

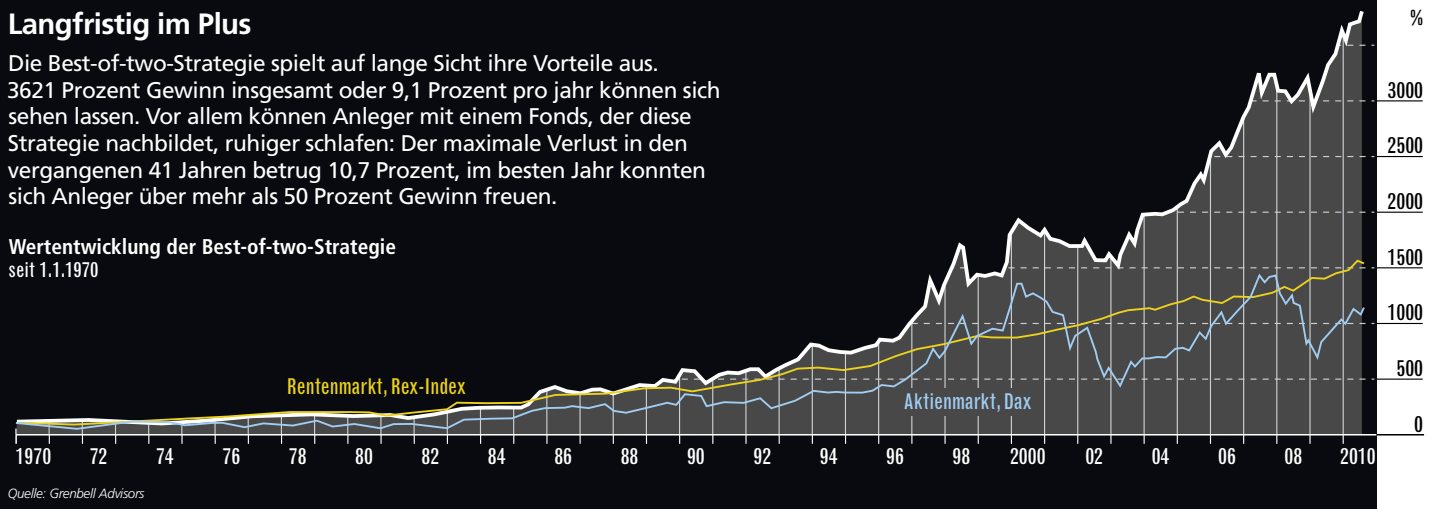


Nur das Beste: Anleger bekommen am Jahresende die Anlageklasse, die besser lief

### Langfristig im Plus

Die Best-of-two-Strategie spielt auf lange Sicht ihre Vorteile aus. 3621 Prozent Gewinn insgesamt oder 9,1 Prozent pro Jahr können sich sehen lassen. Vor allem können Anleger mit einem Fonds, der diese Strategie nachbildet, ruhiger schlafen: Der maximale Verlust in den vergangenen 41 Jahren betrug 10,7 Prozent, im besten Jahr konnten sich Anleger über mehr als 50 Prozent Gewinn freuen.

Wertentwicklung der Best-of-two-Strategie seit 1.1.1970



Quelle: Grenbell Advisors

# IMMER AUF DER RICHTIGEN SEITE

Mit einer nobelpreisgekürten Formel sind Anleger dabei, wenn die Aktienkurse steigen, vermeiden aber hohe Verluste im Crash

Aktien oder Anleihen? Je nachdem, wie Sie die Frage beantworten, können 40 Prozent Verlust oder zehn Prozent Gewinn herauskommen. Oder auch statt zehn Prozent Gewinn stolze 66 Prozent. Die Rede ist von den Jahren 2008 und 1985 – und den Ergebnissen von Dax und REX. Wenn Sie sich nun am Ende jedes Jahres die bessere der beiden Anlageklassen aussuchen könnten, würden Sie das tun? Natürlich.

