



LIQUID ALTERNATIVES INVESTMENT INSIGHT

JANUAR BIS APRIL 2020

ÜBERBLICK

- Hedgefonds befinden sich in einer idealen Situation, um unter diesen Umständen eine Outperformance zu erzielen
- Sie sind strukturell stärker als 2008
- Sie werden von bedeutenden anlageklassenübergreifenden Verwerfungen profitieren
- Die höhere Volatilität, die den Antrieb für verschiedene Strategien liefert, dürfte anhalten
- Ein neuer Zyklus notleidender Kredite bringt grosse Chancen mit sich

ES IST LANGE HER, DASS SICH HEDGEFONDS IN EINER ÄHNLICHEN SITUATION BEFANDEN

Zu Beginn des Jahres 2020 entwickelten sich die Märkte bei einer insgesamt geringen Volatilität recht verhalten, wie durch den VIX-Index illustriert wird, der für geraume Zeit unter 20 Punkten blieb.

Der erste Covid-19-Fall wurde Ende 2019 gemeldet. Es dauerte 3 Monate, bis sich die Angst weltweit verbreitete und die Finanzmärkte beeinträchtigte, wodurch die Indizes wieder auf Werte sanken, die seit 5 Jahren nicht mehr beobachtet worden waren. Die Besonderheit dieses Markteinbruchs ist seine Geschwindigkeit. Sie führte so schnell wie nie zuvor zum Sturz des S&P 500 in eine Baisse, der VIX übertraf seinen höchsten Stand seit seiner Einführung im Jahr 1990 und die 10-jährigen US-Renditen sanken auf ihr tiefstes jemals verzeichnetes Niveau.

Risk-Parity-Strategien litten, weil sich die historisch negative Korrelation zwischen Anleihen- und Aktienkursen umzukehren begann. Dies schadete wiederum Fixed-Income-Arbitrageuren, die eine Austrocknung der Liquidität verzeichneten, was eine Ausweitung der Spreads zwischen Cash-Instrumenten und ihren Derivaten zur Folge hatte. Die Manager erreichten schliesslich ihre Risikogrenzen, lösten den Abbau der Verschuldung aus und verstärkten die nachteiligen Auswirkungen auf die Märkte. Grosse Kapitalabflüsse von den Golfstaaten wegen der auf Rekordtiefs gefallenem Ölpreise waren ebenfalls nicht hilfreich.

Im März, als etwa die Hälfte der Weltbevölkerung in ihren Häusern bleiben musste, setzten die Regierungen fiskalische und geldpolitische Impulse, was die Realzinsen in den Industrieländern unter den Nullpunkt brachte. Diese Welle des Optimismus half dem S&P 500, sodass er seinen schnellsten Drei-Tages-Anstieg der letzten neunzig Jahre erreichen konnte.

In diesem Marktumfeld schnitten Hedgefonds besser ab als andere gehandelte Anlageklassen. Auch wenn einige Hedgefondsstrategien enttäuscht haben mögen, unterscheidet sich das Hedgefondsuniversum vollständig von dem, was es 2008 einmal war. Die Volatilität der Hedgefonds ist heute niedriger, da die Manager eine geringere Hebelwirkung einsetzen, ihre Anlegerbasis sich verändert hat, die Banken solider aufgestellt und die Gegenparteien stärker diversifiziert sind. Bedeutende Verwerfungen haben viele Gelegenheiten mit sich gebracht, besonders in Kredit- und Arbitrage-Strategien. Es ist lange her, dass sich Hedgefonds in einer ähnlichen Situation befanden. Sie haben die beste Position, um davon zu profitieren. Wir konnten dies bereits an ihrer starken Performance im April ablesen.

