HEDGEWORK NEWS

AUSGABE 6-2008

Editorial

Falsche Gerüchte

Liebe Hedgework-Mitglieder. Mit einer Notverordnung tritt die US-Wertpapieraufsichtsbehörde SEC den Unruhen im Finanzsektor entgegen. Die Maßnahme, die den Ausgeburten des American Way of Life – Fannie Mae und Freddie Mac - zu Gute kommen soll, sieht vor, dass das short selling bestimmten Regeln unterworfen werden soll. Zu deutsch, es soll eingeschränkt werden. Sicher, „short and distort" stehen nicht zu Unrecht im Visier der Aufsichtsbehörden. Es sind unschöne Methoden, die insbesondere niedrig kapitalisierten Werten schnell zum Problem werden können. Branchenverbände haben hier ebenfalls eindeutig Stellung dazu bezogen. Aber sind wir ehrlich. Wo fängt die Wahrheit an? Wo und wann verdichtet sich ein Gerücht? Wann ist es falsch? Diese juristischen Nachweise werden nicht einfach zu führen sein. Vor allen Dingen wirft die Maßnahme die Frage auf, ob denn auch Regeln erlassen müssen, wenn jemand den Kurs einer Aktie schön redet? Ist das nicht seit Jahrzehnten der Fall? Können nicht erst so Blasen entstehen? Ach, hören wir auf zu spekulieren. Die Justiz wird's schon richten.

Viel Spaß beim Interview mit Dominik von Eynern. Der (noch) kleine Anbieter Swiss Alpha wartet mit einer interessanten Anlagestrategie auf. Und diese beweist, dass sie auch in turbulenten Zeiten gute Ergebnisse liefert. Wie im übrigen – allen Unkenrufen zum Trotz – die meisten Hedgefonds-Strategien im Vergleich zu den klassischen Märkten.

Bis zu den nächsten Hedgework-News.

Ihr
Uwe Lill

Interview

„Wir sind als Diversifikator universell einsetzbar"

Dominik von Eynern erklärt, wie Swiss Alpha den Zeitwert als Asset-Klasse etabliert, was den Handelsansatz von den Volatilitätsstrategien abgrenzt und warum die Nischenstrategie hohe Erträge generiert.

HEDGEWORK: Swiss Alpha ist eine feine Schweizer Investmentboutique. Sie haben mit ihrem Kollegen Stefan Gerstner zusammen ihren Investmentansatz kürzlich auf der 53. Hedgework-Veranstaltung vorgestellt. Ich kann sagen, dass die Teilnehmer sehr interessiert waren und sich nach Ihrem Vortrag eine rege Diskussion entfaltet hat. Stellen Sie unseren Lesern doch bitte erst einmal das Unternehmen kurz vor, bevor wir zu ihrer Investmentidee kommen.

DOMINIK VON EYNERN: Swiss Alpha wurde 2004 gegründet. Die Gründungsmitglieder sind Thorsten Eiglmeier, Stefan Gerstner und Christian Niedermeier. Die Idee für das Geschäftsmodell von Swiss Alpha fußt auf einem Handelsansatz, den Stefan Gerstner in seiner Zeit bei der Hypovereinsbank entwickelt hat. Er hat als Sales Trader mit Optionen gehandelt und das Modell, auf dem Swiss Alpha basiert in seiner Freizeit entwickelt. Seit dem Jahr 2000 hat er am Eurex Desk gearbeitet und als Eurex Market Maker den Euro Stoxx 50 und andere bedeutende Weltindizes für die Hypovereinsbank gehandelt. Er hatte auf dem System, das er dort entwickelt hat und auf dem heute Swiss Alpha basiert, institutionelle Kundengelder und Privatkundengelder verwaltet. Ab 2002 kam dann noch ein interner Hedgefonds der Hypovereinsbank dazu.

HEDGEWORK: Und dann kam wohl die Idee, die Fähigkeiten in einem eigenen Unternehmen unter Beweis zu stellen?

VON EYNERN: Ja. An so einem Punkt kommt oft die Überlegung, ob man so eine „Edge" weiter dem Arbeitgeber zur Verfügung stellt oder ob man selber etwas daraus macht. Christian Niedermeier und Stefan Gerstner haben sich in der Hypovereinsbank kennen gelernt und das System gemeinsam weiter entwickelt. Thorsten Eiglmeier war dann letztendlich derjenige, der dafür gesorgt hat, dass die Company auch wirklich ins Leben gerufen wurde. Die Konstellation macht auch Sinn: zwei Händler, die wissen wie man an den Kapitalmärkten Geld verdient und eine Person, die weiß, wie man eine Company aufsetzt und diese auch führt.

