

Frankfurt am Main, April 2020

Sehr geehrte Investoren,

angesichts der anhaltenden Ausnahmebedingungen an den Kapitalmärkten möchten wir Ihnen gerne untenstehende Stellungnahmen und Informationen zukommen lassen. Die Turbulenzen an den internationalen Börsen haben nicht nur zu empfindlichen Einbußen an den Aktienmärkten geführt, sondern verursachten auch bei Anleihen und Derivaten zum Teil massive Verwerfungen, die im Ausmaß teils über die Zuspitzungen im Rahmen der Finanzkrise 2008/09 hinausgehen.

Die aktuelle Lage an den Kapitalmärkten hat in unserem auf „Liquid Alternatives“ ausgerichteten Multi-Strategy-Fonds **First Private Wealth** zu Verwerfungen geführt, die so nicht zu erwarten waren und die – unabhängig vom Fonds – historisch erstmalig so auftraten. Umso mehr möchte ich die Fondsentwicklung transparenter machen, die aktuelle Positionierung und die im Fonds enthaltenen Opportunitäten und Chancen näher erläutern.

Konjunkturelles „V“ wird unwahrscheinlicher

Zum Zeitpunkt des Ausbruchs der „Corona-Krise“ war die Weltkonjunktur nach einer Abkühlung im vergangenen Jahr auf dem Weg der zyklischen Erholung. Das zarte Pflänzchen Konjunkturerholung, das noch zur Jahreswende wachsen konnte, musste damit ad acta gelegt werden. Mehr noch: hatten die Finanzmärkte zwischenzeitlich noch auf eine schnelle, „V-förmige“ Erholung im Anschluss an ein sehr schwaches erstes Quartal gesetzt, verfestigte sich bald die Angst vor einer ausgedehnten globalen Rezession. Mit dem weitgehenden „Lock-down“ des öffentlichen Lebens in vielen Ländern verloren Risiko-Assets rund um den Globus deutlich an Wert. Mit der angeordneten Schließung von Unternehmen wurden die typischen makroökonomischen Zyklus-Szenarien hinfällig, selbst ein Vergleich zur Finanzkrise 2008 ist schwierig. Zusätzlich belastete der Ölpreiskrieg zwischen Saudi-Arabien und Russland. Die Preise für Rohöl stürzten zeitweise um rund 30% so stark ab wie seit dem ersten Golfkrieg 1991 nicht mehr und lösten Sorgen vor einer Kreditkrise im Energiesektor aus.

Bei aller Unsicherheit mit Blick auf die pandemische Ausbreitung des neuartigen Virus sind doch auch einige Rahmenbedingungen absehbar: In den kommenden Wochen wird das Konsumentenvertrauen weltweit leiden, insbesondere in den USA wird der extreme Anstieg der Arbeitslosigkeit seine Spuren hinterlassen. In der Industrie werden neben psychologischen Belastungen auch die faktischen Angebotsengpässe wirken.

Die Nachrichtenlage wird also zunächst weiter negativ bleiben. Die gute Nachricht: Die konjunkturelle Abkühlung beginnt nicht am Peak des Konjunkturzyklus, sondern hatte bereits vorher eingesetzt, so dass die Märkte sich mit diesem Szenario bereits auseinandersetzen mussten. Eine tiefe Rezession ist zwar längst Konsens, Dauer und Nachwirkungen des Einschnitts bleiben jedoch offen. Bei Überwindung der Virus-Krise wird es Nachholeffekte geben, die einen Teil des Rückschlags kompensieren dürften.

Umfassende, zügige Reaktionen

Regierungen und Zentralbanken reagierten mit entsprechend unkonventionellen und seit dem 2. Weltkrieg teils einmaligen Reaktionen: Im Vergleich zur Finanzkrise 2008 legten verschiedene Staaten ausgesprochen schnell und gezielt Hilfsprogramme auf, die vor allem die entstehenden Liquiditätsengpässe ausgerichtet wurden. Zudem wurden für die Phase der Stabilisierung massive Konjunkturprogramme angekündigt. Zentralbanken flankierten diese Maßnahmen einmal mehr mit umfassenden Kaufprogrammen für relevante Anleihekategorien. In diesem Kontext stieg die Bilanzsumme der US-Notenbank Fed zuletzt auf 11 Billionen US-Dollar. Mit diesen Maßnahmen werden Angebotsengpässe bzw. Lücken in den Lieferketten zwar nicht zu kompensieren sein; die Eingriffe werden aber umso wichtiger, je bedeutender das **Risiko eines nachgelagerten Credit Crunch** wird.