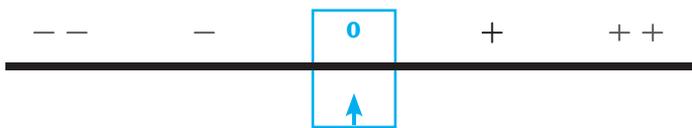
EQUITY HEDGE

Die ersten Wochen des Jahres 2020 bedeuteten für die Aktienmärkte eine Fortsetzung der Rally von 2019. Die Ruhe vor dem Sturm. Danach und innerhalb weniger Tage, als sich Covid-19 über die gesamte Welt ausbreitete, verzeichneten die Aktienmärkte eine Reihe täglicher Verluste und Gewinne historischen Ausmasses mit Ausschlägen, wie sie sich in den extremsten Handelssitzungen der Jahre 2008, 1987 und 1929 ereigneten.

Die meisten Equity-Hedge-Strategien erlebten harte Zeiten, übertrafen aber den Markt. Unter diesen extremen Volatilitätsverhältnissen verringerten Aktienmanager ihre Netto- und Bruttoengagements. Allgemein gesehen gelang Strategien mit niedrigerem Beta-Engagement die Erhaltung des Kapitals besser als anderen. Einige Sektorspezialisten wie der TMT- und der Gesundheitssektor kamen mit den Turbulenzen relativ gut zurecht.

Marktneutrale Fonds litten auch unter Faktorrotationen und die Gewinne aus ihren Short-Positionen konnten die Verluste aus den Long-Positionen nicht decken, da einige Titel ungeachtet der Fundamentaldaten ebenfalls aggressiv abverkauft wurden.

STRATEGIEAUSBLICK



Nach mehr als zwei volatilen Monaten haben sich die Aktienmärkte etwas von ihren Einbrüchen erholt. Da sich die Folgen der Ausbreitung des Virus auf die Weltwirtschaft fortsetzen könnten, dürften sich die Aktienmärkte aber für eine Weile zögerlich entwickeln. Es wäre nicht überraschend, wenn es zu einer zweiten Erschütterung käme. Andererseits wird es in der COVID-19-Krise Gewinner und Verlierer geben, und die Aktienmanager werden sich in der besten Position befinden, um erfolgreiche Geschäfte zu machen. In diesem Zusammenhang bevorzugen wir Manager mit einem niedrigen Netto-Engagement.

EVENT-DRIVEN

In den ersten beiden Monaten des Jahres 2020 waren die M&A-Spreads volatil, verengten sich aber insgesamt. Mitte März erweiterten sich die Spreads im Zuge der Verkaufswelle am Markt auf Niveaus, die zuletzt während der Finanzkrise 2008 verzeichnet wurden. Der Druck auf die Spreads verstärkte sich aufgrund von Einschussanforderungen, dem Abbau der Verschuldung und Plattformen, die ihre Bücher ungeachtet der Situation der zugrunde liegenden Geschäfte schlossen.

Allgemein gesehen war die Value-Ausrichtung der Event-Strategien auf relativer Basis nicht hilfreich, da Wachstumstitel (Growth) Substantitel (Value) um nahezu zweistellige Werte übertrafen.

Während des Einbruchs zeigten Strategien mit niedrigeren Beta-Komponenten wie Merger- und Kreditarbitrage sowie notleidende Anlagen/Restrukturierung eine grössere Widerstandsfähigkeit als andere, namentlich Aktivisten und Special Situations.