Und Sie können es auch, so unglaublich das klingen mag. Die Best-of-two-Methode auf Grundlage einer nobelpreisgekrönten Strategie macht es möglich. Mit Fonds, die auf Basis dieses Modells gemanagt werden, fahren Anleger hohe Gewinne ein, wenn Aktien gut laufen – und minimieren bei Kurseinbrüchen ihre Verluste. Wie das geht und mit welchen Fonds Sie die Methode einfach kaufen können, lesen Sie auf den folgenden Seiten.

**3621 Prozent Gewinn.** Die Ergebnisse sind beeindruckend: Während der Dax seit dem 1. Januar 1969 bis zum 31. Juli 2010 eine Rendite von 1007 Prozent gebracht hätte und deutsche Staatsanleihen auf 1423 Prozent kamen, hätte die Best-of-two-Strategie beeindruckende 3621 Prozent gebracht. Das sind stolze 9,1 Prozent durchschnittliche jährliche Rendite. In 29 von 41 Jahren lag das Modell im Plus. Eine Rückrechnung – eine Methode, die im Allgemeinen nur mit größter Vorsicht angewandt werden sollte – ist hier zulässig. Denn: Das Modell ist „simulationsfähig“, wie es Experten nennen. Jede Kursveränderung führt zu einem bestimmten, nachvollziehbaren Ergebnis.

Noch besser wird die Bilanz, wenn man den Wert des ruhigen Anlegerschlafs mit einrechnet: Der maximale Verlust der Strategie in einem Jahr, es handelt sich um 1990, lag bei 10,7 Prozent. Damals verlor der Dax aber 21,9 Prozent. Im besten Jahr, 1985, freuten sich Anleger über einen Gewinn von 55,8 Prozent. Der Dax hätte nur etwas mehr gebracht.

Die Zahlen stimmen also. Doch wie funktioniert die Strategie wirklich? Das Grundprinzip ist eigentlich relativ einfach. Zu Jahresbeginn kauft der Fondsmanager mit 50 Prozent der ihm anvertrauten Anlegergelder Aktien, mit der anderen Hälfte Anleihen. Nach einem Monat wird das Portfolio neu justiert – und je nachdem, welche Anlageklasse besser gelaufen ist, entweder der Aktien- oder der Anleihenanteil erhöht. So geht es dann bis zum Jahresende. Dann geht es wieder auf die 50:50 Ausgangsallokation zurück.

**Nobelpreis als Grundlage.** Das Geheimnis liegt in der Neujustierung am Monatsanfang und der Neuverteilung der Quoten für die beiden Anlageklassen. Dort kommt die sogenannte Austauschoption zum Einsatz. Sie beschert dem Anleger rückwirkend die Rendite der Anlageklasse, die besser lief. Möglich wird das über ein höchst komplizierte Formel. Dies geht zurück auf die nobelpreisprämierte Berechnung von Fischer Black und Myron Scholes von 1973, die auch heute noch zur Berechnung des Kurses eines Optionsscheins eingesetzt wird. „Bis heute gibt es nichts Besseres – deshalb bewerten Investmentbanken ihre Optionen, Optionsscheine und andere Derivate auf Basis dieses Modells“, sagt Michael Goldbacher, Geschäftsführer der Münchner Beratungsgesellschaft Grenbell Advisors.

Fünf Jahre später entwickelte William Margrabe das Modell weiter – für die Bewertung von Austauschoptionen. Die Arbeit des Wissenschaftlers umfasst lediglich zehn Seiten, die aber von mathematischen Gleichungen und Formeln wimmeln. Sigma und Rho sollten den Lesern geläufig sein, um das Papier nur ansatzweise zu verstehen. „Es fließen die Performance der Basismärkte, die Volatilität, die Korrelation und weitere Indikatoren ein“, erläutert Gökhan Kula, Manager des Walser Portfolio German Select. ▶

## Die Austausch-Rendite

Die Austauschoption bringt das Maximum des Ertrags aus den Anlageklassen Aktien (A) und Bonds (B):  $\text{MAX}(A,B)$ . Für sie muss man einen Preis bezahlen: die Optionsprämie (P). Dazu hat William Margrabe 1978 seine Formel zur Bewertung von Austauschoptionen veröffentlicht. Das Ergebnis ist stark von der Volatilität der Anlagen und deren Korrelation abhängig und muss vom höheren Ertrag abgezogen werden. Am Ende ist das Vermögen (V) dann:

$$V = (100\% - P) \times \text{MAX}(A,B)$$

Wir nehmen an, dass sich für 2009 eine Prämie von zehn Prozent für die Austauschoption ergibt. Bei einem Plus von 25,6 Prozent im Euro-Stoxx-50 ergäbe sich also: 90 Prozent mal 25,6 oder:  $0,90 \times 125,6 - 100 = 13,04$ . Nach Kosten bleibt eine Rendite von 13,04 Prozent.