Ungekannte Abwärtsdynamik – mit Chancen

Die Aktienmärkte haben im Frühjahr einen der dynamischsten Bärenmärkte der Geschichte gezeigt, was sowohl Geschwindigkeit, als auch Ausmaß betrifft. Typischerweise erhöhten sich die Korrelationen in der Krise zügig, weil vermeintlich „günstige“ und teurere Assets gleichermaßen abverkauft wurden. Spiegelbildlich verloren nicht nur Risikoassets an Wert, sondern auch die kurz zuvor noch gesuchten „sicheren Häfen“. Diese Gemengelage wird sich so nicht fortsetzen, vielmehr werden sich Investitionen in heute attraktiv bewertete Märkte und Titel langfristig überdurchschnittlich auszahlen.

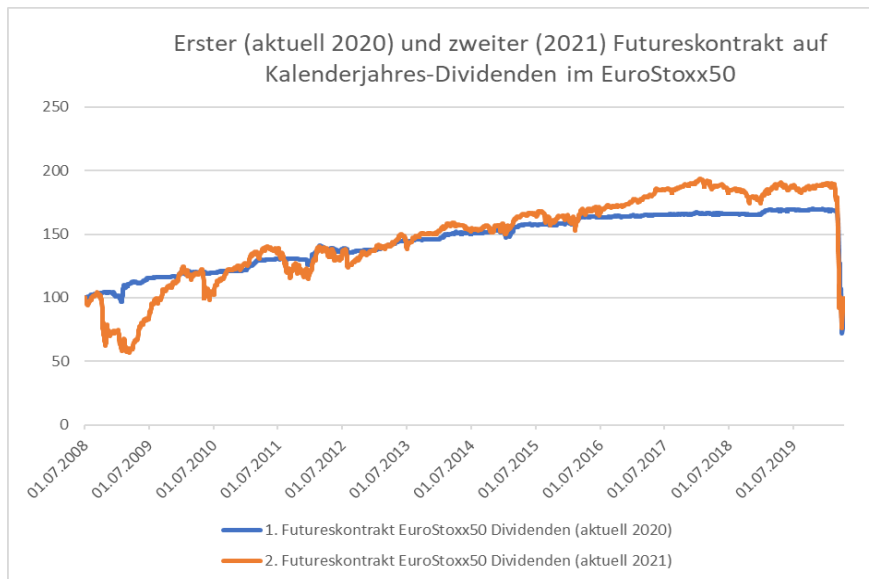
First Private Wealth: Einschnitt bei Dividenden übersteigt alle Worst-Case-Szenarien

Der First Private Wealth hatte im Monat März mit einem Minus von 19 % einen substantiellen Kursabschlag hinzunehmen. Die Aktienpositionen machten mit 3% nur einen Bruchteil des Verlustes aus. Vielmehr war die bislang historisch einmalige „**Funktionsstörung**“ im **Segment der Dividenden-Futures** (-11,5% Beitrag) für diese Entwicklung verantwortlich. Wir sehen bis zuletzt beispiellosen Druck auf europäische (und in etwas abgeschwächter Form auch amerikanische) Dividendenauszahlungen sowie deren derivative Instrumente (Futures und Swaps auf Kalenderjahresdividenden). Aufgrund dieses signifikanten Beitrags gehen wir unten detaillierter auf dieses Segment ein.

Das Segment der Dividenden-Futures bildet die **Wahrscheinlichkeit von Dividendenzahlungen** auf Basis der (z.B. letztjährigen) Gewinne ab. Erstmals in der Nachkriegsgeschichte hatten Aufsichtsinstanzen wie die EZB dazu aufgerufen, dass Unternehmen selbst bereits verdiente und angekündigte Dividenden (auf Basis der Gewinne 2019) mit Blick auf die Corona-Pandemie zurückhalten oder gar nicht auszahlen sollten. Üblicherweise ist dies der risikoärmste Bereich der Dividenden-Futures. Nach 10 positiven, wenig volatilen Jahren fiel das Segment der Dividenden-Futures je nach Land und Laufzeit um ca. 40-60%.

