

Nach der Feuerprobe

Multi-Asset-Risikoprämienstrategien hatten es im Monat März schwer. Zweistellige Verluste waren die Regel. Ihr Absolute-Return-Versprechen konnten viele nicht einhalten – es gab aber auch Ausnahmen.

Ende Februar war die Welt für TAO Alternatives noch weitgehend heil: Man konnte sich mit seinen Kunden über den dritten Geburtstag des Diamond I Sicav Opportunities Fonds (ISIN: LU1680844807) freuen. Der von Apex-Tochter LRI Invest verwaltete und von TAO gemanagte Fonds verfolgt eine der ältesten Strategien des Bereichs Multi Asset Risk Premia. Seit beinahe 13 Jahren wird diese Strategie mit OTC-Derivaten nun schon umgesetzt, zuerst in der österreichischen Uniqa Versicherung, dann seit fast drei Jahren von Luxemburg aus, wobei das Versicherungsunternehmen mit Seed Money Anschlag gab. Beim Management der Strategie wird Achim Motamedi seit über fünf Jahren tatkräftig von Stefan Müller unterstützt.

Asymmetrisch aufgestellt

Kern der TAO Alternatives Strategie ist eine Multi-Asset-Veranlagung in Zinstiteln, Aktien und Währungen. Das Ziel besteht darin, Opportunitäten aus diesen Anlageklassen zu extrahieren und zu monetarisieren und gleichzeitig langfristige aktienähnliche Renditen mit deutlich geringeren Drawdowns zu erzielen. Um einen stabilen Kapitalzuwachs zu erreichen, konzentriert sich der Fonds auf die Implementierung gering korrelierter Transaktionen, die langfristig eine Risikoprämie verdienen, sowie auf die Nutzung struktureller Verwerfungen, was zu einem äußerst diversifizierten und ausgewogenen Portfolio führen soll. Transaktionen sind überwiegend asymmetrisch strukturiert, um ein vorteilhaftes Konvergenzprofil zu erzeugen. Die Risi-

koreduktion wird durch die Beimischung von langfristigen Volatilitätspositionen (Vola long) erreicht. In ruhigen Zeiten, aber auch in einem schwierigeren Marktumfeld, in dem Marktrisiken kontinuierlich stiegen, die US-Zinskurven invertierte und sich eine der längsten Wachstumsperioden seit der Finanzkrise ihrem Ende zuneigte, erzielte die



» Wir haben das Portfolio des Diamond I Sicav Opportunities den neuen Risikoparametern angepasst.«

Stefan Müller, FRM, MSc., Fondsmanager der TAO Strategie

TAO Strategie im Kalenderjahr 2019 einen sehr guten Erfolg, wie man an der Performance des Diamond I Sicav Opportunities Fonds von 6,74 Prozent nach Kosten ablesen kann: Sie kam damit ihrem siebenprozentigen Ertragsziel sehr nahe. In früheren Stressphasen des Marktes (Lehman-Krise

Doch dann war plötzlich alles anders: Im fünfjährigen Zeitfenster von 12. Februar bis 18. März 2020 – der Diamond I Sicav Opportunities wird einmal wöchentlich bewertet – kam es zu einem Drawdown von 31,65 Prozent und damit zu einem Vier-Sigma-Event. Das Dreijahresjubiläum des Diamond I Sicav Opportunities Fonds ist damit ordentlich verhängt. In der Vergangenheit hat sich gezeigt, dass sich bei Multi-Asset-Risikoprämienstrategien ein „Buy the Dip“-Ansatz lohnt. Haben Investoren jetzt den Mut, dies zu tun? Julien Petit, der von London aus den Vertrieb für TAO organisiert: „Es ist noch zu früh, um zu kommentieren, was bestehende Investoren und Interessenten tun werden. Die Tatsache, dass wir im März elf Millionen Euro Zuflüsse hatten, ist natürlich erfreulich. Im Moment liegt unser Fokus jedoch auf zwei Punkten: Einerseits arbeiten die Portfoliomanager ununterbrochen an der Erholung des

Früheren Stress gut weggesteckt

TAO Alternatives Strategie verdauete frühere Stressphasen sehr gut.



Bis zum rasanten Marktabsturz ab Ende Februar 2020 infolge der Corona-Pandemie zeigte sich die Strategie sehr widerstandsfähig. EuroStoxx-50-Drawdowns sind rot markiert. Doch diesmal ist alles anders: Der Drawdown seit 12. Februar 2020 liegt bei mehr als 31 Prozent.

