

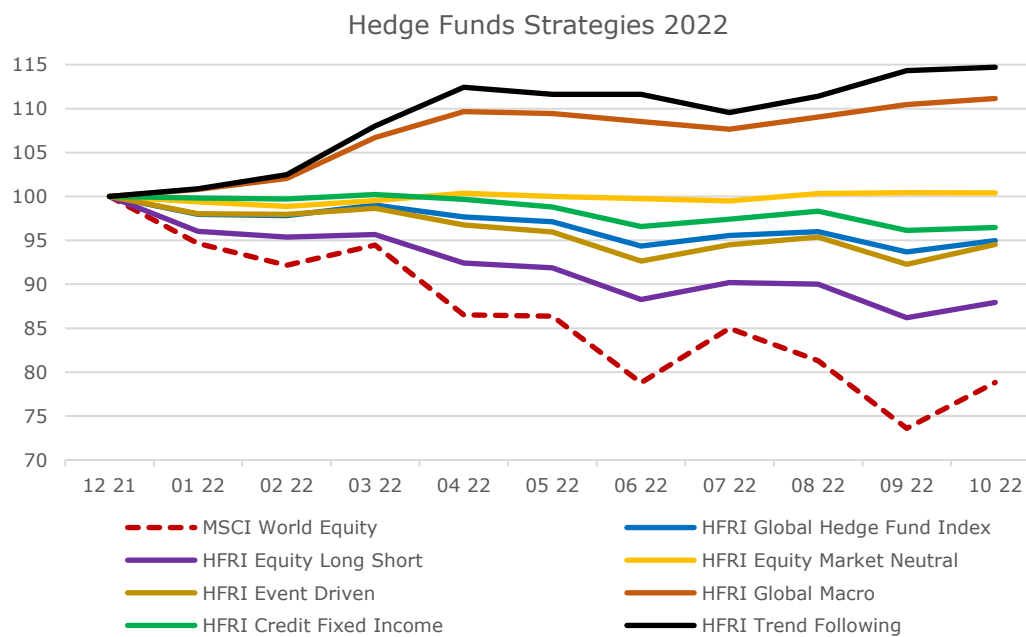
Hedge Funds Review & Outlook

Investment Insight | Series XI

1 Hedge Funds Review 2022

Das Anlagejahr 2022 war von einem turbulenten Marktumfeld gekennzeichnet, in der die überwiegend von Technologieaktien getriebene Hausse wegen der strafferen Geldpolitik der Zentralbanken, hohen Inflationszahlen, der Verlangsamung der Lieferketten, dem Einmarsch Russlands in der Ukraine und der Ängste um die Weltwirtschaft ins Wanken geriet. Vor diesem Hintergrund verzeichneten Hedge Funds einen Rückgang von -4.2% (HFRI Index bis November 2022). Im Vergleich zu anderen Anlageklassen ist dies doch eine stattliche relative Outperformance, denn Aktien büssten -19.5% (MSCI World) ein, Bonds verloren -16.3% (Bloomberg Global-Aggregate TR Index Value Unhedged).

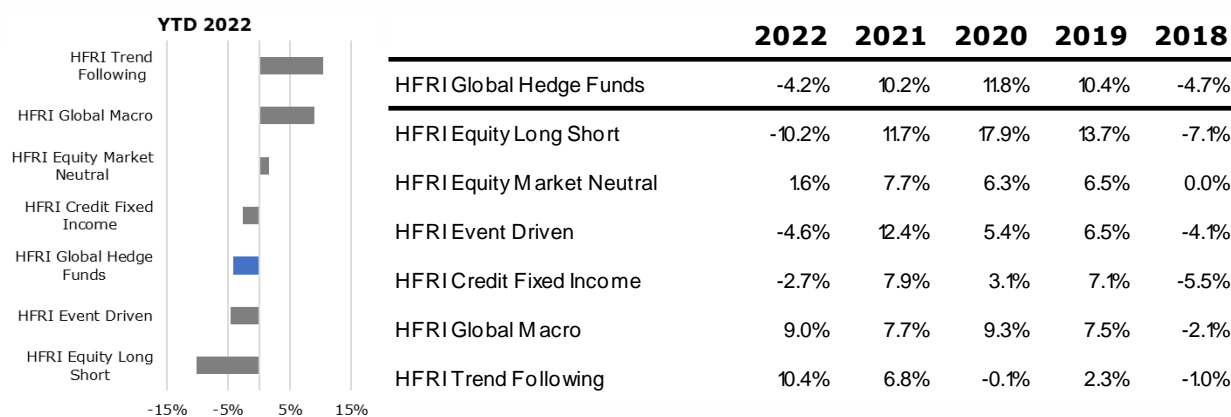
Chart 1: Hedge Funds Strategien: Grosse Dispersion zwischen Strategien



