

WENDIG WIE EIN COLIBRI – EVENT DRIVEN CREDIT



ANDREAS MEYER

Investments aufgrund von Sondersituationen, also sogenannte Event-Driven-Ansätze, sind vielschichtig und werden aufgrund ihrer Komplexität von vielen Anlegern gemieden. Zudem finden sich entsprechende Opportunitäten oftmals bei weniger populären Ereignissen. Diese Konstellationen können aber zu spannenden Alpha-Möglichkeiten führen, welche in einer turbulenten (Kapitalmarkt-) Welt in unkorrelierte Renditen münden.

Die Hamburger Investment-Boutique Fountain Square Asset Management GmbH wurde im September 2021 gegründet. Kurze Zeit später, so quasi als Weihnachtsgeschenk kam am 20.12.2021 die Zulassung des FS Colibri Event Driven Bond Fund¹. Dieser alternative UCITS-Fonds verfolgt einen Ansatz, auf den man in der Regel eher im angelsächsischen Bereich trifft: Event Driven – also das Investieren in Sondersitua-

tionen. Diese treten in vielseitigen Formen auf, etwa bei Übernahmesituationen, als Strukturmerkmale bestimmter Bonds oder bei Restrukturierungen ganzer Unternehmen. Immer wenn sich solche Situationen identifizieren lassen, führt dies dazu, dass sich Wertpapierkurse anders verhalten als der klassische Kapitalmarkt. Der «Colibri» soll somit in einem herausfordernden Marktumfeld mit historisch stark korrelierenden Aktien und Anleihen als Alternative und Diversifikationselement dienen.

Alpha in Credit – Out of the box

Vereinfacht gesprochen kann man die Rendite von Wertpapieren gemäss der Asset-Pricing-Theorie in systematische und unsystematische (auch als idiosynkratisch beschriebene) Risiken unterteilen. Systematische Risiken geht man am Kapitalmarkt jeden Tag ein. Sie werden auch als Beta bezeichnet und treten bei Anleihen etwa als Zinsänderungsrisiko auf. Idiosynkratische

Risiken hingegen werden über ausreichende Diversifikation minimiert. Alternativ – und das ist hier das Stichwort – ist ein Weg, bei dem man sich explizit dafür entscheidet, genau diese Risiken einzugehen, um Überrenditen (also Alpha) zu generieren. Genau hier setzt der «Colibri» an.

Das Universum besteht aus liquiden Anleihen am europäischen Markt für High Yield Bonds und Hybridanleihen. Einem systematischen und im regelmässigen Turnus ablaufenden Screening folgt ein individuell ausgearbeiteter Analyseprozess. Im Mittelpunkt steht dabei die Identifikation von Katalysatoren, die kurz- bis mittelfristig dafür sorgen, dass sich ein Emittent – oder im Idealfall bloss eine einzelne Anleihe – anders verhält als der Gesamtmarkt. Zu den vielen Mosaiksteinen gehören einerseits Gespräche mit dem Treasury, Wettbewerbern, Regulierungsbehörden und Aufsichtsgremien wie der EU-Wettbewerbs-

kommission, andererseits die Fleissarbeit in der Bilanz und natürlich das Studium von Prospektinhalten. Neben dem Netzwerk zählt auch das Fachwissen in dieser Nische zu den wesentlichen Säulen des Ansatzes.

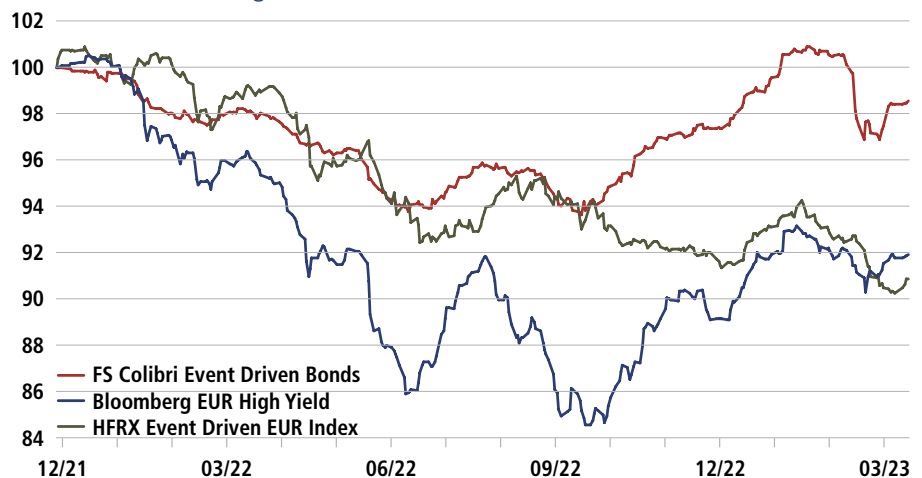
Fokus auf Events und nicht auf den Markt

