



„Ein wunderschönes, einfaches Geschäft.“

Hedge-Fonds sind ein weites Feld. Unzählige Anbieter versuchen mit zahllosen Methoden, Rendite zu erzielen. Nicht immer mit Erfolg. Eine interessante Nische sind Hedge-Fonds, die aus Sondersituationen Kapital schlagen – Übernahmen, Fusionen oder Insolvenzen. Stephane Gutzwiller, Teilhaber der Schweizer Privatbank E. Gutzwiller & Cie., erklärt den Charme der Strategie mit dem schönen Namen „Event-driven“.

„Mit gutem Research lassen sich Risiko und Renditechance in diesem Bereich genau quantifizieren. Das reduziert die Unsicherheit für Investoren enorm.“^{CC}

Ganz hinten rechts, tief im Bauch des Alfa Romeo 1900 SSZ, liegen ein paar sorgfältig in Oltuch eingeschlagene Werkzeuge. Eine kleine Notausrüstung. Stéphane Gutzwillers Notausrüstung. Sie begleitet den Oldtimer-Liebhaber auf allen Ausfahrten. „Der Alfa hat einige kleine Macken. Die kann ich mit diesem Werkzeug zur Not beheben.“ Herr Gutzwiller will gerüstet sein. Für den Fall der Fälle.

Wissen, was zu tun ist, wenn bestimmte Situationen eintreten, ist wahrscheinlich das große Leitmotiv im Leben des Stkphane Gutzwiller. Er weiss früh, dass er irgendwann als Partner in die Bank der Vorväter eintreten wird. Und er weiß, dass er dann etwas Besonderes vorweisen muss. Irgendetwas, womit eine kleine, spezialisierte Privatbank wie die Bank E. Gutzwiller & Cie., Banquiers, gegen die Konkurrenz der Großbanken bestehen kann. Er sucht die Nische. Um vorbereitet zu sein.

Mit 22 Jahren geht der in Frankreich erzogene Stkphane Gutzwiller in die USA. Dort lernt er die Geheimnisse rund um Termingeschäfte und Optionsmärkte. Und alles über einen kleinen, äußerst

interessanten Bereich, in dem sich mit wenig Risiko offenbar eine auskömmliche Rendite erzielen lässt. Arbitrage – die Kunst, räumliche oder zeitliche Preisunterschiede eines gleichen oder ähnlichen Wirtschaftsgutes auszunutzen. Später wird er Researchchef von Unternehmensjäger Guy Wyser-Pratte, der in diesem Sommer durch sein Engagement beim Maschinenbauer Jungheinrich Schlagzeilen machte. Und entdeckt in dieser Position, wie sich mit den Anleihen insolventer Firmen Geld verdienen lässt.

Als Stkphane Gutzwiller 1990 tatsächlich Partner im Familien-Bankhaus wird, hat er seine Nische gefunden. Ein kleiner Bereich im großen Hedge-Fonds-Universum. Eine Strategie mit dem schönen Namen Event-driven. Anlagen, getrieben von Sondersituationen – Übernahmen, Fusionen oder Insolvenzen. Gemeinsames Charakteristikum: „Sie können ziemlich genau vorhersagen, was geschieht. Sie können Risiken und Renditen genau quantifizieren, die Unsicherheit bei der Kapitalanlage so deutlich reduzieren. Das macht es für jemanden, der gerne die Kontrolle über

sein Vermögen hat, sympathisch“, erläutert Gutzwiller.

Genau das wollen wir auch: Kontrolle. Eine vernünftige Rendite bei kalkulierbarem Risiko. Wie geht das genau? In der kleinen, versteckten Kaufhausgasse in Basel wartet Stkphane Gutzwiller. Er ist vorbereitet. Für den Fall, dass wir Fragen an ihn haben.

private wealth Herr Gutzwiller, was fasziniert Sie an Strategien, die den schönen Namen „Event-driven“ tragen?

