



Mint Tower Arbitrage Fund I-Class

nieuwsbrief - september 2021

Netto maandelijkse rendement

	jan	feb	mrt	apr	mei	jun	jul	aug	sep	okt	nov	dec	YTD	LTD
2010											0.17%	0.45%	0.62%	0.62%
2011	1.81%	-0.17%	0.75%	0.71%	0.02%	-1.62%	0.77%	1.43%	-0.27%	0.28%	-0.80%	1.18%	4.11%	4.75%
2012	2.18%	1.09%	-0.88%	-1.27%	0.75%	0.72%	1.13%	0.12%	-1.86%	0.06%	0.52%	1.20%	3.77%	8.70%
2013	1.22%	0.98%	0.93%	1.25%	1.71%	-0.71%	1.32%	2.03%	0.49%	1.60%	-0.23%	0.55%	11.70%	21.41%
2014	1.53%	1.14%	0.56%	1.51%	0.77%	0.27%**	1.18%	0.40%	-1.21%	2.46%	0.26%	-0.27%	8.89%	32.21%
2015	2.90%	0.73%	1.61%	1.63%	0.17%	-0.57%	0.27%	1.45%	0.64%	0.61%	1.05%	-1.20%	9.61%	44.92%
2016	0.07%	1.17%	-0.22%	1.01%	0.38%	-1.00%	1.59%	0.78%	0.04%	0.49%	0.97%	0.85%	6.31%	54.05%
2017	1.32%	0.25%	0.20%	-0.23%	0.41%	-0.14%	-1.21%	-0.79%	1.45%	1.86%	-0.23%	-0.08%	2.80%	58.36%
2018	3.20%	-0.54%	-1.66%	-0.18%	0.02%	-0.79%	0.53%	-0.31%	1.15%	1.05%	-0.99%	1.14%	2.56%	62.41%
2019	-0.46%	1.50%	0.45%	0.88%	-0.51%	0.29%	0.46%	1.33%	0.77%	0.78%	0.52%	0.16%	6.33%	72.69%
2020	0.36%	3.93%	-6.35%	1.17%	1.08%	4.08%	0.80%	0.67%	0.69%	-0.50%	3.84%	2.61%	12.61%	89.00%
2021	2.28%	1.70%	-1.12%	0.67%	0.24%	0.12%	-0.28%	0.51%	1.53%				5.74%	99.85%

Index	augustus september		
	Slot	Slot	%
AEX Index	787.62	771.94	-1.99%
EuroStoxx 50 Index	4196	4048	-3.53%
MSCI World Index	3141	3006	-4.30%
Global Investment Grade Index	546	536	-1.83%
Itraxx Main	44.76	50.07	11.86%
VIX index	16.48	23.14	40.41%

Fondsstructuur	
Prime broker/Clearing	JP Morgan ABN AMRO Clearing Bank N.V.
Depository	IQEQ Depository Services B.V.
Administrateur	Apex Fund Services (Netherlands) B.V.
Accountant	EY
Juridische status	Besloten fonds voor Gemene Rekening

Geachte investeerder,

In de maand september was het rendement voor het Mint Tower Arbitrage Fund 1.53%, waarmee het rendement over 2021 uitkomt op 5.74%.

Volatility steeg gedurende maand gestaag naar het hoogste niveau in de afgelopen 6 maanden. Dit ging gepaard met een tegengestelde beweging in aandelenmarkten Met name de outperformers van de afgelopen jaren (Technologie / Momentum-aandelen) verloren terrein. Indices in de Verenigde Staten daalden harder dan de Europese tegenhangers. De S&P 500 Index en de Nasdaq verloren respectievelijk 4.8% en 5.7%. De Euro Stoxx 50 index daalde 'slechts' 3.5%. Zowel Amerikaanse als Europese obligaties deelden in de malaise en daalden mee.

Meerdere aanleidingen werden genoemd voor de getoonde beweging, zoals een mengeling van zorgen over het beleid van de Centrale Banken (het terugdraaien van het stimuleringsbeleid), inflatieangst en zorgen over de vastgoedmarkt in China (Evergrande). Het betreffen variaties op bestaande thema's die eerder dit jaar langs zijn gekomen, maar niet eerder een dergelijke marktreactie te weeg hebben gebracht.

De vraag is of 'the buy the dip' strategie de markten (wederom) zal steunen de komende maand. Een andere mogelijkheid is dat bijvoorbeeld zorgen over het schuldenplafond in de VS voor onrust zullen zorgen zoals dat in 2011 ook het geval was. Destijds steeg de volatiliteit in rap tempo; een beweging waar het Mint Tower Arbitrage Fund goed voor gepositioneerd blijft.

Volatility

De maand september was, zoals eerder vermeld, een zwakke maand voor de wereldwijde aandelenmarkten.

De index strategieën van Mint Tower kenden een positieve maand. De combinatie van hoge beweeglijkheid (waardoor veel geprofiteerd werd van “gamma-long trading”) en lagere skew (het verschil in volatiliteit tussen at the money en out of the money puts) zorgden voor een mooi positief resultaat.

