



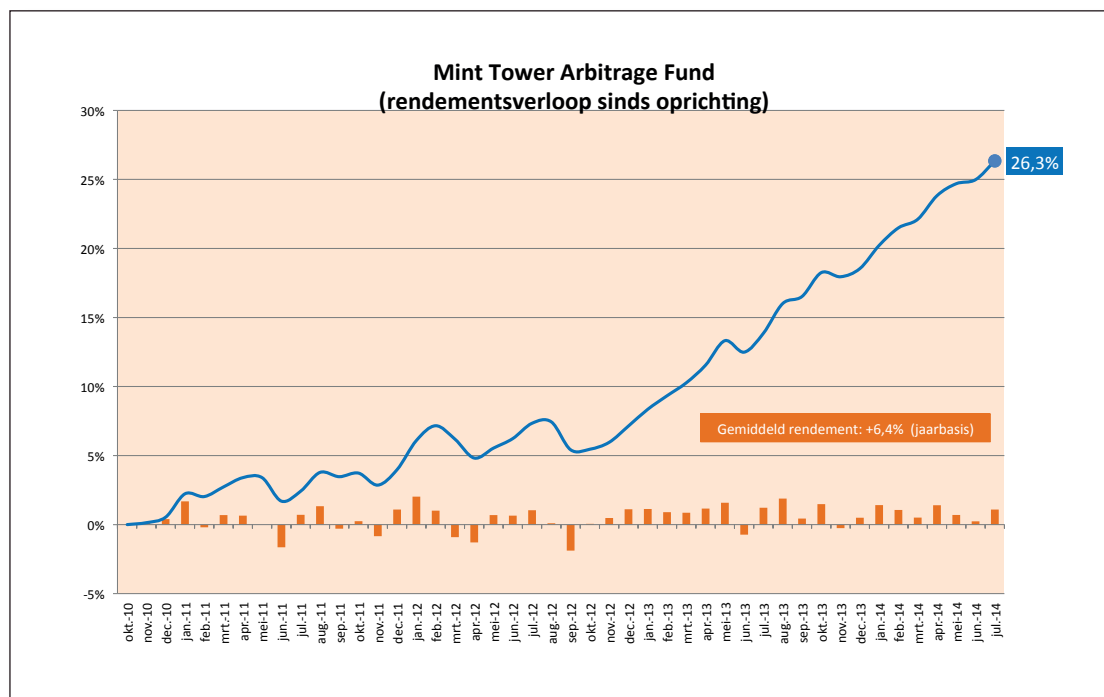
Amsterdam, september 2014

Voor onze Optimale Mix zijn we voortdurend op zoek naar nieuwe beleggingsproposities met een aantrekkelijk risico/rendementsprofiel. Met name binnen het obligatie-segment is dat in dit tijdsgewricht bepaald geen sinecure. In de inleiding van deze Strategiebrief introduceren wij met dan ook, met enige trots, onze meest recente 'vangst': **Mint Tower Arbitrage Fund**, een bijzonder fonds met Nederlandse wortels.

Mint Tower is in 2010 opgericht door vier ervaren optie- en obligatiehandelaren met een gezamenlijk ABN AMRO verleden. Zij zijn gestart vanuit de overtuiging dat er ook onder (institutionele) beleggers interesse zou bestaan voor de zeer winstgevende handelsstrategieën die zij voor het 'eigen boek' van De Bank uitdachten. Dit bleek een goede inschatting. Sinds de start van Mint Tower Arbitrage Fund op 1 november 2010 is het fondsvermogen gegroeid tot de huidige omvang van

circa € 50 miljoen. Een aanzienlijk deel hiervan is overigens nog steeds afkomstig van de partners zelf.

Onderstaande grafiek geeft het rendementsverloop van het fonds weer. Wat meteen opvalt, is dat het fonds, in een toch vrij turbulente beursperiode, een gelijkmatige rendementsontwikkeling heeft weten te realiseren. Het totaalrendement van 26,3% rekent terug naar een gemiddeld jaarrendement van +6,4%.



