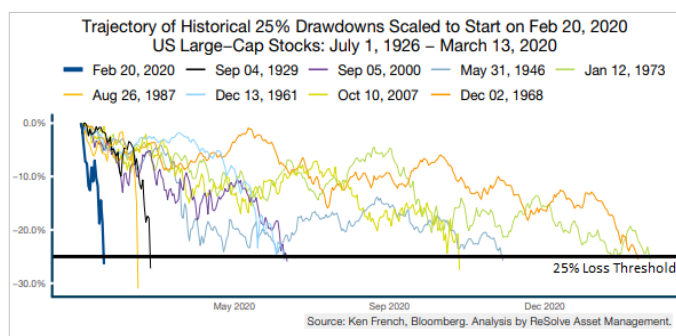


Die Corona-Krise

Wir haben schon länger mit einer Korrektur an den Aktienmärkten gerechnet, aber dass es eine Panik auslösen würde, die alle historischen Dimensionen sprengt, war für alle eine Überraschung. Nicht nur war es die schnellste Korrektur an den Aktienmärkten, die je beobachtet wurde, sondern es kam auch zu den massivsten Ausweitungen bei den Risikoaufschlägen von Kreditpapieren und zu den extremsten Bewegungen im Volatilitätsindex VIX.



Ein solcher Schock ist eine riesige Herausforderung für jeden Portfolio Manager und im speziellen für

Manager, die Leverage als Teil ihrer Anlagestrategie einsetzen. Einige Relative Value Manager hatten Mühe mit der Situation zurechtzukommen. Ihre Risikomodelle basieren auf Vergangenheitsdaten und kommen dann an ihre Grenzen, wenn eine Krise ein völlig neues Muster aufweist, wie das in diesem Corona-Schock der Fall war. Die Verluste in einem diversifizierten Hedge Fund Portfolio waren überblickbar, auch wenn das Kapital nicht ganz erhalten werden konnte. Das Umfeld hat sich für viele Strategien nach der Korrektur deutlich verbessert. Wir rechnen nicht mit einer schnellen Erholung an den Aktien- und Kreditmärkten, obwohl das kurzfristige Rally wegen der rekordhohen Staatshilfen über Erwarten gut ausfiel. Die kommende Rezession wird Spuren hinterlassen und Hedge Funds können beweisen, dass sie in einem schwierigen und volatilen Marktumfeld Geld verdienen werden.



Stefan Steiner

Falls Sie zusätzliche Informationen wünschen, schreiben Sie bitte an ss@cb-partners.com.

Anleihen (USD)	Q1 2020	2019	2018	3Y CAGR	5Y CAGR	5Y Std Dev
Switzerland Gov Bonds 1-10Y TR	-0.02%	3.05%	3.52%	2.63%	2.06%	2.19%
FTSE WGBI (ex-Citi WGBI All Maturities)	2.00%	5.90%	-0.84%	4.27%	2.96%	5.34%
Barclays Global HY TR	-15.02%	12.56%	-4.06%	-0.59%	2.28%	8.37%
HFRI Event-Driven Index	-15.28%	7.53%	-2.13%	-2.18%	0.09%	7.36%
HFRI Relative Value Index	-6.97%	7.61%	-0.43%	0.78%	1.98%	4.17%
Crossbow Credit Distressed Portfolio	-11.32%	5.92%	-0.75%	-1.33%	-1.05%	6.31%
Crossbow Alpha Portfolio	-0.65%	7.35%	1.77%	3.63%	3.21%	2.17%
Aktien (USD)	Q1 2020	2019	2018	3Y CAGR	5Y CAGR	5Y Std Dev
SMI TR Index	-10.45%	34.05%	-4.17%	8.78%	6.12%	11.74%
MSCI AC World TR	-21.36%	26.60%	-9.41%	1.50%	2.85%	13.69%
MSCI EM TR	-23.60%	18.42%	-14.57%	-1.62%	-0.37%	17.57%
HFRI Equity Hedge Index	-12.93%	13.71%	-7.14%	0.09%	1.30%	7.89%
HFRI Macro Systematic Diversified Index	-0.15%	7.08%	-6.62%	1.06%	-1.30%	7.26%
Crossbow Equity Hedged Portfolio	-1.04%	9.68%	-3.83%	3.34%	1.36%	4.80%
Crossbow Trading Portfolio	-4.84%	4.04%	1.70%	1.89%	1.98%	3.72%
Crossbow Trendfollowing Portfolio	2.08%	12.39%	-0.64%	5.71%	3.22%	5.94%
Andere (in USD)	Q1 2020	2019	2018	3Y CAGR	5Y CAGR	5Y Std Dev
BVG-25 Plus	-6.40%	14.04%	-0.13%	3.81%	3.67%	4.66%
BVG-40 Plus	-9.88%	17.23%	-1.49%	3.54%	3.78%	6.33%
BVG-60 Plus	-13.99%	21.75%	-3.31%	3.35%	4.01%	8.70%
SXI Real Estate Funds TR Index	-2.90%	24.30%	-2.40%	6.84%	6.18%	7.83%

