

Porträt eines Arbitrageurs

Event-driven & Cie



Stéphane Gutzwiller ist geschäftsführender Teilhaber der Privatbank E. Gutzwiller & Cie. Vor drei Jahren, am 30. April 2002, hat sie einen auf Event Driven-Fonds (Merger Arbitrage, Distressed, Special Situations) spezialisierten Fund of Hedge Funds lanciert, mit dem schlichten Namen Gutzwiller Two. Damals hatte noch kein anderer Privatbankier in der Schweiz einen Hedge Fund auf seinen Namen registriert. Doch in der Familie hat Arbitrage schon eine lange Geschichte...

Welches waren 2002 die Beweggründe, einen dem Publikum offenen Fonds zu lancieren – war dies nicht ein bisschen waghalsig?

Meiner Ansicht nach nicht, denn ich bin seit 23 Jahren in dem Management tätig, das man heute als “alternativ” bezeichnet; zunächst bei Prudential Bache in New York, als Analyst in der *Merger Arbitrage*-Abteilung, und dann, als ich nach Basel kam, als Manager eines *Merger Arbitrage*-Fonds, und schliesslich als Fund Picker. Die Bank hatte übrigens nicht auf mich gewartet, denn sie investierte bereits seit Ende der 70er Jahre in die ersten Funds of Funds. Angesichts dieses Erfahrungsreichtums fühlen wir uns bei der Auswahl von *Event Driven*-Fonds extrem wohl – wir bezeichnen diese übrigens als *Low Tech-Hedge Funds*: die grosse Mehrheit unserer Subfonds setzt nämlich keinen Hebel ein, und sie investieren vorwiegend in traditionelle Finanzinstrumente. Ein Beispiel hierfür ist unser Investment in den Fusionsarbitrage-Fonds von Bear Stearns. Diese Firma ist seit mehr als 40 Jahren auf eigene Rechnung im *Merger Arbitrage* tätig, und hat noch nie ein negatives Jahr gehabt! Ihr Arbitrage-Fonds, der erst vor ein paar Jahren lanciert wurde, wird auf genau dieselbe Weise wie ihre eigene Rechnung verwaltet: Logisch, dass man gut bedient ist!

Wie sind diese Strategien im Lauf der Geschichte entstanden?

Arbitrage hat sich zunächst in Europa entwickelt, bevor es in den 30er und 40er Jahren die USA erreichte, als die besten Spezialisten dorthin emigrierten und so zum Aufbau der wichtigsten Arbitrageabteilungen der prestigeträchtigsten Firmen der Wall Street beitrugen. Zurück zu unserer Firma: Mein Grossvater praktizierte bereits – mit Hilfe

unseres Pariser Instituts O. de Lubersac & Cie – eine Technik, von der man in letzter Zeit sehr viel spricht: das *Capital Structure Arbitrage*. Ende der 20er Jahre wollte zum Beispiel die Bahngesellschaft Paris-Orléans eine Obligation zu 4% und pari herausgeben. Mein Grossvater kannte aber eine Obligation derselben Gesellschaft, mit derselben Laufzeit, die 4.50% auszahlte und unter pari verkauft wurde. Er hatte alle auf dem Markt erhältlichen Papiere aufgekauft und so, wie er es ausdrückt, “für einige Monate einen grossen Teil der allgemeinen Kosten” gedeckt.

Wie können Sie es sich erklären, dass der Begriff “Hedge Funds” viel jünger ist als die bereits so alte Anlagetechnik?

Hedge Funds sind nur deswegen entstanden, weil die *Proprietary Trading Desks* der Wall Street immer weniger als Intermediäre agierten. Dieser Prozess ist kapitalistisch – Trader, die meinten, sie seien von ihrem Arbeitgeber schlecht bezahlt, machten sich selbständig in der Hoffnung, dank der “Performance Fees” zu Geld zu kommen – und zugleich demokratisch, denn er erlaubte allen, von bis anhin einer Elite vorbehaltenen Anlagetechniken zu profitieren.

Haben Sie für Ihre Kunden schon in diese Art Strategie investiert, bevor Gutzwiller Two lanciert wurde?

Einige unserer Kunden hatten in den Arbitrage-Fonds investiert, den ich Ende der 80er Jahre managte.

Als weitere Besonderheit haben Sie sich entschieden, einen auf Event Driven spezialisierten Fonds zu gründen, statt einen Multi-Strategie-Fonds zu lancieren. Weshalb?