Quelle: Bloomberg, TAO Alternatives



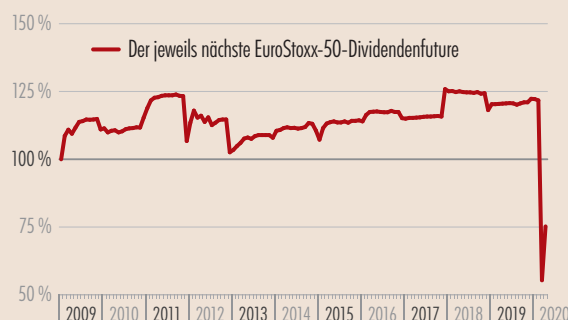
Ein Börsencrash, der unmittelbar nach historischen Höchstkursen einsetzt, stellt jedes Anlagekonzept vor Herausforderungen. Die Marktverwerfungen infolge der Corona-Pandemie waren jedoch eine Kategorie für sich – auch bislang krisenfeste Ansätze gerieten ins Trudeln.

Nettoinventarwerts, der sich von 71,28 am 18. März auf 79,07 am 29. April verbessert hat. Zweitens ist es uns äußerst wichtig, die Gründe zu skizzieren, warum das Portfolio nicht wie erwartet reagiert hat, und wie wir zukünftige Rückschläge besser vermeiden können. Unsere Investoren sind sehr professionell und beurteilen die Situation in ihrer Gesamtheit. Erst wenn alle Informationen besser verstanden wurden, können wir die Lage seriös beurteilen.“ Warum es zu diesem heftigen Drawdown kam und das Hedging mit Long-Vol-Positionen nicht richtig griff, erklärt Stefan Müller im Interview im Anschluss an diesen Artikel.

Sergej im Pech

Dividenden-Blues

Kurzer Dividenden-Future fiel in einem bisher nicht gekannten Ausmaß.



Die jeweils nächstgelegenen (generischen) Dividendenfutures fielen seit 2009 noch nie annähernd so stark wie im März 2020. Der Absolute Return Multi Premium Fonds von Sergej Crasovschi ist hier über Derivate stark engagiert. **Quelle:** Bloomberg

Angesichts eines Drawdowns von mehr als 40 Prozent wurde der von Sergej Crasovschi Portfolio Advice GmbH beratene Absolute Return Multi Premium Fonds ebenfalls schwer von den Verwerfungen der Corona-Krise in Mitleidenschaft gezogen. Im Unterschied zu TAO handelt Fondsberater Crasovschi nur gelistete Derivate, um verschiedenste Risikoprämien zu ernten, doch das war auch kein Platz, um sich vor den Corona-Folgen verstecken zu können. Er 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 ver-

liert der Fonds in der Spitze 44,57 Prozent im Zeitfenster von 13. Februar bis 1. April 2020. Das ist umso bedauerlicher, da Crasovschi seit Monaten sehr defensiv aufgestellt ist und deshalb den zweistelligen Kursverfall der Märkte im Februar noch gut überstanden hat. „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 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. Die unter starkem Druck stehenden Dividendenfutures bildeten für die im Fonds enthaltenen Derivate ein extrem negatives Umfeld. Das allein wäre noch nicht so schlimm gewesen, denn alle Investments waren 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. 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 tun ein Übriges, indem sie Banken „nahelegen“, bis Oktober keine Ausschüttungen vorzunehmen respektive Staatshilfe an Firmen daran knüpfen wollen, dass diese keine Dividendenzahlungen vornehmen. Dazu kommt, dass auch Konzerne aus anderen Branchen ihre Dividenden einbehalten, verschieben oder zumindest kür-

zen, um mehr Liquidität im Unternehmen zu belassen.

Dividenden-Blues

Der gleichnamige Chart zeigt die Entwicklung der kurzen Dividenden anhand des jeweils aktuellen Dividendenfutures 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 Dividendenfuture war bisher immer sehr sicher, deshalb hatten Crasovschi und sein Team hier stark investiert.