Damit wurden sämtliche der von uns **kalkulierten „Worst-Case-Szenarien“** übertroffen. Aus den vergangenen 20 Jahren sind uns nur zwei Fälle bekannt, dass angekündigte Dividenden nicht ausgeschüttet wurden (aktuell haben im EuroStoxx50 bereits über 10 Indextitel ihre zuvor

angekündigte Dividende zurückgezogen). Ein breit angelegter Ausschüttungs-Stop, wie er derzeit immer wahrscheinlicher wird, schien damals selbst als Extremszenario kaum anwendbar. EuroStoxx50 Dividend Futures des jeweiligen aktuellen und nächsten Jahres rollierend dargestellt:



Dividendenkrise 2020: ohne historisches Beispiel

Dividenden sind in Rezessionen traditionell wesentlich weniger volatil als Unternehmensgewinne und Aktienkurse, was historisch zu einem interessanten Ertrags-Risikoverhältnis bei derivativen Dividenden-Instrumenten geführt hat. So waren in der Vergangenheit insbesondere britische und US-Firmen ausgesprochen zögerlich, wenn es um Dividendenkürzungen ging, da dies von Investoren als sehr negatives Signal gewertet wurde, und viele Pensionäre bzw. Pensionseinrichtungen von Dividenden als Einkommensquelle abhängen. So fielen die marktweiten Dividenden in den letzten fünf großen Gewinneinbrüchen bei britischen Unternehmen nur zwei Mal. Als in Großbritannien beispielsweise 2012-2016 die Gewinne um 55% fielen, stiegen Dividenden gar um 25%.

EPS & DPS Cuts – Europe ex UK₁

	EPS	DPS	EPS:DPS
74-76	-42.8%	-11.1%	4:1
81-82	-33.3%	-6.1%	5:1
90-94	-50.4%	-9.2%	5:1
01-03	-55.9%	-16.1%	3:1
08-09	-60.5%	-32.0%	2:1

Source: Citi Research, Datastream

EPS & DPS Cuts – UK

	EPS	DPS	EPS:DPS
75-76	-31.9%	14.6%	
80-81	-31.2%	1.8%	
90-93	-35.4%	-7.3%	5:1
09-10	-44.8%	-30.6%	2:1
12-16	-54.5%	25.1%	

Source: Citi Research, Datastream

Trailing EPS & DPS – Europe ex UK



Source: Citi Research, Datastream. Log scale. Grey bars = EPS Recessions (>20% fall)

Trailing EPS & DPS – UK



Source: Citi Research, Datastream. Log scale. Grey bars = EPS Recessions (>20% fall)

Nichtsdestotrotz müssen sich die Märkte diesmal wohl auf drastische Kürzungen gefasst machen. So stehen die Unternehmen nicht nur vor einem empfindlichen Gewinneinbruch; ausfallende Hauptversammlungen und insbesondere ein erhöhter regulatorischer, politischer und moralischer Druck, Dividenden auszusetzen, verschärfen die Situation in bisher nicht bekanntem Ausmaß. Aktuell gezeigte Dividendenrenditen auf Basis der zuletzt gezahlten Dividenden suggerieren heute eine extrem günstige Kaufgelegenheit, sind aber in der Breite so nicht erzielbar.

Dividenden-Futures im First Private Wealth

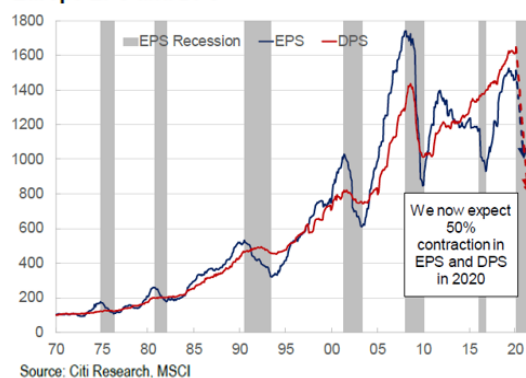
Wir haben im Fonds mit saisonal taktischen Positionen in den kurzlaufenden Dividenden-Futures inklusive dem Finanzkrisenjahr 2008/2009 und den Eurokrisen Jahren bislang in keinem Kalenderjahr positive Performance erzielen können. In unseren Worst-Case Szenarien haben wir das aktuelle Ausmaß der Dividendeneinschnitte nicht in dieser Form antizipiert (das Risikomanagement in Dividenden-Futures basiert v. a. auf Base-Case und Worst-Case Szenario Berechnungen, da kurzfristige Dividenden-Futures keiner Normalverteilung folgen).

