

Besser als das Original

In Zeiten hoher Volatilitäten an Aktien- und Rentenmärkten und unsicherer Prognosen finden **regelgebundene dynamische Allokationsmodelle** immer mehr Interessenten. Die Zeit für Spezialisten in der Replikation von Optionen scheint angebrochen.

Das Ziel der Best-of-Two-Konzepte (BOT) besteht darin, durch systematische Umschichtungen einerseits Verluste aufgrund ungünstiger Kursentwicklungen zu vermeiden und andererseits an positiven Marktentwicklungen zu partizipieren, das heißt, ein asymmetrisch rechtschiefes Renditeprofil zu erzeugen. Dabei denken viele an die Austauschoption und deren Nachbau, wie sie in Best-of-Two-Strategien umgesetzt wird. Zwei Consultingunternehmen und damit zwei Player ohne eigene Produktwelt sind es, die hier den Ton angeben und ihr Know-how verschiedenen Häusern beim Nachbau der Austauschoption nach Margrabe zur Verfügung stellen: Alpha Portfolio

Advisors GmbH mit Sitz in Bad Soden im Taunus mit Mastermind Hubert Dichtl und Grenbell Advisors GmbH mit Markus Rauscher in München. Beide fungieren als Berater für BOT-Anlagekonzepte, wobei sich die Grundidee, die Rendite der besseren von zwei Assetklassen abzüglich der Strategiekosten zu erhalten, vom klassischen Ren-

ten/Aktien-Entwurf hin zu innovativen kundenspezifischen BOT-Lösungen entwickelt hat.

Wie alles begann

Hubert Dichtl und Kollegen von Alpha Portfolio Advisors starteten 2002 mit einem mittlerweile legendären ersten Artikel zum

partizipieren, da man mit Renten allein in eine Unterdeckung gelaufen wäre. „Diesen ersten institutionellen Kunden beraten wir übrigens noch heute, und auch der zweite aus dem Folgejahr vertraut noch immer auf unsere Strategie“, so Dichtl nicht ohne Stolz, „diese Kunden haben ihre Assets bis dato vervier- beziehungsweise verzwölfacht.“ Die ursprünglich als „Best of Two“



» Das Hinterfragen der eingesetzten Assetklassen ist zur Nachschärfung des Profils unerlässlich. «

Dr. Hubert Dichtl, Geschäftsführer der alpha portfolio advisors GmbH, Bad Soden/Ts.

Thema „Best of Two“ in der Zeitschrift „Die Bank“. Vorangegangen waren Analysen im Auftrag eines Versorgungswerkes, das – arg gebeutelt von Aktienkursrückgängen – im Zuge einer Asset-Liability-Management-Studie nach einer Asset Allocation suchte, die es ermöglichte, am Aktienmarkt mit geringeren Drawdowns zu

bezeichnete Strategie firmiert nun unter der geschützten Bezeichnung „alphaport Strategie“, nachdem sich die Donnerbank die ursprüngliche Bezeichnung sichern konnte. 2003 erschien dann ein zweiter Artikel von Dichtl, worin er anhand eines Langfristvergleichs die Vorteile der Strategie bei Verwendung des DAX und REXP illustrierte.

Optionsreplizierung lohnt sich auf längere Sicht

Bessere Wertentwicklung mit deutlich geringen Drawdowns



Rückrechnung für Euroland-Exposure (EuroStoxx 50). Die langfristige Analyse mit fünfjährigen deutschen Bundesanleihen zeigt ein deutlich besseres Rendite-Risiko-Profil des Index der Austauschoption gegenüber dem Constant Mix Portfolio (CMA). **Quelle:** Grenbell Advisors GmbH

Long/Short-Variante schafft zusätzlichen Mehrwert

Negative Marktphasen können kapitalisiert werden.



Eine Aktienquote, die von plus 100 bis minus 100 Prozent reichen kann, versus Renten schafft im BOT-Konzept über den gleichen Zeitraum von 23 Jahren deutlich mehr Ertrag. Längere Downside Moves wie 2008 schlagen sich in Gewinn nieder. **Quelle:** Grenbell Advisors GmbH

Der erste Publikumsfonds, der dieses Konzept mithilfe von Alpha Portfolio Advisors umsetzte, war der Walser Portfolio German Select Fonds. Dichtl: „Wir boten die Walser Privatbank von Januar 2004 bis inklusive Dezember 2010.“ Weitere Kunden folgten, etwa Merck, Finck & Co., wo Alpha noch bis 31. 12. 2011 die Allokation steuert, wie Dichtl verrät. Am Anfang machte es für Alpha Portfolio Advisors Sinn, Publikumsfonds mit institutionellen Tranchen zu beraten, da kleine Institutionelle sonst keine Möglichkeit gehabt hätten, in den Ansatz zu investieren. „Kerngeschäft war und ist aber immer die Beratung institutioneller Investoren“, umreißt Dichtl die Unternehmensstrategie, der die Emanzipationsbestrebungen der Fondsanbieter als willkommene Straffung seiner Kundenpalette versteht. Zwar lässt sich Alpha Portfolio Advisors das Volumen der nach der alphaport-Strategie gemanagten Assets nicht entlocken, doch auf Nachfrage bestätigt Dichtl, dass es sich um einen hohen einstelligen Milliarden-Euro-Betrag handelt. Geht man von acht Milliarden aus, dann befinden sich allein rund 75 Prozent der beratenen Assets bei der Deutschen Bank (siehe Tabelle „Das Universum der Best-of-Two-Fonds 2011“). Zirka 5,9 Milliarden liegen in sechs db-Fonds. Dabei sieht Dichtl den db Privatmandat Comfort – PRO Deutschland als legitimen Nachfolger seines Walser-Track-Records an, wobei allerdings die Rentenseite nicht durch den REXP, sondern durch den iBoxx Germany 1–3 Jahre dargestellt wird.

Profil nachschärfen

Der tourliche Ablauf der einjährigen Austauschoptionen sorgt dafür, dass sich Consulter Alpha und der Investor zusammensetzen, um zu besprechen, ob die gewählten zwei Assetklassen und ihre Besetzungen nicht verändert werden sollten. Dichtl: „Dieses Hinterfragen ist wesentlich, geht es doch darum, zwei Assetklassen zu finden, die im Idealfall negativ korreliert sind und ein stabiles unterjähriges Trendverhalten



Die erfolgreichsten Best-of-Two-Strategien der letzten Jahre replizieren komplexe Optionsstrategien und schaffen es dabei, nachhaltig die gewünschten Chancen-Risiko-Profile zu produzieren.

aufweisen.“ Letzteres lässt sich etwa ganz gut mittels Autokorrelationsuntersuchungen ermitteln. Dichtl beobachtet bei institutionellen Adressen eine Ausdifferenzierung der Assetklassen Aktien und Renten, aber kein Verlangen nach Commodities, Devisen und Ähnlichem. Früher spielten die meisten EuroStoxx 50 versus Eurolandanleihen. Heute seien Emerging-Markets-Aktien gefragt, die oft kräftige Trends zeigen. Auf der Rentenseite wieder schwant vielen, dass die langen Jahre sinkender Zinsen wohl bald zu Ende gehen werden, und die schwache Performance der Euro-Peripheriestaaten lässt

deutsche Bundesanleihen interessanter erscheinen. Die Deutsche Bank etwa hat den REXP (Duration zirka 4,7 Jahre) durch den iBoxx Germany 1–3 Jahre ersetzt und damit die Duration verkürzt. Im db PM Comfort – PRO Global wiederum geht es um die Ausdifferenzierung der Aktienseite, denn bei einem globalen Mandat ist es wenig sinnvoll, den MSCI World gegen Renten laufen zu lassen. Dichtl: „Viel besser ist es, einzelne Aktienmärkte versus Renten einzusetzen, damit sich die unterschiedlichen Pfade der Aktienmärkte nicht wegnivellieren. Das erhöht die Performancechancen der

Strategie.“ Bei Alpha hält man von Abweichungen vom ursprünglichen, 2002/03 vorgestellten Konzept wenig. So kann er einem „Worst of Two“, wie es Donner & Reuschel anbietet, wenig abgewinnen, denn statt in der besseren der beiden Assetklassen engagiert zu sein, ist man dort in der schlechteren der beiden short, was angesichts der Risikoprämien, die es bei Renten und Aktien grundsätzlich zu verdienen gibt, nicht gutgehen kann; die Performance des D&R Best-of-Two Short Classic spricht eine klare Sprache (siehe Tabelle). Von Devisen als Austausch-Assets zeigt sich Dichtl ebenfalls nicht begeistert, denn dort gebe es keine Risikoprämie zu verdienen.