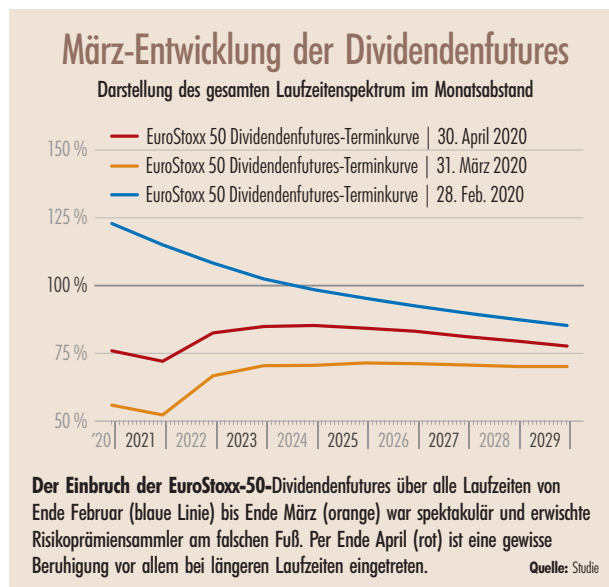
Komplett gedrehtes Bild

Wie Crasovschi in seinen letzten Fondsberichten 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 Extrarendite 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 sanken sie, aber auch dann „nur“ um 27 Prozent. „In der aktuellen Krise hat sich das Bild erstmalig komplett gedreht, und die kürzeren Dividenden haben wesentlich stär-

ker 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 Rohstoffstrategie sowie den zu Aktien weniger korrelierten Risikoprämien in Währungen. Darauf basiert unser Multi-Prämien-Ansatz.“ Kurzlaufende Dividendenpositionen wurden also ihrer stabilisierenden Wirkung nicht gerecht. Während dies bei 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. „Allein im März waren die erfolgten Abwertungen über alle kürzeren Dividendenfutures-Laufzeiten mehr als doppelt so hoch wie der Verlust im europäischen Aktienmarkt selbst (2020 und 2010 jeweils –54 %, 2022: –38 %)“, weiß Crasovschi. Das zeigt die Grafik „März-Entwicklung der Dividendenfutures“.

VaR-Limit gerissen

Durch den Wegfall dieses Stabilisators wurde 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 Volatilitätsrisiken – Vega – deutlich abgebaut, wenn auch zum Preis von höheren Kosten. Wir sind aber sehr zuversichtlich, dass wir Teile davon über die Zeit zurückverdienen können.“ Eine V-förmige Erholung wie früher ist dadurch kaum möglich. 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-Rally?) noch immer bei Werten um die 35 Prozent notiert.“ Auch während der Lehman-Krise 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.

Hohe Risikoprämien genutzt

Crasovschi und sein Team nutzten das Umfeld Mitte April mit sehr hohen Risikoprämien schrittweise für neue Investments:

» Gelebte Transparenz schafft Vertrauen und führte im März zu Nettomittelzuflüssen.«

Sergej Crasovschi, Geschäftsführer der Portfolio Advice GmbH und Berater des Absolute Return Multi Premium Fund



„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.“ 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.

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 in den nächsten Monaten allerdings weitere Kursschwankungen im Fonds in

stark gefallen Optionskurse im aktuellen Fondspreis schon enthalten sind. Dagegen steht ein zweistelliges Erholungspotenzial, sollten sich die Dividenden zukünftig wieder normalisieren.

Antizyklisches (Nach-)Investieren

Jetzt sind 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 führt 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 im März.

BlueBalance ohne Schrammen

Viele Multi-Risikoprämien-Ansätze wurden ja mit zweistelligen Prozentabschlägen ordentlich abgestraft und ihrem anvisierten Absolute-Return-Charakter nicht gerecht. Wohltuend abheben konnte sich die von Dr. Lukas Götz, Markus Schanta und Michael Schüllli 2019 gegründete BlueBalance Capital. Das Gründertrio sieht sich durch die gute Leistung im März bestätigt. Die Gründer von BlueBalance Capital haben allen Grund zur Freude: Das Team konnte sich in den ersten viereinhalb Monaten seit Auflage des BlueBalance UCITS – Global Opportunities Fund (ISIN der Early-Bird-Tranche: LU2022233972) am 19. November 2019 deutlich von den Wettbewerbern absetzen. Während diese oft 30 Prozent und mehr year-to-date verloren, steht der BlueBalance Global Opportunities bei minus 2,65 Prozent Performance seit Jahresbeginn beziehungsweise hat er seit Fondsaufgabe gerade einmal 3,03 Prozent vom Start weg bis zum 29. April 2020 abgegeben. Die folgende Bloomberg-Grafik zeigt den Fonds im Vergleich zum Eureka-



hedge Multi-Factor Risk Premia Index, der im Zeitfenster 19.11.2019 bis 29.4.2020 5,97 Prozent verlor (siehe Grafik „Besser als der Markt“).

