

# Barrick-Randgold legt die Messlatte für zukünftige Konsolidierungen in der Goldbranche hoch

Von Joe Foster, Portfolio Manager

## Gold konsolidiert, Kursrückgang bei Gold-Titeln, doch positive Trends zeichnen sich ab

Der Goldmarkt verzeichnete im Monatsverlauf eine Konsolidierung bei USD 1.200 je Unze. Es gab kaum Neuigkeiten, die bei dem Edelmetall zu einer Veränderung geführt hätten, und die Märkte reagierten nicht auf die bereits allgemein erwartete Zinserhöhung der US-Notenbank Federal Reserve im September. Bei Gold und Goldaktien war entsprechend kaum eine Änderung zu beobachten. Gold verzeichnete im September einen Preisrückgang um USD 8,90 (0,7%) auf USD 1.192,50 je Unze, der NYSE Arca Gold Miners Index (GDMNTR)<sup>1</sup> fiel um 0,3% und der MVIS Global Junior Gold Miners Index (MVGDXJTR)<sup>2</sup> fiel um 1,3%. Angesichts der Konsolidierung des Goldpreises im Bereich seiner Jahres-Tiefststände ist noch nicht abzusehen, ob die nächste Entwicklung auf- oder abwärtsgeht. Die außerordentlich geringe (Short-)Positionierung an der Comex (dem wichtigsten Handelsplatz für Futures und Optionen im Metallhandel), das saisonbedingte Kaufverhalten und mögliche geopolitische Impulse aus Italien und von den Zwischenwahlen in den USA deuten jedoch auf eine Aufwärtsbewegung hin.

## Die letzten Konferenzen in der Branche lieferten Erkenntnisse zu Produzenten und Junior-Projektentwicklern

Vor Kurzem nahmen wir am Precious Metals Summit und am Denver Gold Forum teil, den wichtigsten Treffen institutioneller Anleger und Goldunternehmen weltweit. Wie üblich machten wir wieder einige interessante Entdeckungen und fanden einige beobachtenswerte Entwicklungen bei den kleineren Unternehmen, die am Precious Metals Summit teilnahmen. Für Junior-Bergbauunternehmen ist es im derzeitigen Umfeld schwierig, Kapital zu beschaffen. Glücklicherweise waren bei der Veranstaltung viele Corporate-Entwicklungsteams von weltweiten Goldproduzenten zugegen. Corporates waren im momentanen Zyklus eine wichtige Finanzierungsquelle für Juniors und wir gehen davon aus, dass sich dieser Trend fortsetzt.

Die Produzenten, die wir beim Denver Gold Forum trafen, konnten für ihre Unternehmen eine solide Basis vorweisen. Die meisten berichteten von Chancen zur Aufrechterhaltung des Produktionsvolumens und einige sprachen auch von Wachstum. Abgesehen von einer geringfügigen Beeinflussung durch die Ölpreise werden die Kosten in Grenzen gehalten. Die Gerüchte am Wochenende vor der Konferenz und die Bekanntgabe des Zusammenschlusses von Barrick Gold und Randgold Resources am frühen Montagmorgen waren die vorherrschenden Themen unter den Teilnehmern. Der Rest dieses Artikels befasst sich daher mit unserer Einschätzung dieser Fusion.

