



Per Autopilot durch Turbulenzen.

Nie mehr falsch positioniert sein. In Aktien anlegen, wenn Aktien steigen. In Anleihen oder Kasse investiert sein, wenn die Aktienkurse fallen. Ganz automatisch. Mit einer speziellen Anlagestrategie soll dieser Traum jedes Investors wahr werden. Kann sie halten, was sie verspricht?

„Die jüngste Erfahrung der hinsichtlich Ausmaß und Dauer unerwarteten Korrektur an den Aktienmärkten hat institutionelle wie private Anleger hart getroffen. Ausgerechnet in dieser Markt-

phase versagte das prognosebasierte Markttiming der meisten Manager.“ Hubert Dichtl, geschäftsführender Gesellschafter der alpha portfolio advisors in Bad Soden im Taunus, formulierte die-

se Sätze im Jahr 2002. Er hätte sie auch 2008 schreiben können. Oder heute. „Es gibt ein grundlegendes Problem“, erklärt Michael Goldbacher, Geschäftsführer bei Grenbell Advisors in Mün-

chen. „Die statische Strategie ‚Buy and Hold‘ – also Aktien kaufen und liegen lassen – funktioniert nicht mehr. Deshalb ist es wichtig, die Asset Allocation an die zyklischen Schwankungen des Finanzmarkts anzupassen.“

Doch genau das bekämen die Manager nicht hin. „Viele wissenschaftliche Studien zeigen, dass der Versuch, die Entwicklung der Aktien- oder Anleihemärkte zu prognostizieren und sich entsprechend zu positionieren, wenig erfolgreich war“, macht Goldbacher klar. „Natürlich gibt es Glückstreffer. Aber das langfristige Erfolgspotenzial ist gering.“

Um die wissenschaftlichen Erkenntnisse zu unterstreichen, holt Goldbacher eine Auswertung aus seiner Tasche – es sind die Ergebnisse von 197 Mischfonds im Fünf-Jahres-Zeitraum zwischen dem 8. August 2006 und dem 8. August 2011, errechnet vom Researchhaus Morning-

star. „In den letzten fünf Jahren hätten diese Fonds ihre Stärken wunderbar ausspielen können. Sie dürfen schließlich die Aktien- und Anleihequote beliebig zwischen null und 100 Prozent variieren“, erklärt Goldbacher.

Da die Aktienkurse in großen Amplituden schwankten und die Anleihekurse tendenziell stiegen, hätte ein erfolgreicher Manager durch kluges Wechseln von Aktien in Anleihen oder Cash tatsächlich viel Geld verdienen können.

„Haben sie aber nicht“, resümiert Goldbacher, „nur bei 32 Fonds lag die Wertentwicklung über der Rendite des Geldmarkts. Exakt die Hälfte – 97 Fonds – machten sogar Verluste. Die Mehrzahl der Fondsmanager ist offensichtlich nicht in der Lage, einen Zusatzertrag zum risikolosen Zins zu liefern.“

Und noch ein Problem falle bei der Analyse langer Datenreihen auf: „Erfolgrei-

che Manager bleiben nur selten erfolgreich. In der Vergangenheit konnten sich nur 40 Prozent der Outperformer eines Fünf-Jahres-Zeitraumes über den nächsten in der Gewinnergruppe halten. Über einen Zehn-Jahres-Zeitraum waren es sogar nur noch 15 Prozent.“

Anlagekonzepte, basierend auf Renditeprognosen, folgert Michael Goldbacher, funktionieren nicht. „Die Frage, ob die Kurse steigen oder fallen, wird deshalb bei uns von niemandem beantwortet.“

Stattdessen kümmern sich Berater wie Grenbell und alpha portfolio advisors um die Möglichkeiten, Geld zu verdienen, ohne Vorhersagen zu machen.

Eine besonders interessante Variante dieser „prognosefreien Anlagestrategien“ stellte Dichtl mit seinem Kollegen Schlenger von alpha portfolio advisors schon 2002 in der Fachzeitschrift „Die Bank“ vor. Dichtl war 2001 – frisch von >

der Uni – ins Beratergeschäft eingestiegen und hatte es bald mit ziemlich desillusionierten institutionellen Investoren

zu tun. „Nie mehr Aktien“, war die oft gehörte Reaktion auf den Crash Anfang des Jahrzehnts. „Doch mir war klar:

Alles, was Sie über Best-of-two wissen müssen.