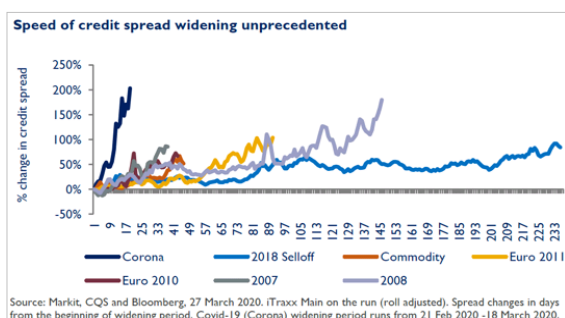


Opportunitäten im Kreditbereich

Das Niedrigzinsumfeld und die Jagd der Investoren nach höheren Renditen hatten zu historisch engen Kreditspreads geführt, und Crossbow war der Ansicht, dass die Investoren für die eingegangenen Risiken nicht angemessen entschädigt werden. Im März 2020 führte die COVID-19-Krise zu massiven Liquidationen über das gesamte Kreditspektrum, was zu einer Liquiditätskrise und der bisher schnellsten Ausweitung der Kreditspreads führte.



Ivo Felder

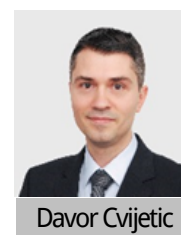


Interventionen der Zentralbanken und staatliche Konjunkturprogramme haben das Schlimmste abgewendet, und Investment-Grade-Kredite haben wieder mehr als die Hälfte der Verluste wettgemacht. Die Spreads von US Senior Loans, die im Dezember bei +461 bps lagen und sich im März auf +974 bps ausweiteten, liegen derzeit immer noch bei +806 bps, ähnlich wie die Spreads von US-HY-Anleihen, die sich von +414 bps auf +793 bps ausgeweitet haben. Strukturierte Kredite wie ABS, MBS und CLO haben sogar noch schlechter abgeschnitten. Einige spezialisierte Fonds, die in solche Instrumente investieren, haben grosse Verluste gemeldet und angekündigt, dass sie die Rücknahmen einschränken, um einen Ausverkauf zu ungünstigen Preisen zu vermeiden.

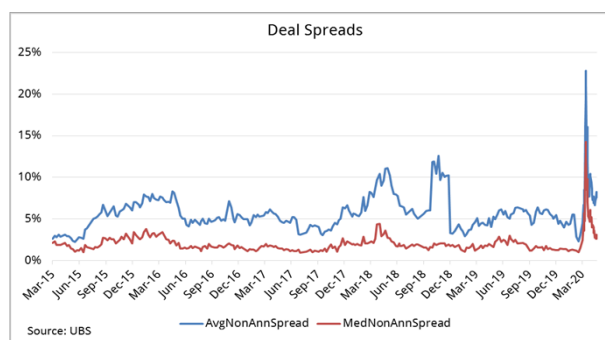
Obwohl es sehr wahrscheinlich ist, dass die Ausfallraten in den kommenden 12-18 Monaten steigen werden, sind Investitionen im liquideren Kreditbereich auf dem derzeitigen Niveau attraktiv geworden. Da die Phase von Panik- und Zwangsverkäufen abklingt, konzentrieren wir uns darauf, Anlagen mit verzerrten Bewertungen und asymmetrischen Risiko-Rendite-Profilen zu finden. Zum jetzigen Zeitpunkt bevorzugen wir handelsorientierte, fundamentale Kreditmanager mit einem Long-Bias. In den nächsten 6-12 Monaten könnten Allokationen zu Manager in den Bereichen Distressed und strukturierte Kredite für Anleger mit einem weniger restriktiven Liquiditätsbedarf attraktiv werden.