Stéphane Gutzwiller Sie können bei diesen Anlagestrategien viele Unsicherheitsfaktoren durch Analyse ausschalten. Wenn Sie sich an der Börse engagieren, haben Sie doch immer ein großes Problem: die Unsicherheit. Sie wissen nicht wirklich, was passieren wird. Bei diesen Strategien dagegen wissen Sie genau, was geschehen wird. Da gibt jemand ein Übernahmeangebot ab. Und der Aktienkurs steigt nur bis knapp unter den Übernahmekurs. Sie wissen: Die Übernahme wird zu diesem Kurs erfolgen. Sie müssen sich nun nur noch versichern, dass der vorgezeichnete Weg zum Ausgang frei ist. Das ist alles. Ich mag diese Sicherheit. Unabhängig zu sein von der Börsenentwicklung und Tausenden anderen Faktoren. Das macht das Leben einfach.

pw Die Theorie sagt: Es gibt keine Chance ohne Risiko.

SG Stimmt schon. Ganz ohne Risiko funktioniert es auch hier nicht. Aber ich weiß von Anfang an ganz genau, was ich verdienen kann. Danach setze ich mich akribisch mit dem Verlustrisiko auseinander. Wenn ich das im Griff habe, kann ich mich darauf konzentrieren, den möglichen Ertrag zu sichern.

pw Wenn es so einfach ist, warum macht das nicht jeder?

SG Vielleicht sind die Techniken nicht so bekannt. Als ich 1982 mit Merger Arbitrage begonnen habe, machten dies nur >



wenige an der Wall Street. Auch heute ist nur ein sehr kleiner Teil der Gelder aus der grossen Hedge-Fonds-Industrie in diesem Bereich angelegt. Es gibt insgesamt weltweit nur rund 300 Fonds, die von sich behaupten, sie würden in Event-driven anlegen. Tatsächlich investieren dort nur etwa 100 Fonds.

// Event-driven ist in der Tat nur eine sehr kleine Nische. Aber eine interessante. Grundsätzlich werden zwei Investmentstile unterschieden. Der eine nennt sich „Merger Arbitrage“. Dabei realisieren die Investoren den Unterschied zwischen dem aktuellen Börsenkurs eines Übernahmezels und dem vom Käufer gebotenen Preis. Der andere Bereich befasst sich mit so genannten „Distressed Securities“, Wertpapieren von Firmen, die in Schwierigkeiten stecken. Die Investoren kaufen zum Beispiel einzelne Anleihen insolventer Firmen,

wenn diese mit guten Sicherheiten unterlegt sind. Sie profitieren von Preisunterschieden zwischen dem Börsenkurs der Anleihen und dem geschätzten Wert der Sicherheiten. Außerdem werden dieser Nische oft noch Fonds zugerechnet, die Anteile vermeintlich unterbewerteter Firmen kaufen, wenn sie einen Katalysator für den Aktienkurs wittern. Das kann ein Managementwechsel sein oder eine Änderung der Gesellschaftsstruktur und der Kapitalstruktur. Wichtig ist: Während Chance und Risiko in den erstgenannten Bereichen tatsächlich weitgehend unabhängig von der Kapitalmarktentwicklung sind, agieren die Manager von „Special Situation“-Fonds ziemlich ähnlich wie herkömmliche Aktienfondsmanager. Wer sich für diesen Bereich interessiert, sollte darum vor allem in Distressed Securities und Merger Arbitrage investieren.

pw Erklären Sie bitte den Stil „Merger Arbitrage“ an einem Beispiel. Die italienische Unicredito übernimmt die HypoVereinsbank und bietet fünf eigene Aktien für eine HVB-Aktie. Was macht der Event-Manager?

SG Er würde fünf Aktien der Unicredito leihen und diese sofort verkaufen. Zugleich würde er eine Aktie der HVB kaufen. Die Differenz der Transaktionen ist der mögliche Gewinn. Wir nennen sie „Spread“ – den Unterschied zwischen dem Börsenkurs des Übernahmezels und dem, was der Übernehmer bietet. Sind beide Aktionen abgeschlossen, ist nicht mehr relevant, was an der Börse passiert. Nach der Fusion bekommen Sie für die eine Aktie der HVB ja fünf Unicredito-Aktien zurück. Diese Aktien geben Sie dann dem Verleiher.

pw Was kann dabei schief gehen?