Die ersten Mark-to-Market-Verluste traten im Zusammenhang mit Zweifeln an der Umsetzbarkeit von Hauptversammlungen im aktuellen Umfeld auf. Aus unserer Sicht war dies kein dauerhafter Hinderungsgrund, Dividenden auszuzahlen. Dies schien sich zuletzt auch zu bestätigen und hatte keinen Einfluss auf unsere Worst-Case-Szenarien. Was die Risikomodelle dagegen nicht antizipiert haben, war der aufkommende Druck aus Politik und von Regulatoren (EZB, EIOPA), der die Worst-Case Szenarien um ca. 50% nach unten verschoben hat und zu Markt-Verlusten von bis zu 60% geführt hat.

Airbus war am 22.3. das erste EuroStoxx50-Unternehmen, das seine kurz zuvor (13.2.) angekündigte Dividende für 2019 von 1,80 EUR wieder strich. In der Folge waren es zunächst v.a. Banken und Versicherer, die auf den zunehmenden Druck ihrer Regulierer reagierten und die kurz zuvor angekündigten Dividenden für 2019 unter mehr oder weniger Widerstand wieder zurücknahmen.

Da sich diese Entwicklung innerhalb weniger Tage abgespielt hat, konnten wir in einem weitgehend illiquiden Markt nicht zügig und umfassend mit Verkäufen reagieren.

Europe EPS and DPS



Aktuell haben die kurzfristigen Euro-Stoxx50 Dividenden-Futures (2020/2021) mit ihrem hohen externen Unsicherheitsfaktor kein interessantes Risiko-Ertragsverhältnis. Aufgrund des binären Ausgangs ist die Volatilität extrem hoch und in den Worst-Case Szenarien sind bei aktuellen Marktpreisen nochmals deutliche Verluste möglich, während das Erholungspotenzial relativ limitiert erscheint. Dementsprechend zeigten die kurzfristigen Futures im Gegensatz zur Historie zuletzt auch – anders als üblich – eine höhere Volatilität als die langfristigen Futures, in denen eher die Normalisierung der Dividendenpolitik und langfristige Gewinnentwicklungen eine Rolle spielen.

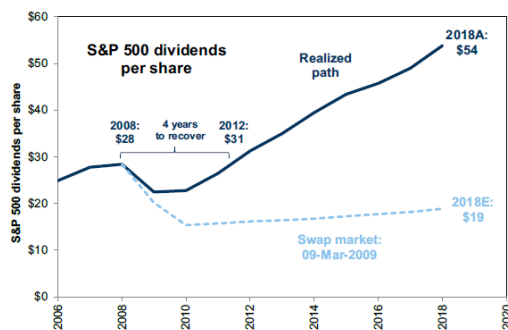
Die langfristigen Dividenden-Futures waren schon immer eher marktabhängige Instrumente, die mit einem relativ stabileren Beta von um 1 gehandelt haben und sind heute einer Wette auf eine allgemeine Aktienmarkterholung ähnlich. Eine Besonderheit bei den Dividenden-Futures ist, dass man auf den erwarteten Pfad der Erholung relativ punktgenau setzen kann.