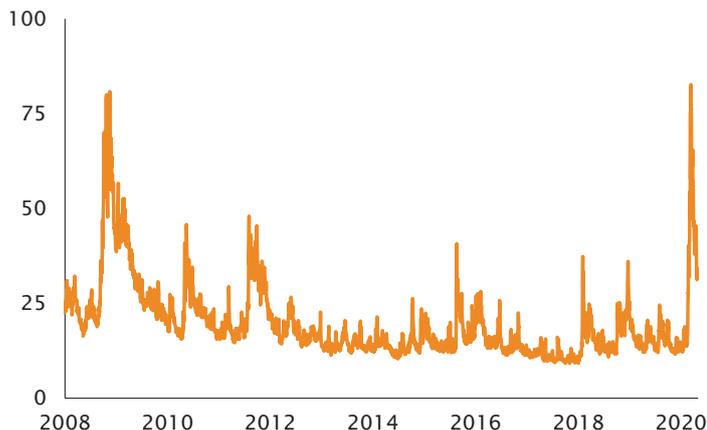
STRATEGIEAUSBLICK



Aktienstrategien mit höherem Beta werden in hohem Masse auf bessere Nachrichten in Bezug auf das Virus angewiesen sein. Die Merger-Spreads brachen zusammen, erholten sich seither jedoch teilweise. Obwohl die gegenwärtige Unsicherheit möglicherweise zu geringen Unternehmensaktivitäten führt, können erfahrene Manager in diesem Umfeld mit grösseren Spreads gute Gelegenheiten zur Erzielung von Gewinnen finden. Wir sind auch in Bezug auf notleidende Anlagen positiv eingestellt (siehe «Unsere Überzeugungen»).

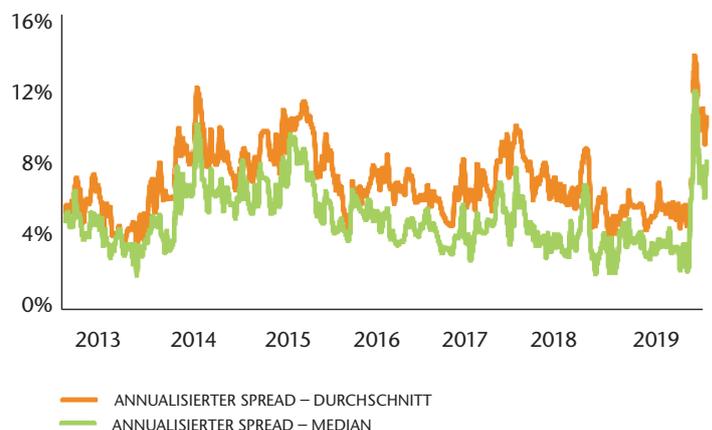
VIX-INDEX

DIE IMPLIZITE VOLATILITÄT DES S&P 500 ÜBERTRAF 2020 DIE NIVEAUS VON 2008.



QUELLE: BLOOMBERG

M&A-SPREADS



QUELLE: UBS

MACRO

Während des Berichtszeitraums kam es unter den verschiedenen Teilstrategien zu grossen Streuungen. Während einige diskretionäre Macro-Fonds 2020 einen guten Start hatten, litten systematische Manager. Im Januar gab es bereits Diskussionen über eine mögliche Pandemie. Daher hatten diskretionäre Fondsmanager etwas Zeit, das Portfolio mit der Entwicklung der neuen Nachrichten, die sie von ihren Kontakten und Beratern in China und von Epidemiologen erhielten, umzuschichten. Die meisten von ihnen waren für eine Senkung der US-Zinsen positioniert. Volatilitätsstrategien, die auf einen starken Volatilitätsanstieg hofften, entwickelten sich sehr gut. Short-Aktien- und -Rohstoffstrategien erwiesen sich ebenfalls als gute Geschäfte.

Mitte Februar hielten die meisten Trendfolgestrategien immer noch Long-Positionen in Aktien und Anleihen, die von der Rally des Jahres 2019 begünstigt wurden. Kurzfristige CTAs konnten während des Abverkaufs das Kapital besser erhalten als langfristige. Die Anleger traten die Flucht aus Risikoanlagen an, um als sichere Häfen geltende US-Staatsanleihen zu kaufen, was die Renditen 10-jähriger US-Staatsanleihen auf ein historisches Tief von 0,3% brachte. CTAs erzielten dadurch Erträge, aber nicht genügend, um die Verluste aus dem Aktienhandel auszugleichen.

Allgemein betrachtet übertraf die Performance kleinerer Fonds die der grösseren, da die höhere Volatilität und die geringere Liquidität die Ausführung grosser Transaktionen erschwerte.