Breite Diversifikation

Lukas Götz verfügt über einen exzellenten zehnjährigen Track Record, da er gemeinsam mit Achim Motamedi seit 2010 Gelder der österreichischen Uniqa-Versicherung nach diesem breiten Multi-Risiko-prämienansatz erfolgreich managte. Dieser Live-Track-Record weist eine Sharpe Ratio von über eins bei geringen Drawdowns auf und wird nun im BlueBalance-Set-up institutionellen Investoren zugänglich gemacht. Stabile Renditen über einen Wirtschaftszyklus zu erzielen, hat man sich bei BlueBalance auf die Fahnen geschrieben. Das ursprüngliche Investmentkonzept behielt man bei.

Dr. Götz führt aus: „Es handelt sich um eine diskretionäre Global-Macro-Strategie, die darauf abzielt, Ineffizienzen und Verzerrungen im Markt zu nutzen. Neben dem globalen Cross-Asset-Carry-Portfolio, dessen Transaktionen so strukturiert werden, dass wir in Seitwärtsmärkten positive Renditen durch den Carry beziehungsweise Roll-Renditen entlang der Terminstrukturkurve vereinnahmen können, gibt es das Hedging-Portfolio, in dem die Drawdown-Risiken durch das laufende Eingehen einer Vielzahl von Makro-Absicherungen verringert werden.“ Ziel ist es, dass das Makro-Hedging-Portfolio in Zeiten, da es an den Märkten südwärts geht und die Korrelationen steigen, Gewinne macht und damit die Verluste aus dem Carry-Portfolio ausgleicht. Götz managt den Fonds gemeinsam mit seinem Partner und Co-Portfoliomanager Markus Schanta, der unter anderem quantitativer Researcher bei der Man Group, Europas größtem Hedgefonds, war und dort ein diskretionäres Portfolio managte sowie an der Entwicklung systematischer Strategien im Multi-Asset-Team arbeitete.

Competitive Edge

Die Umsetzung erfolgt in erster Linie mithilfe bilateraler OTC-Derivate. Einzelne Transaktionen werden – wenn möglich – im Relative-Value-Format aufgesetzt. Michael Schüllli, dritter Partner und COO von Blue-

Balance sowie für das Business Development zuständig, geht ins Detail: „Was die Strategie so besonders einzigartig macht, ist die Definition und Implementierung von Carry-Transaktionen: Das Portfoliomanagement sucht nach mittel- bis langfristigen strukturellen Dislokationen – strukturellen Prämien und verhaltensbasierten Prämien –, die im Vergleich zu kürzeren Laufzeiten attraktiver und weniger arbitriert sind. Zum



» Um anders zu performen, müssen wir auch anders denken und handeln.«

Dr. Lukas Götz, Gründer von BlueBalance Capital

Makro-Hedging-Portfolio: Die Hedges werden hier durchgehalten. Ziel ist es, jene Hedging-Transaktionen zu finden, die einerseits eine gute Reagibilität in Risk-off-Szenarien haben, andererseits aber effizientere Carry-Eigenschaften besitzen und dadurch die Hedgingkosten möglichst reduzieren.“ Hohe Transparenz und laufende Updates an die Investoren kommen dazu.

Die Strategie hat in den letzten zehn Jahren einen IRR von zirka acht Prozent im Jahr verdient – bei gleichzeitig geringer Korrelation zu Aktien und Renten und anderen Macro/Relative-Value-Strategien bei einer realisierten Volatilität von unter sieben Prozent. Die Philosophie der Strategie ist seitdem unverändert, wohingegen sich die Instrumente, Prämien, Dislokationen sowie das Screening und Risk Management massiv weiterentwickelt haben. Schanta: „Aber weiterhin gilt: größtmögliche Diversifikation über eine Vielzahl an Risikofaktoren aus den Assetklassen Aktien, Währungen und Zinsen im prognosefreien Carry-Format bei gleichzeitiger Absicherung durch ein Makro-Hedging-Portfolio, um die Tail-Risiken zu vermeiden.“