Puristisch und innovativ

Neben DAX und EuroStoxx tauchen nun auch andere Regionen wie Japan und die Emerging Markets in Produktlösungen auf, weitere Assetklassen stoßen dazu, und bei Renten wird das gesamte Laufzeitensegment Thema. Werden zwei unterschiedliche Laufzeiten gewählt, beispielsweise zehnjährige deutsche Staatsanleihen einerseits und einjährige andererseits, ist eine systematische und prognosefreie Durationssteuerung das Ergebnis. Nachdem Anleihen viele institutionelle Portfolios prägen und das Hauptkursrisiko ohnehin von der Veränderung des Marktzinzniveaus erzeugt wird, eignet sich das Konzept zur (relativen) Durationssteuerung für nahezu alle institutionellen Anleger. Das Konzept stößt aber auch im Private und Retail Banking auf reges Interesse. Nicht zuletzt weil viele Privatanleger im letzten Jahrzehnt prozyklisch von Aktien in festverzinsliche Anlagen umgeschichtet haben und auch hier Marktzinsveränderungen erhebliche Schäden in den Portfolios anrichten können. Grenbell setzt das BOT-Konzept in der Praxis aber auch für Long/Short-Strukturen ein. Umfangreiche Analysen zeigen, dass dadurch das Rendite-Risiko-Profil nachhaltig verbessert werden kann (siehe Chart „Long/Short schafft Mehrwert“). „Während das erste, meist sehr risikobehaftete Asset zwischen minus 100 und plus 100 Prozent schwankt, kann das zweite, also das Austausch-Asset, in der

Long/Short-Version zwischen null und plus 200 Prozent des NAV regelgebunden und prognosefrei allokiert sein“, umreißt Dr. Markus Rauscher, Leiter Product Development bei Grenbell Advisors, die Allokationsgrenzen. Denn durch die temporäre Über- und Untergewichtung von Anlageklassen lässt sich ein Portfolio optimal an die zyklischen Bewegungen des Kapitalmarktes anpassen.

Die Kernkompetenz der Münchner ist zweifelsohne die Optionsreplizierung mit all ihren Facetten – nicht zuletzt durch den bisherigen Tätigkeitsschwerpunkt von Dr. Rauscher. Dieser lag in der Entwicklung und



» In der Mehrzahl der Fälle ist der Nachbau einer Austauschoption ökonomisch vorteilhafter als deren Kauf.«

Michael Goldbacher, Geschäftsführer der Grenbell Advisors GmbH, München

Umsetzung von Arbitragemodellen für komplexe, strukturierte Produkte. Das Volumen der in diesem Zusammenhang beratenen Assets soll sich bei Grenbell der Milliardengrenze nähern, wie indirekt zu erfahren war. Im Interesse der Kunden hat Grenbell neben den Long/Short-Varianten des

Produkten der Fall sein, konnte man sich doch über die Bedingungen einer weiteren Zusammenarbeit nicht verständigen. Insgesamt verwaltet MFI 1,3 Milliarden nach dem BOT-Ansatz, wobei man am klassischen Ansatz ohne Capped- oder Long/Short-Erweiterungen festhält. Die Investo-



» Das Modell lebt von der intelligenten Wahl der Assets, auch des sicheren.«

Gökhan Kula, Head of Asset Management bei der Walser Privatbank AG

Konzepts der Replikation der Austauschoption auch Capped-Varianten im Köcher. Diese werden speziell von Privatbanken nachgefragt. Hier ist beispielsweise die maximale Allokation in Aktien auf 50 Prozent des Vermögens beschränkt. Generell achtet Grenbell bei einer Erweiterung des Produktportfolios auf eine wissenschaftliche Fundierung und simulative Validierung.

Weitere Anbieter

Noch bis Jahresende 2011 berät Alpha

ren kommen dabei schwergewichtig aus dem Bereich der Pensionskassen und Vorsorgeeinrichtungen, Stiftungen und kirchlichen Einrichtungen. Auch beim kleinen südlichen Nachbarn ist MFI-AM mit dem jüngsten Publikumsprodukt des Hauses, dem Maximum of Two: Emerging Markets Aktienfonds – Eurobonds, vertreten. Der Fonds wurde mit der 3Banken-Generali Investment-Gesellschaft m.b.H. zur Jahresmitte 2011 aufgelegt und wird in Österreich von der GBR Financial Services GmbH vertrieben.

Walser emanzipiert sich

Ehemaliger Alpha-Portfolio-Advisors-Kunde ist die Walser Privatbank AG, die sich seit Jahresanfang 2011 von Alpha emanzipiert hat. Leiter des Asset Managements Gökhan Kula dazu: „Wir hatten mit Alpha Portfolio Advisors eine sehr erfolgreiche Zusammenarbeit seit 2004, die wir zur Jahreswende beendet haben, weil wir mittlerweile durch Insourcing selbst über das nötige Know-how verfügen.“ Die Erweiterung auf den dritten Fonds, den Walser Portfolio Emerging Markets Select mit dem Assetpaar „MSCI Emerging Markets versus REXP“, hat man schon allein durchgezogen. Kula verrät noch nicht, in welche Richtungen man die BOT-Fondspalette erweitern wird, doch dass es weitere Fonds geben wird, scheint so gut wie sicher. Auch eine Umsetzung des Konzepts in Richtung Long/Short will er nicht ausschließen, doch sein Credo lautet: „Keep it simple“. Es ergebe sehr viel

Sinn, den regelgebundenen, prognosefreien Mechanismus auch arbeiten zu lassen. Die intelligente Wahl der geeigneten Assets im Hinblick auf deren Korrelationsverhalten und Trendausprägung sei überaus wichtig. An die 240 Millionen Euro und damit ein gutes Viertel der Assets der Privatbank liegen in den drei Fonds, die sich auch institutioneller Kundschaft wie Banken und Versicherungen erfreuen. Es war eine geschäftspolitische Entscheidung, prognosefreie, dynamische Ansätze als eigene Produktschiene zu etablieren.

Abweichler Donner

Allein arbeiten auch Anbieter wie Donner & Reuschel sowie Metzler. Die damals noch alleinstehende Donnerbank ließ sich den Namen „Best of Two“ als Marke schützen, weshalb die anderen Anbieter kreative Fondsbezeichnungen, etwa „Maximum of Two“ in Falle von MFI, suchen müssen.

Donner startete bereits im Januar 2003 mit der Strategie in den Depots und diversifizierte den Start der Zwölfmonatslaufzeit der Austauschoption auf alle vier Quartalsbeginne rollierend und kann auch diskretionär bezüglich des Resets eingreifen, was

man bisher nur einmal 2007 im August getan hat, als man bei einem DAX-Stand von 8.000 Punkten wieder ein außertourliches Reset durchführte, um Risiko herauszunehmen. Sales-Direktor Hayri Ulucan: „Wir glauben an das Modell, behalten uns jedoch vor, unter Risikobeschränkungsaspekten einzugreifen. Das Modell hat bei uns nicht das letzte Wort.“ Ein Overruling durch den Anlageausschuss des Hauses ist also in Ausnahmefällen möglich. Aktuell arbeitet man an einer Neuheit, die bereits beim Classic Fonds eingesetzt wird, der eine Art Flaggschiff-Funktion einnimmt. Ulucan:



» Best of Two als Commodity könnte für ETF-Anbieter attraktiv werden.«

Iven Kurz, stv. Direktor Alternative Investments & Quantitative Strategies, Metzler Investment GmbH

„Wir können die Allokation jetzt nicht nur monatlich ändern, sondern verfügen über tägliche Reagibilität, was sich Anfang August als sehr positiv herausstellte, als wir uns schnell aus Aktien verabschieden konnten.“ Trotz verschiedener Anstrengungen und der gesicherten Marke sind die Ergeb-



» Nachhaltige Aktienrückgänge sind für Varianten mit öfteren Resets nicht das richtige Marktumfeld.«

Edgar Göcke, Fondsmanager des Monega BestInvest Europe, Monega KAG, Köln

nisse nicht auf der Höhe des Ehrgeizes mit Ausnahme des D&R Best-of Two Classic®, der im Dreijahresvergleich sogar vor dem Walser Portfolio German Select liegt, was an dem guten YTD-Ergebnis liegt. Es muss sich zeigen, ob die schnellere Reagibilität auf Dauer wirklich Performancevorteile erbringt oder nur die Strategiekosten erhöht. Das letzte Wort ist hier sicherlich noch nicht gesprochen. Als Kuriosität mag jedenfalls gelten, dass das Haus, das am meisten Änderungen am ursprünglichen Dichtl-Konzept vornimmt und relativ instabile Ergeb-

nisse vorlegt, den seinerzeitigen Strategienamen exklusiv für sich gepachtet hat.