## Die Fonds im Überblick

Eine Strategie, aber unterschiedliche Umsetzungen. Das verursacht die großen Unterschiede in den Wertentwicklungen. Am besten scheint der Walser Portfolio German Select zu funktionieren, der auf deutsche Aktien und Anleihen setzt. 58,8 Prozent Gewinn seit der Auflage im Jahr 2004 können sich sehen lassen. Der Metzler-Fonds gibt seinen Anlegern noch zusätzlich eine Wertuntergrenze: 94 Prozent werden garantiert. Der neueste Fonds in der Liste von Grenbell besitzt inzwischen auch die deutsche Vertriebszulassung.

Name	ISIN	Erstausgabe	Ertragsverwendung	Aktienart	Anleiheart	Kosten in % (TER)	Entwicklung in %		
							1 Jahr	3 Jahre	seit Auflage
Walser Portfolio German Select	LU0181454132	02.01.2004	thesaurierend	Dax	RexP	1,72	8,0	11,8	58,8
HI Bankhaus Donner Optimix	DE0005321301	24.10.2005	thesaurierend	Euro-St.-50/Dax*	RexP	2,13	4,2	-5,1	20,1
Merck Finck Vario Akt. Rent. UI Ant.I.A	DE000A0EQ5Q6	05.10.2005	thesaurierend	Euro-Stoxx-50	Euro-Land	1,90	4,0	8,0	21,6
Metzler Torero Multiasset	DE000A0JLWU8	03.07.2006	thesaurierend	Euro-Stoxx-50	Euro-Land	1,87	2,2	-0,2	6,4
db PM Comfort-PRO Deutschland	LU0425202842	13.07.2009	ausschüttend	k.A.	k.A.	1,76	7,7		16,1
Grenbell Strat. XOP Best of Euroland	AT000A0HPPF2	01.06.2010	ausschüttend	Euro-Stoxx-50/33	dt.Staatsanl.*	1,69			0,6

\*investiert zu 12,5 % in weltweite Aktienfonds u. 2,3 % in US-Fonds; \*\*fünf Jahre Restlaufzeit

Quelle: Morningstar, Gesellschaften

Das Modell verfeinerten Hubert Dichtl und Christian Schlenger zur Best-of-two-Methode, die die Publikumsfonds anwenden. „Sie können am Ende des Jahres in die Anlageklasse switchen, die besser gelaufen ist – abzüglich der Kosten für die fiktive Option“, erläutert Kula.

**Immer das Beste aus zwei Welten.** Die Austauschoption existiert in den Publikumsfonds aber gar nicht. Das Management berechnet zum Monatsanfang den Wert der Austauschoption nach der komplizierten Formel. Daraus ergibt sich dann die neue Mischung aus Aktien und Anleihen. „Aus der Formel ergibt sich ein bestimmtes Verhältnis zwischen beiden Anlageklassen: das Delta. Dieses liefert das Signal, um zum Beispiel vier Prozent Aktien zu verkaufen und entsprechend Anleihen hinzuzukaufen“, erläutert Hayri Ulucan vom Hamburger Bankhaus Donner & Reuschel. „Steigen die Aktienmärkte, können wir bis zu 100 Prozent in Aktien investiert sein, bei fallenden Märkten komplett in Anleihen umschichten“, beschreibt der Fachmann der Privatbank die Vorteile der Strategie.