Quelle: Bloomberg Finance L.P. HFR

Der Hedge Fund Index verzeichnete somit nur eine begrenzte Abwärtspartizipation und konnte sich markant abheben vom sehr negativen Umfeld. Die Frage ist aber berechtigt, warum der «Hedge» trotzdem nur bedingt funktioniert hat? Tatsächlich kommt der globale Hedge Fund Index dem Absolute Return Versprechen nicht ganz nach, was hauptsächlich an seiner Zusammensetzung liegt. Dieser weist ein starkes Gewicht an Aktien Long Short Managern auf, welche dann wiederum ein durchschnittliches Marktbeta von 0.50 haben. Dies ergibt für den gesamt Hedge Fund Index einen relativen «long-bias» zum Markt von durchschnittlich 0.35 Beta.

Chart 2: Performance Hauptstrategien



Quelle: Bloomberg Finance L.P. HFR

Innerhalb des Indexes kam es in diesem Jahr zu einer sehr grossen Performancedispersion. Nicht überraschend funktionierten vom Markt de-korrelierte Strategien wie Global Makro oder Trend Following sehr gut. Der Liquiditätsentzug an den Märkten löste in allen Anlageklassen Bewegungen aus, welche teils schon seit Jahrzehnten nicht mehr in solcher Ausprägung beobachtet worden ist. Ein optimales Umfeld für systematische Trend Follower, welche auf dieser Basis verlässliche Signale handeln konnten. Global Makro Manager spielten diskretionär mit ähnlichen Positionen, wie z. B. Opportunitäten auf der Zinsseite, welche es ihnen ermöglichte, von der Verschiebung der Zinskurve nach oben zu profitieren (Short Duration), aber sie konnten auch die Veränderungen der Laufzeitstruktur in profitable Trades ummünzen. Global Makro Manager verfolgten aber auch Strategien wie Short Aktien, Long Volatilität, Long Rohstoffe und Long US-Dollar. Generell hielten Manager mit einem marktneutrale Ausrichtung ihr Versprechen, auf der Aktien-, wie auch auf der Fixed Income Seite. In diesen beiden Anlageklassen litten allerdings Manager mit einem «long-bias».

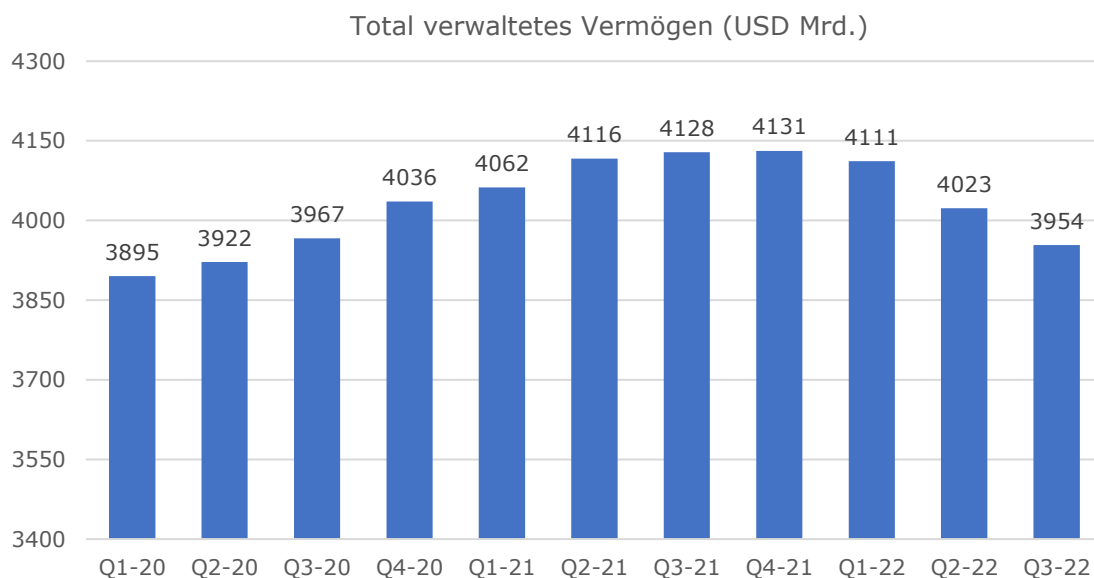
Wertvolle Diversifikation durch Hedge Funds im Portfolio