STRATEGIEAUSBLICK



Wir rechnen damit, dass die Märkte mittelfristig volatil bleiben, was sich für diskretionäre Macro-Manager und systematische Macro-Manager mit kurzfristiger Ausrichtung wieder als günstig erweisen dürfte. Mittel- bis langfristigen Trendfolgern dürften unruhige Märkte hingegen die Arbeit erschweren.

RELATIVE VALUE

Mitte März wurden Fixed-Income-Arbitrageure extrem durch ihre Basistransaktionen und die ungünstigen Entwicklungen der US-Treasury-Instrumente belastet. Deren bedeutendes Volumen trocknete die Marktliquidität aus – eine Situation, die zuletzt 2008 zu beobachten war und bei den meisten Fonds zu Verlusten im zweistelligen Bereich führte. Seit den massiven Kapitalzuflüssen von der US-Notenbank gingen die Verluste etwas zurück.

Die Volatilitäts-Arbitrage verzeichnete eine breite Performancestreueung, vom zweistellig positiven Bereich bis zur Liquidation und Schliessung des Geschäfts. Manager, die zu kämpfen hatten, litten hauptsächlich unter der Trendumkehr und dann unter einem Mangel an Liquidität in einem überlaufenen Bereich: Long Volatility Asien gegenüber USA.

Manager von Wandelanleihen erwiesen sich als widerstandsfähig, verzeichneten aber im Allgemeinen Verluste, da ihre Short-Positionen in Aktien den Abverkauf auf der Anleihe-seite nicht ausglich. Sie litten auch unter dem Abbau der Verschuldung seitens der grossen Multi-Strategy-Fonds.

Strukturierte Finanzierungen waren die grössten Verlierer. Zu einem bestimmten Zeitpunkt im März verloren sie fast die Hälfte ihres Werts, da die Teilnehmer Schwierigkeiten hatten, eine angemessene Finanzierung zu erhalten, bevor sich die Lage ein wenig verbesserte.

Quantitative Manager waren ebenfalls betroffen, da ihre Handelsmodelle hohe Sigma-Ereignisse zu bewältigen hatten. Diese Modelle waren, anders ausgedrückt, mittels historischer Marktdaten gestaltet, die keine derart extremen Handelsereignisse enthielten, und dies verhinderte weitgehend eine gute Positionierung, um von ihnen zu profitieren.

STRATEGIEAUSBLICK



Wir bevorzugen weiterhin Wandelanleihen-Arbitrageure, da sie von einem volatilen Umfeld profitieren und gleichzeitig ein Engagement am Aktienmarkt beibehalten können. Grosse Finanzspritzen der US-Notenbank förderten ebenfalls eine Normalisierung der bedeutenden Verwerfungen, die im März zu beobachten waren.

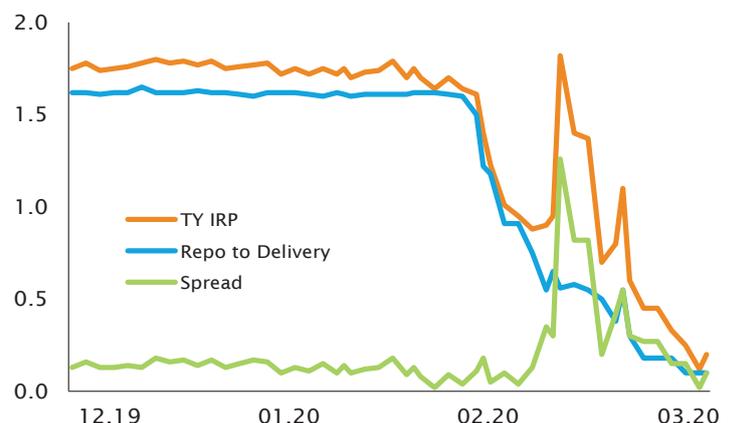
RENDITEN 10-JÄHRIGER US-STAATSANLEIHEN

RENDITEN 10-JÄHRIGER US-STAATSANLEIHEN SANKEN AUF IHR TIEFSTES JEMALS VERZEICHNETES NIVEAU.