Het fonds wordt beheerd met een duidelijk 'absolute return' oogmerk en poogt dan ook niet te wedijveren met de aandelen- of obligatiemarkt. De mannen van Mint Tower streven ernaar om een rendement van 6% per jaar te realiseren zonder daarbij het risico van grote neerwaartse uitslagen te lopen. Om dit te bewerkstelligen wordt het fondsvermogen verdeeld over drie afzonderlijke arbitragestrategieën:

- convertible arbitrage;
- volatility arbitrage; en
- special situations.

Hoewel deze drie strategieën onafhankelijk van elkaar worden uitgevoerd, hebben ze wel degelijk een gemeenschappelijke noemer: in alle gevallen worden namelijk posities ingenomen met als doel om inconsistenties in de marktprijzen van vergelijkbare beleggingen (of samengestelde beleggingsposities) uit te winnen. Om deze arbitragemogelijkheden te ontwaren en te kunnen benutten, is specialistische praktijkkennis nodig van de prijsvorming van opties en risicobeheer.

Het grootste deel van het risicobudget van het fonds wordt toegewezen aan de 'convertible arbitrage' strategie. Een converteerbare obligatie is een bedrijfslening waarbij de belegger ervoor kan kiezen om in plaats van geld afgelost te worden in aandelen van de onderneming. De koersvorming van dergelijke obligaties wordt dan ook beïnvloed door de koersontwikkeling van het betreffende aandeel. Het uitgangspunt van deze strategie is dat gezocht wordt naar 'convertibles' die een relatief goedkope impliciete calloptie in zich herbergen. Wanneer er een aantrekkelijke lening is gevonden, wordt deze opgenomen in het fonds. Gelijktijdig wordt dan echter het aandelenrisico van deze positie geneutraliseerd door een afgemeten shortpositie in het betreffende aandeel aan te gaan. De omvang van deze shortpositie is afhankelijk van de precieze voorwaarden waartegen de aflossing in aandelen kan plaatsvinden én de koersontwikkeling van het aandeel. Deze shortpositie moet in de praktijk dus doorlopend worden bijgesteld. Door het aandelenrisico effectief te elimineren, is voor het fonds een positie gecreëerd waarop, net als bij reguliere obligaties, couponrente wordt ontvangen maar mogelijk ook extra rendement kan worden genoten wanneer de meegekochte calloptie wordt uitgeoefend of tussentijds tegen beter voorwaarden kan worden verzilverd.

Een vergelijkbare arbitragegedachte ligt ten grondslag aan de 'volatility arbitrage' strategie. Hierbij worden de prijzen van diverse call- en putopties onderling vergeleken. Dit kunnen opties zijn op dezelfde onderliggende waarde, bijvoorbeeld een aandeel of een index, of op

sterk vergelijkbare onderliggende waarden. Het idee daarbij is dat opties die relatief laaggeprijsd zijn, worden gekocht en te dure opties worden geschreven (= shortpositie). Per saldo ontstaat zo geen blootstelling naar het onderliggende aandeel (of index). Het te verwachte rendement op dit deel van de portefeuille is de arbitragewinst op de optieposities.

Af en toe doen zich situaties voor waarbij een arbitragemogelijkheid ontstaat in de kapitaalstructuur van een beursgenoteerde onderneming. Dit kan zich bijvoorbeeld voordoen wanneer er een grote overname gefinancierd moet worden of wanneer een noodlijdende onderneming haar balans moet versterken. Hierbij zijn soms in korte tijd aanzienlijke rendementen te behalen. Omdat dergelijke posities echter afgestemd zijn op het uitkomen van een specifiek scenario, kennen deze een hoger risicoprofiel. De 'special situations' strategie is om deze reden dan ook minder geprononceerd aanwezig in het fonds.

Om te waarborgen dat het risicorendementsprofiel van Mint Tower Arbitrage Fund voldoet aan de doelstelling, wordt er op portefeuilleniveau risicobeheer toegepast waarbij eventuele ongewenste blootstellingen (bijvoorbeeld valuta's) ongedaan worden gemaakt en het impliciete gebruik van hefboomfinanciering wordt gemonitord.

