

Chancen des Wandels: Smart Energy.



Moderne Technologien wie Smart Grid oder Smart Meter können Energiebereitstellung effizient und intelligent in Einklang bringen. Das schont unsere R
Erfahren Sie mehr

02.04.2020 | Märkte

Was ist mit Crasovschis Absolute Return Multi Premium Fonds los?

Fondsberater Sergej Crasovschi hat - wie andere Marktteilnehmer auch - die dramatischen Auswirkungen an den globalen Börsen aufgrund des Coronavirus nicht kommen sehen und die plötzlich aufgetretene Panik stark unterschätzt. So verliert der Fonds year-to-date mit -41 Prozent deutlich zweistellig.



Sergej Crasovschi, Geschäftsführer der Portfolio Advice GmbH und Berater des Absolute Return Multi Premium Fund, lebt Transparenz und kann sich in herausfordernden Zeiten über Nettomittelzuflüsse von 20,5 Millionen Euro freuen.

© Portfolio Advice GmbH

Das ist umso bedauerlicher, da Crasovschi seit Monaten sehr defensiv aufgestellt ist und deshalb den zweistelligen Kursverfall der Märkte im Februar noch gut überstanden hatte. "Wir müssen rückblickend festhalten, dass wir in die Anfang März weiter deutlich gestiegenen Risikoprämien zu schnell und zu stark wieder eingestiegen sind. In unserer internen Risikomodellierung, basierend auf historischen Marktdaten, fühlten wir uns - trotz der sehr schwachen Märkte - grundsätzlich weiter gut aufgestellt", führt Crasovschi aus.

Hätten sich die Märkte ähnlich zu den letzten großen Krisen 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 der Dividenden, sowie der sprunghaft extrem gestiegenen Volatilität (Versechsfachung) in Europa sehr negativ auf die Bewertungen im Portfolio ausgewirkt.

Dieses, für die im Fonds enthaltenen Derivate extrem negative Umfeld, wäre alleine noch nicht so schlimm gewesen, denn wie immer waren alle Investments entsprechend der Fondsstrategie mit hohen Risikopuffern ausgestattet. Entsprechend der Buy-and-Hold-Strategie hätte man diese Schwankungen bis zur Fälligkeit der Derivate gut aussitzen können. Dies gilt umso mehr, da aufgrund der noch hohen Cash-Quote von zirka 64 Prozent die Margin-Anforderungen der Börse immer bedient werden konnten. Diesmal kam allerdings erstmalig ein weiterer, für Crasovschis Ansatz sehr negativer Umstand dazu: der extreme Kursverlust bei kurzlaufenden Dividenden.

Das zeigt exemplarisch die Entwicklung des Futures auf die EuroStoxx 50-Dividenden mit Fälligkeit Dezember 2020 auf. EZB und Politik tut ein Übriges, indem sie Banken "nahelegen", bis Oktober keine Ausschüttungen vorzunehmen respektive Staatshilfe an Firmen daran knüpfen wollen, dass diese keine Dividendenzahlungen vornehmen.

Der folgende Chart zeigt die Entwicklung der kurzen Dividenden anhand des jeweils aktuellen Dividenden-Futures seit 2009, dem Start der Bloomberg-Berechnung über volle Jahre. Hier erkennt man, wie krass - und historisch einmalig - die Bewegung im März ausgefallen ist. Der kurze Dividenden-Future war bisher immer sehr sicher, deshalb hatte man hier stark investiert.