QUELLE: BLOOMBERG

RENDITE VON US-STAATSANLEIHEN, IMPLIZITER REPO-SATZ, IM VERGLEICH ZU ALLGEMEINEN RÜCKKAUFVEREINBARUNGEN BIS ZUR LIEFERUNG



QUELLE: BLOOMBERG UND LMR PARTNERS

UNSERE ÜBERZEUGUNGEN

Wir sehen interessante Vorgänge im Kreditmarkt. Wir sind gerade in einen neuen Zyklus notleidender Kredite eingetreten, der Gelegenheiten für die nächsten 18 bis 24 Monate bietet. Für eine gute Investition müssen Anleger jedoch auf das Timing, die Instrumente (HY, IG, CLO ...) und die Kreditqualität der Unternehmen achten. In einem Zyklus notleidender Kredite gibt es im Allgemeinen drei Phasen (siehe die nachstehende Grafik).

In der ersten Phase herrscht eine hohe Unsicherheit bei irrationalen Märkten aufgrund von Zwangsverkäufen und Vermögensliquidationen, die oft durch gehebelte Positionen ausgelöst werden. Die Liquidität im Markt kann schnell und deutlich austrocknen. Dies beobachteten wir im März 2020 als die erste Phase begann. Zu diesem Zeitpunkt gab es deutliche Fehlbewertungen und Verwerfungen, die alle Anlageklassen (z. B. Aktien, Anleihen, CDS und Geldmärkte) betrafen und sich bis in die Kapitalstruktur der Unternehmen fortsetzten.

In dieser Phase ist es sinnvoll, zu sehr attraktiven Preisen in hochwertige Kreditinstrumente zu investieren. Distressed-Manager werden sich auf die grössten Unternehmen konzentrieren, deren Kurse unter Druck stehen. Es gibt nur sehr wenig Restrukturierungsarbeit zu leisten. Das komplexe Risiko-Rendite-Profil von Notfallsituationen ist aufgrund einer geringeren Absicherung gegen Verluste weniger attraktiv, da wir uns noch immer in einer Stresssituation befinden, d. h. bei der gegenwärtigen Lage im Zusammenhang mit COVID-19 herrscht noch zu grosse Unsicherheit. Phase 1 ist kurz, sie reicht von wenigen Monaten bis zu einem halben Jahr. Die Manager konzentrieren sich hauptsächlich auf drei Elemente:

1. Unternehmen mit den höchsten Bonitäten und dem niedrigsten Beleihungsauslauf (LTV), die mit grösserer Wahrscheinlichkeit überleben werden,
2. dem Auffinden von Arbitrage-Gelegenheiten in grossen Kapitalstrukturen mit bedeutenden Verwerfungen (hochwertiger Teil des Hochzinssegments),
3. zum Ende der Phase, wenn die Liquidität zurückgekehrt ist, hochwertige Unternehmensanleihen, aber mit mehr Druck im Beleihungsauslauf (LTV).

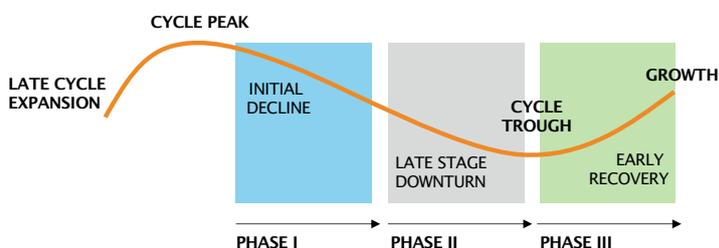
Die zweite Phase beginnt, wenn im Hinblick auf eine Reihe von Wirtschafts- und Branchenergebnissen Gewissheit eintritt. Die Manager konzentrieren sich auf notleidende, aber überlebende grosse Kapitalstrukturen, von denen eine schnellere Unternehmensrestrukturierung erwartet wird, z. B. CMBS, MBS, notleidende Kredite, strukturierte Produkte, Private Debt, Immobilien, Flugzeuge und nachrangigere Tranchen von CLO-Strukturen. Sie werden die Führung der aktiven Restrukturierung, die Kreditvergabe in Sondersituationen und die Rettungsfinanzierung übernehmen. In der gegenwärtigen COVID-19-Situation wird diese Phase wahrscheinlich beginnen, sobald mehr Klarheit über die Behandlung der Viruserkrankung und eine Impfung besteht. Diese Phase wird einige Quartale dauern, je nach Art der Konjunkturerholung.