Die tatsächliche Austauschoption könnten Investmentbanken ohne große Probleme zur Verfügung stellen. Sie wäre nur deutlich teurer als die nachgebildete Variante. Dazu käme noch das Emittentenrisiko. Deswegen nutzen die Fondsgesellschaften, die das Modell anbieten, das sogenannte Replikationsportfolio, wie es die Fachleute nennen.

Umsonst gibt es auch die fiktive Austauschoption aber trotzdem nicht für den Fondssparer. Die Kosten rich-

ten sich nach verschiedenen Einflussfaktoren, vor allem danach, wie stark die Aktienmärkte schwanken. Fachleute nennen das Volatilität. Je nach Intensität der Kursschwankungen an den Aktienmärkten kostete die Umsetzung der Best-of-two-Strategie von 1989 bis 2009 zwischen zwei und 15,4 Prozent, die von der Wertentwicklung der jeweils besser gelaufenen Anlageklasse abgezogen werden müssen. Das ist der Grund dafür, dass die Strategie in einzelnen Jahren auch einmal ins Minus rutschen kann – selbst wenn die Anleihemärkte keine Verluste aufweisen.

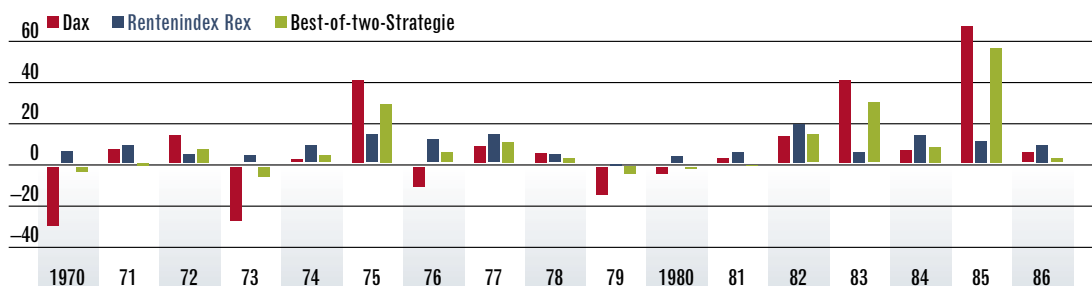
**In Extremphasen besonders gut.** Deshalb funktioniert auch das Modell in Extremphasen an den Börsen besonders gut – und am besten, wenn sich der Aktien- und der Anleihemarkt auch noch gegensätzlich entwickeln. „Das Modell zeigt im fallenden Aktienmarkt eine weit gehende Unkorreliertheit und eine hohe Korrelation im steigenden Aktienmarkt“, beschreibt das der Grenbell-Experte Goldbacher. Zudem ist grundsätzlich die Chance, mit dem Modell zu gewinnen, höher als das Risiko von Verlusten.

2008, im Katastrophenjahr für die Aktienmärkte rund um den Globus, zeigte sich die Stärke des Modells: In einem reinen Euro-Stoxx-50-Depot lösten sich 42,4 des Anlegervermögens in Luft auf. Wer nur fünfjährige Staatsanleihen im Portfolio hatte, konnte sich mit einem Gewinn von 11,6 Prozent entspannt zurücklehnen. Wer jeweils zur Hälfte auf Aktien und Anleihen setzte und diese Mischung das ganze Jahr durchhielt, verlor 18,7 Prozent.

## Top-Ergebnis

Die Best-of-two-Strategie liefert in den allermeisten Jahren seit 1970, was sie soll: Hohe Beteiligungen an den Gewinnen am Aktienmarkt und einen Puffer, wenn die Börse kräftig nach unten rauscht.

Jahresrenditenvergleich in Prozent, Stand 30.7.2010



Quelle: Grenbell Advisors

Mit der Best-of-two-Methode erlitten Anleger dagegen nur ein kleines Minus von 0,4 Prozent. Im besten Aktienjahr seit 1969, dem Jahr 1985, gewann der Dax stolze 66,4 Prozent. Die Best-of-two-Strategie legte immerhin 55,8 Prozent zu – und bescherte Anlegern damit fast eine volle Teilhabe an den Gewinnen.