Bij de keuze om Mint Tower Arbitrage Fund op te nemen in uw, en onze, portefeuilles zijn we vanzelfsprekend niet over één nacht ijs gegaan. Sinds het begin van het jaar hebben we een bovengemiddeld diepe 'due diligence' op het fonds en de beheerder verricht. Hierbij hebben we onder andere onderzoek gedaan naar de gerealiseerde rendementen, de kwaliteit en schaalbaarheid van het beleggingsproces en de administratieve organisatie van de beheerder. Op basis van dit onderzoek zijn wij ervan overtuigd geraakt dat het rendement van het fonds tot stand is gekomen zonder een structurele blootstelling naar de aandelen- of obligatiemarkt te hebben gelopen. Wij denken dan ook dat Mint Tower in staat is om het keurige 'track record' in de toekomst te repliceren. Het streefrendement van 6% per jaar lijkt ons ook bij een wijzigend rentebeeld haalbaar. Bijkomend pluspunt is dat het fonds als gevolg van de gekozen strategieën per saldo een longpositie in 'implied volatility' heeft. Dit betekent dat het fonds per saldo profiteert van toenemende onrust op de financiële markten. Zo boekte het fonds in juli, ondanks de escalatie van het conflict in Oekraïne, een winst van 1,1%. In de tabel op de volgende pagina treft u een analyse van het 'track record' van Mint Tower Arbitrage Fund.

Statistieken Mint Tower Arbitrage Fund		
Gemiddeld maandrendement (rekenkundig)	0,52%	
Mediaan maandrendement	0,67%	
Hoogste maandrendement	2,03%	
Laagste maandrendement	-1,88%	
Aantal maanden positief	36	80%
Aantal maanden negatief	9	20%
Rendement per eenheid risico (standaard dev.)	2,1	

Uit onze 'due diligence' kwam echter ook een aantal verbeterpunten naar voren. Deze betroffen de kosten van het fonds, de verhandelbaarheid van het fonds en de minimale omvang van de participaties. Op al deze punten hebben wij in de achterliggende maanden verbeteringen weten uit te onderhandelen. De vaste kosten en de performance fee hebben we weten te verlagen naar 1,5% en respectievelijk 15%. Het fonds is daarmee nog steeds relatief duur maar gezien de huidige beperkte omvang van het fonds en de specialistische aard van de werkzaamheden, is dit kostenniveau wat ons betreft te billijken. Ook de verhandelbaarheid hebben we weten te verhogen. Hoewel er standaard per het einde van de maand kan worden toe- en uitgetreden, hebben wij in het prospectus laten opnemen dat de beheerder ook gedurende de maand liquiditeit kan verschaffen. Ten slotte hebben we samen met Mint Tower ook een oplossing gevonden voor het feit dat

Mint Tower Arbitrage Fund op basis van de huidige wet- en regelgeving alleen beleggers kon accepteren die ten minste € 100.000 inlegden. Doordat inmiddels een AIF-vergunning is aangevraagd bij AFM zal het fonds uiteindelijk ook in kleinere 'coupures' worden aangeboden. Voor de tussenliggende periode is een onder toezicht staand feeder fund opgezet waardoor al onze cliënten nu al kunnen participeren in Mint Tower Arbitrage Fund. Deze tijdelijke extra 'schil' wordt voor 0,2% op jaarbasis aangeboden door Fundshare, een Amsterdamse vermogensbeheerder.

Al met al denken wij dankzij deze aanpassingen met Mint Tower Arbitrage Fund een mooie alternatieve rendementsgenerator aan onze Optimale Mix toe te hebben gevoegd... en natuurlijk zijn we ook best een beetje trots dat wij dit 'pareltje' als eerste vermogensbeheerder gevonden én opgepoetst hebben!

Met hartelijke groet,

Michel Alofs, Ivan Moen en Jaap Westerling