Die letzte Phase beginnt mit dem Ende der Krise. Die Manager beginnen, die Früchte der Anlagen zu ernten, die sie in den vorangegangenen Phasen getätigt haben. Was neue Anlagen betrifft, werden sie nach Gelegenheiten bei der Kreditvergabe in Sondersituationen Ausschau halten und nach Cross-over-Investments, bei denen ein vertieftes Wissen über Umstrukturierungen mit der Kenntnis der zugrunde liegenden Anlagen verbunden wird. Sie könnten ein besonderes Interesse an der Schifffahrt und an Flugzeugen haben. Die dritte Phase dauert im Allgemeinen einige Jahre bis ein Jahrzehnt.

Seit März dieses Jahres halten wir bei SYZ Capital an den Märkten nach notleidenden Anlagen sowohl auf der liquiden als auch auf der illiquiden Seite Ausschau, von Hedgefonds mit vierteljährlicher bis jährlicher Liquidität bis zu geschlossenen Recovery-Fonds. Unserer Ansicht nach sind heute die jährlichen bis vierjährigen Anlageinstrumente das optimale Segment. Wir befinden uns mit dem Risiko einer zweiten Welle der COVID-19-Infektionen, die kurzfristig eintreten könnte, noch immer in einer unsicheren Lage. Daher könnten in diesem ungünstigen Szenario Verkäufer, die zwangsweise Verkäufe in liquideren Produkten vornehmen müssen, unseren Anlagen Schaden zufügen. Wenn bessere Liquiditätsbedingungen gewünscht sind, besteht die Möglichkeit, Kapital in auf Kredite spezialisierte Hedgefonds einzusetzen, die sich an den Phasen 1 und 2 beteiligen, aber mit geringeren Allokationen in reine notleidende Situationen. Wir konzentrieren uns aber auf die hochwertigeren Titel mit einer Erfolgsbilanz von 15 bis 20 Jahren, die mit früheren Stressphasen gut zurechtgekommen sind und nur geringe Altlasten mit sich bringen oder deren Bewertungen bereits gesunken sind.

Bei den Preisen, zu denen die Manager diese notleidenden Anlagen kaufen, besteht keine Notwendigkeit für eine vollständige Erholung, um gutes Geld zu verdienen. Eine Normalisierung ist ausreichend.

NEUER ZYKLUS NOTLEIDENDER KREDITE



BEITRÄGE VON

Cédric Vuignier, Head of Liquid Alternative Managed Funds
E. cvuignier@syzcapital.com