SG Die Unicredito könnte es sich anders überlegen. Die Übernahme käme nicht



„Wir investieren fast ausschließlich in Fonds, die nicht mit Fremdkapital arbeiten. Denn die können im Ernstfall ihre Positionen einfach durchhalten.“

zustande. Dann besteht das Risiko, dass der Kurs der Aktie steigt, die ich mir geliehen und dann verkauft habe. Oder der Kurs der Aktie des Übernahmeziels, die ich gekauft habe, fällt. Deswegen wird Merger Arbitrage auch Risikoarbitrage genannt. Geht ein Deal schief, drohen Verluste. Aber das lässt sich eben durch gutes Research minimieren. Seit wir unseren Fonds aufgelegt haben, verfolgen wir alle Fusionen mit einem Marktwert von mehr als einer Milliarde Dollar in den USA. Von diesen 102 Fusionen sind nur drei oder vier schief gegangen. Und nur ein oder zwei Flops waren überraschend. Mit gutem Research kann man in diesem Bereich viel an Unsicherheit wegnehmen.

pw Wie lässt sich derartige Verlässlichkeit in einem komplizierten Bereich wie dem Insolvenzrecht schaffen?

SG Das ist ebenfalls gar nicht so schwer. Geht eine Gesellschaft in den

USA bankrott, kann sie sich unter dem so genannten Chapter 11 vor ihren Gläubigern schützen lassen. In diesem Fall muss die Gesellschaft dem Gericht aber jeden Monat einen detaillierten finanziellen Status geben. Der Restrukturierungsprozess ist also extrem transparent. Die meisten Fondsmanager in diesem Bereich sind Juristen und Anwälte mit einem zusätzlichen Wirtschaftsstudium. Sie verstehen den ganzen Prozess der Abwicklung einer Insolvenz sehr gut.

pw Wo liegen in diesen Fällen die Risiken für den Investor?

SG Es gibt zwei. Dass der Prozess länger dauert, als ursprünglich gedacht. Falls zum Beispiel in den Schuldnersammlungen keine Einigkeit erzielt wird. Dann fällt die jährliche Rendite niedriger aus. Schlimmer ist es, wenn die Aktiva, die als Sicherheiten vorhanden sind, während des Prozesses an Wert

verlieren. Aber auch diese Risiken lassen sich durch Diversifikation und Analyse verringern. Es gibt Investoren, die nur am Schluss des Prozesses anlegen. Andere kaufen am Anfang und versuchen auf dem Weg zum Ausgang Profit zu machen. Wer die Stile mischt, schafft eine interessante Diversifikation. Aber klar, es ist nicht risikofrei.

// Diversifikation ist das Stichwort. Für die Schweizer Kundschaft des Bankhauses bietet Gutzwiller seit April 2002 einen „Event-driven“-Dachfonds an, weil er überzeugt davon ist, dass nur durch die Mischung von mindestens zehn Fonds das Risiko entsprechend reduziert werden kann. „Wissen Sie“, sagt Gutzwiller später, „ich habe schon Bauchweh, wenn der Fondskurs in einem Monat um einen Prozentpunkt fällt.“ Was muss er im Jahr der Auflage des Fonds gelitten haben. Denn >

2002 verlor der Gutzwiller TWO immerhin acht Prozentpunkte. Für uns ist wichtig: Was lässt sich aus einem derartigen Fehlstart lernen?

pw In den ersten acht Monaten verlor Ihr Fonds trotz Diversifikation acht Prozentpunkte. Was ist da schief gelaufen?

SG Wir hatten tatsächlich ein extrem unglückliches Timing. Gleich nachdem wir den Fonds lanciert hatten, wurden die Märkte durch die Pleiten von Adelphi, Worldcom und Enron erschüttert. Der S&P 500 Index verlor 18 Prozent. Wir hatten 20 Prozent in Fonds aus dem Bereich Special Situations investiert. Einer unserer Fonds verzeichnete grosse Verluste, Europartnei; von Guy Wyser-Pratte ...

pw ... ihrem ehemaligen Chef?