## Gold Analyse der Fusion von Barrick und Randgold

Im Laufe unserer Beobachtung des Goldmarktes in den vergangenen Jahren sind uns drei Unternehmen aufgefallen, die wegen ihrer anhaltenden Wertschöpfung besonders herausragen. Die mittelgroßen Produzenten Agnico Eagle Mines (4,1% des Nettovermögens\*), B2Gold (6,8% des Nettovermögens) und Randgold konnten ihr Geschäft durch wertsteigernde Übernahmen und erfolgreiche Exploration beständig ausbauen. Agnico und B2Gold bauen eigene Minen und vermeiden eine Abhängigkeit von externen Ingenieursunternehmen. Durch ihre erfolgreichen Aktivitäten in Mali, der Demokratischen Republik Kongo (DR Kongo), der Elfenbeinküste, Namibia, Nicaragua und den Philippinen sind Randgold und B2Gold erfahren im Umgang mit geopolitischen und sozialen Risiken. Randgold ist durch erfolgreiche Exploration auf Goldvorkommen gestoßen, die so ergiebig sind, dass Minen mit robusten Erträgen von USD 1.000 je Unze entwickelt werden können. Alle drei Unternehmen stehen unter der Leitung langjähriger CEOs. Nun plant eines dieser Unternehmen den Zusammenschluss mit dem weltweit größten Goldunternehmen. Am 24. September gaben John Thornton, Chairman von Barrick, und Mark Bristow, CEO von Randgold, auf dem Denver Gold Forum die Fusion ihrer Unternehmen bekannt. Im November werden die Aktionäre über den Merger abstimmen, den wir in

mancherlei Hinsicht überaus interessant finden.

### Ein Merger ohne Aufschlag schließt Arbitrageure aus und ist hoffentlich Vorbild für zukünftige Deals

In der Vergangenheit zahlten größere Goldunternehmen, die einen kleineren Wettbewerber aufkaufen, einen Aufschlag, üblicherweise im Bereich von 20% bis 50%. Ein Deal mit Aufschlag lockt Arbitrageure an, die die Aktien des übernehmenden Unternehmens verkaufen oder Short-Positionen eröffnen und gegebenenfalls die Aktien des Übernahmzieles kaufen. Wir haben erlebt, dass der Aktienkurs eines übernehmenden Unternehmens nach Bekanntgabe der Transaktion um 10% gefallen ist, wodurch üblicherweise auch der Kurs des Übernahmzieles sinkt. Die Titel stehen weiterhin unter Druck, wenn die Arbitrageure ihre Positionen aufstocken. So kann es sein, dass die Arbitrageure zum Zeitpunkt der Abstimmung über die Fusion Kontrolle über einen wesentlichen Teil des Unternehmens erlangt haben. Sie haben jedoch kein Interesse an langfristigen Investments und verkaufen ihre wesentlichen Beteiligungen, sobald die Transaktion abgeschlossen ist. Diese Aktien können dann monatelang an den Märkten gehandelt werden und halten den Kurs tief, bis sie schließlich von einem Anleger dauerhaft gehalten werden. Abgesehen von dem Arbitrage-Problem haben zu viele Unternehmen in der Vergangenheit zu hohe Beträge für Übernahmen gezahlt, bei denen Shareholder Value vernichtet wurde. Der Markt ist grundsätzlich effizient bei der Beurteilung des Werts eines produzierenden

Unternehmens. Wir haben jedoch schon zu oft erlebt, dass halsstarrige Geschäftsleitungen oder Aktionäre sich geweigert haben, einem Deal ohne Aufschlag zuzustimmen. Bergbau ist ein schwieriges Geschäft und nicht alle Unternehmen haben das Potenzial, ganz vorne mitzuspielen. Häufig ist es für alle Beteiligten das Beste, Vorkommen und Projekte einem Unternehmen zu überlassen, das besser in der Lage ist, diese rentabler zu gestalten.

Barrick-Randgold ist unseres Wissens nach die erste bedeutende Übernahme im Goldsektor, bei der kein Aufschlag gezahlt wird. Dies hat die Arbitrageure ferngehalten und die Ergebnisse waren beeindruckend. In der Woche nach der Bekanntgabe stieg der Kurs von Randgold um 10,4% und der Kurs von Barrick um 5,8%, während der NYSE Arca Gold Miners Index ein Minus von 1,3% verzeichnete. In der Vergangenheit haben wir im Vorfeld erwarteter Fusionen und Übernahmen die Titel von Unternehmen übergewichtet, bei denen es sich unserer Ansicht nach um Übernahmziele handelte, und mögliche Erwerber untergewichtet, um so Alpha für unsere Anleger zu generieren. Unserer Einschätzung nach war eine Übernahme für Barrick nötig, weshalb wir den Fonds entsprechend positioniert haben. Wir lagen mit dieser Einschätzung zwar richtig, konnten jedoch nach der Bekanntgabe der Transaktion nicht von der Wertentwicklung von Barrick profitieren. Dennoch freuen wir uns über das Ergebnis und hoffen, dass dieser Deal anderen Unternehmen als Vorbild dienen wird. Wir wären gern bereit, unsere M&A-Strategie auf Transaktionen ohne Aufschlag auszurichten, deren Wertentwicklung