Blick nach vorne: Opportunitäten und Positionen im Fonds

#1 Opportunität Dividenden-Futures

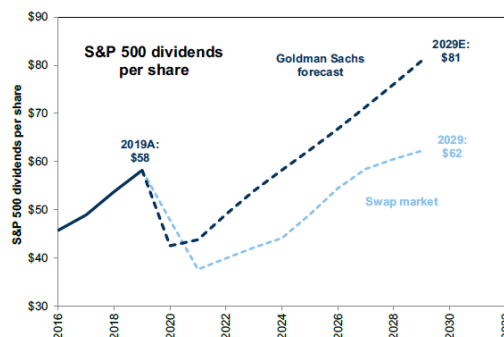
Derzeit kann man davon ausgehen, dass die Erholung aus der aktuellen Krise dynamischer abläuft, als der Weg aus der Finanzkrise 2008/2009 in deren Folge zunächst viele wirtschaftliche Ungleichgewichte zu korrigieren waren, die derzeit nicht in diesem Umfang bestehen. Sollten sich die Unternehmensgewinne langfristig relativ dynamisch erholen, wären etwa **Laufzeiten ab 2022 in Europa und USA mit Ertragspotentialen größer 50% ausgesprochen interessant**. In der Vergangenheit hat es durchschnittlich zwei Jahre (in der Finanzkrise 4 Jahre) gedauert, bis Dividenden wieder ihre alten Höchststände erreichen konnten. In der Finanzkrise wurden langfristig reduzierte Dividenden eingepreist, die unter der Hälfte der später realisierten Dividenden lagen.

Exhibit 11: Swap market implied vs. realized DPS around the Financial Crisis



Source: FactSet, Goldman Sachs Global Investment Research

Exhibit 12: Swap market implied vs. Goldman Sachs forecast path of DPS as of March 27, 2020



Source: FactSet, Goldman Sachs Global Investment Research

In Europa spielen v.a. **Banken-Dividenden** für die Benchmark-Indizes wie den Euro-Stoxx50 (aufgrund ihres hohen Anteils an den gesamten Dividenden) eine entscheidende Rolle. Diese sind derzeit relativ gut kapitalisiert und hatten sich gerade auf höhere Ausschüttungen von überschüssigem Kapital vorbereitet. Falls die Krise also nicht sehr lange dauert und nicht über hohe Ausfallraten im Kreditbereich das Eigenkapital aufbraucht, sollten mittelfristig (ab 2022) wieder signifikante Dividenden gezahlt werden können. In den USA gilt dies umso mehr. Vor weniger als einem Jahr noch schrieb die Fed, dass Großbanken „Ausschüttungen nutzen dürfen, um Kapitalstärke zu signalisieren, sogar wenn sie einem sich verschlechterndem Umfeld oder Stressszenario gegenüberstehen“. Diese Aussage stand vor dem Hintergrund der massiven Kapitalpuffer, die die Banken seit der Finanzkrise aufzubauen gezwungen wurden sowie der inzwischen eingetretenen Überkapitalisierung.

Auch bei kurzfristigen Dividenden-Futures hat die Krise neue Opportunitäten aufgebracht – v.a. abseits der liquidesten Segmente. Gerade in Ländern wie Japan (Nikkei Dividenden-Futures) mit niedrigen Ausschüttungsquoten (und damit mehr Puffer sowie einer Politik, die zu hohe Cash-Holdings bei Firmen zuletzt eher kritisiert hat) und weniger Druck von Regulatoren, sehen wir aktuell zweistellige Kurspotenziale mit sehr limitierter Downside mit Blick auf die Worst-Case Szenarien.

Gap between Nikkei Dividend Index forecasts and futures prices

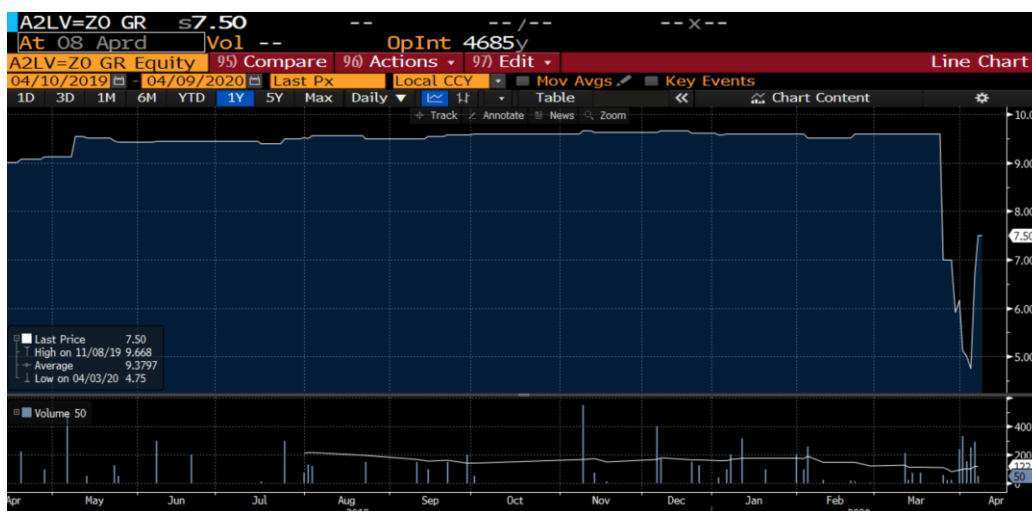
	Current Price	BNP forecasts	Gap %
2020	317.0	401.9	26.8%
2021	311.5	463.1	48.7%
2022	328.9	474.6	44.3%
2023	330.2	486.5	47.3%
2024	331.3	505.9	52.7%
2025	334.6	525.9	57.2%