SG Richtig. Er war in mittelgrossen Unternehmen in Paris engagiert und verlor 32 Prozent in zwei Monaten. Allein

das brachte uns drei Prozentpunkte Minus. Gleichzeitig litt das Distressed-Portfolio. Die Manager hatten Bonds von Worldcom und Enron gekauft, als dort finanzielle Probleme auftraten. Die Sicherheiten schienen in Ordnung. Aber wenn das Management unehrlich ist, wenn Buchhaltung und Bilanzen gefälscht sind, hilft Ihnen das nichts. Nicht nur die Bonds von Worldcom, Enron, Adelphi stürzten ab. Weil die Unsicherheit enorm war, fielen auch die Kurse der anderen Firmenbonds. Das hat uns noch einmal zwei bis drei Prozentpunkte gekostet.

pw Was haben Sie daraus gelernt?

SG Erstens, das Risiko noch weiter zu reduzieren. Wir haben den Anteil der „Special Situation“-Fonds auf vier Prozent reduziert. Zweitens – und das hat mich sehr beruhigt –, dass die Struktur insgesamt tragfähig ist. Bis Frühjahr 2003 hatten wir den Verlust wieder

wettgemacht. Wir sind also mit einem akzeptablen kurzfristigen Verlust durch eine sehr schwierige Zeit gekommen. Diversifizieren und nur einen kleinen Leverage akzeptieren – das hat sich bewährt. Wir investieren fast ausschliesslich in Fonds, die keinen Leverage aufweisen oder deren Leverage nur einen sehr geringen Einfluss auf unseren Dachfonds Gutzwiller TWO nimmt.

// Ohne den Hebel des Einsatzes von Fremdkapital – den so genannten Leverage – zu arbeiten, ist in der Branche tatsächlich eher ungewöhnlich. Viele Hedge-Fonds investieren das Doppelte, das Dreifache des Eigenkapitals oder noch mehr, um aus kleinen absoluten Gewinnen hohe prozentuale Renditen in Bezug auf das eingesetzte Eigenkapital zu machen. Und hebeln so, oftmals für den Anleger kaum nachvollziehbar, das Risiko nach oben.

„ Die Wahrscheinlichkeit ist hoch, dass wir in den kommenden Jahren wieder höhere Renditen erzielen werden. ^{cc}



pw Was wäre geschehen, wenn Ihre Fonds damals in hohem Maße Fremdkapital eingesetzt hätten?

SG Sie hätten wohl im Tiefpunkt zum Teil verkaufen müssen. Und der Kurs des Dachfonds hätte sich lange nicht erholt. So aber konnten alle unsere Fonds ihre Positionen einfach durchhalten. Mich hat das sehr beruhigt.

pw Welche Renditen lassen sich von einem Dachfonds in diesem Segment erwarten?

SG Theoretisch sollte ein so konzipierter Dachfonds zwei- bis dreimal den Zinssatz für erste Adressen verdienen. Der liegt aktuell bei 3,5 Prozent. Also sollten künftig sieben bis zehn Prozent möglich sein.

pw Warum haben Sie das in der Vergangenheit nicht erreicht?

SG Wir haben seit der Auflegung immerhin 4,7 Prozent per anno verdient. Aber wir hatten auch eine Menge Gegenwind. Ein schlechter Startzeitpunkt, zeitweise extrem niedrige Zinsen, mehr Konkurrenz, niedrigere Spreads.

pw Wie haben sich denn die Spreads in den vergangenen Jahren entwickelt?

SG Früher waren es zwischen 15 und 20 Prozent. Seit vier, fünf Jahren sind die Spreads deutlich gesunken. Der Grund dafür waren die niedrigen Leitzinsen in den USA. Als die bei 1,25 Prozent lagen, konnte jeder Nostro-Händler einer Bank für 1,25 Prozent Kredit bekommen. Und war natürlich zufrieden, wenn er 2,5 bis 3 Prozent Gewinn gemacht hat. Das drückte auf die Renditen. Heute müssen diese Konkurrenten zwischen 3,5 und 4 Prozent bezahlen. Für sie lohnt sich ein Geschäft jetzt nur noch, wenn sie 5 bis 6 Prozent verdienen. Das hilft uns.

pw Hat die Reduktion der Spreads auch damit zu tun, dass es heute einfach mehr Anbieter in diesem Bereich gibt?