// Bewertung

Grundsätzlich ist die Strategie sehr interessant, weil sie komplett ohne Prognosen auskommt. Sie ist deshalb eine perfekte Diversifikation zu herkömmlichen Anlagen, die ja darauf setzen, dass Prognosen von Experten Mehrwert schaffen.

Die Simulationen mit Vergangenheitsdaten überzeichnen allerdings das Potenzial der Aktien-Anleihen-Kombination. Seit 1982 sind die Zinsen kontinuierlich gefallen, und die Anleihekurse entsprechend gestiegen. Deshalb brachte die Strategie auch oft nach Kosten in Jahren Gewinn, in denen die Aktienkurse fielen. Das wird – angesichts der aktuell sehr niedrigen Renditen – in Zukunft kaum mehr möglich sein. Rechnen Sie deshalb zumindest in der klassischen Variante mit Aktien und Anleihen mit niedrigeren Erträgen, als es die Backtests erwarten lassen.

// Umsetzung

Die größten Fehler, sagen Dichtl und Goldbacher übereinstimmend, werden bei der Umsetzung gemacht. Sie sollte einfach sein und sich konsequent am Grundgedanken der Strategie orientieren.

01. Die richtigen Pärchen bilden: Aktien gegen Renten ist der Klassiker. Weil aber Anleihen mittlerweile auch eine „Risikoanlage sind“, könnte in Zukunft Aktien gegen Kasse interessant werden. Oder Rohstoffe gegen Kasse. Oder DAX „long“ gegen DAX „short“. Oder Schwellenländer „long“ gegen US-Börsen „short“. Weil alles denkbar ist, können Family Offices individuelle Ideen umsetzen. Wichtig ist nur, dass logisch nachvollzogen werden kann, warum diese Paare sich wahr-

scheinlich in Zukunft gegenläufig entwickeln werden. Und dass die gewählten Indizes auch problemlos investierbar sein werden.

02. Den richtigen Anlagehorizont planen: Die Strategie kann ihre Vorzüge nur über einen, besser über zwei gesamte Börsenzyklen entfalten. „Auf sechs bis zwölf Monate lässt sich keine Performance erzielen“, warnt Christian Jasperneite. Als Mindestanlage sollten Sie fünf, besser zehn Jahre einplanen.

03. Kosten beachten: Die Replikation über Futures ist günstiger als über den Kassahandel. Grundsätzlich gilt: Die dahinterstehende Mathematik klingt nur kompliziert, ist aber ganz einfach umzusetzen. Also darf dies auch nicht viel kosten.

04. Konsequenz handeln: Der Manager soll nur die Quoten umsetzen und sich sonst nicht einmischen. Nutzen Sie nur die Indizes. Wetten auf einzelne Aktien oder Anleihen sind Prognosen – und sollten bei dieser Strategie außen vor bleiben.

05. Immer zu 100 Prozent investieren: Weil über Futures schnell gehandelt werden kann, braucht die Strategie keine Kasse. Unterinvestition führt nur zu Unterperformance.

// Anbieter

Grenbell Advisors betreut individuelle Mandate ab einem Anlagevolumen von zehn Millionen Euro. Bei alpha portfolio advisors sollte ein eigenes Mandat ein Volumen von 20 bis 30 Millionen aufweisen. Beide Anbieter können Family Offices auf Wunsch auch am Monatsende die Quoten von individuell ausgewählten Pärchen zurufen. Setzt der Investor die Strategie dann selbst um, wird nur eine verhandelbare Beratungsgebühr fällig.

Versicherungen und Pensionskassen brauchen Aktien, um die nötige Rendite zu machen. Nur können sie offenbar die kurzfristigen Risiken nicht ertragen. Wir haben uns deshalb auf die Suche nach einem ‚Aktien light‘-Ansatz gemacht – in schwierigen Aktienjahren Verluste vermeiden, in guten Jahren möglichst stark an Kursgewinnen teilhaben.“

Am einfachsten, überlegten die Berater, wäre es, wenn der Investor im Nachhinein entscheiden könnte, welche Anlage er denn ein Jahr vorher lieber gekauft hätte – Aktien oder Anleihen. Das hörte sich zunächst etwas abenteuerlich an. Doch das mathematische Rüstzeug für eine derartige Strategie existiert schon seit dem Jahr 1978.