Transaktionskosteneinfluss

Einen wichtigen Rahmenfaktor stellen die Transaktionskosten dar, die bei Umschichtungen zwischen Aktien und Renten anfallen. Die Umsetzung einer perfekten Optionsreplikation würde eine kontinuierliche, also etwa sekundliche Anpassung der Allokationsquoten an sich ändernde Marktbedingungen erfordern. Unmittelbare Anpassungen würden besonders bei gegenläu-

figen Marktbewegungen zu Umschichtungen führen, die sich im Sinne des Risikomanagements als irrelevant erweisen. Diese Form von Noise würde ohne Nutzen lediglich kumulative Handelskosten verursachen, die zu Lasten der Wertentwicklung gehen. Deshalb wird in der Praxis eine Strategie

eingesetzt, die diese Handelskosten – auch als Volatilitätskosten bezeichnet – minimiert, gleichwohl aber risikorelevante Marktbewegungen in der Allokationsstruktur umsetzt. Die optimale Anpassungsfrequenz wird anhand von Simulationen abgeschätzt. Diese Simulationen wurden bei Grenbell mit variierenden Transaktionskosten und Umschichtungsintervallen wiederholt. Nach jedem Simulationslauf lässt sich – unter Berücksichtigung der Transaktionskosten und des Umschichtungsintervalls – die erzielte Wertentwicklung ermitteln.

Über die Gesamtheit aller Simulationsläufe ergibt sich dann eine vollständige Renditeverteilung. Diese lässt sich anhand bestimmter Kennzahlen beschreiben. Für die Beurteilung der systematischen und nachhaltigen Reduzierung des Ausfallrisikos werden Downside-Risikomaße, unter anderem Lower Partial Moments, eingesetzt. Aber auch die Auswirkungen unterschiedlicher Umschichtungsintervalle und Transaktionskostensätze lassen sich so untersuchen. Dr. Rauscher: „Für den Parameter Umschichtungsintervall gilt: je kürzer das Umschichtungsintervall, desto höher das kumulierte Umschichtungsvolumen und damit die Transaktionskosten, die in jedem Fall wertreduzierend wirken.“

mit Kasse gemischt, bis das Risikobudget eingehalten wird. Eine Ausweitung der Publikumsfondspalette ist, abgesehen von institutionellen Publikumsfonds, nicht vorgesehen.

Dazu Iven Kurz, stellvertretender Abteilungsleiter Alternative Investments & Quantitative Strategies Metzler Investment GmbH: „Torero ist originär kein Best-of-Two-, sondern ein Wertsicherungskonzept

meiner Meinung nach ein ‚Commodity‘, also ein Standardprodukt mit einem vordefinierten Auszahlungsprofil. Unterschiede zwischen den Anbietern dürfte es bei gleichem Universum in der Bruttoperformance gar nicht geben, es sei denn, ein Anbieter begeht erhebliche handwerkliche Fehler bei der Optionsreplikation. Es wundert mich sehr, das noch kein ETF-Anbieter BOT für verschiedene Universen zu einem typischen



» Das Best-of-Two-Konzept ist vergleichbaren alternativen Ansätzen langfristig überlegen.«

Johann Peter Roßgoderer, Geschäftsführer und Partner MFI Asset Management GmbH, München

Metzlers Torero weicht

Bei Metzler verwaltet man aktuell acht Milliarden Euro für institutionelle Kunden in Wertsicherungsstrategien (z.B. Value-at-Risk Overlay). Unter diesem werden in manchen Fällen BOT-Strategien als Form der prognosefreien Allokation eingesetzt, entscheidend sind aber die zur Verfügung stehenden Risikobudgets als übergeordnete Vorgabe. Der Publikumsfonds Metzler Torero wird aktuell mit dem Metzler Global Protect zum Metzler Torero Global Protect fusioniert. Im Vorfeld der Fondsfusion hat man das Universum auf Aktien global erweitert. Die Startallokation erfolgt eher auf der Basis gleicher Risikobeiträge aus den beiden Assetklassen, also nominal mehr Rentenexposure. Anschließend wird die Allokation

mit einer Wertuntergrenze bei 93 Prozent. Die Wertsicherungssteuerung dominiert die Allokation und damit die Performance. BOT setzen wir lediglich zur prognosefreien Bestimmung der Aktien-Renten-Relation ein – aus unserer Sicht ein Wettbewerbsvorteil gegenüber anderen Wertsicherungskonzepten.“ Einem Vergleich zu „originärem“ Best of Two hält man aufgrund der dominanten Stellung des Risikobudgets nicht stand, wohl aber einem Vergleich mit anderen Wertsicherungskonzepten.

ETF-Preis anbietet.“ Diese Lücke wird aber möglicherweise demnächst durch die Kooperation von Standard & Poor’s mit Grenbell geschlossen. Optionsreplikation spielt bei Metzler eine enorm wichtige Rolle, allerdings nur zu einem sehr geringen Teil für Best of Two. Man nutzt Optionsreplikation, um komplexe individuelle Auszahlungsprofile für institutionelle Anleger in einem Spezialfonds darzustellen (Puts, Collars, Moving Caps und Floors, Iron Condors und andere mehr).

Bald Best-of-Two-ETFs?

Kurz vertritt eine interessante Auffassung, was BOT als solches angeht: „BOT ist

Monega mit von der Partie

Mit dabei ist auch noch Edgar mit dem Monega BestInvest Europa Fonds, den es in

Replikation der Austauschoption im Vergleich

Auswirkungen einer unterschiedlichen Rentenseite



Beide Anbieter replizieren monatlich die Austauschoption, vertreten durch den EuroStoxx 50 versus Euro-Staatsanleihen, wobei das Spängler-Produkt mit fünfjährigen deutschen Staatsanleihen hier das bessere Ende für sich hat. Den Rest erklärt die Kostendifferenz zwischen institutioneller (Spängler) und Retail-Tranche (MFI). Quelle: Bloomberg

Unterschätzte Rentenseite

Deutsche Bundesanleihen outperformen Eurozone deutlich.



Wie der Vergleich zwischen dem iBoxx Eurozone Sovereign OA TR Index (Bloomberg ID: QW1A) mit dem iBoxx Euro Germany Performance Sovereigns 3-5 years (QW31) über das idente Zeitfenster zeigt, macht die intelligente Wahl der Assets und hier insbesondere des „sichereren“ Assets einen wesentlichen Erfolgsbestandteil aus. Quelle: Bloomberg

einer Retailtranche seit Oktober 2005 und einer No-Load-Anteilsklasse seit September 2008 gibt. Fondsmanager Goecke setzte die Strategie von Anfang an allein um und liebt es klassisch mit EuroStoxx 50 als „Risky Asset“ einerseits und deutschen Renten andererseits sowie mit Quotenanpassung jeweils zu Monatsbeginn. Eine kleine Änderung gab es auf der Rentenseite, wo bis 2008 der REXP 2 Jahre nachgebildet, infolge der inversen Zinsstruktur und des größer werdenden Risikos auf der Zinsseite dann auf noch kürzere Restlaufzeiten (einjährige deutsche Bünde) umgesattelt wurde. Neben dem gut 88 Millionen schweren BestInvest Europa findet sich der BOT-Ansatz auch noch in Spezialfonds zur Steuerung der Aktienquote wieder. Kurzfristig sind keine Änderungen bei den Assetklassenpaaren geplant, wenngleich Goecke mit Hilfe von Autoregressionsanalysen die Augen offen hält.

Suche nach dem Optimum

Prägten in der Vergangenheit die beiden Anlageklassen Aktien und Anleihen die BOT-Konzepte, so macht die lange Bondhausse Angst, dass sich die beiden Assetklassen in Zukunft nicht mehr wie in der Vergangenheit weitgehend gegenläufig entwickeln würden. Daher werden kundenseitig andere Paarungen wie „Aktien gegen Cash“ oder „Aktien gegen Gold“ nachgefragt. Goldbacher dazu: „Family Offices, insbesondere in der Schweiz, präferieren Long/Short-Varianten, weil damit eine bessere Anpassung des Portfolios an die zyklischen Schwankungen des Kapitalmarktes erreicht wird. Im Ergebnis werden dadurch die Ertragschancen erhöht.“ Grenbell sieht in einer aktiven Bewirtschaftung der zeitvariablen Risikoprämie mittels L/S-Variante eine nachhaltige Quelle des Anlageerfolgs. Goldbacher weiter: „Der wesentliche Unterschied zwischen Long-only- und Long/Short-Varianten besteht darin, dass durch die Shortquote Kursrückgänge wie 2008 von 40 Prozent im Aktienmarkt kapitalisiert werden können.“ Bei einem Long-only-Konzept besteht nur die Möglichkeit, in den Rentenmarkt zu wechseln, dessen Wertentwicklung deutlich geringer ausfällt. Wichtig ist bei allen von Grenbell ausgewählten Paaren die hohe Liquidität,

die eine Umsetzung mit geringen Transaktionskosten gestattet. Was L/S-Versionen anbelangt, ist auch Dichtl aufgeschlossen: „Wir haben bei einem institutionellen Kunden eine Long/Short-Variante implementiert. Tendenziell ist man dann wegen des Shorts im Geldmarkt engagiert, was ein geringeres Ertragspotenzial bedingt.“

„Best of N“ – ein Knüller?