Interessanterweise scheint der Ansatz von BlueBalance eine niedrige Korrelation zu anderen Makro-Managern aufzuweisen. Offensichtlich tendieren andere dazu, direktonaler zu agieren. BlueBalance dürfte weniger Aktien-Tilt als so mancher Mitbewerber aufgewiesen haben, sonst hätte man im März wohl nicht nur 1,74 Prozent verloren. Zudem spricht die gezeigte Leistung

für konsequentes Risiko- und Positionsmanagement. Oder war man wenige Monate nach dem Fondsstart noch nicht voll investiert? Mitgründer Michael Schüllli dazu: „Wir sind bereits gut investiert und diversifiziert ins Jahr gestartet, im Januar waren wir ja bereits leicht positiv, da sich unser Carry bereits zu materialisieren begann. Wir haben – aufgrund der sehr komprimierten Prämien – das Portfolio aber sehr marktneutral

„Relative Value“-mäßig aufgebaut und keine großen Aktienrisiken geschrieben, was uns im Februar und März natürlich geholfen hat. Die Risikoauslastung lag Anfang März bei zirka 70 Prozent und hat sich jetzt in den letzten Wochen nochmals leicht erhöht.“ Also doch keine Gnade der späten Geburt, sprich Fondsaufgabe.

Aktuelles Set-up

BlueBalance wurde mit 100 Millionen Euro Seedmoney an Versicherungsgeldern ausgestattet. Anfang Mai 2020 verfügt der BlueBalance UCITS – Global Opportunities Fund Assets im Wert von 137,57 Millionen Euro. Einige deutsche Pensionsfonds haben hier erste Positionen bezogen. BlueBalance Capital hat eine Vertriebspartnerschaft mit der LRI Invest in Luxemburg geschlossen, die mit ihrer institutionellen Infrastruktur als Verwaltungsgesellschaft zur Verfügung steht und zudem als Investment Manager agiert. Die Early-Bird-Anteilsklasse mit 0,70 Prozent Management Fee (statt 1,20 Prozent) und zehn Prozent Performance Fee (statt 15 Prozent) steht Investoren bis auf Weiteres noch zur Verfügung. „Diese Share Class bleibt volumenabhängig offen“, versichert Schüllli. Im Gegensatz zu vielen anderen, die die Early-Bird-Tranche nach einer gewissen Zeit ab Fondsaufgabe schließen, ist hier das Erreichen eines Fondsvolumens von 200 Millionen Euro der Trigger für die Schließung der Anteilsklasse.

DR. KURT BECKER

FOTO: © BLUEBALANCE

„Explosion der kurzfristigen Volatilität“

TAO-Portfoliomanager Stefan Müller im Interview

Nach knapp zehnjähriger Erfahrung in der Finanzbranche sind Stefan Müllers Investmentprinzipien stark mit dem quantitativen Risikomanagement verwurzelt. Der zertifizierte Finanzrisikomanager (FRM) von der Global Association of Risk Professionals (GARP) hat sein Master-Studium Quantitative Finance anschließend an den Abschluss in theoretischer Mathematik an der Universität Wien absolviert. Seit über fünf Jahren ist Müller mit der TAO Strategie verbunden – zuerst als Mitarbeiter bei Uniqa Capital Markets und anschließend als Portfoliomanager bei LRI Invest.



Grundsätzlich müssen wir festhalten, dass ein Großteil der Risikoprämien im Aktien-, Währungs- und Zinsbereich einer Neubewertung ausgesetzt war. Macro Hedges, die seit Beginn einen integralen Baustein der Strategie darstellten, konnten in diesem von staatlichen Eingriffen geprägten

für fast alle Marktteilnehmer kaum zu bewerten ist respektive war. Die Kombination aus rasant fallenden Märkten und steigender Volatilität hat sich negativ in der Bewertung unserer Positionen niedergeschlagen. Dennoch müssen wir festhalten, dass die eingegangenen Strukturen

» Eine derartig stark invertierte Volatilitätskurve ist in dieser Krise wirklich neuartig. «

Stefan Müller, MSc FRM, Portfoliomanager der LRI Invest S.A.

Herr Müller, Ihr Diamond I SICAV Opportunities Fund hatte im März 2020 einen starken Drawdown zu verkraften. Welche Art von Trades haben die stärksten (Bewertungs-)Verluste im Fonds erfahren?

