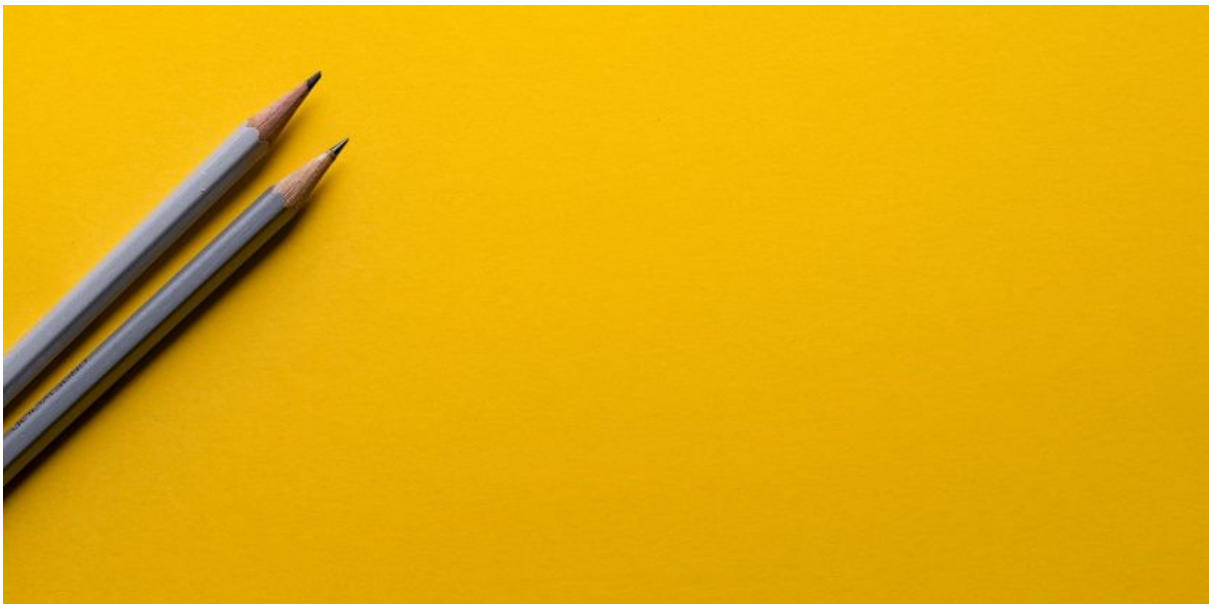


Sergej Crasovschi erklärt Verluste mit Risikoprämien in Absolute-Return-Fonds

Die Corona-Krise hat auch den Absolute Return Multi Premium-Fonds von Sergej Crasovschi getroffen. Eine zentrale Rolle haben dabei im abgelaufenen Monat Dividenden-Futures gespielt. Im Gespräch mit Fundview erklärt der Fonds-Berater, dass er Anfang März zu früh und zu stark wieder eingestiegen ist, die dramatischen Auswirkungen durch das Corona-Virus unterschätzt hat und wie er seinen Fonds für die Zukunft aufstellen will.

Tim Habicht · 02.04.2020



Keine Frage, die vergangenen Wochen waren für alle Investoren hart und ungemütlich. Aufgrund der Corona-Krise brachen die weltweiten Börsen teilweise um mehr als 40 Prozent ein; und zwar im Rekordtempo. Diese Corona-Korrektur hat auch Sergej Crasovschi und seinen Absolute Return Multi Premium-Fonds getroffen: Im März brach die Performance um 41 Prozent ein. Dabei soll Crasovschis Fonds durch verschiedene Risikoprämien eigentlich ein geringeres Aktienmarktrisiko haben und entsprechend in Krisenphasen abfedern. Was ist passiert?

FUNDVIEW

Im Gespräch mit **Fundview** erklärt Crasovschi: „Wir müssen rückblickend festhalten, dass wir die dramatischen Auswirkungen an den globalen Börsen aufgrund des Corona-Virus nicht haben kommen sehen und die plötzlich auftretende Panik stark unterschätzt haben. Im Ergebnis sind wir in die Anfang März weiter deutlich gestiegenen Risikoprämien zu schnell und zu stark wieder eingestiegen.“ In der internen Risikomodellierung, die auf historischen Marktdaten basiert, fühlte sich Crasovschi trotz der sehr schwachen Märkte grundsätzlich weiter gut aufgestellt. „Hätten sich die Märkte ähnlich zu den letzten großen Krisen zum Beispiel in 2001 oder 2008 verhalten, nämlich hohe (zweistellige) Kursverluste über einen längeren Zeitraum von vielen Monaten produziert, wären die Auswirkungen auf das Portfolio wesentlich weniger gravierend gewesen. Allerdings hat sich diesmal die Kombination aus dem historisch schnellen Kursverfall der Aktienmärkte und gleichzeitig der Dividenden, sowie der sprunghaft extrem gestiegenen Volatilität in Europa sehr negativ auf die Bewertungen im Portfolio ausgewirkt“, sagt Crasovschi.

Dabei ist der Fonds-Berater mit einer Kasseposition von derzeit rund 64 Prozent immer noch defensiv aufgestellt. Also wo war der Knackpunkt im Portfolio? Neben dem historisch starken Anstieg der Volatilität hat allen voran der extreme Kursverlust bei kurzlaufenden Dividenden-Futures zu den Verlusten geführt. In den letzten Monaten wurden die Investments in Optionen auf europäische Dividenden-Futures auf circa 20 Prozent verdoppelt. Problematisch jetzt vor allem, weil im Rahmen der Corona-Krise Dividendenzahlungen für das laufende und kommende Jahr möglicherweise weiter gestrichen werden könnten; ganz wie die EZB es von den Banken fordert und die Commerzbank vor wenigen Tagen bereits umgesetzt hat.