Damals hatte der US-Finanzwissenschaftler William Margrabe die Formel für sogenannte Austauschoptionen entwickelt. Sie erlaubt interessante Geschäfte. Investoren könnten zum Beispiel den DAX und eine Austauschoption auf den Anleiheindex REXP kaufen. Hat sich der REXP am Ende des Jahres besser entwickelt als der DAX, wird die Option genutzt und die Anlageklasse getauscht. Gewinnt der DAX das Rennen, verfällt die Option wertlos.

Auf diesen Gedanken gründeten Dichtl und Schlenger ihre Strategie. „Sie hatte zum Ziel, über einen bestimmten Anlagezeitraum – meist ein Jahr – diejenige Rendite zu erzielen, die dem Ertrag der ‚besseren‘ von zwei vorher definierten Anlagen entspricht – abzüglich der Strategiekosten.“

Eine brillante Idee. Bloß: „Bei den Austauschoptionen handelt es sich nicht um börsennotierte Optionen. In der Praxis kann dieses Geschäft nur direkt mit einer Bank abgeschlossen werden“, erklärt Michael Goldbacher. Das aber habe Tücken. „Erstens tragen Anleger dann das zusätzliche Risiko der Zahlungsfähigkeit im Ernstfall. Und zwei-

tens wird der Optionshändler der Bank darauf achten, dass er bei diesem Deal möglichst keinen Verlust macht. Er wird deshalb Prämien verlangen, die deutlich über dem theoretisch fairen Preis einer Margrabe-Option liegen. Und schon lohnt sich das Geschäft nicht mehr.“

Dichtl und Schlenger suchten weiter. Und fanden einen Umweg. „Wir starteten mit einer 50:50-Aufteilung des Vermögens zwischen Aktien und Anleihen. Und veränderten dieses Verhältnis dann so, dass das Portfolio das Auszahlungsprofil exakt nachbildete, das sich ergeben hätte, wenn wir den DAX und die Austauschoption besessen hätten.“

Eine Art Optionsgeschäft ganz ohne Optionen. Was sich jetzt etwas kompliziert anhört, ist für Mathematiker eine leichte

Um das Konzept leichter erklären zu können, hat sich Michael Goldbacher einen hübschen Vergleich ausgedacht: „Stellen Sie sich einen Buchmacher vor, der Wetten auf den Ausgang eines



Läufer setzen möchte, muss nun nur noch vier Euro bezahlen.

Nach der Hälfte der Strecke ist der Vorsprung auf 1000 Meter gestiegen. Der Buchmacher quotiert nun neun zu eins.

Und nimmt die Quote auch nicht zurück, wenn der schwarze Läufer zwischenzeitlich wieder ein paar Meter verliert. Denn die Wahrscheinlichkeit, dass dieser als Erster das Ziel erreichen wird, ist dann immer noch sehr hoch.

Nach elf Kilometern beträgt der Vorsprung des schwarzen Läufers zwei Kilometer. Jetzt kann eigentlich nichts mehr passieren. Der Buchmacher legt die Quote auf 9,9 zu 0,1 fest.

„Nun ersetzen Sie den schwarzen Läufer durch Aktien, den weißen Läufer durch Anleihen, Kilometer durch Monate und Wettquote durch Aufteilungs-

„Wer die Formel versteht, braucht keine 30 Minuten, um ein Rechenschema aufzusetzen.“

Übung. „Wer die Formel versteht, braucht keine 30 Minuten, um ein Rechenschema aufzusetzen, das zu jedem Zeitpunkt genau vorgibt, wie das Verhältnis zwischen den beiden Anlageklassen verändert werden muss“, macht Christian Jasperneite, Chefstrategie beim Bankhaus M.M. Warburg, klar.

In der Folge wurde diese Idee als einfache „Best-of-two“-Strategie mit Aktien und Anleihen vermarktet. Vermögenden Investoren eröffnet sie allerdings viel mehr Möglichkeiten. Denn sie können diese Strategie ganz individuell mit einem Pärchen ihrer Wahl umsetzen – zum Beispiel Emerging-Market-Aktien und Kasse. Oder Gold und Anleihen.