### Wertentwicklung seit dem Erstinvestment von VanEck in Randgold (15. August 2002 bis 30. September 2018)



Quelle: VanEck, Bloomberg. Stand: 30. September 2018

Die Wertentwicklung in der Vergangenheit bietet keine Gewähr für zukünftige Ergebnisse. Nur zu Illustrationszwecken.

von Fundamentaldaten statt Spekulationsgeschäften von Arbitrageuren abhängt.

#### VanEck kennt die Unternehmen und die Unternehmensführung

2002 traf ich Mark Bristow in einem Restaurant auf der Third Avenue in New York. Er berichtete von einem Projekt namens Morila in Manila, das er finanzieren wollte. Bereits vor Morila war Randgold an anderen afrikanischen Minen beteiligt, die sich nicht besonders gut entwickelt hatten. Morila war jedoch anders. Es handelte sich um ein großes, nahe der Erdoberfläche gelegenes Erzvorkommen mit hohem Goldgehalt und einfacher Metallurgie, das sich schnell bezahlt machen würde. Randgold konnte jedoch nicht genügend Mittel für ein erstklassiges Projekt aufbringen, weshalb Mark Bristow AngloGold als Partner ins Boot holte. VanEck beteiligte sich 2002 an der Finanzierung von Randgold und ist seither als Aktionär an dem Unternehmen beteiligt. Wie die vorhergehende Grafik zeigt, war dies eines der besten Investments, die wir je getätigt haben.

Mark Bristow hat seither ein außergewöhnliches Unternehmen aufgebaut. Er ist unseres Wissens nach der erste Explorationsgeologe, der ein bedeutendes Goldunternehmen leiten wird. Im Gegensatz zu den meisten Unternehmen spielen die Geologen bei Randgold eine zentrale Rolle. Geologen sind häufig unangepasste Freigeister und manchmal etwas exzentrisch. Als Wissenschaftler gehen sie aus Notwendigkeit Risiken auf Grundlage begrenzter Informationen ein. Von der Erdoberfläche aus lassen sich nur begrenzt geologische Informationen sammeln. Dennoch müssen die Geologen Millionen von Jahren Erdgeschichte entziffern, um Rückschlüsse auf Bohrziele zu ziehen. Eine abbaubare Goldlagerstätte unter der Erdoberfläche zu finden, ist wie die sprichwörtliche Suche nach der Nadel im Heuhaufen. Es sind zahllose, meist erfolglose Probebohrungen erforderlich. Die Exploration verursacht Kosten, ist jedoch auf lange Sicht entscheidend für die Wertschöpfung. Wenn der Goldpreis sinkt und das Geld knapp wird, werden die Explorationsbudgets gekürzt und die Geologen müssen ihren Hut nehmen. Als junger Explorationsgeologe wurde ich zweimal entlassen, was letztlich der wichtigste Beweggrund für einen Berufswechsel und den Einstieg in die Finanzbranche war. Mit meinem Master-Abschluss und mehr als einem Jahrzehnt an Erfahrung im Gepäck verließ ich Nevada und zog nach New York. Viele Geologen haben ähnliche Berufswechsel vollzogen. Diese fehlende Beständigkeit im Bereich Exploration trägt dazu bei, dass die Branche sich heutzutage mit einem Mangel neuer Lagerstätten konfrontiert sieht. Die Geologen von Randgold haben in Westafrika eine einzigartige Erfolgsbilanz, weil sie konsequent nach optimaler Exploration streben. Durch die Fusion kann künftig auch das Geschäft in Amerika von dieser Randgold-Explorationsphilosophie profitieren.