FUNDVIEW

Reaktion, um das im Fondsprospekt festgelegte VAR-Limit nicht zu überschreiten

Crasovschi erklärt: „Zugunsten möglichst geringer Risiken hatten wir dabei über Optionen bewusst vor allem in Dividenden-Futures mit

kürzerer Laufzeit (2020 bis 2022) investiert und somit auf extra Rendite verzichtet. Denn historisch gesehen waren die Dividenden-Futures mit kurzer Laufzeit in Marktkrisen immer stabiler als die langen und sollten somit das Risiko im gesamten Portfolio deutlich reduzieren. Selbst in der Lehman-Krise von 2008, als der europäische Aktienmarkt bereits -44 Prozent verloren hatte, sind die Dividenden desselben Jahres sogar noch gestiegen. Erst im Folgejahr sind sie gefallen, aber auch dann nur um 27 Prozent. In der aktuellen Krise hat sich das Bild erstmals komplett gedreht und die kurzlaufenden Dividenden-Futures haben in nur einem Monat mit -54 Prozent wesentlich stärker verloren als die längeren Laufzeiten, zum Teil sogar um mehr als das Dreifache.“

Weil der Multi-Prämien-Ansatz des Fonds darauf basiert, dass das Portfolio zu ungefähr einem Drittel aus möglichst stabilen Risikoprämien wie kurzlaufenden Dividenden der marktneutralen Rohstoff-Strategie und den zu Aktien weniger korrelierten Risikoprämien in Währungen besteht, wurden aus der erhofften Stabilität extreme Kursverluste. „Während unser Ansatz bei den Rohstoffen und Währungen sehr gut funktioniert hat (beide sind YTD im Plus), haben die kurzlaufenden Dividenden-Futures ihre Funktion als Stabilisator diesmal gar nicht erfüllt. Im Gegenteil“, sagt Crasovschi.

FUNDVIEW



Hohe Verluste bei europäischen Dividenden-Futures im März (Quelle: Bloomberg)

Durch den Wegfall dieses Stabilisators wurde das gesamte Risiko im Fonds im Verlauf der Korrektur zu hoch und Crasovschi musste reagieren, um das im Fondsprospekt festgelegte VAR-Limit nicht zu überschreiten. Der Fonds-Berater erklärt: „Bei weiteren Marktverlusten hätten sonst wahrscheinlich Positionen zu dann noch schlechteren Kursen geschlossen werden müssen. Insbesondere wurden dazu die Volatilitäts-Risiken (Vega) deutlich abgebaut, wenn auch zum Preis von höheren Kosten. Wir sind aber sehr zuversichtlich, dass wir Teile davon über die Zeit zurückverdienen können. Diese Anpassung und Risikoreduzierung wurde entsprechend mit dem Hinweis kommuniziert, dass es als Konsequenz im Falle einer schnellen Markterholung diesmal keine V-förmige Erholung im Fonds geben dürfte.“

Trotz Performance im März: Nettomittelzuflüsse von 20 Millionen Euro

Wie geht es jetzt weiter für den Absolute Return Multi Premium-Fonds? „Wir nutzen das aktuelle Umfeld mit sehr hohen Risikoprämien schrittweise für neue Investments. Wir achten jedoch derzeit insbesondere darauf, das Delta- und Vega-Risiko im Fonds

FUNDVIEW

nicht zu stark zu erhöhen (zum Beispiel durch Spread-Positionen). Konkret wurden Put-Spreads mit wenigen Monaten Laufzeit und noch zweistelligen Risikopuffern verkauft, um die aktuell sehr hohe Skew zu vereinnahmen.“

Auf den mittlerweile extrem tiefen Niveaus, die de facto eine langjährige Rezession implizieren, würden auch längere Dividenden-Futures wieder interessant werden; insbesondere ab dem Jahr 2022. So wurden beispielsweise Optionen auf Dividenden-Futures mit einer Laufzeit bis 2022 und mit sehr hohen Risikopuffern von über 50 Prozent (im Vergleich zu 2019) gekauft. „Damit können zweistellige Renditen von etwa 15 Prozent pro Jahr bis zur Fälligkeit erzielt werden; selbst ohne Erhöhung der zukünftigen Dividendenzahlungen“, sagt Crasovschi. Im Bereich der Währungen wurde die vorhandene Risikoprämie Konvexität in EUR/TRY leicht aufgebaut, diesmal aber nur in Euro gehandelt.

Crasovschi sagt abschließend: „Unser Ziel ist es, am Jahresende höher zu stehen als heute. Aber um wie viel, und auf welchem Pfad, kann in diesem extremen Umfeld niemand seriös vorhersagen. Sollten sich die Dividenden künftig wieder normalisieren, besteht alleine auf diesen Positionen ein zweistelliges Erholungspotential. Hinzu kommen die bisher nicht realisierten Kursverluste aus den strukturierten Produkten (zum Beispiel Autocallables), sowie die Prämieinnahmen aus den noch bestehenden Short Put-Positionen. Den stärksten Einfluss auf das aktuelle Portfolio und somit auf das Erholungspotential des Fonds haben aktuell die Marktrichtung (Delta), die Volatilität (Vega) und insbesondere die Höhe der Dividenden im Euro Stoxx 50.“

Eine strategische Ausrichtung, die Investoren trotz eines schmerzhaften Monats offenbar überzeugt. Denn der Fonds verzeichnete im März Nettomittelzuflüsse von über 20 Millionen Euro.