Opportunitäten in Merger Arb

Der März war ein historischer Monat an den Finanzmärkten. Die Verwerfungen waren weitreichend und haben den M&A Bereich nicht verschont, wo sich die Spreads auf Rekordniveaus ausweiteten (die durchschnittlichen Spreads waren höher als 2008).



Davor Cvijetic



Die Panikverkäufe führten bei Merger Arbitrage-Portfolios zu Rückschlägen. Infolgedessen haben viele Marktteilnehmer ihre Merger Arbitrage-Exposures stark oder komplett zurückgefahren, was sich positiv auf zukünftige Opportunitäten auswirken sollte, da weniger Kapital die gleichen Arbitragemöglichkeiten abschöpft.

In den vergangenen Wochen wurden einige große Unternehmensfusionen angekündigt, was zeigt, dass die Vorstände der Unternehmen optimistischer sind als der Markt und von den tieferen Preisen profitieren wollen. Die Deal Spreads werden weiterhin hoch bleiben, da der Verlauf der wirtschaftlichen Erholung ungewiss ist. Angesichts der gestiegenen Unsicherheiten an den Märkten, haben die Merger Arbitrage-Fonds ihre Portfolios in "sicherere" Deals umgeschichtet, wie z.B. Deals mit kürzerer Laufzeit, bei denen ein strategischer Käufer mit einer langfristigen Perspektive beteiligt ist. Auch auf der Short-Seite gibt es attraktive Trading-Opportunitäten. Es gibt vermehrt Deals, die ein höheres Risiko zum Scheitern aufweisen, da finanziell angeschlagene Käufer in Deals involviert sind.

Merger Arbitrage Fonds mit einem differenzierten Ansatz und einer umfassenden Fundamentalanalyse der involvierten Risiken von Fusionen werden in der Lage sein, von den erhöhten Spreads zu profitieren. Der Vorteil solcher Strategien besteht darin, dass sie nicht auf steigende bzw. fallende Aktienmärkte angewiesen sind.

Für zusätzliche Informationen kontaktieren Sie bitte if@cb-partners.com resp. dc@cb-partners.com.



Präferenzen und Fähigkeiten für nachhaltiges Investieren

A. Brogger und A. Cronies von der Copenhagen Business School dokumentieren eine positive ESG-Prämie bei Aktien mit einem hohen Anteil an gesellschaftlich unabhängigen Investoren wie Investmentfonds, Hedge Funds und unabhängigen Anlageberatern. Diese Prämie scheint für gesellschaftlich abhängige Investoren nicht zugänglich.

Sie kommen zum Schluss, dass es im Allgemeinen keine Hinweise auf eine ESG-Prämie bei allen Anlegern gibt, aber dass sich ihr ESG-Faktor auf Aktien im obersten Quantil der gesellschaftlich unabhängigen Investoren wie Hedge Fonds auswirkt. Sie beobachten weiter, dass für Aktien mit einem hohen Anteil an gesellschaftlich gebundenen Anlegern wie Stiftungen und öffentlichen PKs die ESG-Prämie verschwindet.

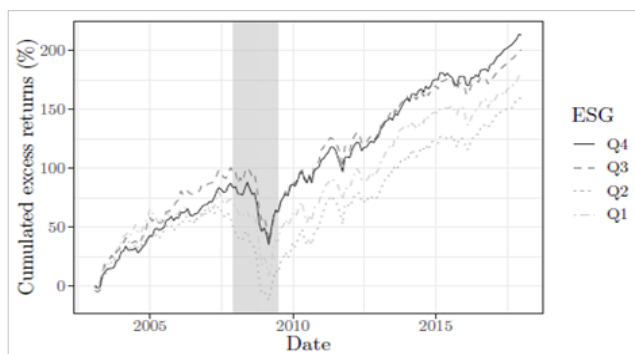


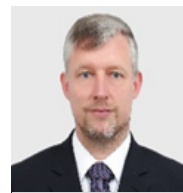
Abbildung 1: Kumulierte Überrenditen für verschiedene ESG-Niveaus für Aktien mit einem hohen Anteil an sozialen unabhängigen Investoren (oberstes Quantil). Der schattierte Bereich kennzeichnet die Globale Finanzkrise 2007/08.