John Thornton leitet Barrick seit 2014. Damals litt das Unternehmen unter seinen hohen Schulden und seiner ungewissen Zukunft, sodass

wir den Titel gemieden haben. Seither hat Barrick eine beachtliche Trendwende vollzogen. Nicht zum Kerngeschäft gehörende Vermögenswerte wurden veräußert, Schulden wurden abgebaut, ganze Managementebenen wurden gestrichen und die Mitarbeiter wurden als Aktionäre an dem Unternehmen beteiligt. John Thornton ist gelernter Banker und dürfte diesen Zusammenschluss unserer Einschätzung nach als Chance ansehen, dem Aufschwung bei Barrick die Krone aufzusetzen. Randgold weist eine flache und dezentrale Managementstruktur auf. Wir gehen davon aus, dass sich Barrick unter der Leitung von Mark Bristow weiter verschlanken wird. Randgold weiß, wie man geopolitische Risiken mindert – was sich für Barrick in Afrika und Südamerika auszahlen kann. Die Bergbau- und Explorationsteams von Randgold können erprobte Methoden in das neue Barrick-Unternehmen einbringen. Und schließlich werden die Spitzen-Vorkommen von Barrick um die beiden erstklassigen Minen von Randgold erweitert.

Für Randgold bedeutet der Zusammenschluss die Möglichkeit, seine Managementstruktur, Finanzdisziplin und Betriebskultur auf Barrick, das weltweit größte Goldunternehmen, zu übertragen. Das größte Risiko dieses Zusammenschlusses liegt unserer Einschätzung nach darin, dass ein Managementstil, der für ein regional aufgestelltes mittleres Unternehmen funktioniert hat, in einem dreimal so großen und dreimal so komplexen internationalen Unternehmen nur schwer oder sogar unmöglich umgesetzt werden kann. Mark Bristows Persönlichkeit und sein pragmatischer Managementansatz im Hinblick auf Geschäftsaktivitäten und geopolitische Verhandlungen müssen auf zwei weitere Kontinente übertragen werden. Vielleicht wird sich Barrick als zu groß und unflexibel erweisen. Vielleicht wird aber auch ein neuer Branchenführer entstehen. Wissen werden wir dies voraussichtlich erst in einigen Jahren und nach einigen Rückschlägen, aber wir sind überzeugt, dass John Thornton und Mark Bristow daran glauben und über die nötige Entschlossenheit, die richtigen Vorkommen und die richtigen Leute verfügen, damit das Unterfangen gelingt.

#### WICHTIGE INFORMATIONEN UND HINWEISE

<sup>1</sup>Der NYSE Arca Gold Miners Index (GDMNTR) ist ein modifizierter, nach Marktkapitalisierung gewichteter Index, in dem börsengehandelte Unternehmen mit Schwerpunkt im Abbau von Gold vertreten sind.

<sup>2</sup>Der MVIS® Global Junior Gold Miners Index (MVGDXJTR) ist ein regelbasiert, modifizierter und nach der Streubesitz-Marktkapitalisierung gewichteter Index, in dem börsengehandelte Unternehmen aus der ganzen Welt mit geringer und mittlerer Marktkapitalisierung vertreten sind, die mindestens 50% ihres Umsatzes mit dem Abbau von Gold und/oder Silber generieren, Boden besitzen, mit dem das Unternehmen bei Erschließung potenziell mindestens 50% des Umsatzes im Abbau von Gold oder Silber erwirtschaften kann, oder vorrangig Anlagen in Gold oder Silber tätigen.

Die genannten Indizes sind nicht aktiv gemanagte Indizes und beinhalten die Wiederanlage aller Dividenden, spiegeln jedoch nicht die Zahlung von Transaktionskosten, Beratungsgebühren oder Aufwendungen im Zusammenhang mit der Anlage in einem Fonds wider. Bestimmte Indizes berücksichtigen gegebenenfalls Quellensteuern. Die Wertentwicklung eines Index ist kein Indikator für die Wertentwicklung eines Fonds. Indizes sind keine Wertpapiere, in die investiert werden kann.