Stefan Müller: Die Performance der Fonds wurde unglücklicherweise am stärksten von zwei Investmentthemen geprägt: Einerseits hat sich das Exposure der 2024-Dividendenfutures negativ auf den Fonds ausgewirkt, andererseits sind Relative-Value-Volatility-Positionen in der Bewertung deutlich negativ gelaufen.

War der Leverage, im Nachhinein betrachtet, vielleicht zu hoch? War man zu stark in „Crowded Trades“ unterwegs?

Müller: Um die von Investoren gewünschte Zielrendite von sieben Prozent zu erreichen, mussten Risiken eingegangen werden. Wir haben versucht, dieses Ziel in einem von sinkenden Renditen geprägten Marktumfeld (Zinssätze, Credit Spreads, Real Estate Renditen etc.) bestmöglich umzusetzen. Angesichts der historisch verfügbaren Szenarien sowie der Value-at-Risk-Betrachtung schien die Portfolioallokation ausgeglichen zu sein. „Crowded Trades“ würde wir nicht als ausschlaggebend für den Drawdown sehen, da die allgemeine Marktliquidität während der Krise ein sehr niedriges Niveau erreicht hat.

Markt für ein voll investiertes Portfolio nicht ausreichend Erleichterung schaffen.

War man zu viel in Short Volatility am Aktienmarkt unterwegs? Das legt der Kursverlauf nahe, wenn man ihn mit reinen Short-Vol-Fonds vergleicht.

Müller: Die fundamentale Unsicherheit, die sich global ausgebreitet hat, führte zu dem schnellsten Verfall von Aktien in der „jüngeren“ Geschichte der Finanzmärkte (Anm.: siehe Chart „Schnellster Drawdown der Geschichte“). Dazu kam eine Explosion der kurzfristigen Volatilität, geschuldet der Covid-19-Pandemie, die

äußerst konservativer Natur sind und wir bis heute keine Verluste realisiert haben. Dies bedeutet, dass die gezeigten impliziten Verluste sich über die nächsten Monate reversieren sollten.

Wurden Sie auch von Verlusten auf Dividendenpositionen wie einige Mitbewerber beeinträchtigt?

Müller: Im Gegensatz zu anderen Marktteilnehmern hat sich unser Fonds in den längeren Dividendenfutures exponiert. Hier mussten wir implizite Verluste hinnehmen, jedoch folgen wir dem aktuell verfügbaren Markt-Research, dem zu-

Schnellster Drawdown der Geschichte

Mehr als zehnmal so schneller Absturz der Märkte um 35 Prozent als früher



Während der EuroStoxx 50 für seinen 35-prozentigen Absturz im Zuge der geplatzten Dotcom-Blase noch 1,44 Jahre benötigte und es bei Lehman 2008 auch noch 1,27 Jahre waren, brauchte der Markt jetzt nur mehr knapp mehr als einen Monat oder 0,09 Jahre.

Quelle: TAO Alternatives

folge sich diese Positionen demnächst erholen sollten. Schließlich stehen ja die Dividenden für 2020/21 im Feuer wegen der Rezession, aber auch wegen der Staatshilfen beziehungsweise der Empfehlungen der Regulatoren, die eine Aussetzung respektive Verschiebung fordern. Der Bottom-up-Analyse von Mark-it folgend kann mit einer deutlichen Erholung der Dividendenzahlungen ab dem Jahr 2023 gerechnet werden. Somit besteht für unsere Positionen genügend Zeit, ihre Verluste wieder aufzuholen.

Wie viel des Drawdowns sind bloße Bewertungsverluste, die bei einer Normalisierung der Situation wieder aufgeholt werden sollten, und somit quasi Bewertungsreserve?

Müller: Mit wenigen Ausnahmen sind viele Verluste, die sich zurzeit in den Bewertungen wiederfinden, impliziter Natur. Durch die erhöhte Unsicherheit wurden weitergehende Absicherungen zur Stabilisierung des Portfolios inkludiert, ungeachtet dessen ergibt sich über die nächsten Monate ein erhebliches Aufholpotenzial.

Gab es bei der Bewertung mit der Verwahrstelle Schwierigkeiten beziehungsweise zeitliche Verzögerungen? Schließlich sind das ja alles OTC-Positionen im Fonds ...