Zwölf-Kilometer-Laufes anbietet. Es gibt zwei Läufer, einen schwarzen und einen weißen. Die Auszahlung auf den Sieger liegt bei zehn Euro.“

Am Anfang des Rennens wird der Buchmacher eine Quote von 50 zu 50 stellen. Er bietet Wetten zu jeweils fünf Euro auf den weißen und den schwarzen Läufer an. Beide haben schließlich zunächst dieselben Chancen.

Nach einem Kilometer liegt der schwarze Läufer 50 Meter vorn. Der Buchmacher muss nun die Quoten ändern, weil sonst viel mehr Spieler auf diesen Läufer wetten würden. Der Einsatz für die Wette auf den schwarzen Läufer steigt auf sechs Euro, wer auf den weißen

quote zwischen Aktien und Renten im Depot – und Sie wissen in etwa, wie die Replikation der Margrabe-Option funktioniert“, schließt Goldbacher.

Konkret umfasst das Konzept drei Schritte: Zunächst gilt es, das passende Paar auszuwählen. „Wichtig ist dabei, Paare aus zwei Themen gegeneinander zu stellen, von denen zu vermuten ist, dass sie sich konträr entwickeln – Inflation gegen Deflation, Risiko gegen Sicherheit. Denn die Strategie lebt ja davon, dass es einen guten und einen schlechten Markt gibt“, erläutert Christian Jasperneite.

Schritt zwei definiert die Veränderung der Quoten. Am Anfang des Jahres >

startet die Strategie mit einer 50:50-Aufteilung. Aktien und Anleihen sind zunächst gleich gewichtet. Am Ende jeden Monats werden die Quoten entsprechend dem Vorsprung angepasst, den eine Anlageklasse erwirtschaftet hat. „Der Investor positioniert sich so sukzessive in der besseren Klasse. Bis er am Ende des Jahres zu 100 Prozent in dieser Anlage investiert ist. Danach – das ist Schritt drei – wird die Relation wieder auf 50:50 zurückgesetzt“, erläutert Dichtl. Die Strategie verknüpft zwei interessante Aspekte. Im Jahresverlauf agiert der Investor prozyklisch – er profitiert von klaren Trends. Am Ende des Jahres verhält er sich dagegen antizyklisch, weil er durch das Zurücksetzen automatisch Gewinne in der Anlageklasse realisiert, die sich besser entwickelt hat.

Auch diese Umsetzung kostet allerdings Geld – zwar nicht so viel wie der Kauf einer Margrabe-Option bei einer Bank. „Aber je nachdem, wie stark die Märkte schwanken, entstehen doch jährliche Kosten zwischen drei und 15 Prozent“, rechnet Goldbacher vor. Das ist eine ganze Menge. Lohnt sich der ganze Aufwand dann noch? Um diese Frage zu beantworten, haben die Experten Berge von Datenmaterial aus der Vergangenheit gesammelt und Simulationen durchgerechnet. „Diese sogenannten Backtests sind völlig sauber“, analysiert Jasperneite, „schließlich wird die Quotensteuerung nach festen Regeln und einer mathematischen Formel vorgenommen. Die ist, wie sie ist – es gibt keine Stellschrauben, mithilfe derer das Ergebnis schön gerechnet werden könnte.“

Mittlerweile steht fest, dass sich die Arbeit gelohnt hat. Grenbell Advisors analysierte 80 Strategien mit unterschiedlichen Paaren. Bei allen waren die Ergebnisse trotz der hohen Strategiekosten überdurchschnittlich.

„Langfristig liegt der Ertrag weit über dem, was mit jeder der einzelnen Anlageklasse hätte erzielt werden können. Und die zwischenzeitlichen Rückschläge sind signifikant geringer. Insgesamt“, resümiert Goldbacher, „verbessert das Anlagekonzept das Rendite-Risiko-Profil der Vermögensanlage erheblich.“