Mit von der Partie mit einem „Best of N“-Ansatz ist Warburg Invest, wo Fondsmanager Dr. Ralf Budinsky für den Warburg – Duo Best Selection – Fonds aus acht Assetklassen 20 Paare, davon zehn Long- und zehn halb so stark gewichtete Long/

Short-Paare, auswählt. Dies alles geschieht unter dem Gesichtspunkt der Diversifikation. Damit soll das Risiko verringert werden, allerdings schwindet der zusätzliche Diversifikationsvorteil mit steigender Zahl von Assetklassen bald, monieren Kritiker. Weiter setzt Warburg auf oftmalige Resets, wie aus dem Zwölfelungsansatz, wo jeden Monat eine neue einjährige Austauschoption startet, hervorgeht. Damit möchte Budinsky saisonale Effekte wie den „Year’s End Effect“ minimieren. Verfechter eines puristischen Ansatzes wie Alpha und Grenbell sind davon nicht sonderlich begeistert, da man sich durch das oftmalige Reset stark an das klassische Mischportfolio annähert und auch das Rendite-Risiko-Profil in den

Strategiekostenanalyse – Ergebnisse des BOT-Anlagekonzepts

Replikation einer Austauschoption über 23 Jahre – alle Werte in Prozent und nach Transaktionskosten

Jahr	Index XOP (Austauschoption)	Constant Mix Allocation (CMA; 50:50-Portfolio)	Aktien (EuroStoxx 50)	Renten (IPM GBI Germany 5 Years Constant Maturity)	Portfolio Turnover Rate (PTR)	Strategiekosten (Residualgröße)	Vorteil (+) / Nachteil (-) der Austauschoption versus CMA
1989	21,9	14,9	30,7	0,5	101	8,8	7,0
1990	-5,9	-8,4	-19,7	3,4	274	9,3	2,5
1991	13,9	15,3	19,9	10,7	193	6,0	-1,4
1992	8,9	10,8	7,3	14,0	234	5,1	-1,9
1993	35,2	28,4	43,6	14,4	194	8,4	6,8
1994	-6,5	-3,6	-5,0	-2,5	354	4,0	-2,9
1995	15,6	17,9	18,0	17,7	205	2,4	-2,3
1996	20,2	16,7	26,5	7,5	194	6,3	3,5
1997	32,1	22,4	40,1	5,6	194	8,0	9,7
1998	19,5	23,7	34,9	11,4	371	15,4	-4,2
1999	36,5	21,5	48,6	-1,6	204	12,1	15,0
2000	0,2	1,7	-1,7	4,8	231	4,6	-1,5
2001	-5,5	-7,2	-19,1	4,9	175	10,4	1,7
2002	-3,9	-15,1	-36,1	9,0	205	12,9	11,2
2003	10,0	11,3	18,4	3,4	234	8,4	-1,3
2004	7,4	8,0	9,4	6,5	110	2,0	-0,6
2005	17,3	13,5	24,3	3,3	144	7,0	3,8
2006	12,3	8,8	18,0	0,1	238	5,7	3,5
2007	4,8	6,5	9,6	3,3	253	4,8	-1,7
2008	-0,4	-18,8	-42,4	11,6	180	12,0	18,4
2009	14,1	14,4	25,6	2,4	227	11,5	-0,3
2010	-1,5	1,9	-2,8	5,8	189	7,3	-3,5
YTD 30. 9. 2011	-5,3	-7,3	-19,6	5,6	157	10,9	2,0
Maximum	36,5	28,4	48,6	17,7	371	15,4	18,4
Mittelwert	10,1	7,5	8,0	6,0	208	7,9	2,6
Minimum	-6,5	-18,8	-42,4	-2,6	101	2,0	-4,2

Im Mittel liegen die ex post festgestellten Kosten der Replikation einer Austauschoption bei 7,9 Prozent per annum. Sehr deutlich wird das asymmetrisch rechtsschiefe Renditeprofil. Im besten Kalenderjahr erzielte das Konzept 36,5 Prozent Wertentwicklung, im schlechtesten lediglich einen Verlust von 6,5 Prozent.

Quelle: Grenbell Advisors

Das Universum der Best-of-Two-Fonds 2011

Gegenüber 2008 hat sich das Fondsuniversum doch ganz beträchtlich erweitert. Es fällt auf, dass mehrere Wettbewerber „Schwellenländer versus Renten“ anbieten. Meist geschieht die Anpassung an die Deltavorgaben der replizierten Austauschoption monatlich. Eliminiert wurden schwergewichtige Retailfranchen beziehungsweise jene, die einen kürzeren Track Record aufweisen.

	ISIN	Auflage	1. Asset-klasse	2. Asset-klasse	Allokations-anpassung	Reset (auf 50:50)
db PrivatMandat Comfort – PRO Deutschland	LU0425202842	13. 7. 2009	DAX	iBoxx Germany 1–3 J.	monatlich	jährlich
db PM Comfort – PRO Global	LU0425202925	13. 7. 2009	div. Aktienindizes	iBoxx Germany 1–3 J.	monatlich	jährlich
db PM Comfort – PRO Wachstumsländer	LU0592710916	1. 6. 2011	MSCI Emerging Markets in Euro	iBoxx Germany 1–3 J.	monatlich	jährlich
db PM Comfort – PRO USA	LU0592710833	1. 6. 2011	S&P 500 Euro hedged	iBoxx Germany 1–3 J.	monatlich	jährlich
db PrivatMandat Fit – Europa Defensiv	LU0458399408	1. 2. 2010	EuroStoxx 50	iBoxx Germany 1–3 J.	monatlich	jährlich
db PM Fit – Europa	LU0458399580	1. 2. 2010	EuroStoxx 50	iBoxx Germany 1–3 J.	monatlich	jährlich
Metzler Torero Multiasset – R	DE000A0JLWU8	3. 7. 2006	Aktien global	JPM Deutschland	abh. vom Risikobudget	jährlich
Metzler Torero Global Protect	DE000A0MYOU9	3. 3. 2008	Aktien global	JPM Deutschland	abh. vom Risikobudget	jährlich
Walser Portfolio German Select	LU0181454132	2. 1. 2004	Dax	REXP	monatlich	jährlich
Walser Portfolio Emerging Markets Select	LU0572807518	3. 1. 2011	MSCI Emerging Markets	REXP	monatlich	jährlich
Merck Finck Vario Aktien Renten UI (I-Tranche)	DE000A0EQ5R4	2. 1. 2006	Euro Stoxx 50	iBoxx Eurozone Sovereign TR	monatlich	jährlich
Merck Finck Vario Aktien Spezial UI (I-Tranche)	DE000A0YJF26	24. 2. 2010	MSCI Emerging Mkts in Euro	iBoxx Eurozone Sovereign TR	monatlich	jährlich
Vario Deutschland UI	DE000A1C5D88	1. 12. 2010	50 % DAX, 50 % MDAX	REXP	monatlich	jährlich
D&R Best-of-Two® Optimix	DE0005321301	24. 10. 2005	EuroStoxx 50, Dax	REXP	monatlich	quartalsw. zu 1/4
D&R Best-of-Two® alpha turbo	DE000A0NEKN5	8. 10. 2008	EuroStoxx 50, Dax	REXP	monatlich	quartalsw. zu 1/4
D&R Best-of Two Classic®	DE000A0M2H54	10. 12. 2007	EuroStoxx 50, Dax	REXP	monatlich	quartalsw. zu 1/4
D&R Best-of-Two® Short Classic	DE000A0NEKP0	8. 12. 2008	short Euro Stoxx, Short DAX	short REXP	monatlich	quartalsw. zu 1/4
D&R Best-of-Two® Devisen	DE0005321467	1. 3. 2007	Euro	US-Dollar	monatlich	quartalsw. zu 1/4
D&R Best-of-Two® Wachstum	DE0005321327	24. 10. 2005	EuroStoxx 50, Dax	REXP	monatlich	quartalsw. zu 1/4
Monega BestInvest Europa – R	DE0007560781	4. 10. 2005	EuroStoxx 50	einjährige Bünde seit 2008	monatlich	jährlich
Warburg – Duo Best Selection-Fonds (I-Tranche)	DE000A0RHEB7	1. 4. 2010	20 Paare aus 8 Assetklassen	20 Paare aus 8 Assetklassen	monatlich	monatl. zu 1/12
Spängler Grenbell Strategy XOP Best of Euroland (I)	AT0000A0HPES	24. 4. 2010	EuroStoxx 50	dt. Bünde mit 5 J. Restlaufzeit	monatlich	jährlich

Inwieweit kleinere Anpassungsintervalle vorteilhaft sind, wird sich auf längere Sicht weisen müssen. Simulationsrechnungen von Grenbell lassen eher Gegenteiliges erwarten. Metzler setzt primär Wertschö-

Simulationen nicht besser war. Wir konfrontierten Budinsky mit den Vorbehalten bezüglich des Best-of-N-Ansatzes (siehe Kasten: „Warburg Invest mit ‚Best of N‘ am Sezientisch“).