In unserer Geschichte haben wir immer Nischenstrategien bevorzugt, und wir neigen dazu, antizyklisch zu sein. Unabhängig von den Kenntnissen, die wir auf diesem ganz bestimmten Gebiet hatten, stellten wir fest, dass sich sehr wenige Funds of Funds für das ganz besondere Gebiet Event Driven interessierten. Man muss sagen, dass der Berufsjargon einem Fund Picker etwas fremd vorkommen kann: Es ist einfacher, mit einem Long/Short-Manager zu sprechen, der erklärt, weshalb er short X und long Y ist, oder mit einem Macro-Manager, der seine Ansichten zu den Märkten vermittelt, als mit den meisten Event-Driven-Managern, die zudem kaum bereit sind, ihre Ideen ändern zu verraten.

Ist es nicht riskant, sich auf eine einzige Strategie zu konzentrieren?

Die Einfachheit der Strategie ist als solches eine Garantie für ihre Sicherheit. Doch wenn man sie tiefer studiert, wie wir dies tun, stellt man fest, dass sie aus sehr verschiedenen Stilen besteht: Merger Arbitrage erzielt gute Performances bei starker wirtschaftlicher Aktivität, während Distressed von Phasen der Verlangsamung profitiert. Es gibt verschiedene Arten, in diese beiden Stile zu investieren, und wir haben Manager mit deutlich unterscheidbaren Stilen angestellt. Bear Stearns steht für den klassischsten Aspekt des Merger Arbitrage, andere, wie John Paulson, machen es auf weniger traditionelle Art. Auf dem Gebiet des Distressed findet man auch Manager, die nur in die Endphase des “Chapter XI”*-Prozesses investieren, während andere, aggressivere, zu Beginn der Prozedur investieren. Kurz: Es gibt rund um diese Stile die verschiedensten Sorten von Variationen.

**«Sehr wenige
Funds of Funds
interessieren sich
für das ganz
besondere Gebiet
Event Driven...»**

Können Sie jeden der Stile der Event Driven-Strategie beschreiben?

Die beiden wichtigsten Stile hängen vom Eintreffen eines bestimmten Ereignisses ab. Beim Merger Arbitrage handelt es sich um die Realisierung eines öffentlichen Übernahmeangebots, und beim Distressed um den Umstrukturierungsprozess der Schulden eines Unternehmens in Konkurs unter der Kontrolle der Gerichte, gemäss dem 11. Kapitel des amerikanischen Konkursrechts. In beiden Fällen brauchen diese Prozesse Zeit, und die Titel werden unter dem erwarteten Preis gehandelt. Die Arbitrageure schätzen die Risiken ab, und kaufen diese Titel Investoren ab, die entweder den Ausgang des Ereignisses nicht abwarten wollen, oder die einen ungünstigen Ausgang befürchten. Vereinfacht gesagt handelt es sich um eine traditionelle, aber auf einen Sektor begrenzte Technik der Ausnutzung von Preisabschlägen. Für die Bedürfnisse unseres Research, das einen sehr systematischen Prozess verfolgt, teilen wir die *Event Driven*-Fonds in fünf Klassen ein: ausschliesslich Fusionsarbitrage/*Merger Arbitrage* (Bear Stearns), ausschliesslich *Distressed*, Mischung der beiden Stile (Castlerigg), kreatives *Merger Arbitrage* (Paulson) und schliesslich Anlage in *Special Situations* (Euro Partners).

eventually

Weshalb fassen Sie die Stile so zusammen?

Für eine objektive Beurteilung der Fondsperformances muss man vergleichen können, was vergleichbar ist. Fondsperformances ver-

gleichen wir innerhalb ihrer jeweiligen Klassen. Wir wollen die Besten jeder Klasse. In seiner Klasse gehört Bear Stearns zur Elite, doch seine Performances lassen sich mit denen von Paulson, der mehr Risiken eingeht, nicht vergleichen. Genauso performt ein gemischter Fonds *Merger Arbitrage*/*Distressed* anders als ein auf *Merger Arbitrage* beschränkter. Es wäre ein Fehler, die Fonds zu vergleichen, ohne diese Eigenheiten zu berücksichtigen.

Wie viele Fonds weltweit gehören zu Ihrem Anlageuniversum, und wo findet man sie?

Wir haben mehr als 300 Fonds geprüft, die von sich behaupten, Event Driven zu sein. Doch viele behaupten dies nur aus Gründen des Marketing. Die grosse Mehrheit der Manager unserer Fonds befindet sich in den USA, doch einige sind auch in Europa vertreten oder sogar domiziliert.

Was haben Ihre Manager miteinander gemeinsam?

Wir lieben die Manager, die genug Erfahrung haben, um über ihre Anlagetechniken hinaus schauen zu können. Die grosse Mehrheit von ihnen ist seit vielen Jahren aktiv, und hat den Crash von 1987 miterlebt. Auf ihren Spezialgebieten sind sie alle hervorragend und bleiben an der Spitze ihrer Kategorien. Einige überraschen uns übrigens immer noch mit ihrer Fähigkeit, Jahr für Jahr besser als die Konkurrenz zu sein. Diese Fonds lassen sich mit Unternehmern vergleichen, die immer auf der Suche nach Erfolg sind, während die andern gewissenhafte Manager sind. Wir lieben die Mischung aus diesen beiden Charaktertypen. Auch hier haben wir also eine Diversifikation.