Wie dramatisch die Unterschiede auf lange Sicht ausfallen können, belegt der Münchner anhand der Ertragsentwicklung deutscher Aktien und Anleihen in den 41 Jahren zwischen Januar 1970 und Mai 2011. „Der DAX stieg in die-

sem Zeitraum um 1071,9 Prozent, der Anleiheindex REXP um 1420,6 Prozent. Wer beide Anlagen im Verhältnis 50:50 gemischt und diese Quoten monatlich wiederhergestellt hätte, konnte 1549,9 Prozent verdienen. Die Strategie dagegen – vollautomatisch umgesetzt – hätte eine Rendite von 4539,2 Prozent erzielt.“

Vor wenigen Monaten schloss Grenbell nun eine Kooperation mit Standard & Poor's, um investierbare Indizes auf dieses Anlagekonzept und verschiedene Paare zu lancieren. In die ersten beiden dieser „Dynamic Asset Exchange Indices“ kann seit Juni investiert werden.

Alpha portfolio advisors hat sogar schon seit acht Jahren Praxiserfahrung. „Wir haben dieses Konzept im Januar 2003 mit dem DAX und dem Index für Bundesanleihen REXP umgesetzt“, erzählt Hubert Dichtl.

Die dabei erzielten Ergebnisse sind ebenfalls sehr positiv. Bis Ende 2010 kam der DAX auf einen jährlichen Ertrag von 11,5 Prozent, Anleihen schafften 4,6 Prozent, der Mix aus 50 Prozent Aktien und 50 Prozent Anleihen brachte es auf 8,6 Prozent. Und die Strategie? „Sie erreichte 11,2 Prozent – fast so viel wie der Aktienmarkt, der zu Beginn des Vergleichs extrem günstig bewertet war.“ Tatsächlich notierte der DAX Anfang 2003 nach drei Jahren Baisse nur bei rund 3000 Punkten.

Vor allem der Kursverlauf der Strategie beeindruckt. Bis Ende 2007 kletterte der DAX um 180 Prozent. Das Strategie-Portfolio verdoppelte sich und realisierte so immerhin 55 Prozent der DAX-Performance. Im Jahr 2008 – der DAX hatte 40 Prozent eingebüßt – verfehlte

die Strategie die Null nur knapp. Und weil 2009 wieder mit einer 50:50-Aufteilung gestartet wurde, erfolgte der Wiedereinstieg in den Aktienmarkt ebenfalls rechtzeitig. „Die meisten



Mischfondsmanager haben das damals nicht geschafft“, macht Dichtl klar und folgert: „Dabei sein, wenn die Aktienkurse steigen, und in schwierigen Jahren möglichst wenig verlieren – unsere Strategie hat den Praxistest bestanden.“

Dass Dichtl in diesem Moment das „Unsere“ so stark betont, hat einen Grund. Neben Beratern wie alpha portfolio advisors und Grenbell Advisors, die das Modell puristisch umsetzen, gibt es noch eine Reihe von Banken, die in ihren Fonds zwar ebenfalls Best-of-two verkaufen, dabei das Modell aber – wie es Dichtl ausdrückt – „verwässern“.

Deren Erfolge sind dann oft auch bescheiden. „Dort werden vor allem in der Umsetzung manchmal Fehler gemacht“, meint Goldbacher. „Die Kosten sind zu hoch, die Paare schlecht ausgewählt, es werden zusätzliche, unnötige Sicherungskonzepte eingezogen, oder der Fondsmanager weicht vom Index ab, um seine

eigene Meinung umzusetzen.“ Dabei sei es das Wesen der Strategie, prognosefrei und regelgebunden zu agieren. „Die Strategie“, ergänzt Dichtl, „verträgt offensichtlich keine ‚Experimente‘.“

In einigen Marktsituationen offenbart sie allerdings auch Schwächen, selbst wenn sie puristisch durchgeführt wird. „Sie braucht einen klaren Trend. Wenn es mit hohen Schwankungen seitwärts geht, laufen die Quoten zwischen 40 und 60 Prozent hin und her. Weil die Umschichtungen dann meist zum falschen Zeitpunkt kommen, schneidet die Strategie in solchen Phasen schlechter ab als der Markt“, erläutert Christian Jasperneite.

Ebenso problematisch ist es, wenn der Aktienmarkt zunächst deutlich steigt und dann, gegen Ende des Jahres, abrupt fällt. „In diesen Momenten wird die Strategie regelrecht auf dem falschen Fuß erwischt“, räumt Dichtl ein.