Der Index-Clou

Der Münchner Boutique Grenbell ist etwas gelungen, was nicht oft zu finden ist: Man hat den Indexanbieter Standard & Poor's davon überzeugt, eine Kooperation zur Entwicklung und Vermarktung einer neuen Indexfamilie einzugehen. In der Vergangenheit war dieses Privileg Investment-

banken oder internationalen Großbanken vorbehalten. So entwickelte S&P gemeinsam mit J.P. Morgan die Ris-Control-Indexreihe oder mit der Deutschen Bank die X-Alpha-&-Alpha-Control-Indexfamilie. Entsprechend herausfordernd war dann auch der Due-Diligence-Prozess für Grenbell Advisors, wobei es neben dem Nachweis eines methodisch fundierten Modells zur Optionsreplizierung und der personellen und technischen Absicherung auch um das globale Vertriebspotenzial ging. Die beiden ersten Indizes der Familie mit der Bezeichnung S&P Dynamic Asset Exchange – US (Bloomberg Code SPDXUS) und S&P Dy-

amic Asset Exchange – Europe (Bloomberg Code SPDXEU) wurden im Juni 2011 eingeführt. Dem ging der Launch der eigens zu diesem Zweck entwickelten Indexserie S&P Global Bond Futures voraus, um so ein hochliquides Underlying für die Renten-seite zu schaffen. Dem US-Index liegen die Anlageklassen S&P 500 und zehnjährige US-Staatsanleihen zugrunde, wobei diese mittels des 10-Year US Treasury Note Futures Index abgebildet werden. Das europäische Pendant verwendet das Paar S&P Euro 75 Index und zehnjährige deutsche Staatsanleihen, die ebenfalls mit dem hochliquiden Bund Future (S&P Euro-Bund Fu-

Performance YTD 20. 10. 2011	Perf. 2010	Perf. 2009	Perf. 3 Jahre annual.	Perf. 5 Jahre annual.	Volumen in Mio. Euro	Assets in BOT insgesamt	Spezifische Merkmale des Fonds/Ansatzes
-11,01 %	7,07 %	–	–	–	2817,21		Quotenbestimmung durch Alpha Portfolio Advisors
-6,84 %	-0,40 %	–	–	–	1406,58	ca. 8 Mrd. Euro Beratungsumfang	Quotenbestimmung durch Alpha Portfolio Advisors
unterjährig					206,97	bei alpha portfolio advisors,	Quotenbestimmung durch Alpha Portfolio Advisors
unterjährig					110,98	davon ca. 5,9 Mrd. bei	Quotenbestimmung durch Alpha Portfolio Advisors
-6,88 %	Beginn Feb.	–	–	–	836,13	der Deutschen Bank	dto., zzgl. Geldmarktbeimischung zur Einhaltung des Vola-Ziels
-9,64 %	Beginn Feb.	–	–	–	527,11		Quotenbestimmung durch Alpha Portfolio Advisors
-2,94 %	-2,61 %	5,72 %	-0,11 %	-0,78 %	63,45		Wertsicherungskonzept dominant, darunter BOT, wird fusioniert
-2,89 %	-1,13 %	6,06 %	2,40 %		30,99		Wertsicherungskonzept (VaR-Overlay), aufnehmender Fonds
-7,48 %	6,60 %	7,32 %	4,20 %	4,14 %	187,32	Walser insgesamt	erster BOT-Publikums-Fonds, nun auch steueropt. Klon für D
-5,02 %					20,9	224,66 Millionen Euro	
-9,91 %	-5,42 %	11,62 %	0,29 %	0,26 %	116,91	1,3 Milliarden Euro bei	Werte 19. 10., Retailtranche startete bereits am 5. 10. 2005
-7,16 %					120,1	MFI in BOT-Strategien	
-13,26 %					82,36		zwei Paare, im Fonds aggregiert, Startoption über 13 Monate!
-12,74 %	2,94 %	9,53 %	0,78 %	-1,29 %	17,67	250 Millionen Euro	erster Publikumsfonds der Donnerbank mit BOT
-2,54 %	-5,72 %	-10,55 %			8,52	insgesamt	L/S-Version, Aktienquote zw. +/- 100 %, wird modifiziert
-1,28 %	4,49 %	12,55 %	5,88 %		12,89	bei	Vorzeigefonds, kürzeres Handelsintervall möglich, u. U. täglich
2,01 %	-9,83 %				7,63	Donner &	Short-Version, Investor verkauft schlechteres der beiden Assets
-2,43 %	6,23 %	-5,76 %	-2,44 %		11,12	Reuschel	
-6,13 %	2,61 %	5,42 %	2,40 %	0,66 %	24,27	?	Capped; mind. 50 % Renten, Aktienquote zw. 0 und 50 %
-10,61 %	-3,25 %	12,66 %	-0,09 %	-1,23 %	88,46	ca. 150 Millionen Euro	vor 2008: REXP 2 Jahre, institutionelle Tranche seit Sept. 2008
-4,76 %					13,5	53,5 Millionen Euro (30. 9.)	Best of N, 10 Long-Paare und 10 Long/Short-Paare
-4,78 %					10,89	1 Mrd. Euro bei Grenbell Advisors	Publikumsfonds mit Grenbell-Expertise

ungskonzepte um, BOT ist hier nur in zweiter Linie von Bedeutung.

Quellen: Bloomberg, eigene Recherchen

tures Index) abgebildet werden. Die einfach replizierbaren Basismärkte haben die besten Voraussetzungen, um ETFs und strukturierte Produkte auf diese Indizes zu entwickeln.

Perfekt für Institutionelle

Mit einem Schuldschein beziehungsweise einer Namensschuldverschreibung können institutionelle Anleger erstmalig in der Direktanlage von dem BOT-Indexkonzept profitieren. Andres Schmitz, Head Equity Derivatives Sales für Deutschland und Österreich bei UBS, erläutert dies beispielhaft: „Die zehnjährige Namensschuldverschreibung

wird mit einem festen Coupon von 0,25 Prozent jährlich emittiert. Das Underlying für die Wertentwicklung zum Laufzeitende stellt der S&P Dynamic Asset Exchange – Europe Total Return Index mit einem Volatilitätsziel von zehn Prozent dar. Am Ende der Laufzeit werden das Nominalkapital sowie 80 Prozent der Wertentwicklung des Underlyings zurückbezahlt.“ Die Konditionen sind indikativ und variieren mit dem Marktumfeld.

Kleiner Unterschied

Die Carl Spängler KAG in Salzburg hat den Grenbell Strategy XOP Best of Euro-

land aufgelegt, der das Konzept der Austauschoption zwischen dem EuroStoxx 50 Net Return Index und fünfjährigen deutschen Bundesanleihen umsetzt. Das Produkt zeitigt eindrucksvoll die Expertise von Grenbell: Der Fonds liegt gegenüber dem Merck Finck Vario Aktien Renten UI Fonds, der ebenfalls ein BOT-Konzept mit gleichen Aktienuniversum umsetzt, seit Auflage am 1. 6. 2010 um gut neun Prozent voran (siehe Chart „Replikation der Austauschoption im Vergleich“). Unterschiedliche Kosten allein summieren sich bei diesem Vergleich zwischen der institutionellen Grenbell- und der Retailtranche von MFI

Austauschoption in Theorie und Praxis – kaufen oder nachbauen?

Für institutionelle Investoren scheint das **BOT-Konzept** ideal: Die zentralen Eigenschaften sind Prognosefreiheit, Regelgebundenheit, Robustheit und Berechenbarkeit. Im Folgenden sollen diese und die Umsetzungsmöglichkeiten näher dargestellt werden.

Einordnung des BOT-Konzepts

Eine Einordnung von BOT im Rahmen der unterschiedlichen Asset-Allocation-Konzepte ist für das generelle Verständnis sehr nützlich. Zunächst wird nach der Verwendung expliziter Renditeprognosen oder lediglich Risikoschätzern unterschieden: Renditeprognosen sind äußerst wettbewerbsintensiv und mit hoher Unsicherheit behaftet, während Risikoschätzer nur einen geringen kompetitiven Charakter aufweisen. Die zweite Differenzierung erfolgt anhand der Renditeverteilung. Hier stehen sich symmetrische Verteilungen wie bei Minimum-Varianz-Ansätzen und asymmetrische wie bei CPPI-Strategien gegenüber. Das BOT-Konzept ist prognosefrei und weist eine asymmetrische und wünschenswerte rechtsschiefe Renditeverteilung auf.