Source: Bloomberg, BNP Paribas

Auch im **chinesischen HSCEI-Index Dividenden-Future**, der – obwohl nicht betroffen von der Dividendenaussetzung von HSBC (im HSI Index) – zuletzt deutlich nachgegeben hat, gibt es im kurzfristigen 2020 Future Upside-Potenzial mit limitierter Downside. Im HSCEI wurden bereits 85% der Dividenden des Basisszenarios bekanntgegeben und die Politik hat auch hier zuletzt tendenziell immer in Richtung höhere Ausschüttungsquoten gedrängt.

Calendar Year	2020	2021	2022
Ticker	DHCZ0	DHCZ1	DHCZ2
Current Price	347.0	279.6	261.2
JPM Base-Case Estimate	394.2	401.6	444.3
Upside to Target	14%	44%	70%
% of Estimate Confirmed	85%	0%	0%
1Y High	424.8	430.7	428.3
1Y Low	347.0	279.6	259.9
Turnover (3M Avg, USD Mn)	6.4	2.9	0.0
Open Interest (3M Avg, USD Mn)	214.1	88.3	0.0

Selektive Chancen gibt es auch bei den **Single-Stock Dividenden-Futures (Dividenden einzelner Unternehmen)**. So hat zwar die europäische Versicherungsaufsicht Zurückhaltung bei Dividendenzahlungen angemahnt, aber keinen branchenweiten Stop gefordert. Viele der großen Versicherer haben auskömmliche Solvency-Ratios auch in Stressszenarien. So hat z.B. die Allianz ihre HV für den 6. Mai angesetzt und den Dividendenvorschlag bekräftigt. Trotzdem handelte der Dividenden-Future zuletzt noch mit einem Abschlag von mehr als 30%, und dies bei einer effektiven Laufzeit von wenigen Wochen. Wir haben mit Allianz, Continental, Bayer und Covestro noch 2020er Single-Stock Dividenden-Futures im Portfolio, die gute Chancen auf Auszahlung haben und trotzdem noch zu Abschlägen von ca. 30% handeln.



Weitere Opportunitäten können durch marktneutrale Positionen auf der Terminkurve genutzt werden. So sind wir den 2022 Futures im **EuroStoxx30 Dividend Select** Index long und den 2021 Future, der noch von Auszahlungsstops im Banken- und Versicherungsbereich sowie von Nachwirkungen des Wirtschaftseinbruchs belastet bleiben sollte. Diese Position hat sich auch zuletzt bereits gut entwickelt – hier die Entwicklung des Spreads:



Der Einstieg erfolgte bei einem Discount des 2022 Futures von -7 Punkten. Inzwischen handelt der 2022 Future mit Aufschlag zum 2021er Future. Die Position macht ca. 7% in Bezug auf das Fondsvolumen aus – sie scheint u.a. vor dem Hintergrund weiteres Potential zu haben, dass die Kurve im vergleichbaren EuroStoxx50-Kontrakt aktuell sogar noch eine ca. 10 Punkte höhere Prämie im 2022 vs. 2021 Future aufweist.