Um diese Schwächen auszugleichen, arbeiten die Experten inzwischen an Best-of-two 2.0 – der nächsten Generation dieser Idee (Kasten links). Das allerdings geschieht vorsichtig. Schließlich muss der große Vorteil dieses Ansatzes bewahrt werden. „In der Regel steckt doch in jedem Verwaltungsmandat die Meinung des Beraters“, sagt Michael Goldbacher, „es ist deshalb eine intelligente Art der Diversifikation, diese prognoseorientierten Ansätze mit prognosefreien Modellen zu mischen – jedenfalls für alle, die eine systematische Managerdiversifikation anstreben. Für diese Investoren gilt: Je weniger die Managementansätze miteinander korrelieren, desto höher ist das Wertschöpfungspotenzial.“ □

Text: Klaus Meitinger

Best-of-two 2.0 – eine gute Idee noch besser machen.

Derzeit werden vier Möglichkeiten der Weiterentwicklung der Strategie diskutiert.

// 01. Im Test zeigte sich, dass einzelne Paare zwei oder drei Jahre lang nicht gut funktionieren. Das ist für Investoren unbefriedigend.

Die Lösung: Für Abhilfe kann die Aufnahme weiterer Paare sorgen. Christian Jasperneite bildet in einem Warburg-Fonds insgesamt 20 Paare aus 15 unterschiedlichen Anlagen. Hubert Dichtl hält dies allerdings für „überdiversifiziert“ und rät, maximal drei bis vier Paare zu kombinieren. Dies wird beispielsweise im von ihm beratenen Pro Global der Deutschen Bank umgesetzt. Wichtig ist dabei immer: Diese Paare müssen isoliert gesteuert werden.

// 02. Etabliert sich am Jahresanfang ein starker Trend, ist die Strategie bald zu 100 Prozent in der besseren Anlageklasse investiert. Dies sorgt bei einer Trendumkehr für Verluste.

Die Lösung: Dichtl und Schlenger schlagen einen „Trigger-Mechanismus“ vor. Dieser sorgt

dafür, dass die Quote zunächst nur bis zu einem vordefinierten Niveau – zum Beispiel 80 Prozent – steigen darf. Effekt: Das Risiko, aber auch die Ertragschancen werden reduziert.

// 03. Die Anpassung erfolgt immer am Monatsende. Kurzfristige Schwankungen werden so ignoriert. Dies führte zum Beispiel Anfang August 2011 zu massiven Kursverlusten.

Die Lösung: Auf dieses Problem haben die Experten keine Antwort. „Die reine Theorie würde eine unmittelbare Anpassung der Allokation an sich ändernde Marktbewegungen erfordern“, erklärt Goldbacher. „In der Praxis würden die kleinen gegenläufigen Marktbewegungen aber zu hohen Handelskosten führen. Unsere Tests zeigten, dass mit einer monatlichen Anpassung risikorelevante Marktbewegungen in der Asset Allocation umgesetzt und gleichzeitig die Transaktionskosten minimiert werden können.“

// 04. Es gibt keinen logischen Grund, warum die Quoten immer Anfang Januar auf 50:50 zu-

rückgestellt werden sollen. „Im Test lässt sich zeigen, dass der Monat, in dem zurückgestellt wird, für den Ertrag mit ausschlaggebend war. Durch die Wahl des Startmonats ergaben sich auf 15 Jahre Renditeunterschiede von bis zu 100 Prozentpunkten“, informiert Jasperneite.

Die Lösung: Statt das ganze Depot immer nur an einem Zeitpunkt auf 50:50 zurückzusetzen, macht Jasperneite dies jeden Monat mit einem Zwölftel des Depots und rechnet mit diesen Teilen dann unabhängig weiter. Hubert Dichtl ist davon nicht überzeugt: „Der Charme der Strategie liegt ja darin, in klaren Trends schnell zu 100 Prozent in der besseren Anlage investiert zu sein. Wird immer wieder ein Teil zurückgesetzt, geht dieser Vorteil verloren. Anleger landen dann näher am Ertrag einer festen 50:50-Aufteilung.“ Das ist richtig, wenn mit den Klassikern Aktie und Anleihe gearbeitet wird. Da Jasperneite 20 Paare nutzt, darunter sechs Long/short-Varianten, umgeht er dieses Problem.