Funktionsweise der Austauschoption

Das nachfolgende Beispiel soll die Funktionsweise des Anlagekonzepts verdeutlichen. Ein Anleger startet am Kalenderjahresanfang mit 100 Euro Kapital. Als Investitionsalternative stehen die Anlageklassen A (Aktien) und B (Bonds) zur Verfügung. Ferner weisen beide Anlageklassen am Kalenderjahresanfang einen Indexstand von 100 auf. Der Wert der Anlageklassen am Kalenderjahresende ist dagegen unbekannt und somit eine Zufallsgröße. Nach Ablauf des Jahres liegt der Aktienmarkt bei 57,6 und der Rentenmarkt bei 111,6. Der Rentenmarkt hat sich also als die bessere Anlageklasse erwiesen, wie etwa im Jahr 2008. Bei einer Investition in Aktien hätte der Anleger einen Verlust von 42,4 Prozent erlitten. Mit Renten hätte er eine Rendite von 11,6 Prozent erwirtschaftet. Geht man davon aus, dass er wie die meisten Anleger über kein besonderes Prognosevermögen bezüglich der Renditen verfügt, könnte er naiv diversifizieren und zu jeweils 50 Prozent in beide Anlageklassen investieren, um wenigstens partiell an der Rendite der besseren Anlageklasse zu verdienen. Mit diesem Balanced Portfolio erzielte

er eine Wertentwicklung von -15,4 Prozent. Darüber hinaus hätte aber auch die Möglichkeit bestanden, in ein Austauschoptionsportfolio zu investieren – mit Bonds als Basismarkt sowie einer Option, diese am Jahresende gegen das Austauschasset Aktien zu tauschen. Hierfür wird eine Optionsprämie von 12,5 Prozent unterstellt. Die verfügbaren Mittel von 100 Euro reichen jedoch nicht aus, um für 100 Euro Bonds zu erwerben und gleichzeitig die Optionsprämie von 12,50 Euro zu bezahlen. Deshalb kann das Konzept nur zu 88,9 Prozent (100/112,5) umgesetzt werden: 88,9 Euro werden in Bonds investiert und 11,1 Euro in die Austauschoption. Die entsprechende Portfoliorendite beträgt folglich -0,7 Prozent (88,9 * 1,116), da die Option wertlos verfällt. Nichtsdestotrotz übertrifft die Investitionsalternative aus Basismarkt

plus Austauschoption das Balanced Portfolio deutlich.

Optionsreplikation als Alternative

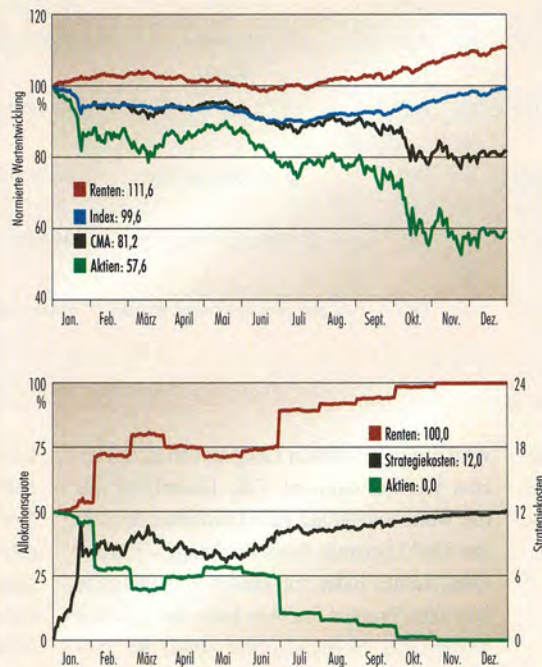
Da solche Optionen nur OTC zu erwerben sind, bergen sie ein Kontrahenten-, Liquiditäts- und Fehlbewertungsrisiko. Deshalb wird in der Praxis auf die Replizierung der Austauschoption zurückgegriffen. Die Grundidee ist, das Auszahlungsprofil des skizzierten Portfolios synthetisch mittels einer dynamischen Asset Allocation herzustellen. Hierzu wird in die beiden Anlageklassen Aktien und Renten so investiert, dass der Wert des Replikationsportfolios identisch auf Marktbewegungen reagiert wie Basismarkt plus Austauschoption.

Strategiekosten und Anpassungsfrequenz

Während bei einer optionsbasierten Umsetzung die Kosten ex ante bereits durch die Optionsprämie bekannt sind, fallen diese bei einer kontinuierlichen Replizierung sukzessive im Zeitablauf an. Die Strategiekosten setzen sich aus Transaktions- und Volatilitätskosten zusammen. Die Volatilitätskosten werden wiederum durch die Anpassungsfrequenz beeinflusst. Deshalb wird aus Effizienzgründen häufig auf eine monatliche Anpassungsfrequenz zurückgegriffen statt der theoretisch korrekten kontinuierlichen Anpassung. Dieser Mechanismus führt dazu, dass die Volatilitätskosten reduziert werden, gleichwohl aber risikorelevante Marktbewegungen in der Allokationsstruktur Berücksichtigung finden. Die zentrale Fragestellung für die operative Implementierung des Konzepts lautet wie folgt: Wie häufig darf umgeschichtet werden, um die Wertentwicklung zu maximieren, und wie stark darf verzögert werden, um Transaktions- und Volatilitätskosten zu sparen, ohne das Ausfallrisiko zu erhöhen? Generell gilt, dass die Strategiekosten mit der Renditedifferenz zwischen den beiden Anlageklassen zunehmen – jedoch sublinear wie die Grafik „Fallbeispiel 2008“ zeigt. Hintergrund ist die konzeptbedingte Prozyklik während einer

Fallbeispiel 2008

Die Optionsnachbildung löste hohe Strategiekosten gleich zu Jahresbeginn aus.



Die obere Grafik zeigt die Entwicklung der Assetklassen Aktien beziehungsweise Renten sowie die Performance des Balanced Portfolios (Constant Mix Allocation – CMA) sowie den BOT-basierten Index. Der hohe Anteil an Strategiekosten wegen der schwachen Aktienentwicklung im Januar wird unmittelbar manifest in der unteren Grafik. Diese zeigt die komplementäre Entwicklung der Allokation in den beiden Assetklassen. Bereits Anfang Februar wurde die Aktienquote auf unter 25 Prozent reduziert. Quelle: Grenbell Advisors

Periode (z.B. Kalenderjahr). In seitwärts verlaufenden Marktphasen entstehen zwar Volatilitätskosten, diese werden jedoch durch eine geringe, z.B. monatliche Anpassungsfrequenz in überschaubarer Höhe gehalten. Bei einer ausgeprägten Trendbewegung nehmen die Volatilitätskosten im Zeitablauf nur noch unterproportional zu, da durch die kontinuierliche Umschichtung die Portfoliostruktur an den positiven (negativen) Trend des Marktes angepasst wurde. Das Phänomen wird exemplarisch durch den Verlauf der Strategiekosten im Kalenderjahr 2008 sowie durch die Regressionsanalyse absolute Renditedifferenz/Strategiekosten anschaulich illustriert.

Pro- und antizyklisches Element

Die BOT-Strategie besitzt ein pro- und ein antizyklisches Moment. Während des Kalenderjahres wird sukzessive in die sich besser entwickelnde Anlageklasse umgeschichtet (prozyklisch). Am Kalenderjahresende wird die neutrale Ausgangsallokation wiederhergestellt (antizyklisch).

Erfolgsfaktoren, Stärken und Schwächen

Aufgrund des prozyklischen Verhaltens ist das BOT-Konzept in trendbehafteten Marktphasen besonders erfolgreich. Grundsätzlich gilt: je trendbehafteter die Marktphase – unabhängig von der Marktichtung –, desto besser wirkt sich der prozyklische Charakter der Strategie aus. Der zweite zentrale Erfolgsfaktor ist eine geringe Korrelation zwischen den beiden Anlageklassen.

Das Best-of-Two-Konzept outpermt bei einer ausgeprägten Trendbewegung des Marktes jede fixe Allocation, bestehend aus 50 Prozent Aktien und 50 Prozent Renten. Durch die dynamische Umschichtung wird die Allokation an den positiven (negativen) Markttrends durch Aufbau (Abbau) der Aktienquote angepasst. Beispielhafte Jahre sind hierfür 1999, 2002, 2009.

Seitwärtsmärkte sind schlechte Marktphasen für das BOT-Konzept. Die dynamischen Umschichtungen erfolgen ohne Performancerelevanz, verursachen aber Volatilitätskosten. Noch ungünstiger sind signifikante Marktkorrekturen am Anfang der Periode verbunden mit einer unmittelbaren Erholung. Beispielhafte Jahre sind hierfür 2003, 2009. Das prozyklische

Verhalten führt zu einer Reduzierung der Aktienquote. Das Konzept partizipiert deshalb an der unmittelbaren Erholung anfangs gering. Extremkorrekturen gegen Ende der Periode mit anschließend kräftiger Erholung stellen das aus Sicht des BOT-Konzepts unvorteilhafteste Szenario dar, etwa 1998.

Die linke Grafik verdeutlicht den Zusammenhang zwischen der absoluten Renditedifferenz von Aktien und Renten und der Differenz zwischen der Performance des BOT-Konzepts und einem Balanced Portfolio. Die absolute Renditedifferenz zeigt, ob das Kalenderjahr eine ausgeprägte Trendbewegung hatte oder von einem Seitwärtsmarkt mit geringer absoluter Renditedifferenz geprägt war. Das Ergebnis ist eindeutig: Je größer die absolute Renditedifferenz (Trendmarkt), desto höher ist die relative Wertentwicklung (Outperformance zu Balanced). Hingegen tritt eine Underperformance gegenüber einem Balanced Portfolio in Seitwärtsmärkten auf.