Aufgrund der Extra-Meile im Analyseprozess und dem Ziel, Alpha zu erzeugen, fokussiert sich der «Colibri» auf maximal 45 Positionen. Darunter befinden sich Namen, die andere Investoren meiden oder gar meiden müssen. Frei von Rating-Vorgaben und Benchmarks kann dort investiert werden, wo entsprechende Sondersituationen zu finden sind. In Athen beispielsweise teilte man uns bei einem Field-Trip mit, dass Investoren aus Deutschland eher die Ausnahme wären. Viele Anleger scheuen dortige Engagements aufgrund der unruhigen Vergangenheit rund um die hellenische Republik. Gleichzeitig hat die Erholung jedoch eingesetzt und in der Vergangenheit begebene Anleihestrukturen wirken heute überholt und könnten mittelfristig Kapitalmassnahmen erleben. Zudem sind klassische «zitterige Hände» dort von vornherein nicht engagiert – und so mag es verwunderlich wirken, dass bestimmte nachrangige Anleihen dortiger Institute 2022 zu den erfolgreichsten Papieren im europäischen Hybridmarkt überhaupt zählten.

Die Einzigartigkeit einer jeden Situation hat sich zuletzt auch bei der portugiesischen Airline TAP hervorgetan. Die pandemiebedingten Probleme im Luftfahrtbe-

Der FS Colibri Event Driven Bond Fund im Vergleich

Indexiert seit Lancierung am 20.12.2021 in EUR



Quelle: Bloomberg

reich sind offensichtlich. Auf der iberischen Halbinsel hat man sich für eine vollständige Verstaatlichung entschieden. Dazu gehört auch eine Genehmigung aus Brüssel, die den Plan zur Restrukturierung eng kontrollierte. Auf Anleihen der Airline, die zu 100% in Staatsbesitz liegt, konnte man eine Rendite von über 9% einkaufen, während auf portugiesische Staatsanleihen bei gleicher Laufzeit weniger als 0.50% zu vereinbaren waren. Abgerundet wurde diese Sondersituation durch eine bereits festgeschriebene Zuführung frischer Liquidität in das Unternehmen, wodurch die Refinanzierung der im «Colibri» enthaltenen Anleihe gesichert war. Unterstützung des portugiesischen Staates, grünes Licht aus Brüssel und eine Branche, die sich zunehmend erholt. Das bedeutet gleich mehrere positive Katalysatoren bei einer überdurchschnittlichen Rendite.

Jeder Mosaikstein hilft und das ist besonders wichtig, da Sondersituationen einzigartig sind. Dazu passt, dass der deutsche Bundesverband Alternative Investments e.V. in einer Studie vor allem Strategien aus den Bereichen Event Driven und Credit als die Segmente identifiziert hat, bei denen diskretionäre Ansätze elementar sind für die Entscheidungsfindung. Hier kann ein aktiver Manager einen echten Mehrwert erzielen.

Stresstest überstanden – Ausschüttungen ermöglicht

Der Fonds mit 50 Mio. EUR Volumen konnte den ersten Stresstest erfolgreich meistern. Die ausschüttende Tranche hat im Dezember letzten Jahres eine Ausschüttungsrendite von 3,7% realisiert. Verantwortlich für das eher defensiv wirkende Bild aus dem Jahr 2022 sind jedoch nicht etwa Markt-Timing, hohe Liquidität oder stabile kurzlaufende Anleihen. Vielmehr gelang es dem Fonds-Management immer wieder, Sondersituationen zu identifizieren, die bei fallenden Märkten für positive Kontributionen sorgten. Fremdwährungsrisiken sind beim «Colibri» übrigens vollständig abgesichert.

¹ I-Tranche DE000A2QND12 / X-Tranche DE000A3DDTK



Andreas Meyer
Gründer &
CIO, Fountain
Square Asset
Management
GmbH,
Hamburg.

Markus Streule
Geschäftsleiter,
mcstrew
distribution,
St. Gallen.