Auch im Jahr 2022 waren Hedge Fund Strategien alles andere als statisch und homogen – trotzdem konnten viele Manager adaptiv und profitabel mit dem herausfordernden Marktumfeld umgehen. Die jüngsten Marktverwerfungen haben unmittelbar aufgezeigt, dass sich Hedge Funds in einem Portfolio als Stabilisator und als wertvolle Diversifikation eignen. Die Portfolio-Resilienz

mit Hedge Funds kann gesteigert werden, vor allem, wenn traditionelle Stabilisatoren wie Fixed Income versagen. Das Konzept von «Absolute Return» zeigt vor allem in Phasen von erschwerten Marktbedingungen Potenzial. Jedoch offenbart die grosse Streuung der Renditen der einzelnen Strategien und Manager, dass eine aktive Selektion umso wichtiger ist - «Buy & Hold» funktioniert auch bei Hedge Funds nicht, die engagierte Bewirtschaftung der Anlagen ist unbedingt notwendig. Die Alpinum Alternative Strategie erzielte im Jahr 2022 trotz der extremen Marktbedingungen eine Rendite von über +5%. Die Strategie unterstreicht damit ihre Kompetenz, alternative Fonds in einem schwierigen Umfeld und unabhängig von der Marktentwicklung zu verwalten.

2 Hedge Funds Industrie 2022

Chart 3: Total verwaltetes Vermögen

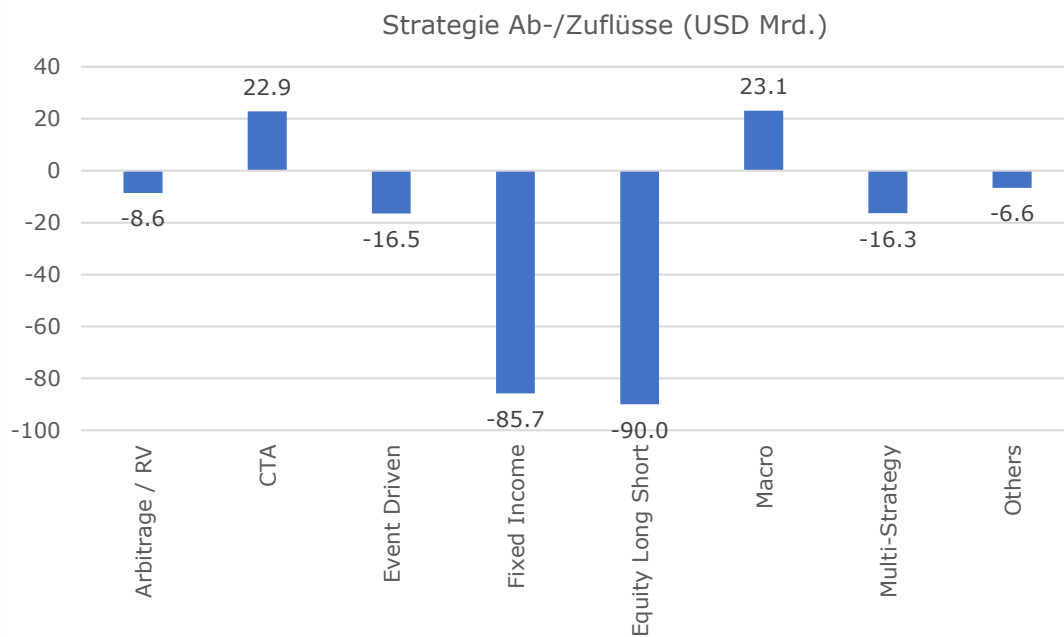


Quelle: Eureka hedge

Die Hedge Funds Industrie verzeichnete im Jahr 2022 (bis September 2022) markante Abflüsse von insgesamt USD 178 Milliarden. Sie beläuft sich, gemäss Daten von Eureka hedge, auf nun USD 3.95 Billionen und hatte ihren Höchstwert per Ende 2021 bei USD 4.13 Billionen. Im 3. Quartal wurden USD 62 Milliarden entzogen, der grösste Quartalsabfluss seit der Pandemie in Q1 2020.

