



Interview, 13. Mai 2022
fundplat.com

Sergej Crasovschi, CEO,
Portfolio Advice GmbH, Oberursel
portfolio-advice.com

«Die europäische Dividendenprämie als wichtiger Portfolio-baustein»

Herr Crasovschi, wie ist Ihr Risikoprämien-Fonds aktuell für das Jahr 2022 aufgestellt?

Seit geraumer Zeit liegt der Investmentfokus der «Absolute Return Multi Premium»-Strategie stark auf europäischen Dividenden mit einer Investitionsquote von durchschnittlich über 50 Prozent. Ergänzend werden unterschiedliche Volatilitätsprämien, wie beispielsweise Carry, Gap und Skew aus den Assetklassen Aktien und Rohstoffe beigemischt. Insgesamt sind aktuell neben Cash somit verschiedene Risikoprämien aus mehreren Assetklassen investiert.

Mit dieser Aufstellung fühlen wir uns auch in dem bisher anspruchsvollen Jahr 2022 gut positioniert, auch wenn die Schwankungen im Markt stark zugenommen haben. In diesem Börsenjahr hat bisher gefühlt jede Assetklasse ausser Rohstoffen Kursverluste erlitten. So befinden sich ehemalige «High-flyer» wie beispielsweise Tech-Aktien mit mehr als -20 Prozent im Bärenmarkt, die Verluste beim Bitcoin betragen sogar fast -60 Prozent. «Sichere Häfen» wie deutsche Staatsanleihen und Gold haben ebenfalls deutlich verloren. Das momentane Marktumfeld ist stark von Unsicherheit geprägt als Folge der hohen Inflation, zukünftigen Zinserhöhungen, des Ukraine-Kriegs und zunehmenden Unterbrechungen von Lieferketten.

Aus unserer Sicht werden die Marktschwankungen auch noch über die nächsten Monate anhalten mit teils erratischen Bewegungen aufgrund von geringerer Liquidität. Deshalb ist es umso wichtiger, ruhig zu bleiben und die sich ergebenden Chancen zu nutzen. Wir gehen davon aus, dass dieses Umfeld tendenziell für Value-Titel und somit auch für Dividenden spricht. Aus diesem Grund werden wir die sich ergebenden Chancen weiterhin nutzen.

Mit dem klaren Fokus auf Dividenden, welche Ausschüttungen erwarten Sie?

Wir nutzen keine eigenen Modelle für die Schätzung von zukünftigen Dividenden, sondern orientieren uns an verfügbaren Marktdaten von unterschiedlichen Unternehmen. Hierzu zählen neben diversen globalen Investmentbanken vor allem auch die beiden unabhängigen Anbieter Markit und Bloomberg. Beide nutzen zwar im Detail unterschiedliche, aber historisch erprobte Prognosemodelle, welche in der Vergangenheit ziemlich zuverlässig waren. Im Übrigen liegen die Schätzungen beider Anbieter oft unterhalb denen von Banken, sind also konservativer. Wir agieren im Fonds sogar noch vorsichtiger, in dem wir unsere Dividenden-Positionen deutlich unterhalb dieser Prognosen aufbauen mit einem oftmals zweistelligen Risikopuffer. Folglich müssen die zukünftigen Dividenden für unseren maximalen Ertrag nicht unbedingt steigen.

Generell ist es aber momentan so, dass viele Dividendenschätzungen trotz der genannten Rahmenbedingungen für die nächsten Jahre deutlich ansteigen. Zusätzlich steigen auch die tatsächlichen Ausschüttungen im aktuellen Jahr an, was die Ertragsstärke der europäischen Blue-Chip-Unternehmen bekräftigt. Gerade erst hat zum Beispiel die DZ Bank einen neuen Dividenden-Report veröffentlicht, der speziell für den deutschen Markt sehr positiv geprägt ist. Laut den Autoren der Studie werden die Dividenden weiter steigen und bleiben damit für Anleger ein wesentlicher Teil des langfristigen Vermögensaufbaus. Betonen möchten wir, dass wir aufgrund des hohen unternehmensspezifischen Risikos aber grundsätzlich nicht in Dividenden von Einzelunternehmen investieren, sondern vor allem in den Blue-Chip-Index Euro Stoxx 50. Die gewählten Laufzeiten betragen durchschnittlich drei bis fünf Jahre.

Mit solch positiven Aussichten, wieso fallen dann die Dividenden-Futures?

Die aktuell hohe Diskrepanz zwischen den (Bottom-up)-Dividendenerwartungen und den jeweiligen Futures an der Börse ist auf den ersten Blick nicht unbedingt nachvollziehbar und deshalb erklärungsbedürftig. Während seit Jahresanfang die Prognosen nur sehr leicht nach unten angepasst wurden, ist die Terminkurve über die Futures deutlich stärker gefallen (invertiert). Je nach Laufzeit werden zukünftige Dividenden um bis zu -20 Prozent tiefer gehandelt, während gleichzeitig die aktuellen Dividendenausschüttungen ansteigen. Das mag in der Tat verwundern, ist aber im Wesentlichen handelstechnisch durch den Markt bestimmt.