HEDGEWORK: Hedgework hat schon viele interessante und zum Teil exotische Themen behandelt. „Zeitwert als Asset Klasse" ist da bestimmt ein Höhepunkt. Das sogenannte Theta in der Optionspreisbildungsformel wird selbst zur Einnahmequelle. Erklären Sie uns das bitte.

VON EYNERN: Optionen haben einen bestimmten Teil ihrer Prämie deswegen, weil noch Zeit bis zur Fälligkeit verbleibt. Am meisten Zeitwert bzw. Zeitwertverfall, also Theta mit dem besten Risikoverhältnis finden Sie, wenn Sie Optionen weit aus dem Geld schreiben. Die Distanz von Aktienmarkt zum Basispreis ist dann relativ groß. Dieses Theta versuchen wir systematisch einzunehmen. Es geht also darum, die Optionen weit aus dem Geld zu verkaufen. Dann habe ich viel Zeitwert. Theta bezeichnet die Rate, mit der der Zeitwert verfällt. Das erfolgt nicht linear. Gegen Ende der Laufzeit kann ich feststellen, dass die Option, während vielleicht der Markt stehen bleibt, schnell an Wert verliert. Da ist also ein akzelerierender Zeitwertverfall zu beobachten. Dabei wollen wir natürlich die entsprechenden assoziierten Risiken minimieren, allen voran das Delta, aber auch das Gamma und das Vega, was wir als Risikoexposure haben.

HEDGEWORK NEWS

AUSGABE 6-2008

Interview

Dominik von Eynern

HEDGEWORK: Gehen wir doch ins Detail Ihrer Strategie. Sie shorten gelistete Optionen auf den EuroStoxx. Warum tun Sie das und warum nehmen Sie den Eurostoxx50 und keinen anderen Aktienindex?

VON EYNERN: Durch das Shorten gelisteter Optionen bekommen wir den Zugang zu dem Zeitwert. Warum nehmen wir den Eurostoxx50? Dies ist ein sehr liquider Index. Optionen auf den Euro Stoxx 50 werden an der Eurex gehandelt und das ist für uns ein wichtiger Punkt, denn die Market Maker an der Eurex sind verpflichtet für den Eurostoxx50 Preise zu stellen - egal, in welcher Verfassung der Markt gerade ist. Das ist beispielsweise beim Chicago Board of Trade, der CBOT, nicht der Fall. Das ist für uns ein ganz wichtiges Kriterium, denn wir müssen das Risiko zurückkaufen können, wann immer dies durch das Handelssystem geboten ist. Wir wollen zusätzliche Liquiditätsrisiken nicht in Kauf nehmen.

HEDGEWORK: Sie bezeichnen Ihren Handelsansatz als non-directional und market neutral. Wie bekommen Sie das hin?

VON EYNERN: Wir erzielen die Marktneutralität indem wir jeweils calls und puts schreiben. Damit gleichen wir immer wieder das Delta aus.

HEDGEWORK: Andere Investmenthäuser versuchen Volatilität als Asset Klasse zu vereinnahmen. Wo liegt denn die Abgrenzung dieses Handelsansatzes zu ihrem?

VON EYNERN: Ein Volatilitätshändler versucht die Volatilität als Einkommensstrom zu generieren. Wir versuchen, den Zeitwert als Einkommensstrom zu nutzen. Wenn ich Volatilität haben möchte, dann möchte ich sie als Vola-Trader auch recht schnell vereinnahmen. Das heißt, dass ich dann die Option nah am Geld schreibe. Das sichert mir einen entsprechenden Volatilitäswert und eine hohe Reagibilität auf hohe Volatilitätsveränderungen. Als Theta-Fonds versuchen wir dagegen möglichst wenig Volatilität in der ganzen Option zu haben und auch wenig Reagibilität der Optionspreise auf Volatilitätsveränderungen. Und diese Eigenschaften bekommen wir, wenn wir die Option möglichst weit aus dem Geld mit kurzen Laufzeiten schreiben. Der Clou: Zeitwert bzw. Zeitwertverfall sind relativ sichere Ereignisse und haben geringe Schwankungen. Volatilität dagegen kann sich mitunter sehr erratisch bewegen.