## Wichtige Hinweise

Dieses Dokument stammt von VanEck Associates Corporation („VanEck“). Es stellt kein Angebot zum Verkauf und keine Aufforderung zum Kauf von Wertpapieren dar.

Die vorstehend geäußerten Meinungen können von den Meinungen anderer Abteilungen oder Unternehmen von VanEck abweichen. Sämtlichen wiedergegebenen Informationen und Meinungen liegen Analysen der VanEck Associates Corporation zugrunde. Alle aufgeführten Prognosen und Vorhersagen stammen aus den genannten Quellen. Die geäußerten Meinungen basieren unabhängig von der jeweiligen Quelle auf bestem Wissen und Gewissen. Sie beziehen sich lediglich auf den angegebenen Zeitpunkt der Erstellung dieses Dokuments und können sich in nachfolgenden Versionen ohne Vorankündigung ändern. Sämtliche in diesem Dokument enthaltenen Prognosen, Marktausblicke oder Einschätzungen stellen zukunftsgerichtete Aussagen dar und beruhen auf einer Reihe von Annahmen, die ausschließlich die Meinung von VanEck wiederspiegeln. Die vorstehenden Prognosen, Ausblicke und Annahmen sind nicht als Hinweis auf in der Zukunft tatsächlich stattfindende Ereignisse zu verstehen.

## Keine Anlageberatung

Dieses Dokument dient ausschließlich dem Zweck, Anleger mit allgemeinen und unverbindlichen Informationen zu versorgen, und ist nicht als Grundlage für Investmententscheidungen gedacht. Es wurde von VanEck als allgemeines Informationsmaterial zur Nutzung durch die Anleger, die dieses Dokument erhalten haben, verfasst. Dieses Dokument versteht sich nicht als Empfehlung bestimmter Finanzinstrumente oder Strategien nach individuellen Bedürfnissen und stellt dementsprechend keine individuelle Anlageberatung dar. Zudem berücksichtigt sie nicht die finanzielle Situation, die bestehenden Investments und Verbindlichkeiten, das Anlagewissen und die Anlageerfahrung, das Anlageziel und den Anlagehorizont sowie das Risikoprofil und die Präferenzen eines einzelnen Anlegers. Investoren haben selbst sicherzustellen, dass etwaige Investments ihrer finanziellen und steuerlichen Situation und ihren Anlagezielen entsprechen. Sie tragen das Risiko von Verlusten im Zusammenhang mit ihren Investments. Bevor auf der Grundlage einzelner in dieser Publikation oder in diesem Bericht enthaltener Informationen Entscheidungen getroffen werden, empfiehlt es sich, den persönlichen Finanzberater zu konsultieren.

Prognosen, Schätzungen und bestimmte Informationen, die in diesem Dokument enthalten sind, basieren auf eigenen Nachforschungen von VanEck. Die in diesem Dokument wiedergegebenen Informationen sind nicht als Anlage-, Steuer- oder Rechtsberatung, als Empfehlung oder als Angebot bzw. Aufforderung zum Verkauf oder Kauf eines bestimmten Wertpapiers gedacht und sollten nicht dahin gehend verstanden oder verwendet werden. Verweise auf bestimmte Wertpapiere und deren Emittenten oder Branchen dienen ausschließlich der Erläuterung. Sie stellen keine Empfehlung für den Kauf oder den Verkauf dieser Papiere oder für ein Investment in die jeweilige Branche dar und sind nicht als solche auszulegen.

Jeder Anleger muss die steuerlichen und sonstigen finanziellen Vorteile seines Investments selbst bewerten.

## Quellen

Dieses Dokument kann auf von Portfoliomanagern, Analysten oder Vertretern von VanEck stammenden Informationen wie Meinungen, Empfehlungen, Einschätzungen, Kurszielen oder Bewertungen sowie auf öffentlich verfügbaren Informationen, auf Informationen anderer Geschäftsbereiche oder Unternehmen von VanEck und auf Informationen sonstiger genannter Quellen basieren oder solche Informationen enthalten. Soweit sie auf Informationen anderer Quellen („sonstige Quellen“) als VanEck beruht („externe Informationen“) oder solche Informationen enthält, wurden solche Quellen von VanEck für zuverlässig befunden. Weder die Unternehmen der VanEck Associates Corporation noch deren Partnerunternehmen oder verbundene Unternehmen oder sonstige Personen gewährleisten jedoch die Richtigkeit, die Angemessenheit oder die Vollständigkeit externer Informationen.