Es wird angenommen, dass Investoren ihre Portfolien neu organisieren, «re-balancen». Ein Teil der Abflüsse ist der «relativen Liquidität» der Fonds zu anderen Alternativen Anlageklassen wie Private Equity oder Private Debt geschuldet. Investoren ziehen Gelder aus verfügbaren Quellen ab, um sich auf verschärfte Inflation und eine mögliche Rezession vorzubereiten.

Chart 4: Strategy Ab-/Zuflüsse



Quelle: Eureka hedge

Auf Strategieebene wurde den Equity Long Short Managern (USD -90.0 Milliarden) und den Fixed Income Managern (USD -85.7 Milliarden) am meisten Anlagegelder entzogen, über das ganze Jahr gesehen verzeichneten einzig Global Makro (USD +23.1 Milliarden) und die Trend Follower / CTA Manager (USD 22.9 Milliarden) Zuflüsse.

3 Hedge Funds Fokus Thema: Convertible Arbitrage

Convertible Bonds: Ein Convertible Bond (Wandelanleihe) ist ein hybrides Wertpapier, das in Eigenkapital des emittierenden Unternehmens umgewandelt werden kann. Es hat in der Regel eine niedrigere Rendite als eine vergleichbare Anleihe, die nicht über eine Wandoption verfügt. Dies wird jedoch dadurch ausgeglichen, dass der Inhaber des Convertibles das Wertpapier mit einem Abschlag auf den Marktpreis der Aktie in Eigenkapital umwandeln kann. Wird ein Anstieg des Aktienkurses erwartet, wird der Bondholder seine Option zur Umwandlung in Eigenkapital ausüben; im gegenteiligen Fall verfällt die Option und der Bond (Bondfloor) hält als Untergrenze.

Convertible Arbitrage: Die Arbitragestrategie für Convertibles zielt darauf ab, eine Long Position in einem Convertible und zugleich einen Hedge mit einer Short-Position in der zugrunde liegenden Aktie zu halten. Der Arbitrageur versucht hiermit Ineffizienzen bei Convertibles marktneutral auszunutzen.

Convertible Arbitrage Manager bekundeten besonders im Jahr 2022 Mühe, ihr Nischenwissen profitabel umzusetzen. Zwar haben die meisten Manager ihre Risiken frühzeitig reduziert, jedoch gab ihnen der Markt an sich wenig Möglichkeiten, Ineffizienzen zu arbitrieren: es gab schlicht zu wenig Opportunitäten, da Neuemissionen zu dünn gesät waren. In Antizipation von höheren

Zinsen hatten Firmen mit Kapitalbeschaffungsbedarf schon 2021 begonnen, sich frühzeitig günstig zu finanzieren. Im Jahr 2022, mit der Materialisierung des höheren Zinsumfeldes, sind die Neuemissionen nun vollends eingebrochen – siehe Tabelle unten. Im Jahr 2022 wurden global USD 39.5 Milliarden Convertible Bonds emittiert – im Vorjahreszeitraum wurden USD 147.8 Milliarden an den Markt gebracht, dies entspricht einem Minus von -73%.

Chart 5: Convertible Bond Emissionen in USD Mrd:

