

Ereignisorientierte Strategien sind anspruchsvoll

Von Markus Schellenberg

Hedge-funds-Manager, die eine ereignisorientierte Strategie (Event driven) verfolgen, wollen Informationen über angekündigte oder erwartete Ereignisse schnell, nachhaltig und vor allem gewinnbringend umsetzen. Die Hedge funds sollen von der Unsicherheit oder der falschen Lagebeurteilung der anderen Investoren im Fall von Übernahmen, Reorganisationen oder Management buyouts profitieren.

Ausser einem profunden Wissen, was die Bewertung von Wertpapieren angeht, die sich in Spezialsituationen befinden, ist für einen Manager der Zugang zu interessanten Ereignissen ein wichtiger Erfolgsfaktor. Unabdingbar sind intensive, fundamentale Kredit- und Analysefähigkeiten. Ein Verständnis muss auch für die meist umfangreichen juristischen Dokumente vorhanden sein. Die Bandbreite ereignisorientierter Fonds ist gross. Es lassen sich in etwa vier Teilkategorien unterscheiden: Merger arbitrage, Distressed securities, High yield securities und Special situations.

Mehrere Erfolgsfaktoren

Die Restrukturierungsarbitrage hat eine lange Tradition und erreichte in den Neunzigerjahren des vergangenen Jahrhunderts einen ersten Höhepunkt. Annähernd 170 Eisenbahngesellschaften gingen damals Bankrott und mussten restrukturiert werden. Arbitrageure kauften die alten Papiere, beteiligten sich am Umtausch in Form neuer Aktien und veräusserten die Papiere mit Gewinn. Damit war die erste einfache Form der Risikoarbitrage geboren. Manager, die auf dem Gebiet der Übernahmearbitrage tätig sind, kaufen Wertpapiere von Unternehmen, die Gegenstand einer Akquisition, Restrukturierung oder eines Buyouts sind. In der Regel werden die Aktien des Übernahmekandidaten gekauft und gleichzeitig die Papiere der zu übernehmenden Titel im Aktienumtauschverhältnis leer verkauft (vgl. Beispielkasten).

Den Erfolg einer solchen Transaktion bestimmen mehrere Faktoren; unter anderem die Bewertung der Wahrscheinlichkeit des Zustandekommens der Übernahme und ob die angekündigten Bedingungen eingehalten werden. Zudem sollte die geschätzte Rendite im Verhältnis zum eingegangenen Risiko angemessen sein, falls die Transaktion nicht zu Stande kommt. Entscheidend ist auch, wie die Dauer der Transaktion eingeschätzt wird, um die annualisierte Rendite zu berechnen und gegebenenfalls Fremdkapital einzusetzen.

Die Ineffizienz einer Übernahmearbitrage äussert sich darin, dass die meisten Anleger nach der Kurssteigerung die Wahrscheinlichkeit eines Nichtzustandekommens der Transaktion höher bewerten als der Hedge-funds-Manager. In solchen Fällen kommen seine besonderen Fähigkeiten zum Tragen: Er verfügt über die Erfahrung, die Kenntnisse und das Beziehungsnetz, um die Wahrscheinlichkeit eines erfolgreichen Abschlusses bewerten zu können. Seine besonderen Kenntnisse sowohl im regulatorisch-juristischen – vor allem in der Kartellgesetzgebung – als auch im branchenspezifischen Bereich kommen ihm ebenfalls zugute.

Zunahme in Europa

Ereignisorientierte Strategien zeichnen sich durch günstige Ertrags-Risiko-Charakteristika aus. Die meisten Investoren rechnen mit Renditen von 15% pro Jahr, wobei die Korrelation mit traditionellen Aktienanlagen tief ist. Allerdings sind solche Strategien anspruchsvoller, als allgemein angenommen wird, weil zahlreiche komplexe Fragen unter Zeitdruck beantwortet werden müssen.

Zum Beispiel: Was passiert mit den Aktienkursen, wenn die angekündigte Übernahme wider Erwarten doch nicht zu Stande kommt? Wie gross ist die prognostizierte Rendite unter Berücksichtigung der angekündigten Bedingungen, und wie muss die Situation beurteilt werden, wenn plötzlich eine höhere Übernahmeofferte eines Konkurrenzunternehmens vorliegt? Besteht genügend Liquidität, um in Spezialsituationen die Arbitragetransaktion aufzulösen, und ist schliesslich der Einsatz von Fremdkapital notwendig, um die erwartete Rendite zu erreichen?

Hedge-funds-Manager, die sich auf die ereignisorientierte Stilrichtung spezialisiert haben, qualitativ hochstehende Forschungsarbeit durchführen, mehrjährige Transaktionserfahrung besitzen und ein diszipliniertes Risikomanagement betreiben, sind äusserst erfolgreich. In Europa erwarten sie dank Reorganisations- und Restrukturierungsdruck hohe Zuwachsraten. Amerikanische sowie neue europäische Hedge funds eröffnen deshalb vermehrt Niederlassungen in London.

Beispiel einer Übernahme mit Arbitrage-Chance

- Am 22. Juli 2000 will die Hypovereinsbank die Bank Austria übernehmen. Abschluss der Transaktion nach 215 Tagen (Annahme).
- Übernahmekandidat Bank Austria: 61.34 Euro (Schlusskurs)
- Übernehmende Gesellschaft: Hypovereinsbank: 66.40 Euro (Schlusskurs)
- Bedingungen: 1 Aktie Hypovereinsbank (66.40 Euro) im Umtauschverhältnis zu 1 Aktie Bank Austria zu 61.34 Euro
- Prämie: $(66.40 - 61.34 \text{ Euro}) / 61.34 \text{ Euro}$
- Arbitrage:
 - Kauf 1 Aktie Bank Austria: 61.34 Euro
 - Leerverkauf 1 Aktie Hypovereinsbank: 66.40 Euro
 - Zinsertrag auf Leerverkauf (4% p.a.): 1.59 Euro
 - Wertpapierleihgebühr (1,25% p.a.): 0.50 Euro
 - Ertrag: 1.09 Euro
 - Nettoertrag: 6.15 Euro
- Gewinn auf eingesetztem Kapital von 61.34 Euro: 10,03%
- Gewinn annualisiert: $16,79\% = 8,25\%$

Grafiken und Tabellen zu diesem Artikel:

http://www.finanzinfo.ch/upload/archiv/dossiers/artikel/dossier_pdfs/15-grafiken/15-5-S34-G1.pdf