Met name in Hong Kong reageerden de aandelenmarkten sterk op de toenemende mate van ingrijpen door de Chinese overheid. In eerdere nieuwsbrieven werd reeds geschreven over het ingrijpen van de Chinese overheid in de online educatie sector. Afgelopen periode waren de online gaming industrie en de casino’s aan de beurt. Daarnaast stond de Chinese vastgoed sector in de spotlights na aanhoudende turbulentie bij het Chinese Evergrande (schuldpositie van ruim USD 300 mlrd). Door de aanhoudende stijgende volatiliteit (zowel de verwachte als de daadwerkelijke beweging) rendeerden de long volatility strategieën positief.

In tegenstelling tot eerdere periodes dit jaar, leidde een daling van de aandelenmarkten niet tot een verdere stijging van de out-of-the money puts (skew). Mint Tower heeft hierop geanticipeerd door het opzetten van optie posities, waarin geprofiteerd is van de relatieve afname in waarde van de out-of-the-money puts. Deze ontwikkeling was eveneens voordelig voor de dispersion strategieën, welke vaak baat hebben bij een matige reactie van index volatiliteit.

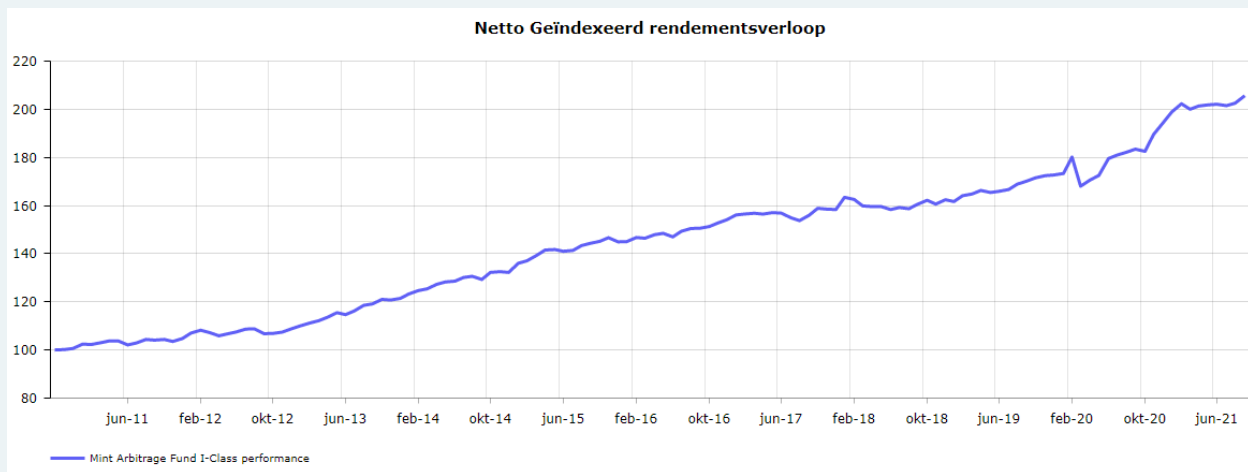
Dividend

Met de daling van de aandelenmarkten daalden dividendverwachtingen eveneens. Lange termijn dividendverwachtingen hebben een hoge correlatie met de beweging van de onderliggende aandelenindex, terwijl korte termijn dividendverwachtingen afhankelijk zijn van de bedrijfsresultaten. Ondanks de daling van de lange termijn dividendverwachtingen, rendeerde de dividendstrategie positief door het resultaat van de dividend hedge posities (in de vorm van long equity volatility).

Binnen Mint Tower wordt een analyse gemaakt van de onderliggende aandelen in onder andere de Euro Stoxx 50 index. Aan de hand van deze analyse wordt een schatting gemaakt van het te betalen dividend in zowel het aandeel zelf als in de verschillende aandelen tezamen die de index vormen. Dit wordt onder andere berekend door de weging van een aandeel in de index. Mint Tower heeft, op basis van deze analyse, een positie opgezet in de Euro Stoxx 50 index tegenover het dividend van ING en Banco Santander.

De grondige analyse toonde aan dat de dividend future van de Euro Stoxx 50 op een niveau handelde waarbij de aanname is gedaan dat ING extra dividend gaat uitkeren en ook Banco Santander een maximaal dividend uitkeert. ING heeft echter in eerdere berichten aangegeven de winst over 2019 te willen gebruiken voor een aandeleninkoop (buyback).

Uiteindelijk kondigde ING conform onze verwachtingen de aandeleninkoop aan en volgde Banco Santander met soortgelijke berichtgeving waardoor Mint Tower een mooi rendement heeft gemaakt op deze positie (terwijl normaal gesproken de eindstand van alle opgetelde dividenden 3 maanden voor expiratie al helemaal vast ligt).



Credit

September was eveneens een actieve maand voor de credit en volatility strategie. Er werd veelvuldig gehandeld in bestaande posities en nieuwe issues. De compressie tussen hybride obligaties met hoge rendementen en senior obligaties met lagere rendementen draaide. Dit betekent dat het grotere risico van hybride obligaties voor investeerders niet langer opweegt tegen het verschil in vergoeding met senior obligaties. Mint Tower heeft hierop ingespeeld door het opnemen van meer senior obligaties en de positie in hybride obligaties af te bouwen.