SG Ja, sicherlich. Früher war das Ge-

schäft schon einfacher. Eine Firma ging bankrott. Ihre Anleihen wurden im Rating abgestuft. Viele große Anleger – Versicherungen, Rentenfonds – durften oder wollten diese Papiere nicht mehr halten. Privatanleger winkten ab: Oh nein, ich will keine Anleihen von einer insolventen Firma. Alle wollten verkaufen. Und nur wenige Spezialisten kauften. Die sagten: Pass auf, ich muss all die Arbeit machen, Gläubigerversammlungen besuchen und Analysten bezahlen. Also möchte ich dafür 15 bis 20 Prozent pro Jahr haben. Der Kaufpreis für eine Anleihe mit Nennwert 100 steht deshalb bei 50 oder 60 Prozent. Fertig. Mach es oder lass es. Wenn es nun Leute gibt, die diese Arbeit für 5 Prozent pro Jahr machen, steigen die Verkaufspreise der Bonds natürlich. Und die Rendite sinkt. Aber dann sinkt eben auch die Researchqualität. Und das Risiko steigt.

pw Hört sich an wie ein klassischer Schweinezyklus.

SG Ist es auch. Mittelfristig reguliert sich das dann wieder. Weniger Research bedeutet, es geht auch einmal etwas schief. Dann trennt sich die Spreu deutlicher sichtbar vom Weizen. Enttäuschte Anleger geben ihre Anteile zurück. Fonds müssen verkaufen – oder schließen. Und dann gibt es wieder mehr zu verdienen.

pw An welchem Punkt des Schweinezyklus befinden wir uns denn derzeit?

SG Wir sind ziemlich weit unten. Das Interesse der Privatinvestoren an diesen Strategien ist nicht mehr so groß. Und die Zinsen steigen. Die Wahrscheinlichkeit ist hoch, dass wir in den kommenden Jahren wieder höhere Renditen erzielen können.

pw Was raten Sie den Verantwortlichen eines „Family Office“, das sich in den kommenden Monaten diesem Investmentstil nähern möchte?

SG Investieren Sie zwischen 5 und 10 Prozent des Kapitals. Mischen Sie Merger Arbitrage und Distressed Securities. Achten Sie darauf, dass die Mischung an den Konjunkturzyklus angepasst wird. Merger Arbitrage funktioniert am besten im Boom, wenn das Übernahmefieber grassiert. Distressed bringt den höchsten Ertrag in der Rezession, wenn sich die Pleiten häufen. Durch Kombination und Anpassung der Gewichte können Sie sehr entspannt durch den gesamten Konjunkturzyklus fahren.

pw Welcher Stil wird künftig besonders gute Ergebnisse bringen?

SG 2003, in den Jahren der Krise, war Distressed wirklich heiß. 2004 und 2005 war angesichts hohen Wirtschaftswachstums Merger Arbitrage interessanter. 2006 könnte wieder Distressed dran sein. Viele Gesellschaften, die wirtschaftlich gar nicht so gut dastehen, haben in den vergangenen Jahren günstig Kredit bekommen. Die müssen jetzt bald zu höheren Konditionen refinanzieren. Sie können aber nicht mehr bezahlen. Also werden diese Gesellschaften Bankrott gehen. Von diesem Punkt sind wir noch sechs bis zwölf Monate entfernt. Dann wird es im Bereich Distressed sehr interessante Gelegenheiten geben.

pw Klingt ein bisschen so, als könnte dann mit der Wirtschaft auch der Aktienmarkt Probleme bekommen?

SG Gut möglich. Aber das ist ja das Problem mit der Börse. Sie können nur eine Meinung abgeben. Auch wenn die fundiert ist, muss sie nicht richtig sein. Deswegen mache ich ja auch lieber Arbitrage. Das ist defensiv. Mit regelmäßigem Ertrag. Ein wunderschöner, einfacher Mechanismus. □

Text: Klaus Meitinger



private wealth

VERMÖGEN, WOHLSTAND & WERTE

how to earn it | how to invest it | how to live it