Grundsätzlich werden (Value)-Aktien über das Dividend-Discount-Modell bewertet, deshalb gibt es einen direkten Zusammenhang der Preisentwicklung zwischen Aktienmarkt und Dividenden. Diese sogenannte Sensitivität (Beta) ist umso höher, je länger die Laufzeit ist, da die Unsicherheit der zukünftigen Dividenden steigt. Da die Aktienmärkte in diesem Jahr bisher deutliche Kursverluste hinnehmen mussten, preisen auch die Dividenden ähnlich schwach.

Hinzu kommt, dass der Dividendenmarkt in Europa im Wesentlichen ein Interbankenmarkt ist, der von Investmentbanken zur Absicherung ihrer aus strukturierten Produkten entstehenden Dividendenrisiken genutzt wird. Durch den starken Verkäuferüberhang und der geringeren Liquidität in diesen Derivaten ergibt sich in Schwächephasen oft eine starke Übertreibung mit einem überpro-

portionalen Beta zum Aktienmarkt. Wichtig zu verstehen ist aber, dass diese temporären Kursverluste keinen direkten Zusammenhang mit Dividendenzahlungen haben.

Im Gegenteil, durch die somit starke Inversion der Kurve (= zukünftige Dividenden können günstiger gekauft werden als aktuelle) entstehen sehr attraktive Einkaufspreise, um den Unterschied aus den in Zukunft realisierten und heute impliziten Dividenden zu handeln. Das sind die Momente, in denen wir für unsere Investoren zukaufen und Renditechancen sichern. Die Chance auf einen zukünftigen Gewinn liegt hier im wahrsten Sinne des Wortes im Einkauf.

Wie verhalten sich die Dividenden und Ihre Positionen über den Zeitverlauf?

Die eben erwähnte Sensitivität (Beta) der Dividenden ist im Normalfall mit zunehmender Laufzeit höher, was unter anderem an der hohen Prognoseunsicherheit liegt. Mit kürzerer Restlaufzeit nehmen also generell die Schwankungen der Dividenden-Futures ab und zahlen bei Fälligkeit die realisierte Dividende aus (pull-to-par-Effekt). Die Entwicklung des jeweiligen Aktienmarkts spielt somit bei Fälligkeit keine Rolle mehr, wesentlich ist lediglich die zur Fälligkeit erfolgte Summe an Dividendenzahlungen der 50 Blue-Chip-Unternehmen in Europa.

Das kann man mit Anleihen vergleichen, deren Wert - speziell im aktuellen Umfeld - stark schwanken kann, die aber bei Fälligkeit das Kapital zurückzahlen, solange der Schuldner zahlungsfähig ist. Konkret würden wahrscheinlich nur wenige Investoren schlaflose Nächte aufgrund der aktuell zweistelligen Kursverluste von europäischen Unternehmensanleihen haben, sondern diese bis zur Fälligkeit halten. Volatilität an sich bedeutet nicht Kapitalverluste.

Wir veröffentlichen auf monatlicher Basis für unsere Investoren die Laufzeiten und Strike-Preise der investierten Dividendenpositionen (Call-Spreads). Daraus ist deutlich ersichtlich, dass alle unsere eingegangenen Investments einen hohen Puffer im Vergleich zu den Prognosen haben. Dennoch bestehen aufgrund des günstigen Einkaufs oftmals zweistellige Renditechancen. Basierend auf den diesjährigen Dividendenzahlungen in Europa lässt sich auch feststellen, dass für solche attraktiven Renditen die zukünftigen Dividenden nicht weiter steigen müssen. Dies ist ein wesentlicher Unterschied zu direkten Aktieninvestments.

Wie ist Ihr Ausblick und wieso sollten Investoren Ihren Fonds berücksichtigen?

Dividenden bleiben aus unserer Sicht insgesamt eine sehr interessante Risikoprämie, weshalb wir in dem aktuell schwächeren Marktumfeld nachkaufen und unsere Investitionsquote weiter erhöhen. Hierbei investieren wir mehrheitlich in mittlere Laufzeiten ab 2024 wegen des höheren Ertragspotenzials (Carry) und den geringeren exogenen Risiken. Kursschwankungen müssen für das sehr attraktive Ertrags-Risiko-Profil temporär in Kauf genommen werden.

Unser Ziel ist es, die noch vorhandene Cash-Quote im Fonds von circa 25 Prozent weiter zu reduzieren, und den Anteil der Dividenden-Positionen auszubauen. Andere Risikoprämien bleiben aufgrund der geringeren Attraktivität vorerst eine Beimischung. Somit kann unser Fonds «Absolute

Return Multi Premium» eine gute Alternative für Investoren mit mittlerem bis langem Anlagehorizont sein, um vor allem direkt in europäische Dividenden zu investieren.

Zur Person

Sergej Crasovschi ist Gründer und Geschäftsführer der Portfolio Advice GmbH und verfügt über mehr als 15 Jahre Berufserfahrung bei internationalen Banken mit Fokus auf Multi-Asset-Risikoprämien und der Beratung von institutionellen Investoren in Deutschland und Österreich. Während dieser Zeit hat er innovative Lösungen erfolgreich entwickelt und in zahlreichen Transaktionen umgesetzt. Portfolio Advice ist Initiator und Berater des «Absolute Return Multi Premium Fonds» mit Fokus auf aktiv gemanagte globale Multi-Asset-Risikoprämien.

Link zum [Disclaimer](#)