Er is door verschillende partijen de afgelopen maand veelvuldig in Rabobank ledencertificaten gehandeld. Deze ledencertificaten worden meegerekend in het kapitaal van de bank. Een positief artikel van een toonaangevende zakenbank gaf de prijs van de obligaties een positieve impuls. Het artikel betoogde dat de ledencertificaten qua koersontwikkeling achter zijn gebleven ten opzichte van soortgelijke leningen. Een tweede reden voor de stijging van de prijs is dat investeerders inprijsden dat het gedeelte van de coupon die Rabobank eerder niet mocht uitbetalen (in overeenstemming met dividend beleid van de ECB) in december toch zal worden uitbetaald. Dit leidt er toe dat de obligatie in het laatste kwartaal van 2021 een rendement opbouwt van 19.437%. Ondanks het feit dat deze "coupon" slechts voor één kwartaal geldt, trekt dat veel interesse richting de obligatie. Alhoewel Mint Tower bovenstaande redenen onderschrijft, is de positie deels afgebouwd.

Een andere obligatie waar Mint Tower winst op neemt is de Fortis Cashes. Deze oude instrumenten, die in 2008 nog door Fortis Bank waren uitgegeven maar nu op de balans van BNP staan, hebben een zeer aantrekkelijk rendement voor het Tier-2 risico wat ze vanaf januari 2022 representeren. Deze positie is gehedged met een verzekering op BNP Tier-2 papier welke circa 0.7% goedkoper is dan het rendement van de obligatie. Nu de obligatie door meer investeerders wordt toegevoegd aan de portefeuille, wat de prijs heeft doen stijgen, heeft Mint Tower een deel van haar positie met winst verkocht.

Buiten de hierboven genoemde voorbeelden was de credit markt in september algeheel in trek, waardoor de credit en volatility strategie een positieve bijdrage heeft geleverd aan het rendement van het fonds. De kracht van de markt is gebruikt om winst te nemen. Daarnaast is op aantrekkelijke niveaus, door middel van equity volatility en credit default swaps, extra bescherming gekocht.

Convertibles

De convertible arbitrage strategie van Mint Tower behaalde een positief resultaat in de maand september. Na de winst in de maand augustus zette het positieve sentiment in de convertible markt door en stegen waarderingen van convertibles verder. Tevens handelden de meeste nieuwe convertible uitgiftes hoger in de secundaire markt.

Het doorzetten van het positieve sentiment in de markt is onder andere veroorzaakt door de eerder genoemde volatiliteit op de financiële markten. Tevens droeg de goede performance van de primaire markt in convertibles bij aan het positieve sentiment op de convertible markt. Ten slotte verwachtte de markt meer nieuwe uitgiftes dan uiteindelijk geëmitteerd. Overtollige cash posities zijn gedurende de maand alsnog geïnvesteerd in bestaande namen.

Er is gedurende de maand september voor ongeveer 15 miljard dollar aan convertibles geplaatst, wat het totaal voor het jaar op 124 miljard dollar brengt. Er waren onder andere grote uitgiftes in Delivery Hero, Sea Limited en Nippon Steel. In het geval van Delivery Hero en Sea drukten de nieuwe uitgiftes echter wel op de koersen van hun bestaande convertibles.

Een andere interessante ontwikkeling in de primaire convertible markt is dat steeds meer voormalige spacs de convertible markt gebruiken om financiering op te halen. Zo kwamen deze maand CM.com in Europa en Social Finance, The Beauty Health Co. en Porch in de VS naar de markt. Deze convertibles worden vaak op aantrekkelijkere voorwaarden gebracht omdat er een grotere mate van kredietrisico wordt geassocieerd met deze, nog kleinere, bedrijven. Doordat deze convertibles op aantrekkelijke niveaus zijn geplaatst, rendeerden deze convertibles direct positief.

De Mint Tower Spac strategie rendeerde eveneens positief in september. De spac markt als geheel was meer in trek dan de afgelopen maanden waarbij vooral de grotere posities in het fonds een positieve bijdrage leverden. Alhoewel overnames door spacs nog steeds in hetzelfde tempo doorgang vinden, resulteert dit bij de meeste deals (nog) niet in grote koerswinsten.

Het aantal spac ipo's liep echter in september gestaag op, waarbij de meeste deals gebracht werden met overfunded trust (de spac is normaliter geprijsd op tien dollar, maar kan bij afloop of bij een spac overname op een prijs boven tien dollar worden afgelost). Verreweg de meeste overfunded deals handelden in september boven de issue prijs. Dit gegeven droeg positief bij aan het resultaat.

Met dank voor het vertrouwen,

De beheerder,

Mint Tower Capital Management



Mint Tower Capital Management

Beursplein 5
1012 JW Amsterdam
Nederland

Tel: +31(0)20 – 7977 610

investor@minttower.com

Mint Tower Capital Management B.V. heeft een vergunning van de Autoriteit Financiële Markten (AFM) en staat als zodanig onder toezicht van de AFM en De Nederlandsche Bank (DNB).