In Seitwärtsmärkten mit häufig wechselnden Trends wie im bisherigen Verlauf des Jahres 2010 belasten dagegen die Strategiekosten das Ergebnis. Je geringer die Restlaufzeit zum Jahresende hin, desto größer werden auch die Ausschläge – wenn klar wird, welche Asset-Klasse die bessere sein wird.

Die Walser Privatbank, damals noch unter dem Namen Raiffeisenbank Kleinwalsertal, war vor gut fünf Jahren der Vorreiter auf dem Markt der Publikumsfonds. Vorher wendeten verschiedene Anbieter das Modell lediglich für ihre professionellen Großkunden an. Das Bankhaus Donner & Reuschel, das sich 2002 die Namensrechte an „Best-of-two“ gesichert hatte, kam 2005 dann mit dem Optimix. Die jüngsten Vertreter der Fondskategorie kommen von der Deutschen Bank und von Grenbell (s. Tabelle links).

Alle auf dem Markt angebotenen Fonds funktionieren grundsätzlich ähnlich: Es gibt kein aktives Management, das auf der Grundlage von Prognosen handelt. Fundamentale Marktanalysen und die Auswahl von Einzelaktien gibt es nicht. Die Aufgabe des Fondsmanager ist es letztlich nur, die Anteile von Aktien und Anleihen im Depot technisch umzusetzen. Das geschieht zum einen über die Nachbildung der Indizes mit den jeweiligen Aktien und Anleihen. Zum anderen nutzen die Profis Futures, Zertifikate und börsennotierte Indexfonds, sogenannte ETFs. Zum Jahresanfang startet das Depot mit jeweils der Hälfte von beiden Anlageklassen.

**Kleine, aber feine Unterschiede.** Einige feine Unterschiede gibt es dennoch – die die unterschiedliche Wertentwicklung der Fonds erklären. Das wichtigste Kriterium: das Anlageuniversum. Deutsche Aktien und deutsche Anleihen scheinen als Paar am besten zu funktionieren. Das liegt daran, dass Anleger in kritischen Börsenphasen den deutschen Staat als einen der solidesten Schuldner sehen und Bundespapiere als sicheren Hafen nutzen. In Krisenphasen laufen sie deutlich besser als Staatsanleihen etwa aus Spanien, Italien oder gar Griechenland. Das zeigt ein Blick in die Vergangenheit – nicht nur in der jüngsten Euro-Krise, sondern auch bei früheren Nervositätsphasen an den Weltbörsen.

Der Metzler Torero setzt das System besser um, als es die Wertentwicklung vermuten lassen würde. Der Grund für das geringere Plus: Die Privatbanker geben eine Kapitalgarantie von 94 Prozent des Endstands des jeweils vergangenen Jahres – und die kostet den Anleger natürlich Rendite, bietet aber andererseits eine zusätzliche Sicherheit.

Die Manager des Donner & Reuschel-Fonds haben in Ausnahmefällen die Möglichkeit, das System manuell zu steuern. 2007 setzten sie das Depot außer der Reihe auf 50:50 zurück – beim Dax-Stand von 8000 Punkten. Zusätzlich erweiterten die Donner & Reuschel-Experten die Strategie: Mit jeweils einem Viertel des Fondsvermögens beginnen sie am Quartalsbeginn neu, statt nur einmal im Jahr die Verteilung auf 50:50 zurückzusetzen.

**Langer Horizont.** Welches Produkt Anleger auch wählen, in jedem Fall sollte der Anlagehorizont lang sein – ab fünf Jahren können sich die Vorteile der Strategie voll entfalten. In diesem Zeitrahmen können Anleger damit rechnen, dass es genügend dauerhafte stabile Trends gibt – sowohl nach oben als auch nach unten und relativ wenige Seitwärtsphasen. Dann können die „Wunderfonds“ ihre Vorteile ausspielen. ■

MIKA HOFFMANN

## Sicher durch das Krisenjahr

Schon Ende Januar erkannte das System die Zeichen der Zeit und setzte die Aktienquote deutlich nach unten. Im Lauf des Jahres ging sie sukzessive weiter nach unten und erreichte ab Oktober die Nulllinie, wo sie bis zum Ende des Jahres verharrte.