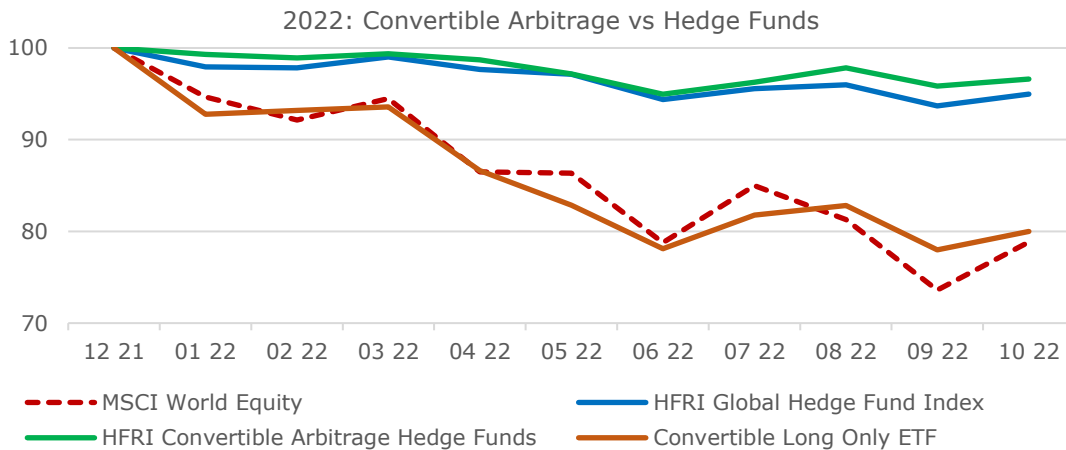
Global Convertible Bond Emissionen					
	US	Europe	Asia	Japan	Total
2022	28.7	6.2	4.2	0.4	39.5
2021	84.3	22.9	33.2	7.4	147.8
2020	105.8	31.1	20.1	1.7	158.7
2019	53.1	18.8	12.1	1.0	85.0

Quelle: BofA Global Research

Zahlreiche Manager erwarten, dass sich die Neuemissionen im Jahr 2023 in Richtung Durchschnitt normalisieren werden. Es besteht ein nicht zu unterschätzender Finanzierungs-Nachholbedarf. Daten deuten darauf hin, dass sich dieser Umstand schon im 4. Quartal 2022 eingestellt hat, diese Zeitspanne zeigte viel Aktivität im Markt.

Warum könnte Convertible Arbitrage im Jahr 2023 positiv überraschen? 1) Erwartete Normalisierung der Neuemissionen als Hauptgrund. 2) Convertible Bonds handeln nahe am Bondfloor, was bessere «upside Convexity» bedeutet. Der Bondfloor selbst ist zusätzlich in der Tendenz nicht mehr so vulnerabel wie im Jahr 2022 (Druck von der Durations- und der Kreditqualitätsseite).

Chart 6: Convertible Arbitrage vs Hedge Funds:



Quelle: Bloomberg Finance L.P. HFR

3) Über Jahre wurden Zero-Coupon Convertibles emittiert – das neue Zinsumfeld ändert diesen Umstand; neu kommen Convertibles mit attraktiven Coupons von 2-6% an den Markt. 4) Die verhältnismässig grosse Korrektur am Convertibles Markt brachte Namen mit sehr hohem Delta (oft im Tech-Bereich) zum Straucheln. Attraktives risikoadjustiertes Bottom Fishing ist nun möglich, Gelegenheiten entstehen, sich im Growth-Sektor zu positionieren, ohne 1:1 direktionales Risiko zu nehmen. 5) Dank mannigfaltigen Opportunitäten erzielen Manager attraktive Renditen, ohne ihren Leverage hochzunehmen. 6) Convertible Arbitrage ist ein Nischenmarkt – nicht viele Manager sind nach schwierigen Jahren im Markt übriggeblieben. Manager, welche dank stringenter und bedachter Strategie noch im Markt sind, treffen auf ein positives Marktumfeld mit zugleich geringerem Wettbewerb.

4 Ausblick: Hedge Funds Strategien

	Untergewichtung		Neutral	Übergewicht	
	stark	leicht		leicht	stark
HFRI Global Hedge Funds					
HFRI Equity Long Short					
HFRI Equity Market Neutral					
HFRI Event Driven					
HFRI Credit Fixed Income					
HFRI Global Macro					
HFRI Trend Following					

Quelle: Alpinum IM

Das äusserst schwierige Marktumfeld von 2022 zeigte die Vorzüge von Absolute Return Strategien und Hedge Funds. Schlüssel hierzu sind sehr aktives Management und die Diversifikation der

Renditequellen über alle Anlageklassen und Strategien hinweg. Die Attraktivität von Hedge Funds wird voraussichtlich auch im Jahr 2023 aus folgenden Gründen anhalten.