HEDGEWORK: Ihrem System liegt ein quantitativer Ansatz zu Grunde. Algorithmen steuern die Kauf- und Verkaufentscheidungen. Handelt es sich also um einen Managed Future?

VON EYNERN: Nein. Ein Managed Future kann direkt an die Börse gehen, beziehungsweise sich über Quote-Maschinen Quotes einholen und automatisch handeln. Das ist im Optionsmarkt nicht möglich. Bei der Eurex ist das systembedingt nicht möglich. Dazu kommt, dass wir ein strenges Regelsystem haben, wie bei uns das Risiko aufgebaut wird. Dafür muss jeder einzelne Schritt bei uns genau beobachtet werden. Unser Handelsansatz darf also keinesfalls mit einem Managed Futures verwechselt werden, insbesondere weil wir per se keine Futures handeln, nur in Ausnahmefällen wenn es zu einem Market-Event kommt.

HEDGEWORK: Gibt es denn bei ihrem Ansatz die Möglichkeit der händischen Feinsteuerung?

VON EYNERN: Grundsätzlich gibt es bei uns sehr wenig Möglichkeiten vom Regelsystem abzuweichen. Wir sprechen hier von einem Portfolio mit ungefähr 10.000 Kontrakten. Sobald wir die Kontrakte aufgrund unseres Risikokontrollsystems zurückkaufen müssen, müssen wir sie auch wieder ersetzen. Wir ersetzen die Kontrakte dann situationsbedingt. Es gibt hier auch die Möglichkeit zum „Fine Tuning“ um die Wiedereröffnung zu verzögern. Das ist dann eine Timingfrage. Das System gibt das Signal und wir müssten dann handeln. Wenn es in diesem Fall aber marktbewegende Nachrichten geben würde, würden wir warten, bis neue Nachrichten neue Signale generieren würden und dann erst die Position aufgrund der neuen Signale eröffnen.

HEDGEWORK: Wie gehen Sie denn mit overnight-Risiken um?

VON EYNERN: Overnight-Risiken ist ein anderes Thema. Wir nutzen zur Absicherung den S&P 500. Bevor wir um 22 Uhr das Büro verlassen geben wir unseren Prime Brokern Stopp-limit-orders. Der S&P 500 wird 24 Stunden lang 6 Tage in der Woche gehandelt. Wenn über Nacht etwas passieren würde und die Limits in Nähe kommen, erhalten unsere Händler einen Anruf von den Prime Brokern und werden informiert, dass die Orders kurz vor der Ausführung stehen. Dann müssen unsere Händler direkt ins Büro und sich um die Ausführung der Limits kümmern, wenn sie nicht schon ausgeführt wurden. Und dann müssen unsere Händler über Gamma-Trading das Delta im neutralen Bereich halten, aber nur bis die Optionsmärkte wieder eröffnen. Dann wird der Futures neutralisiert und die Optionspositionen angepasst.

HEDGEWORK: Ist das schon einmal vorgekommen?

VON EYNERN: Das ist geschehen, als Bear Stearns aufgegeben hatte. Dann haben wir um zwei Uhr morgens den Anruf bekommen. Wir sind dann ins Büro und haben bis 9 Uhr morgens das Gamma-Trading gemacht. Um 9 Uhr haben dann die Optionsmärkte hier wieder geöffnet und wir konnten die Futures und die Puts wieder schließen. Dann konnten wir wieder nach den Systemsignalen handeln. Wir haben an diesem Tag auf der Strategie fünf Basispunkte verloren und das bei einem Market Gap von minus 4 Prozent.

HEDGEWORK: Respekt. Das führt uns ganz allgemein zu der Frage, was für Ergebnisse Ihre

HEDGEWORK NEWS

AUSGABE 6-2008

Interview

Strategie denn bislang erzielt hat. Und bitte sagen Sie uns auch, seit wann diese Ergebnisse erzielt wurden.

VON EYNERN: Wie bereits gesagt, Herr Gerstner hatte diese Strategie bereits im Bankeigenhandel verfolgt, worüber es natürlich keinen offiziellen Track Record gibt. Wir haben aber einen Managed Account Track Record seit 2003 mit einem entsprechenden Statement eines Wirtschaftsprüfers. Die Zielrendite des Produktes liegt bei durchschnittlich jährlich 15 Prozent und zehn Prozent Volatilität. Erzielt haben wir bislang eine jährliche durchschnittliche Rendite von über 25 Prozent bei ca. zehn Prozent Volatilität.