Müller: Die Coronakrise hat unseren Dienstleister leider sehr stark getroffen. Maßnahmen zur Bekämpfung der Verbreitung von Corona haben sich leider auch auf die Verfügbarkeit und Effizienz unserer Depotbank ausgewirkt. Dadurch gab es in vielen sensiblen Bereichen der Verwahrstelle Störungen. Es wurden hier Fehler in Prozessen aufgedeckt, die wir nun Schritt für Schritt gewissenhaft verbessern müssen.

Warum hat der Tail Risk Hedge nicht gegriffen? Immerhin war man ja da Vola long ...

Müller: Die Strategie ist in allen Assetklassen mit einem Long-Volatility-Overlay versehen. Um unsere Tail Risk Hedges ohne Timing-Aspekt im Portfoliokontext integrieren zu können, werden diese um mittelfristige Laufzeiten kosteneffizient zentriert. Während Währungsvolatilitäten wie erwartet einen positiven Diversifika-



TAO Alternatives (v. l. n. r.): **Stefan Müller**, Head of Asset Advisory, **Achim Motamedi**, Gründer und Geschäftsführer sowie Entwickler der TAO-Strategie

tionseffekt gehabt haben, ist im Aktienbereich die kurzfristige Volatilität viel stärker gestiegen als mittelfristige Volatilitäten. Diesen Effekt gab es zwar auch in vorherigen Krisen, aber eine derartig stark invertierte Volatilitätskurve ist in dieser Krise neuartig. Wir vermuten, dass es an den starken Eingriffen der Zentralbanken und Regierungen liegt. Marktteilnehmer müssten sich nur noch für kurze Laufzeiten absichern, bis zentralistische Maßnahmen gesetzt werden können. Diesen Effekt sehen wir auch in Zinsvolatilitäten. Durch die starke Reduktion von Zinsrenditen sind auch mögliche Zinsbewegungen und dadurch Volatilitäten nicht gestiegen.

Wurden eigentlich auch bei ihrem Fonds Value-at-Risk-Limits verletzt? Mussten Sie Positionen auflösen?

Müller: Durch die zusätzlich eingefügten Absicherungen konnten wir den Value at Risk während des bisherigen Höhepunkts dieser Krise maßgeblich reduzieren. Darüber hinaus haben wir unser Portfolio den neuen Marktgegebenheiten angepasst, um von jetzt an bestmöglich aufgestellt zu sein.

Können Sie eigentlich von den höheren Volatilitäten jetzt am Markt profitieren?

Müller: Durch die gestiegene Volatilität in den Aktien und Währungsmärkten ergeben sich nun neue und interessante Opportunities. Die bestehenden Volatilitätstransaktionen reifen zum Großteil im Jahr 2020 ab und sind weiterhin mit hohen Risikobudgets ausgestattet. Daher erwar-

ten wir einen positiven „Pull to par“-Effekt der bestehenden Positionen, die wir nun mit attraktiven neuen Opportunities ersetzen können.

Wie kann die Erholung des Fondspreises verlaufen? Ist ein schnelles Aufholen des Drawdowns denkbar?

Müller: Da die Unsicherheit der globalen Pandemie und einer potentiellen zweiten Welle weiterhin besteht, kann eine „V“-typische Erholung nicht seriös garantiert werden. Unser Fokus liegt auf einer schnellen, aber dennoch stabilen Erholung für das Jahr 2020.

Was sind die Konsequenzen aus dem Geschehen in Bezug auf die Produktpalette? Immerhin hatten Sie letztes Jahr schon 500 Millionen Euro Assets under Management, nun sind es 250 Millionen. Will man sich breiter aufstellen durch mehrere Strategien – vielleicht auch zugekaufte – in anderen Feldern?

Müller: Wir denken, dass ein diversifiziertes Multi-Asset-Konzept, das sich auf Dislokationen in etablierten Märkten stützt, weiterhin von Wert ist. Nach einer gründlichen und kritischen Analyse werden wir das Konzept den veränderten Gegebenheiten, die sich nach der Krise einstellen werden, anpassen. Die Strategie hat sich in den vorherigen Krisen gut geschlagen, und mit einigen Adaptierungen werden wir diese Art von kurzfristigen Schocks in Zukunft besser ertragen.

Wir danken für das Gespräch.

DR. KURT BECKER