

## NEWSLETTER 04/2011

### Vorwort!

Sehr geehrte Damen und Herren,

die Kapitalmärkte machen es uns Anlegern auch zum Jahresende nicht einfach. Für den zuletzt vielbeschworenen Schulterchluss zwischen Politik und Finanzwirtschaft scheint beim Euro-Gipfel Anfang Dezember ein Anfang gefunden zu sein. Fast alle Staaten der EU haben sich auf mehr Haushaltsdisziplin einschwören lassen. Dies bedeutet weniger Staatsschulden und ein gesünderes Verhältnis zwischen Staatsverschuldung und Wirtschaftskraft. Die Funktion der EZB soll auf ihre ursprüngliche Aufgabe beschränkt sein, nämlich die Geldwertstabilität, die des IWF und des EFSF auf die Lösung von Solvenzproblemen; eine klare und richtige Rollenverteilung. All diese Maßnahmen tragen zu mehr Vertrauen bei, dem zur Zeit höchsten Gut, auf das Anleger lange warten mussten. Natürlich sind die Probleme längst nicht alle gelöst. Aber immerhin; die Panik der letzten Monate ist einer kritischen Betrachtung von Anlegerseite gewichen. Objekt der Begierde ist die Politik: sie ist die Benchmark für künftige Kapitalmarktentwicklungen. Gehen wir positivistisch davon aus, dass ein erstes Fundament für eine Fiskalunion gefunden wurde, dann sollte sich dies auch stabilisierend auf die Wirtschaft auswirken.

Die in unserer letzten Ausgabe des Newsletters für dieses Jahr verfassten Artikel nehmen auf die eine oder andere Art Bezug auf die Finanzkrise.

**Dr. Georg Graf von Wallwitz** von **EYB & WALLWITZ** (München) hinterfragt die „heilige Kuh“ effizienter Märkte und den praktischen Nutzen der bis dato angewandten Finanzwissenschaften vor dem Hintergrund der aktuellen Börsenentwicklungen. Herr **Harald Floer** und Frau **Stephanie Schmidt** von **Aberdeen Asset Management** (Frankfurt a.M.) zeigen die Erfolgsfaktoren für ein erfolgreiches Investment in Immobilien auf, ein Trend, der unverkennbar ist. Herr **Dr. Ralf Budinsky** und Herr **Carsten Nerge** zeigen einen innovativen Weg auf, wie die klassische „Best-of-Two“-Strategie von



**Warburg Invest** (Hamburg) innovativ in eine „Best-of-N“ - Strategie weiterentwickelt wurde.

Zwei kurze Hinweise seien an dieser Stelle in eigener Sache erlaubt:

Der **3. WIESBADENER INVESTORENTAG** wird am Freitag, dem **22. Juni 2012**, im Nassauer Hof in Wiesbaden stattfinden. Zu dieser hochkarätigen Konferenz sind institutionelle Anleger kostenfrei eingeladen.

Unsere Ausschreibungs-Plattform „**telosia**“ für institutionelle Anleger umfasst inzwischen über 250 Asset Manager und unterstützt Anleger bei der Suche nach dem besten Manager über alle Assetklassen hinweg.

Ihnen und Ihren Familien wünschen wir vom TELOS-Team aus ein schönes Weihnachtsfest und einen guten Rutsch in ein gesundes und erfolgreiches Jahr 2012.

### In This Issue

Vorwort!.....	1
TELOS Fonds Ratings .....	2
Finanzmarkttheorie: Es ist noch ein weiter Weg... Ein Kommentar von Dr. Georg Graf von Wallwitz, Fondsmanager der Phaidros Funds.....	3
Herausforderung Immobilieninvestment - stabile Performance durch paneuropäische Ausrichtung .....	5
(von Aberdeen Immobilien Kapitalanlagegesellschaft mbH) .....	5
Von „Best-of-Two“ zu „Best-of-N“ von Warburg Invest Kapitalanlagegesellschaft mbH .....	7

## TELOS Fonds Ratings

### Qualitative Ratings bei der Manager Selektion

In der folgenden Tabelle finden Sie die aktuellsten **TELOS FONDS RATINGS (TFR)**.