HEDGEWORK: Und wie läuft es im sehr wackeligen Börsenjahr 2008?

VON EYNERN: In der Tat. Dieses Jahr hat sich bislang recht schwierig gestaltet. Dennoch sind wir per Ende Mai diesen Jahres mit einem Plus von 6,15 Prozent dabei. Die aktuelle Schätzung (26.6.) liegt sogar bei ca. acht Prozent. In 2008 hatten wir bislang noch keinen negativen Monat.

HEDGEWORK: Erneut Respekt. So ein Ergebnis würden gerne viele Investoren zumindest als Beimischung in ihren gestressten Portfolios vorfinden. Aber verwenden Sie bitte noch ein Wort zu den Risikomaßen. Auf was achten Sie besonders als Theta-Trader?

VON EYNERN: Das primäre Risikomaß, auf das wir achten, ist das Delta. Als Risiko-Tool nutzen wir das Risk Based Margening von der Eurex, nachdem Value at Risk bei Optionen Fehlinformationen gibt.

HEDGEWORK: Warum achten Sie nicht mehr auf das Vega und das Gamma als Risiko?

VON EYNERN: Wir achten bereits bei der Risikokonstruktion darauf, möglichst wenig Vega- und Gamma-Risiko aufzubauen. Gamma geht schließlich mit dem Delta-Risiko einher und wir beachten diese natürlich im täglichen Risk Management. Jedoch ist Vega aus oben genannten Gründen nur ein sekundäres Risiko.

HEDGEWORK: Investoren achten zunehmend auf das Korrelationsverhalten zwischen den unterschiedlichen Asset-Klassen. Wie sieht es da aus bei Ihrer Theta-Strategie?

VON EYNERN: Zu den Aktienmärkten haben wir ein Beta von rund Null, eher leicht negativ. Das ist aus unserer Sicht natürlich ein hervorragendes Ergebnis. Und auch bei den Anleihemärkten sind wir nahezu unkorreliert. Wir sind nicht abhängig von der Zinsentwicklung. Den Teil der Anlagemittel, den wir nicht für Margin hinterlegen, halten wir auf Cash accounts. Damit haben wir natürlich auch keine Durationsrisiken. Da wir maximal Drei-Monats-Optionen schreiben, ist der Einfluss von Zinsentwicklungen vernachlässigbar. Somit liegt auch bei den Anleihen das Beta bei rund Null.

HEDGEWORK: Und wie sieht es mit dem Korrelationsverhalten zu Hedgefonds aus?

VON EYNERN: Zu den traditionellen und großen Hedgefonds-Strategien haben wir auch nur leichte Korrelationen, zum Beispiel zum CSFB Tremont. Zeitwert als Asset Klasse ist immer noch im Vergleich eine Nischenstrategie, in unserem Fall jedoch ohne nennenswerte Liquiditätsnachteile, die Nischenstrategien oft haben. Außerdem nutzen wir keine externe Finanzierung und sind somit nicht dem „De-Leveraging" Prozess der in der Hedgefonds-Welt um sich greift ausgesetzt. Somit kann Swiss Alpha nicht nur in einem traditionellen, sondern auch in einem alternativen Portfolio einen effektiven Beitrag zur Diversifikation leisten.

HEDGEWORK: Für wen ist das Produkt dann ideal geeignet?

VON EYNERN: Mit diesen Eigenschaften sind wir universell einsetzbar als Diversifikator in einem Portfolio, insbesondere auch, weil wir im weitesten Sinne prognosefrei arbeiten und damit als neutrale Overlay Strategie kategorisiert werden können.

HEDGEWORK: Dieses Produkt dürfte für alle Investoren von Interesse sein, insbesondere für institutionelle Investoren, die gewöhnlich das Portfolio randvoll mit Anleihen haben. Aber viele dieser Investoren haben auch klare Parameter bezüglich des Maximum Drawdowns bei Investitionen in Alternative Investments. Bitte ein Wort dazu.

VON EYNERN: Wir haben seit 2003 insgesamt acht negative Monate gehabt. Sieben davon wurden von steigenden Märkten verursacht. Einer wurde von fallenden Märkten ausgelöst, nicht wegen des Deltas, sondern wegen des starken volatility impacts auf der call Seite. Der maximale drawdown wurde im Jahr 2003 mit 5,13 Prozent gemessen.

HEDGEWORK: Wer sind Ihre Target Investoren?