- Makrobild: Die Zentralbanken werden tendenziell weiterhin dem Markt Liquidität entziehen, sei es über Zinserhöhungen zur Bekämpfung der Inflation, oder aktives Herunterfahren / Auslaufen lassen der Anleiheunterstützungs-Programme. Rezessionsängste könnten das Sentiment bestimmen.
- Das rasch angestiegene Zinsumfeld bedeutet Schwierigkeiten für Unternehmen mit Kapitalbedarf – es ist mit Verlierern und Gewinnern zu rechnen; ideal für talentierte Aktien oder Fixed Income Long Short Manager. Die Dispersion ergibt interessante Handelsmöglichkeiten.
- Einige Unternehmen könnten in extreme Schieflage geraten, welches der Stressed / Distressed Fixed Income Strategie attraktive Opportunitäten bereitet.
- Hohes Zinsumfeld, geopolitische Spannungen, Energiekrise, Rezessionsängste: Grundlagen für Markt-Volatilität sind gesät – trotzdem erwarten wir, im Vergleich zu 2022, dass sich die Volatilität normalisiert und leicht reduzieren wird.
- Etliche Indikatoren und Indices sind auf Extremniveaus, nach oben oder nach unten. Die Chance für eine Normalisierung ist hoch, wenn auch begleitet durch Volatilität – ein gutes Umfeld für Relativ Value und Arbitrage Strategien, wenn nach Perioden von Stress eine Annäherung zum Durchschnitt (Mean-Reversion) stattfindet.
- Zinslevel: höhere Zinsen bedeuten Rückenwind für manche Hedge Fund Strategien und die Hedge Funds generell. Hohe Zinsen befeuern die Volatilität (=Opportunitäten), andererseits profitieren Hedge Funds 1:1 von attraktiven Renditen: Coupons bei Fixed Income Strategien; Zinsertrag auf dem Cash-Konto bei Derivative-Strategien (CTA, Makro); Zinsertrag auf dem Short-Konto beim Prime Broker bei den Long Short Strategien.

Der Schluss liegt nahe, dass in einem solchen Umfeld passive Exponierung am Markt grosse Risiken birgt. Sehr aktives Management und Hedge Funds könnten effektive Lösungen bieten, sich erfolgreich durch diese Opportunitäten zu navigieren. Wiederum erwarten wir erhöhte Dispersion innerhalb der Hedge Fund Strategien – ein aktives Bewirtschaften und maximale Nähe zum Manager und deren Portfolien sind wichtig.

Equity Long Short: positives Umfeld

Die Indizes der Equity Long Short Manager zeigen oft Schwäche in Phasen von Stress, dies zeigte sich Ende 2018, Anfangs 2020 oder auch in diesem Jahr. Das Gros der Fonds hat einen «long-bias» und ist dementsprechend exponiert. In dieser Strategie ist es demnach eminent wichtig, Managern zu vertrauen, die in verschiedensten, positiven wie negativen, Umfeldern bestehen können. Im Fokus stehen Mehrwert im Aufwärtmarkt und stricktes «Drawdown-Management»,

leider vereinen nur wenige Manager diese beiden Tugenden. Bei grossen Trendwechseln im Markt sind fundamental orientierte Manager oft zu langsam, zu dogmatisch, und trading-orientierte Händler wieder im Vorteil – hier gilt es die richtige Balance zu finden. Daten von Morgan Stanley (grösster Prime Broker für Hedge Funds) zeigen, dass viele Hedge-Fonds im Zuge der aktuellen Markterholung ihre Leerverkäufe weltweit deckten und ihr Nettoengagement erhöhten. Einige hinken mit ihrer Performance hinterher, da es für sie kostspielig war, sich von überkauften Short-Positionen zu trennen. Eine breite regionale Streuung auf Sektor-, Stil- oder Unternehmensebene bietet talentierten Managern sowohl auf der Long- als auch auf der Short-Seite jetzt viele Möglichkeiten.

«Long-biased» Long Short Strategien sind klarerweise stark vom Abschneiden der Aktienmärkte abhängig. Viele Manager wurden im Jahr 2022 hart abgestraft, denn die Mehrheit der Fonds war zu langsam, um sich auf das schnell verschlechternde Marktumfeld konservativ zu positionieren. Findet im Jahr 2023 eine Verbesserung des Marktsentiments statt, werden mehr direktionale Strategien profitieren – diese sind jedoch naturgemäss grossen Schwankungen ausgesetzt.