Komplett gedrehtes Bild

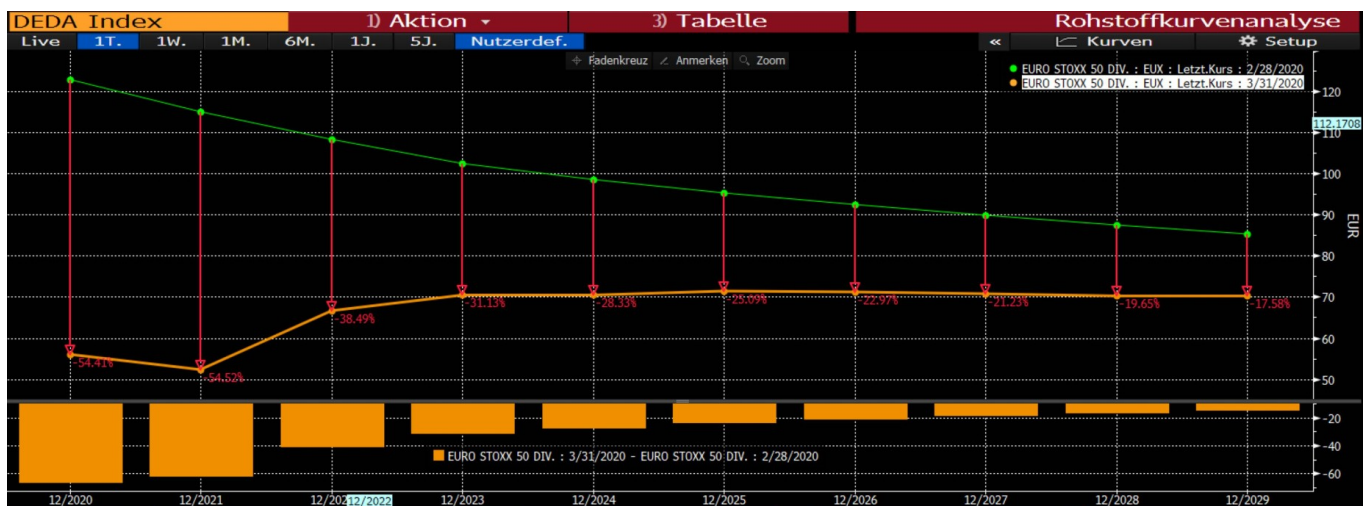
Wie Crasovschi in seinen letzten Fondsberichten und Veröffentlichungen schrieb, hatten er und sein Team die Investments in europäische Dividenden auf zirka 20 Prozent verdoppelt. Zugunsten möglichst geringer Risiken hatte man dabei bewusst vor allem in kurzlaufende Dividenden (2020-2022) investiert und somit auf extra Rendite verzichtet. Denn historisch gesehen waren die kurzen Dividenden in Marktkrisen immer stabiler als die langen und sollten somit das Risiko im gesamten Portfolio deutlich reduzieren. Selbst in der Lehman-Krise (2008), als der europäische Aktienmarkt bereits -44 Prozent verloren hatte, sind die Dividenden desselben Jahres sogar noch gestiegen. Erst im Folgejahr (2009) sind sie gefallen, aber auch dann „nur“ um -27 Prozent.

"In der aktuellen Krise hat sich das Bild erstmalig komplett gedreht, und die kürzeren Dividenden haben wesentlich stärker verloren als die längeren Laufzeiten, zum Teil sogar um mehr als das Dreifache", analysiert Crasovschi. "Der Fonds sollte zu ungefähr einem Drittel aus möglichst stabilen Risikoprämien bestehen: den kurzlaufenden Dividenden, der marktneutralen Rohstoff-Strategie sowie den zu Aktien weniger korrelierten Risikoprämien in Währungen. Darauf basiert unser Multi-Prämien-Ansatz."

Kurzlaufende Dividendenpositionen wurden ihrer stabilisierenden Wirkung nicht gerecht

Während dies bei den Rohstoffen und Währungen sehr gut funktionierte - beide year-to-date im Plus -, haben die kurzlaufenden Dividenden ihre Funktion als Stabilisator diesmal gar nicht erfüllt. Im Gegenteil, aus der erhofften Stabilität wurde im aktuellen Marktumfeld ein zusätzliches Risiko mit derzeit extremen Kursverlusten. "Alleine im März waren die erfolgten Abwertungen über alle kürzeren Laufzeiten mehr als doppelt so hoch wie der Verlust im europäischen Aktienmarkt selbst (2020: -54%, 2021: -54%, 2022: -38%)", weiß Crasovschi. Das zeigt die folgende Grafik.

Entwicklung der Dividenden-Futures im März über das gesamte Laufzeitspektrum



Quelle: Bloomberg

VaR-Limit: Fondsrisiko wurde zu hoch und zwang zum Handeln

Durch den Wegfall dieses Stabilisators wurde somit das gesamte Risiko im Fonds im Verlauf der Korrektur zu hoch. "Wir mussten reagieren, um das im Fondsprospekt festgelegte VAR-Limit nicht zu überschreiten. 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."