## Haftungsbeschränkung

Die VanEck Associates Corporation und ihre Partnerunternehmen oder verbundenen Unternehmen übernehmen keinerlei Haftung im Zusammenhang mit Investment-, Verkaufs- oder Halteentscheidungen, die Anleger auf der Grundlage dieses Dokuments treffen. In keinem Fall haften sie für direkte oder indirekte Schäden oder für Neben-, Sonder- oder Folgeschäden, die aus der Verwendung der in dieser Publikation oder in diesem Bericht enthaltenen Informationen resultieren.

## Risikoinformationen

Das Risiko eines Investments in bestimmte Finanzinstrumente ist im Allgemeinen hoch, da der Marktwert dieser Instrumente von zahlreichen verschiedenen Faktoren beeinflusst wird. Hierzu gehören unter anderem die betriebliche und finanzielle Situation sowie die Wachstumsaussichten des jeweiligen Unternehmens, Zinsänderungen, die wirtschaftlichen und politischen Rahmenbedingungen, Wechselkurse, Veränderungen der Marktstimmung usw. Wenn ein Investment oder ein Wertpapier auf eine andere Währung als die Referenzwährung des Anlegers lautet, können sich Wechselkursänderungen nachteilig auf den Wert oder Preis eines Investments oder auf den Ertrag, der dem Anleger aus diesem Investment zufließt, auswirken. Historische Performance-Daten lassen keine Rückschlüsse auf die zukünftige Entwicklung zu. Schätzungen der zukünftigen Performance basieren auf Annahmen, die unter Umständen nicht eintreten. Mit einem Investment in einzelne Aktien kann der Anleger sein gesamtes Kapital oder einen Teil davon verlieren.

#### Interessenkonflikte

VanEck, den verbundenen Unternehmen von VanEck und den Mitarbeitern der VanEck-Unternehmen ist es gestattet, Leistungen für jedes in diesem Dokument erwähnte Unternehmen zu erbringen. Sie sind befugt, Geschäfte mit dem betreffenden Unternehmen abzuschließen, Long- oder Short-Positionen in dessen Anlageprodukten (einschließlich Derivaten) einzugehen oder auf sonstige Rechte an diesen Produkten zu erwerben. Zur Begrenzung möglicher Interessenkonflikte und zur Vermeidung des Missbrauchs von Insiderwissen haben alle Vertreter, Portfoliomanager und Analysten von VanEck interne Vorschriften und Bestimmungen über ethisch angemessenes Verhalten, den Umgang mit Insiderinformationen und nicht veröffentlichten Research-Informationen, den Kontakt zu anderen VanEck-Unternehmenseinheiten und die Durchführung von Eigenhandel zu beachten. Die internen Richtlinien wurden unter Berücksichtigung der geltenden Rechtsvorschriften und der maßgeblichen Branchenstandards erarbeitet. Sie sollen unter anderem sicherstellen, dass kein Analyst vertrauliche Informationen missbraucht oder andere zum Missbrauch von vertraulichen Informationen veranlasst. Dieses Dokument wurde nach Maßgabe der Richtlinien zu Interessenkonflikten ('Conflict of Interest Policy') von VanEck erstellt.

#### Indexbeschreibungen

Die aufgeführten Indizes sind nicht aktiv gemanagte Indizes, und berücksichtigen die Wiederanlage aller Dividenden, nicht jedoch die Zahlung von Transaktionskosten, Beratungskosten oder Gebühren, die mit einem Investment in Fonds verbunden sind. Die Wertentwicklung eines Indexes gibt keinerlei Aufschluss über die Wertentwicklung von bestimmten Finanzprodukten, die sich auf den Index beziehen.. Indizes sind keine Finanzprodukte, in die man investieren kann.