Die rechte Grafik verdeutlicht den Zusammenhang zwischen derselben absoluten Renditedifferenz und den Strategiekosten. Letztere werden ermittelt, indem von der Rendite der besseren Anlageklasse die Rendite des BOT-Index abgezogen wird. Das Ergebnis ist wiederum eindeutig. Dr. Rauscher: „Mit zunehmender Renditedifferenz nehmen auch die Strategiekosten zu, weil bei einer ausgeprägten Trendbewegung erhebliche Volatilitätskosten anfallen. Jedoch nehmen die Strategiekosten mit der Renditedifferenz nur unterproportional zu, weil das Portfolio bereits überwie-

gend in die bessere Anlageklasse investiert hat.“ Hingegen sind die Strategiekosten in einem Seitwärtsmarkt gar nicht so hoch, weil das Portfolio nur monatlich angepasst wird. Dadurch werden risikorelevante Marktbebewegungen von Noise getrennt und Strategiekosten reduziert.

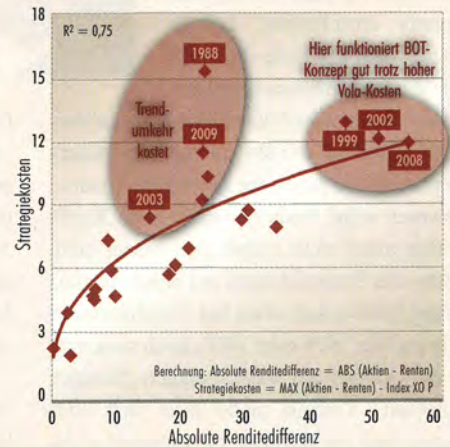
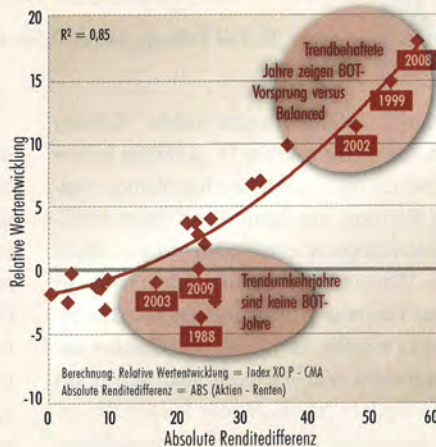
Abgrenzung zu CPPI

Das CPPI-Konzept ist ebenso prognosefrei und weist eine linkssteile asymmetrische Verteilung auf, zielt aber über einen bestimmten Anlagehorizont auf eine absolute Wertsicherung (z.B. 90 %). Das Wertsicherungsniveau wird auch zu Beginn der Periode festgelegt. Im Gegensatz dazu zielt BOT auf die Rendite der besseren Anlageklasse über einen bestimmten Anlagehorizont (relative Wertsicherung) ab. Beide Konzepte sind pfadabhängig. Letztendlich ist die erzielte Performance nicht nur vom Anfangs- und Endwert der Periode abhängig, sondern auch von der dazwischen liegenden Wertentwicklung.

Der Unterschied wird aber an Extrembeispielen wie 2003 und 2009 deutlich. CPPI konnte in beiden Jahren keine Wertentwicklung erzielen, obwohl sich der Aktienmarkt mit 18 beziehungsweise 25,6 Prozent gut entwickelte. Ursächlich ist der Drawdown im jeweils ersten Quartal von minus 22,4 (2003) beziehungsweise minus 25,9 Prozent (2009). Die drastischen Kurseinbrüche führten zum vollständigen Abbau der Aktienquote. An der anschließend kräftigen Erholung konnte man dann mit CPPI nicht mehr partizipieren.

Zusammenhang Renditedifferenz zu BOT-Vorsprung/Strategiekosten

Trotz höherer Kosten in Trendmärkten Outperformance des BOT-Konzepts gegenüber der Constant Mix Allocation (50:50-Portfolio)



Die linke Grafik zeigt die absolute Renditedifferenz (Aktien minus Renten) versus dem Performanceunterschied zwischen BOT-Konzept und dem 50:50 (CMA)-Portfolio. Je größer die Renditedifferenz, desto größer die Outperformance von BOT zu Balanced. Die rechte Grafik zeigt die Beziehung dieser Renditedifferenz zu den BOT-Strategiekosten. Letztere nehmen unterproportional zu. Quelle: Grenbell Advisors

über eineinhalb Jahre auf zirka zwei Prozent. Der gewichtigere Rest ist auf die Verwendung des iBOXX Eurozone Sovereign Total Return Index durch MFI zurückzuführen. Johann Peter Roßgoderer, Geschäftsführer und Partner der MFI Asset Management GmbH, die seit 2004 Best-of-Two-Produkte mit unterschiedlichen Assetklassen im Gesamtvolumen von mehr als 1,3 Milliarden Euro managt, zur Renditedifferenz: „Um die sieben Prozent Performancedifferenz sind auf die wesentlich schwächere Wertentwicklung des iBOXX Index im Vergleich zu deutschen Bundesanleihen mit mittlerer Laufzeit zurückzuführen. Dazu ist noch anzumerken, dass gerade als die Rentenquote regelbedingt hochgefahren wurde, sich das Performance Gap noch ausdehnte.“



» Wir glauben an das Modell, es hat aber nicht das letzte Wort.«

Hayri Ulucan, Abteilungsleiter institutionelle Kunden, Bankhaus Donner & Reuschel AG, Hamburg

Charme der Optionsreplikation

Es ist eine kleine Gruppe an Know-how-Trägern, die auf diesem Gebiet zu Hause sind: So schreiben etwa ein gutes Dutzend Experten weltweit 80 Prozent der richtungweisenden Aufsätze zum Thema. Wenn für manche das Bewertungsmodell vielleicht recht trivial aussieht, so sind doch auch viele Implementierungsprobleme bei Options-Hedging-Strategien zu meistern, um in der Praxis an das Optimum heranzukommen. Ob nun die Replikation der Austauschoption oder der Optionskauf selbst günstiger ist, lässt sich nicht im Voraus entscheiden. Immer dann, wenn am Ende der Periode die tatsächlichen Strategiekosten bekannt sind, kann eine Aussage darüber getroffen werden, ob ein Optionserwerb ein Jahr zuvor die günstigere Variante gewesen wäre. Rauscher dazu: „Die Replikation muss nicht immer preiswerter sein. Wenn die Strategiekosten bei einem ungünstigen Pfadverlauf, etwa bei Trendwechseln wie im Jahr 1998 oder 2009, hoch sind, wäre ein Optionskauf wahrscheinlich günstiger gewesen.“ Grosso modo lässt sich aber sagen, dass die Nachbildung meistens günstiger ist. Das gilt speziell auch heute, da die impliziten Volatilitäten hoch sind. Wie der unter realen Bedingungen durchgeführte

Backtest über die vergangenen 23 Jahre zeigt, hätte die Replikation im Schnitt zu Strategiekosten von 7,9 Prozent per annum geführt, wobei diese sehr stark zwischen zwei (2004) und 15,4 Prozent (1998) schwankten. Dr. Rauscher: „Dabei waren die Bedingungen dergestalt, dass auf monatlicher Basis strategiekonform angepasst wurde, wobei Transaktionskosten von 20

Basispunkten für die Anlageklasse Aktien und zehn Basispunkte für die Anlageklasse Renten berücksichtigt wurden.“ Es gab immerhin drei Jahre mit jährlich mehr als zwölf Prozent Strategiekosten, in denen sich wahrscheinlich der Optionserwerb über eine Investmentbank als günstiger herausgestellt hätte. In den restlichen 20 Jahren hingegen stieg man mit der Replikationsstrategie zum Teil deutlich billiger aus. 20 zu drei ist ein ansprechendes Ergebnis, das dem intelligenten Nachbau der Austauschoption neues

weder zu bestimmten Zeitpunkten, wobei das Spektrum von Donners täglicher Umsetzung bis zum von Alpha und Grenbell favorisierten Monatsrhythmus reicht, oder bei Überschreiten einer bestimmten Schwelle zwischen Soll- und Ist-Allokation. Auch die anderen Strategieparameter, beispielsweise die Risikoschätzer Volatilität und Korrelation, sollten anhand von Simulationen abge-

leitet werden. Professionalität bedeutet, der Gefahr opportunistischen Handelns zu widerstehen, also keine „Hidden Actions“ zu setzen. „Ein wichtiges Professionalitätsmerkmal liegt in der optimalen Balance zwischen theoretischer Fundierung und Praxiserfahrung“, so Goldbacher, „bei der praktischen Umsetzung trennt sich die Spreu vom Weizen.“ Grenbell sieht sich hervorragend aufgestellt, nicht zuletzt wegen umfangreicher, fundierter Erfahrungen mit optionalen Strukturen.