Wohl keine V-förmige Erholung wie früher möglich

Diese Anpassung und Risikoreduzierung wurde entsprechend kommuniziert mit dem Hinweis, dass es als Konsequenz im Falle einer schnellen Markterholung diesmal keine V-förmige Erholung im Fonds geben dürfte. Basierend auf den vergangenen großen Krisen, bei denen die Erholungsphasen oft mehrere Monate bis Jahre dauerten, erscheint es dem Fondsberater allerdings deutlich wahrscheinlicher, dass die Risiken im Markt noch länger bestehen bleiben: "Die Tiefstkurse wurden

möglicherweise noch gar nicht markiert. Dies lässt sich unter anderem an der nach wie vor sehr hohen Volatilität ablesen, die trotz einer zweistelligen Zwischenkorrektur (Bärenmarkt-Rallye?) noch immer bei Werten um die 50 Prozent notiert."

Auch während der LehmanKrise in 2008/2009 konnte ein ähnliches Kursmuster von teilweise sehr starken, aber meist kurzen Erholungsphasen beobachtet werden, wobei in einem zweiten Anlauf neue Tiefs erreicht worden sind. Im S&P 500 dauerte die Verlustaufholung damals viele Jahre, im DAX sogar über fünf Jahre.

Sehr hohe Risikoprämien werden selektiv genutzt

Crasovschi und seine Kollegen 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 nicht zu stark zu erhöhen (z.B. durch Spread-Positionen). Konkret wurden beispielsweise Put-Spreads mit wenigen Monaten Laufzeit und noch zweistelligen Risikopuffern verkauft, um die aktuell sehr hohe Skew zu vereinnahmen."

Neue Dividendenpositionen eröffnet

Auf den mittlerweile extrem tiefen Niveaus, die de facto eine langjährige Rezession implizieren, werden auch längere Dividenden wieder interessant, insbesondere ab dem Jahr 2022. Crasovschi dazu: "So haben wir beispielsweise Dividenden mit Laufzeit bis 2022 und mit sehr hohen Risikopuffern von über 50 Prozent - im Vergleich zu 2019 - gekauft. Damit können zweistellige Renditen von zirka 15 Prozent pro Jahr bis zur Fälligkeit erzielt werden, selbst ohne Erhöhung der zukünftigen Dividendenzahlungen."

Im Bereich der Währungen wurde die vorhandene und attraktive Risikoprämie Konvexität in EURTRY leicht aufgebaut, diesmal aber nur in Euro gehandelt. Im Bereich der Rohstoffe hält man sich trotz der bisher sehr stabilen Congestion-/ Curve-Prämie mit Neuinvestitionen zurück, um das US-Dollar-Risiko nicht zu erhöhen.

Aktives Risikomanagement

Da ein Boden für die aktuelle Marktkrise für den Fondsberater noch nicht absehbar ist, und auch die Volatilität momentan noch auf sehr hohen Niveaus notiert, wird er das Risiko weiterhin aktiv managen. Crasovschi: "Es ist eine außergewöhnliche Marktsituation. Aber wir nutzen diese proaktiv, um Risikoprämien auf selten gesehenen Niveaus für unsere Investoren zu sichern. Dafür müssen allerdings weitere Kursschwankungen im Fonds in den nächsten Monaten in Kauf genommen werden."

Stärkste Einflussfaktoren

Den stärksten Einfluss auf das aktuelle Portfolio und somit auf das Erholungspotential des Fonds haben die Marktrichtung (Delta), die Volatilität (Vega) und insbesondere die Höhe der Dividenden im Euro Stoxx 50. Aber selbst wenn alle Dividenden in 2020-2021 ausfallen würden, realisiert der Fonds weniger als zwei Prozent zusätzlichen Verlust, da die stark gefallen Optionskurse im aktuellen Fondspreis schon enthalten sind. Dagegen steht ein zweistelliges Erholungspotential, sollten sich die Dividenden zukünftig wieder normalisieren.

Hohe Transparenz schafft Vertrauen und führt zu antizyklischem (Nach)-Investieren

Jetzt ist also vor allem Geduld und Zeit gefragt, bis die hohe Unsicherheit wieder aus dem Markt verschwindet, und die Prämien zukünftig verdient werden können. Crasovschi hilft in diesen schweren Zeiten, dass seine institutionellen Investoren den Ansatz und die damit verbundenen Risiken auch in Extremsituationen wie der gegenwärtigen verstehen. Die gelebte Transparenz schafft Vertrauen und führte dazu, dass viele Investoren auch die sich ergebenden Chancen im aktuellen Marktumfeld nutzen und einsteigen beziehungsweise aufstocken. Sichtbar wird dies vor allem anhand der hohen Nettomittelzuflüsse von 20,5 Millionen Euro in Zeiten wie diesen. (kb)