VON EYNERN: Unsere Investoren sind Family Offices, Hedge Fund of Funds und institutionelle Kunden. Über ein Zertifikat, dass Nomura emittiert hat, ist die Swiss Alpha Strategie auch für Privatinvestoren zugänglich.

HEDGEWORK: Herr von Eynern, Sie haben seit langem Kontakt zu deutschen Investoren. Das Verkaufen interessanter Ideen aus dem Alternative-Investment-Bereich ist ja gerade in Deutschland nicht einfach. Was würden Sie sich vom „deutschen institutionellen Investor" wünschen?

VON EYNERN: Ich denke, eine offene Sicht auf Alternativen, wie man Absolute Return Portfolios zusammenstellt und dabei keine Option auslässt. Wenn man eine Aktien- oder Anleihenposition im Portfolio hält, so ist man „long fat tail", also Verlustrisiken ausgesetzt, wenn der Markt fällt oder der Zins steigt, in der Hoffnung, dass der Markt sich erholt.
Es macht doch Sinn, dieses „fat tail risk" teil-

VITA

Dominik von Eynern

Dominik von Eynern verantwortet bei dem Schweizer Hedgefondsspezialisten Swiss Alpha die Verkaufsaktivitäten des Swiss Alpha Strategy Fund ebenso wie die Beratungsaktivitäten im Hinblick auf strukturierte Produkte, die den Swiss Alpha Strategy tangieren. Herr von Eynern hat vor seinem Engagement bei Swiss Alpha bei Merrill Lynch und bei Nomura an den Standorten Frankfurt und London gearbeitet. Herr von Eynern genießt in der Branche einen Ruf als Derivate-Spezialist.

HEDGEWORK

NEWS

AUSGABE 6-2008

weise zu reduzieren, in dem man sich über Absolute Return Strategien hinreichend diversifiziert. Steigen die Zinsen und fallen die Märkte, ist das vorteilhaft für Swiss Alpha. Der Umkehrschluss gilt nicht notwendigerweise, nachdem die Strategie auch schon bewiesen hat, dass sie bei niedrigen Zinsen und steigenden Märkten gute Renditen erwirtschaften kann. Auch bei Seitwärtsmärkten kann ein Long-Portfolio wenig ausrichten, Swiss Alpha dagegen gibt es die Möglichkeit stetige Renditen zu erwirtschaften.

HEDGEWORK: Wie sehen die Pläne für Swiss Alpha aus?

VON EYNERN: Wir haben sehr positives Feedback vom Markt, insbesondere aus dem Londoner Hedge Fund of Funds-Markt. Ich denke, von dort werden wir Wachstum bekommen. Unsere Strategie können wir aus heutiger Sicht bis zu einem Volumen von rund einer Milliarde Euro managen. Wir werden allerdings ab 500 Millionen Euro kein externes Geld mehr annehmen.

HEDGEWORK: Und wo stehen Sie heute?

VON EYNERN: Wir managen derzeit knapp 100 Millionen Euro.

HEDGEWORK: Herr von Eynern. Vielen Dank für das Gespräch.

Das Interview führte Uwe Lill

Impressum

Hedgework news ist eine Publikation von Hedgework, dem regelmäßig stattfindenden Kommunikationsevent der Alternative-Investments-Community. Hedgework news ist kostenlos. Die Interviews sind von den Gesprächspartnern freigegeben.

V.i.S.d.P.
Uwe Lill

info@hedgework.de
www.hedgework.de
0151 / 1465 9224

DISCLAIMER

Hedgework news ist als kostenlose Mitgliederzeitschrift der Hedgework Community konzipiert und richtet sich an den entsprechenden Personenkreis. Für die in Hedgework news veröffentlichten Inhalte kann Hedgework news trotz sorgfältiger journalistischer Recherche keine Gewähr übernehmen. Insbesondere tätigt Hedgework news keine Kauf- oder Verkaufempfehlungen. Alle hierin publizierten Inhalte dienen lediglich der Information.

Hedgework wird unterstützt von

apano FINANZANLAGEN
ampega Gerling
Deloitte.
PricewaterhouseCoopers PwC Alternative Investment Group
BENCHMARK
Lupus alpha
Man Investments
SAUREN FONDS-SERVICE AG
Liffe NYSE Euronext
x-markets Deutsche Bank
vwd group: excellence in financial solutions
Arrow Hedge Partners International Inc.
eurex
Morgan Stanley
BAADER
Landsbanki | Kepler

in Kooperation mit:

Absolutreport® Neue Perspektiven im Asset-Management