» Best of N ermöglicht vielfältige, an individuelle Investorenerfordernisse angepasste Anlagestrategien.«

Dr. Ralf Budinsky, Leiter der Portfolio Engineering Group der Warburg Invest, Hamburg

Geschäft zuführen sollte (siehe Tabelle: „Strategiekostenanalyse“). „Darüber hinaus vermeidet man durch die Replikation weitere Risiken, die beim Kauf einer OTC-Austauschoption entstünden: Liquiditätsrisiko, Bonitätsrisiko und die Frage nach der fairen Bewertung, was unseren Kunden besonders wichtig ist“, merkt Goldbacher an.

Entscheidende Faktoren sind neben der Wahl liquider Assets zwecks kosteneffizienter Umsetzung der Allokationsverschiebungen und der Auswahl der beiden Anlageklassen die Optimierung der Strategieparameter. Die Anpassungsfrequenz erfolgt ent-

Die meisten Anbieter von Lösungen bei der Replikation der Austauschoption spüren einen Anstieg der Nachfrage. Dies ist angesichts der Aktienmärkte, die immer öfter heftige Drawdowns zeigen, und der Rentenmärkte, in denen die Luft bereits äußerst dünn geworden ist, kein Wunder. Schließlich will der Rechenzins ja erzielt sein, was ganz ohne Aktienexposure nicht möglich scheint. Den Puristen des BOT-Ansatzes stehen jene gegenüber, die den Ansatz weiterentwickeln wollen. Man darf jedenfalls gespannt sein, wie das Match letztlich ausgeht.

„Best of N“ am Seziertisch

Q&A mit Dr. Ralf Budinsky, Manager des Warburg – Duo Best Selection – Fonds, Leiter der Portfolio Engineering Group bei Warburg Invest.

Herr Dr. Budinsky, machen Sie die Umsetzung allein, oder greifen Sie auf Know-how von Alpha Portfolio Advisors oder Grenbell Advisors zurück?

Dr. Ralf Budinsky: Bei der im Warburg – Duo Best Selection – Fonds eingesetzten Strategie handelt es sich um eine von uns konzipierte Weiterentwicklung der bestehenden Best-of-Two-Strategie. Die Umsetzung erfolgt daher ausschließlich durch das Portfoliomanagement von Warburg Invest.

Planen Sie eine Erweiterung der BOT-Produkte in Richtung Capped-m Leveraged-Varianten? Long/Short haben Sie ja bereits im Fonds ...

Dr. Ralf Budinsky: Die Modifizierung der Strategie wird individuell mit institutionellen Kunden für Spezialfondslösungen besprochen. Im Publikumsfondsbereich ist keine derartige Erweiterung der Produktpalette angedacht. L/S-Paare dienen dazu, auch von negativen Marktentwicklungen zu profitieren. Die Korrelation der Assetpaare im Long-Short-Bereich ist hoch, daher gibt es hier die halbe Gewichtung. Die Korrelationen der Assetpaare im Long-only-Bereich sind dagegen gering.

20 Paare sind keine Überdiversifikation?

Dr. Ralf Budinsky: Unsere historischen Simulationen haben ergeben, dass jedes einzelne hinzugefügte Assetpaar Mehrertrag geliefert oder den Wertverlauf stabilisiert hat. Die gleichzeitige Ausnutzung einer Vielzahl von Assetpaaren aus dem Umfeld der globalen Aktien-, Renten- und Rohstoffmärkte führt zu risikobezogenen Ausgleichs- und ertragsbezogenen Verstärkungseffekten gegenüber der herkömmlichen Best-of-Two-Strategie.

Der Fonds ist dadurch unabhängig von den Bewegungen einzelner Anlageklassen und Assetpaare sowie der jeweiligen Marktphase, denn fehlende Trends in einzelnen Assetpaaren können durch Trends in anderen Assetpaaren kompensiert werden. Auf aggregierte Sicht ergibt sich trotz der 20 Assetpaare ein übersichtliches Bild.

Kommt es nicht auf die Cross Correlations an – fließen die in die Paaranalyse mit ein?

Dr. Ralf Budinsky: Cross Correlations fließen in die Paaranalyse ein und werden bei der Portfolio-

konstruktion berücksichtigt. Jedes in das Portfolio aufgenommene Assetpaar muss die Performance des Gesamtportfolios steigern oder zumindest die Volatilität mindern.

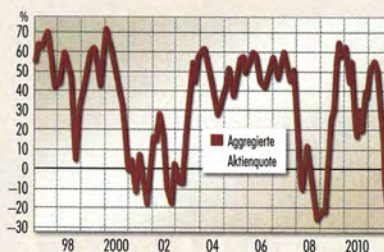
Wie oft rebalancieren Sie, wenn sich die Gewichtungen der 20 Paare zueinander verschiebt?

Dr. Ralf Budinsky: Das Rebalancing erfolgt monatlich auf die Ursprungsgewichte der Assetpaare.

Im Schnitt beträgt durch den Zwölfelungsansatz die durchschnittliche Laufzeit aller zwölf BOT-Replikationen in einem Kalenderjahr nur rund sechs Monate. Kritiker monieren, man würde dadurch verhindern, dass die Austauschoption ihre Wirkung voll entfalten kann. Statt bis auf 100 Prozent Ge-

Aktienexposition

Aggregierte Aktienquote aus der Simulationsrechnung



Hindert der Zwölfelungsansatz mit stabilen Durchschnittslaufzeiten der Austauschoption von sechs Monaten diese am Ausfahren des Exposures? Quelle: Warburg Invest

wicht in einer Assetklasse zu gehen, würde nur Mischgewicht von maximal 40 bis 60 Prozent erzeugt. Damit nähere man sich wieder dem klassischen 50:50-Mischportfolio. Was entgegenn Sie hierauf?

Dr. Ralf Budinsky: Unsere empirischen Erfahrungen wie auch die aktuellen Positionierungen zeigen, dass die Bandbreite der Gewichtungen zwischen zirka zehn und 90 Prozent liegt. Durch die rollierende Anlagesystematik wird der Zufallseffekt des Startzeitpunktes ausgeschlossen und dadurch langfristig der Performanceverlauf geglättet. Der Chart „Aktienexposition“ zeigt, dass die Best-of-N-Strategie eine klare Positionierung zugunsten einer Assetklasse zulässt.

Wie fallen Drawdowns bei der Zwölfelung im Vergleich zum klassischen Ansatz aus?

Dr. Ralf Budinsky: Historisch gesehen wird der maximale Drawdown gegenüber dem Mittelwert der auf die einzelnen Monate bezogenen Strategien bei der Best-of-Two-Strategie durch die rollierende Anlagesystematik für das Anlagepaar EuroStoxx 50 gegen zehnjährige Bünde von -18 auf -14 Prozent reduziert. Durch die bei Best-of-N-Strategien erzielte Zusatzdiversifikation kann der maximale Drawdown noch weiter reduziert werden.

Hat die Idee der immer konstanten durchschnittlichen Restlaufzeit etwas mit dem Gamma-Risiko zu tun?

Dr. Ralf Budinsky: Wir wollen die Optionskennzahlen („Greeks“) über den Zeitverlauf konstant halten und beim Rollieren der Optionen keine Sprünge haben. Die durchschnittliche Restlaufzeit führt auch dazu, die Timing-Komponente der herkömmlichen Best-of-Two-Strategie auszuschließen. In der herkömmlichen Best-of-Two-Strategie ist der Wertverlauf sehr stark abhängig von dem Zeitpunkt, an dem die virtuelle Option neu aufgesetzt beziehungsweise auf die Ausgangsallokation auf 50:50 zurückgesetzt wird. Unsere Analysen haben gezeigt, dass je nachdem, in welchem Monat der Reset angesetzt wurde, die Performance stark variiert, das heißt, die Ergebnisse werden damit zum Teil dem Zufall überlassen.

Was halten Sie von Ansätzen, die das Rebalancing innerhalb eines Paares von monatlich auf kürzere Zeitspannen bis zu täglichem Handeln verkürzen?

Dr. Ralf Budinsky: Wir haben in dieser Hinsicht vielfältige Untersuchungen vorgenommen und keine signifikanten Ergebnisverbesserungen feststellen können. In einem hohen Maße treten dann Zufallsgeräusche auf. Zudem belasten die erhöhten Transaktionskosten das Ergebnis zusätzlich.

Sehen Sie in letzter Zeit mehr oder weniger Interesse an BOT/Best of N?

Dr. Ralf Budinsky: Aus dem Feedback unserer Kunden können wir ein reges Interesse an Best-of-Two-Strategien erkennen. Insbesondere die Individualisierung bei der Auswahl von Paaren und damit die Anpassung an gegebene Anlagerestriktionen des jeweiligen Anlegers werden geschätzt.

Wir danken für das Gespräch.