#2 Opportunität Anleihen

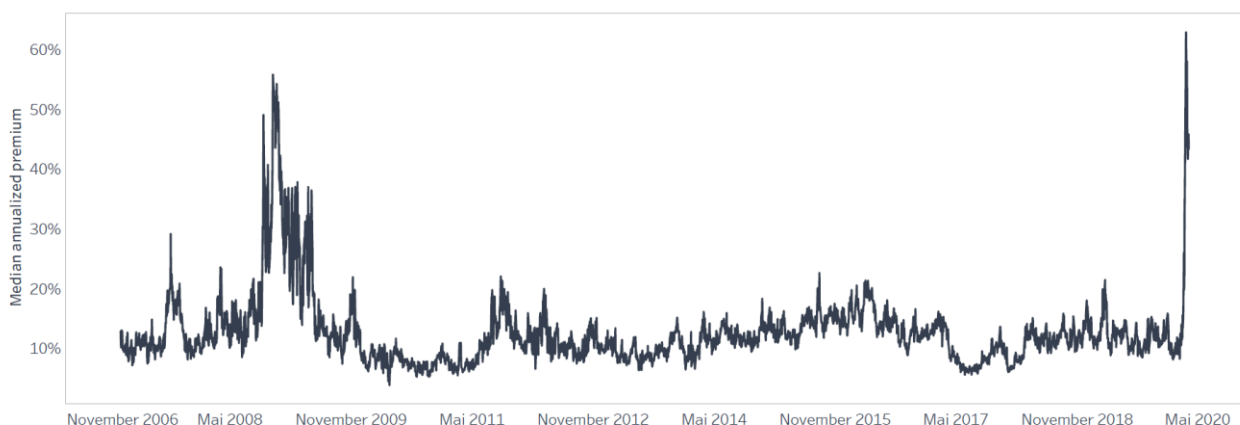
An den globalen Bondmärkten muss zwischen den massiven Hilfen durch die Notenbanken einerseits, und dem noch längst nicht auszuschließenden Risiko eines Credit Crunchs andererseits abgewogen werden. Den voraussichtlich deutlich steigenden Ausfallquoten stehen Anleihekäufe selbst bei schlechteren Bonitäten (und Junk) entgegen. Fundamentaldaten scheinen derzeit kaum eine Rolle zu spielen, da Marktmechanismen weitgehend außer Kraft gesetzt sind.

Bis zuletzt war die Liquidität im Anleihemarkt stark eingeschränkt. Wo es geboten erscheint, nutzen wir Erholungen und günstige Liquiditätsfenster zum Verkauf. Dagegen werden attraktive Positionen gerade in den kürzer laufenden Segmenten bei Credits und Sovereigns wenn sinnvoll bis zur Endfälligkeit durchgehalten.

#3 Opportunität Aktien/marktneutral

Hier warten wir darauf, bei nächster Gelegenheit erneut die Chance zu nutzen, von den historisch hohen Value-Spreads zu profitieren. Value hat seine langjährige Underperformance in der Krise fortgesetzt; in einigen Bereichen sogar mit noch mehr Dynamik. Die aktuelle Krise bzw. das Überwinden der Krise könnte den Auslöser für einen neuen strukturellen Outperformance-Zyklus von Value bringen, da es häufig große Marktkrisen (2000, 2008) waren, die Umschwünge in der Value/Growth-Outperformance eingeläutet haben. Die relativen Bewertungen von Value-Aktien zu Growth-Titeln bewegen sich auf einem Niveau, wie es historisch nur an der Spitze der TMT-Blase 1999/2000 zu beobachten war. Damit ist auch das Potential für Outperformance schon angedeutet. Sehr interessant sind inzwischen sind auch wieder die Small- und Mid-Cap Segmente des Marktes, die aufgrund ihrer geringeren Liquidität auch in der Krise nochmals underperfornt haben und auch vorher schon einige Zeit hinter den Large-Caps zurückgeblieben waren. So sind es i.d.R. die Small- und Mid-Cap Segmente, die bei einer zyklischen Markterholung am meisten profitieren.

Große Potenziale sehen wir kurz- und mittelfristig im Bereich Merger Arbitrage. Hier sind im Laufe des Crashes durch Liquidation von Positionen hohe Prämien entstanden, die wir im Portfolio halten und ausbauen werden. Das aktuelle Umfeld erlaubt den Ausbau der Positionen auch mit mehr Diversifikation (weil so viele angekündigte Deals wie nie attraktiv am Markt gepreist sind) als normal möglich und reduziert damit tendenziell das Risiko einer höheren Strategieallokation. Die Analyse unserer Deal-Datenbanken zeigt, dass auch in den Jahren 2008/2009 solide finanzierte Deals eine hohe Chance auf Zustandekommen hatten.