Equity Market Neutral: neutraler Ausblick

Wie in unserem Marktausblick H2 2022 erwartet, war die Strategie im zweiten Halbjahr vermehrt Volatilität ausgesetzt, denn die Zeit der «low hanging fruits» war vorbei und vermehrte Short-Squeezes setzten den Managern zu. Der Ausblick bleibt neutral.

Event Driven (Merger Arbitrage): attraktives Umfeld für Merger Arbitrage und Special Situations-Strategien

Die gegenwärtige Marktunsicherheit manifestiert sich noch immer in relativ hohen Merger Arbitrage Spreads. Das Deal Volumen hat sich wieder leicht erholt, teils fanden grosse Mergers statt – prominentestes Beispiel im Jahr 2022 war der Kauf von Twitter durch Elon Musk. Bei leicht tieferer Marktvolatilität im Jahr 2023 könnte die Strategie solide risikoadjustierte Returns zeigen, die Visibilität für Finanzierungen wird in der Tendenz zunehmen, die grenzüberschreitenden Deals reflektieren die geopolitischen Spannungen, es werden aber wieder vermehrt Zusammenschlüsse von Firmen eng verbundener Länder vereinbart. «Special Situations-Manager» profitieren von den Umstrukturierungen der Unternehmen und den zunehmenden Verkäufen von Vermögenswerten zur Reduktion der Verschuldung in der Bilanz. Firmen spüren den Druck der Investoren zu Zusammenschlüssen, um in einem rezessiven und inflationären Umfeld die Kosteneffizienz zu steigern.

Credit Fixed Income: sehr positives Umfeld

Das völlig neue Zinsumfeld, begleitet von einer Ausweitung der Credit-Spreads, führte zu grossen Verlusten in dieser Anlageklasse. Für Hedge Funds im ganzen Fixed Income Bereich geht nun jedoch ein Opportunitätsfenster auf, welches schon lange nicht mehr so gross war. Auf der Long Seite locken qualitativ gute Kredite auf attraktiven Levels, plus bezahlt der Coupon neu hohe Prozentsätze. Auf der Short Seite kommen Unternehmen zusehends unter Druck, welche sich bei so hohen Zinsen nicht mehr vernünftig refinanzieren können. Dies kreiert grosse Dispersion im Markt, welche von den aktiven Hedge Funds ausgenutzt werden kann. Abgesehen von Fixed Income Long Short, sind Opportunitäten im Relative Value oder Arbitrage Bereich sehr attraktiv (siehe Fokus Convertible Arbitrage). Der Paradigma-Wechsel auf der Zinsseite mischt den Fixed Income Markt völlig neu – ein positives Umfeld für Hedge Funds in diesem Bereich.

Global Makro: leicht positive Einschätzung

Global Makro könnte weiterhin als hilfreiche Portfoliodiversifikation dienen. Jedoch müssen voraussichtlich die Erwartungen im Vergleich zum Jahr 2022 zurückgenommen werden. Das ideale Marktumfeld mit grossen Bewegungen in allen Anlageklassen wird sich womöglich nicht in diesem Ausmass wiederholen («once in a decade short duration trade») und trotzdem ist zu erwarten, dass sich gewisse Märkte wieder normalisieren: Manager, welche spezifisches Knowhow auf der Währungsseite oder einen Wissensvorsprung in Emerging Markets haben, könnten profitieren. Jedoch gilt bei Global Makro gegenwärtig: Manager mit flexiblem, opportunistischen Anlagestil und schneller Reaktionsfähigkeit sind dogmatischen und zu fundamental orientierten Managern vorzuziehen. Klare Begünstigung von diskretionären Managern gegenüber systematischen Global Makro Modellen im jetzigen Umfeld.

