bottoli. "Il team cerca di investire in *strategic deal* ben finanziati e con una chiara logica sottostante", evidenzia **Ralph Rocco**, Portfolio Manager di

Gabelli e specifica: "Quantifichiamo il *downside* di ogni posizione e abbiamo piena consapevolezza delle valutazioni correnti. Inoltre, conduciamo una dettagliata *due diligence* per determinare: la possibilità che si inserisca un altro offerente, la tempistica del *deal*, ogni tipo di impedimenti regolamentari e le condizioni dell'accordo di fusione. Un esempio di un *deal* in cui abbiamo investito è NXP Semiconductors NV. NXP aveva accettato di essere acquisito da Qualcomm Inc a ottobre per 110 dollari per *share*, valutando la transazione circa 46 miliardi di dollari. Pensiamo sia un *deal* importante e altamente strategico per Qualcomm, perchè il business di NXP è fondamentalmente solido e il *downside* è limitato data la forza del settore da quando la transazione è stata annunciata".

### Aree geografiche e settori

Focalizzando l'attenzione sulle aree geografiche, dalla *survey* è emerso che il 61,4% degli asset dei fondi analizzati è allocato in America e il 18,5% in Europa (vedi grafico 1). A livello settoriale, invece, i segmenti più gettonati sono l'*healthcare* (16,2%), il settore finanziario (14,3%) e quello tecnologico (13,7%, vedi grafico 2, pag. 29). "Le aree geografiche in cui riteniamo si concentrino le maggiori opportunità sono Stati Uniti ed Europa", afferma Costa, precisando che "sui mercati nord americani il flusso di operazioni di consolidamento è continuo e permette di costruire un portafoglio comunque ben diversificato anche dopo aver applicato gli stringenti criteri che governano i nostri investimenti. In Europa la situazione è diversa, in quanto a una minore numerosità delle operazioni corrispondono maggiori obblighi in termini di trasparenza, tutela dei mercati e protezione degli azionisti di minoranza che consentono posizioni anche più concentrate. I settori che riteniamo più interessanti per le prospettive di consolidamento sono: quello energetico per le dinamiche del prezzo del petrolio; quello chimico e della componentistica per auto per far fronte a crescenti *budget* di ricerca e sviluppo; quello dei beni di largo consumo per le sinergie che possono essere realizzate con poche ma incisive azioni manageriali. I settori farmaceutico e tecnologico da anni rappresentano la quota parte maggiore delle operazioni di fusione e acquisizione e riteniamo continueranno tale trend". Le opportunità saranno buone sia nel Vecchio Continente che oltreoceano anche secondo Bottoli: "Il contesto politico dovrebbe favorire le operazioni di fusione ed acquisizione negli Stati Uniti, grazie ad

## L'ESPOSIZIONE LORDA E NETTA SETTORIALE DEI FONDI EVENT DRIVEN



Dati aggiornati a fine febbraio 2017, calcolati su un campione di 17 fondi Ucits Event driven. Fonte: Mondolinvestor.

grafico 2

una più morbida impostazione in termini di revisione *antitrust*, alla riduzione delle tasse e al rimpatrio dei capitali per le multinazionali promesso dall'amministrazione Trump. Anche l'Europa può andare incontro ad un incremento delle attività di acquisizione e fusione grazie agli acquirenti americani, parzialmente guidati dalla forza del biglietto verde. Da una prospettiva settoriale, il consolidamento delle banche regionali statunitensi, dettato da necessità regolamentari, dovrebbe proseguire: nel settore dei *media* stiamo assistendo all'acquisto di produttori di contenuti da parte delle emittenti via cavo e satellitari, elemento che sta generando un cambiamento nel contesto competitivo e che, probabilmente, suggerisce ancora più attività". "I nostri portafogli si sono storicamente concentrati sui mercati globali sviluppati", asserisce **Paolo Vicinelli**, Analyst di Gabelli, che poi prosegue: "Queste aree hanno definito le regole delle fusioni e la trasparenza all'interno del processo dall'annuncio fino al compimento. Le *cross border M&A* erano il 43% del volume globale totale durante il primo trimestre del 2017 ed è il più alto livello dal 2007, con un ammontare pari a 337 miliardi di dollari". Spostando l'attenzione sulla *market cap*, i fondi si sono concentrati sui *deal* di società *large cap* (30,2%) e *mid cap* (27,4%).

#### Prospettive per il 2017

Anche nei primi mesi del 2017, l'attività di M&A ha continuato a essere molto intensa. "A gennaio abbiamo assistito a una incredibile quantità di transazioni e volumi, probabilmente a causa dell'effetto

Trump sui mercati finanziari globali. Da allora l'attività è diminuita riportando l'attività del primo trimestre sui livelli medi. Gli *spread* d'arbitraggio sono al di sotto della media dello scorso anno, ma ciò è in linea con un'avversione al rischio generalmente bassa nel mercato e un contesto di bassa volatilità. Personalmente mi aspetterei mercati più volatili nel prossimo futuro, date le importanti problematiche legate alle elezioni in Francia e gli ostacoli che Trump sta incontrando nel proprio programma di riforme: questo dovrebbe generare un impatto anche sugli *spread* di arbitraggio", spiega Bottoli. "L'attività di M&A nel primo trimestre ha totalizzato complessivamente 780 miliardi di dollari, un aumento del 12% rispetto allo stesso periodo dello scorso anno", aggiunge Rocco, precisando inoltre che "nonostante ci sia una qualche incertezza su argomenti come la riforma delle tasse, le regolamentazioni, gli scambi commerciali, e il nazionalismo, il volume dei *deal* rimane consistente. Uno degli aspetti chiave è che le compagnie stanno cercando di effettuare operazioni di M&A non focalizzandosi sul breve periodo, ma puntando a una crescita a lungo termine". Insomma, anche per il 2017 sembrano esserci tutti i presupposti adatti a favorire la strategia Event driven e secondo Bottoli "già sono presenti fattori strutturali favorevoli: bassi costi di finanziamento e crescita economica. Anche la nomina di un presidente repubblicano alla Ftc (Federal Trade Commission) ed alla divisione antitrust del Dipartimento di Giustizia nelle prossime settimane dovrebbe aggiungere una dose di trasparenza al processo di approvazione di molte importanti transazioni. Cosa dunque potrebbe andare per il verso storto? Un fiasco nell'applicazione dell'agenda di Trump, o una revisione al rialzo dei tassi mal comunicata o mal gestita da parte della Fed". *Sentiment* positivo anche per Costa, che afferma: "La strategia potrebbe, nel breve periodo, ricevere un'ulteriore spinta dalla riforma fiscale negli Stati Uniti, soprattutto per quanto riguarda l'utilizzo e la tassazione degli utili detenuti all'estero dalle società americane. Anche la conferma dei segnali di crescita in Europa costituirebbe un ulteriore elemento favorevole, soprattutto se accompagnato da valutazioni borsistiche non eccessive. I principali fattori di rischio sono legati alle incertezze geopolitiche, quali ad esempio un eventuale esito negativo delle elezioni francesi, un processo di Brexit particolarmente duro e penalizzante o l'insorgere di nuove tensioni legate all'aggressività dell'amministrazione Trump".