Alexis Mansuy, Analyst
E. amansuy@syzcapital.com

WÜNSCHEN SIE MEHR INFORMATIONEN: HF@SYZCAPITAL.COM

Dieses Dokument wird ausschliesslich zu informativen Zwecken und ohne jegliche Verpflichtung und/oder Haftung der SYZ Capital AG oder ihrer verbundenen Unternehmen (zusammen als «SYZ» bezeichnet) herausgegeben. Dieses Dokument ist nur für institutionelle, professionelle und qualifizierte Anleger bestimmt, nicht für Privatkunden. Es richtet sich insbesondere nicht an Personen in einem Land, in dem seine Verbreitung aufgrund der Staatsangehörigkeit oder des Wohnsitzes der Person oder aus sonstigen Gründen verboten ist. Die in dem vorliegenden Dokument enthaltenen Informationen stellen weder eine Aufforderung noch ein Angebot oder eine persönliche Empfehlung zum Kauf oder Verkauf von Produkten oder zum Abschluss von anderen Geschäften dar. Keiner der Inhalte dieses Dokuments begründet eine Beratung zu Rechts-, Buchhaltungs- oder Steuerfragen. Sie sollten für solche Angelegenheiten Ihre eigenen Berater konsultieren. Finanzinstrumente sowie alle weiteren in diesem Dokument genannten Anlagen können mit erheblichen Risiken verbunden sein. Der Wert solcher Anlagen kann schwanken, sodass Sie den ursprünglichen Wert Ihres Investments möglicherweise nur teilweise oder gar nicht zurückerhalten. Zudem sind die alternativen Anlagen eigenen Risiken von einer Art und einem Ausmass wie sie im Allgemeinen nicht bei börsennotierten Wertpapieren anzutreffen sind. Für zusätzliche Informationen, die auf Anfrage erhältlich sind, beachten Sie bitte die massgeblichen Angebotsunterlagen. Wir empfehlen Ihnen, die Angemessenheit oder Eignung anhand Ihres Finanzprofils und Ihrer finanziellen Ziele zu prüfen. Die in diesem Dokument enthaltenen Informationen und die von SYZ zum Ausdruck gebrachten Meinungen werden nach Treu und Glauben bereitgestellt. Sie können ohne Ankündigung geändert werden und es besteht keine Verpflichtung, sie nach ihrer Veröffentlichung zu aktualisieren. Sie stammen aus Quellen, die als zuverlässig und vertrauenswürdig angesehen werden. Es kann jedoch weder von SYZ noch von den betreffenden Datenlieferanten und anderen Quellen eine (ausdrückliche oder implizite) Zusicherung oder Garantie für ihre Richtigkeit oder Vollständigkeit übernommen werden. In diesem Dokument dargestellte Analysen beruhen auf zahlreichen Hypothesen. Die Verwendung anderer Hypothesen könnte zu deutlich unterschiedlichen Ergebnissen führen. Jede ausgedrückte Meinung gilt nur an dem Tag, an dem das Dokument veröffentlicht wurde, und kann sich deshalb jederzeit ohne vorherige Ankündigung ändern. Dieses Dokument enthält Aussagen, die keine historischen Fakten sind, sondern die Absichten, Erwartungen und Prognosen von SYZ über die künftigen Betriebsergebnisse, die Performance sowie die Aussichten, Strategien und Chancen von SYZ widerspiegeln. Solche zukunftsbezogenen Aussagen werden auf der Basis von Annahmen und Erwartungen getroffen, die sich, auch wenn sie zum Zeitpunkt ihrer Abgabe als vernünftig betrachtet werden, als falsch oder nicht realisierbar erweisen können. SYZ ist nicht verpflichtet, eine Aktualisierung zu solchen Aussagen herauszugeben, wenn sich die Ereignisse, Bedingungen oder Umstände ändern, auf denen diese zukunftsbezogenen Aussagen beruhen. Bei Angabe einer Brutto-Performance enthält diese unter anderem keine Management-, Performance-, Administrations-, Depot- und Prüfungsgebühren. Vergangene Wertentwicklungen sind keine Leitlinie, kein Indikator und keine Garantie für die zukünftige Performance. Es kann keine Gewähr dafür übernommen werden, dass das Anlageziel erreicht wird, und die Kapitalwerte und Erträge sind nicht sicher. Zudem unterliegt eine Anlage in einer anderen Währung als Ihrer eigenen Basiswährung Wechselkurschwankungen, die zu einer zusätzlichen günstigen oder ungünstigen Änderung des Werts der Anlage führen können. SYZ Capital AG ist eine Tochtergesellschaft der SYZ-Gruppe. SYZ Capital wird nach den Schweizer Gesetzen und Rechtsvorschriften für Finanzdienstleistungen und Finanzinstitute ordnungsgemäss als Verwalter kollektiver Kapitalanlagen reguliert und beaufsichtigt.