Wie überwachen Sie Ihre Manager?

Wir leben voll mit ihrer Strategie, und verfolgen systematisch die Neuigkeiten zu Übernahmen von Unternehmen einer gewissen Grösse, in den USA genauso wie dem Rest der Welt, sowie Neuigkeiten, die Unternehmen betreffen, die in Schwierigkeiten stecken. Dies erlaubt es uns, das Umfeld, in dem die Manager agieren, gut zu verstehen und ihre Performances objektiv zu bewerten. Dieses Verständnis der Strategie, zusammen mit dem Fluss der von den Managern erhaltenen Informationen und mit unseren Besuchen und Telefonanrufen mit denselben Managern, verschafft uns eine sehr grosse Transparenz.

Welches sind die schlimmsten Risiken jedes Stils, in den Sie investieren? Kann man Vorkehrungen dagegen treffen?

Beide Stile leiden unter endemischen Krisen, wie derjenigen des LTCM-Fonds, sowie unter Situationen, wo im Markt ein Liquiditätsbedürfnis herrscht. Aus diesem Grund ziehen wir Investitionen in Fonds mit nur wenig oder gar keinem Hebel vor. Im Übrigen mögen die meisten Merger Arbitrage-Manager, die den Crash von 1987 erlebt haben, Hebel gar nicht, und diejenigen mit Distressed haben einen sehr beschränkten Zugang zu Hebeln.

Wie gehen Sie bei für die Event Driven-Strategie ungünstigen Rahmenbedingungen vor?

Wenn wir über flüssige Mittel zur Anlage verfügen und uns der Zeitpunkt ungünstig erscheint, warten wir, bis sich die Dinge stabilisieren. Ansonsten neigen die Portfolios unserer Manager dazu, sich den gebotenen Gelegenheiten anzupassen, angesichts der Tatsache, dass sich Merger Arbitrage und Distressed komplementär zu einander verhalten, und auch, weil die Hälfte unserer Subfonds diese beiden Stile mischt. Im September 2003 (goldene Zeit für Distressed) waren wir zu 40% in Distressed und zu 27% in Merger Arbitrage investiert, während wir heute, wo sich mehr Gelegenheiten für Merger Arbitrage abzuzeichnen scheinen, 49% Merger Arbitrage und 26% Distressed halten.

Wie sehen Sie die Zukunft der Hedge Funds im allgemeinen, die einige als sehr besorgniserregend beurteilen – zu viele Manager, zu viel Geld, zu viel kommerzieller Opportunismus, und nicht genug Performance?

Ich mache mir keine allzu grossen Sorgen. Betrachten Sie das aktuelle Niveau der kurzfristigen Zinssätze. Die Rentabilität vieler Arbitrage-Strategien drückt sich als Vielfache der Fed Funds-Rates aus. Diese steigen im Moment, und dies sollte also diesen Strategien zugute kommen. Mehr Manager heisst mehr Auswahl, ganz zum Vorteil für uns als Anleger. Sicher wird auf diesem Gebiet mehr Geld investiert, doch es gibt auch neue Finanzmärkte, zu denen man bis anhin keinen Zugang hatte, in denen das Geld arbeiten kann.

Welches ist schliesslich der Unterschied zwischen Ihrem Grossvater und Ihnen?

Er war ein grosser Arbitrageur. Ich habe kürzlich ein Buch mit dem Titel "Arbitrage", geschrieben von einem gewissen Swoboda, das 1928 veröffentlicht wurde und ihm gehören musste, wiedergefunden. Damals drückte man die Währungskursunterschiede zwischen den verschiedenen Börsenplätzen in Rappen aus, aber jeder Besitzer einer Telefonnummer konnte nur einen Anruf pro Tag aus jedem Land erhalten: Er hatte also Mitarbeiter in den verschiedenen Quartieren von Paris, jeder mit einer anderen Telefonnummer, und während die Konkurrenz nur Anrecht auf einen Anruf pro Tag hatte, verfügte er so über vier oder fünf. Um auf Ihre Frage zurückzukommen: Wir hätten ihm gerne Geld anvertraut. ■

Interview: Indira C. Tazan

* Das 11. Kapitel des Konkursrechts der USA erlaubt Unternehmen mit grossen finanziellen Problemen, ihre Aktivitäten und Schulden umzustrukturieren.

«Wir lieben die Manager, die genug Erfahrung haben, um über ihre Anlagetechniken hinaus schauen zu können.»