Dies steht im Einklang mit der Idee, dass unabhängige Anleger Unternehmen fundamental recherchieren und in Aktien investieren, von denen sie glauben, dass diese ihre ESG-Werte in der nächsten Periode erhöhen und durch die Nachhaltigkeitsprämie daher an Wert gewinnen, was die Autoren zur zweiten Feststellung führt.

Die zweite Feststellung zeigt, dass ein hoher Anteil unabhängiger Anleger einen zukünftigen Anstieg der ESG-Werte vorhersagt, während ein hoher Anteil gesellschaftlich gebundener Investoren das Gegenteil bewirkt, wenn auch in geringerem Masse.

Ihr dritter Befund ergibt sich aus den Renditezeitreihen von Long-Short-ESG-Strategien: Anormale Renditen steigen in Rezessionen. Dies bedeutet: Nachhaltigkeit ist eine Absicherung für schlechte Zeiten. Die Autoren zeigen dies, indem sie Überschussrenditen der Nachhaltigkeitsstrategie unabhängiger Anleger auf die Risiko-

faktoren und ein Alpha zurückführen. Das resultierende Alpha ist während einer Rezession viel grösser.



Armin Vogel

Illiquidität in Hedge Funds

Verschwindende Liquidität ist ein zentrales Merkmal vieler Finanzkrisen. D. Barth und Ph. Monin vom 'Office of Financial Research' (U.S. Treasury Department) gehen der Frage zur Bedeutung der Illiquidität und zur Verteilung des Illiquiditätsrisikos auf die Finanzmarktteilnehmer nach. Sie verwenden regulatorische Daten zu Hedge Funds, welche im Gegensatz zu öffentlichen Investmentfonds häufig in illiquide Märkte investieren, um drei empirische Fragen zu beantworten: (1) Wie hoch ist die Illiquiditätsprämie? (2) Wie wichtig ist sie für die Renditen von Hedge Funds? (3) Wer streicht letztendlich die Prämie ein - Fondsmanager oder Investoren?

Die jährliche Illiquiditätsprämie wird auf 56 Basispunkte für jeden zusätzlichen Tag geschätzt, der für den Verkauf von Vermögenswerten ohne Preisauswirkungen erforderlich ist. Der grösste Teil dieser Prämie wird an die Investoren weitergereicht. Sie erhalten 77% der Prämie für illiquide Vermögenswerte und einen ähnlichen Betrag der Prämie für die Illiquidität ihrer Anteile. Die Illiquiditätsprämie ist auch wichtig für die Erklärung der Renditen von Hedge Funds: Die Illiquidität des Portfolios erklärt 27% des durchschnittlich geschätzten Alphas, während Illiquidität der Anlegeranteile 55% erklärt.

In Übereinstimmung mit der Kompensation des nicht diversifizierbaren Illiquiditätsrisikos erheben Manager illiquider Fonds höhere Erfolgsgebühren. Die Ergebnisse legen nahe, dass die mit illiquiden Vermögenswerten verbundenen Kosten und Risiken erheblich sind und eine erhebliche Entschädigung erfordern. Darüber hinaus hängen die Renditen einiger Fonds stark von der Illiquiditätsprämie ab, was darauf hindeuten kann, dass diese Fonds einem erheblichen Illiquiditätsrisiko ausgesetzt sind. Durch die Einschränkungen der Liquidität auf den Investments in die Fonds wird jedoch ein Grossteil dieses Engagements an die Investoren weitergegeben, welche wahrscheinlich besser in der Lage sind, über viele Anlageklassen zu diversifizieren.

Für zusätzliche Informationen oder eine Kopie der Studien kontaktieren Sie bitte av@cb-partners.com.