Trend Following: leicht untergewichten

Nach Jahren der Durststrecke konnten die Trend Follower dank klaren und stark ausgeprägten Bewegungen an den Aktien-, Bond-, Zins-, Rohstoff- und Währungsmärkten profitieren. Ein schwieriges Umfeld für Trend Follower sind jedoch Zeiten, in denen sich Trends gerade umkehren, oder sich über die Zeit in Zickzack-Bewegungen verflachen. Die Modelle der Manager können die «Turning Points» meist nicht treffen und die Gefahr von «Whipsawing»-Trends ist das konstante Neupositionieren auf der falschen Seite. Dieses Risiko besteht im Jahr 2023 in der Annahme, dass erstens, die ganz grossen Trends sich nicht erneut in diesem Ausmass materialisieren (z. B. Erreichen des Zinserhöhungszenit) und zweitens, der ganze Volatilitätskomplex um eine Stufe herunterkommt, im Vergleich zum Jahr 2022.

DISCLAIMER

This is an advertising document. This document does not constitute an offer to anyone, or a solicitation by anyone, to make any investments in securities. Such offer will only be made by means of a personal, confidential memorandum. This document is for the intended recipient only and may not be transmitted or distributed to third parties. Past performance is not a guide to future performance and may not be repeated. You should remember that the value of investments can go down as well as up and is not guaranteed. The actual performance realized by any given investor depends on, amongst other things, the currency fluctuations, the investment strategy invested into and the classes of interests subscribed for the period during which such interests are held. For further information pertaining to risks, please refer to section 4 of the Offering Memorandum (as amended from time to time). The Offering Memorandum is available only to qualified investors free of charge from Alpinum Investment Management AG.

Nothing contained in this document constitutes financial, legal, tax, investment or other advice, nor should any investment or any other decisions be made solely based on this document. Any investment decision should be but should be based on the Offering Memorandum, the Annual Report and the Subscription forms etc. Although all information and opinions expressed in this document were obtained from sources believed to be reliable and in good faith, no representation or warranty, express or implied, is made as to its accuracy or completeness and no liability is accepted for any direct or indirect damages resulting from or arising out of the use of this information. All information as well as any prices indicated is subject to change without notice. Any information on asset classes, asset allocations and investment instruments is only indicative. Before entering into any transaction, investors should consider the suitability of the transaction to their own individual circumstances and objectives. The opinions expressed in this document are those of Alpinum Investment Management AG as at the preparation date of this document and may change at any time and without notification. Unless otherwise stated, all figures are unaudited. We strongly suggest that you consult your independent advisors in relation to any legal, tax, accounting and regulatory issues before making any investments.

This publication may contain information obtained from third parties, including but not limited to rating agencies such as Standard & Poor's, Moody's and Fitch. Reproduction and distribution of third-party content in any form is prohibited except with the prior written permission of the related third party. Alpinum Investment Management AG and the third-party providers do not guarantee the accuracy, completeness, timeliness or availability of any information, including ratings, and will not be responsible for any errors or omissions (negligent or otherwise), or for the results obtained from the use of such content. Third-party data are owned by the applicable third parties and are provided for your internal use only. Such data may not be reproduced or re-disseminated and may not be used to create any financial instruments or products, or any indices. Such data are provided without any warranties of any kind.

This document must not be issued, circulated or distributed other than to "professional investors" as defined in CISA. If you have any enquiries concerning the document, please contact your Alpinum Investment Management AG contact for further information. The document is not directed to any person in any jurisdiction which is prohibited by law to access such information. In particular, this document and the information contained herein are addressed exclusively to qualified investors, who are not "US persons" as defined in Regulation S of the US Securities Act of 1933. Consequently, neither this document, nor copies thereof may be sent or brought to the United States of America nor delivered to a US person. All information is subject to copyright with all rights reserved. Any communication with Alpinum Investment Management AG may be recorded.

Alpinum Investment Management AG is incorporated in Switzerland and is licensed and regulated by the Swiss Financial Market Supervisory Authority (FINMA) as an asset manager of collective investment schemes.

The Fund is compliant with Swiss law for distribution to qualified investors as defined in applicable Swiss law and regulations. This document may not be issued, circulated or disseminated to (Swiss) non-qualified investors. Nothing may be undertaken that would constitute distribution to (Swiss) non-qualified investors and/or require the Fund to register for public distribution or any other additional product registration and/or require Alpinum Investment Management AG to obtain an additional and/or different license in Switzerland or any other country as defined in applicable law and regulations.

Contact Information:
Alpinum Investment Management AG
Talstrasse 82
CH-8001 Zurich
Tel: +41 43 888 79 30
Fax: +41 43 888 79 31
alpinumim.com
info@alpinumim.com