#4 Opportunität Rohstoffe long/short

Im Rohstoff-Bereich sind die Prämien (und Korrelationen zum Aktienmarkt) derzeit sehr interessant. So sind z.B. Short-Positionen in Öl momentan mit historisch hohem Carry ausgestattet (weil die Terminkurve sehr steil ist). Es handelt sich interessanterweise um eine defensive Position (im Falle eines längeren Bärenmarktes dürfte Öl weiter fallen), kombiniert mit attraktivem Carry.

Zusätzlich erwarten wir starke Performance in „Liquiditätsstrategien“, die während der Rolltermine von passiven Indizes (BCOM und GSCI) Liquidität für das Rollen der Future-Kontrakte zur Verfügung stellen. Dieses Vorgehen ist etwa mit einer Market-Making-Strategie vergleichbar. Wir haben festgestellt, dass diese Strategie im Durchschnitt dann besser performt, wenn die allgemeine Volatilität (VIX) hoch ist. Dies ist auch momentan der Fall: die Strategie konnte seit Anfang des Jahres und vor allem in den letzten Wochen deutlich zulegen.

#5 Opportunität Währungen

Einige Emerging Markets-Währungen (u.a. TRY, ZAR, HUF) handeln deutlich unter ihrer langfristigen Kaufkraftparität (bzw. Value) und mit gleichzeitig hohem risikoadjustiertem Carry (Carry/Volatilität >1) und bieten sich vor diesem Hintergrund inzwischen für strategische Positionen für die kommenden Jahre an. Voraussetzung hierfür ist eine Stabilisierung der konjunkturellen Situation sowie der Dollarknappheit im globalen Finanzsystem. Bis dahin setzen wir v.a. auf Relative-Value-Positionen innerhalb der Assetklasse.

#6 Opportunität Aktien (Long Exposure)

Unsere offene Aktienquote bewegt sich derzeit bei 10-15%. Perspektivisch sind wir noch nicht davon überzeugt, dass der Bear-Market schon hinter uns liegt. Vielmehr kann es zu einer längeren, volatilen Seitwärtsphase mit potenziell neuen Tiefs kommen. Entsprechend könnten die Aktienquoten je nach Marktverlauf auch noch tiefer liegen. Die Chancen liegen in der Outperformance ausgesuchter, bilanziell solider Value-Titel sowie dividendenstarker Aktien, die im derzeitigen Umfeld ihre Auszahlungen durchhalten können.

Zusammenfassung und Fazit:

Im First Private Wealth werden wir die bisher verlustreichen **Positionen grundsätzlich beibehalten, sofern von einer spürbaren Erholung ausgegangen werden kann**. In diversen Segmenten sind neue Opportunitäten entstanden. Besonders attraktive Risikoprämien sehen wir dabei in den Bereichen **Merger Arbitrage, Equity Value, Rohstoffe und Emerging Markets Währungen**. Viele der Verwerfungen sind historisch einmalig und gehen über die Turbulenzen im Jahr 2008 hinaus. Die Liquidationen seitens großer Hedge-Fonds (De-Leveraging) haben dazu beigetragen. Wir erwarten dass sich einige Verwerfungen bereits in den nächsten Monaten weiter zurückbilden, auch ohne nachhaltige Erholung des breiten Marktes. Für einige der aktuellen Fragestellungen gibt es keine schnelle Lösung. Das Volatilitätsregime wird für eine Weile unüblich hoch bleiben. Alle eingeleiteten oder noch zu veranlassenden fiskal- und geldpolitischen Maßnahmen werden jedoch mittelfristig einen deutlichen Konjunkturimpuls auslösen, der aus der Rezession herausführt.

Wir sind mehr denn je überzeugt, hochinteressante Opportunitäten im Fonds zu halten, die sich in den kommenden Monaten in einer überdurchschnittlich günstigen Entwicklung niederschlagen sollte. Als Ihre Mit-Investoren werden wir den Fonds mit größter Umsicht durch diese Phase zu führen.

Wir hoffen, Ihnen mit diesen Informationen mehr Einblicke und Transparenz geliefert zu haben. Sollten sich Fragen ergeben, stehen wir Ihnen sehr gerne zur Verfügung.

Für Ihr fortgesetztes Vertrauen möchte ich mich im Namen des Teams an dieser Stelle herzlich bedanken.

Ihr



Martin Brückner
CIO, Fondsmanager