Untersucht und dargestellt werden der **Investmentprozess**, das **Qualitäts-** und **Risikomanagement** sowie die handelnden Personen hinter dem Produkt, also der **Portfoliomanager** sowie **andere Verantwortliche etwa aus dem Research**.

Der **Rating Report** von TELOS stellt damit eine **unabhängige und objektive Analyse** der gesamten Prozesse im Fonds dar. Durch die steigende Anzahl an Fondsbewertungen wird zudem der Vergleich von Fondsprodukten innerhalb einzelner Assetklassen ermöglicht.

Institutionelle Anleger verwenden die TELOS Fonds Ratings zunehmend zur Untermauerung ihrer Investmententscheidungen. Der Rating Report repräsentiert eine Analyse in der Art einer ausführlichen Visitenkarte des Fonds, die aber nicht durch das den Fonds managende Haus, sondern eben durch eine neutrale Instanz wie TELOS, erstellt wird.

Über dieses „Mehr“ an Transparenz hinaus dient der Rating Report auch dazu, Entscheidungen für oder gegen einen Manager gegenüber beaufsichtigenden Organen wie Beiräten oder Aufsichtsräten zu begründen.

Inzwischen hat TELOS über 300 Fonds bewertet.

Auch für die Suche nach der besten **Master KAG** oder **Depotbank** werden Ratings als Differenzierungsmerkmal zunehmend herangezogen. Aktuell wird eine Depotbank im deutschsprachigen Bereich von TELOS einem Rating unterzogen.

Die Rating Reports finden Sie auf unserer Website [www.telos-rating.de](http://www.telos-rating.de) zum kostenfreien Download. Weitere Informationen zu den Ratingreports finden Sie auch auf der Website von DAS INVESTMENT [www.dasinvestment.com](http://www.dasinvestment.com).

FONDSNAME:	ISIN:		
Johannes Führ Mittelstands-Rentenfonds AMI	DE000A0YAYH3	AA+	11/2011
Convictions Premium	FR0010687038	AA+	11/2011
Fidelity Euro Blue Chip Fund	LU0346388290	AAA-	11/2011
Fidelity Active STrategy (FAST) Europe Fund	LU0202403266	AAA-	11/2011
Pictet Total Return-Kosmos	LU0635020901	AAA-	11/2011
M&G European Corporate Bond Fund	GB0032178856 GB0032179045	AAA-	10/2011
M&G European Inflation Linked Corporate Bond Fund	GB00B41DM324 GB00B3VQKJ62	AA+	01/10/11
HANSAgold	DE000A0NEKK1	AA-	10/2011
Fidelity Fonds MAS1	DE000A0M R9J2	AAA-	09/2011
FF Multi Asset Strategic Fund	LU0346392300	AAA-	09/2011
FF Multi Asset Strategic Defensive	LU0393653323	AAA-	09/2011
Raiffeisen-Inflationsschutzfonds	AT0000622006	AA	09/2011
HP&P Euro Select UI Fonds	DE0009790766	AA+	09/2011
First Private Aktien Emerging Markets	DE000A0KFRX2	AA+	09/2011
Julius Baer EM Inflation Linked	LU0564970217	AA+	09/2011
Sparinvest European Value	LU0264920413	AA	09/2011
HI-DividendenPlus-Fonds	DE0002544483	AA	09/2011
AVANA IndexTrend Europa Control	DE000A0RHDC7	AAA-	09/2011

## Finanzmarkttheorie: Es ist noch ein weiter Weg... Ein Kommentar von Dr. Georg Graf von Wallwitz, Fondsmanager der Phaidros Funds



Zu den Verlierern der großen Rezession der Jahre 2007 bis 2009 sowie des Jahres 2011 gehören neben den offensichtlichen Opfern (das Bankensystem der G7-Länder, die verschuldeten Angelsachsen und der südliche Rand der EU) auch ein wenig beachteter Notfall: Die Finanzwissenschaft, deren Theorien das Fiasko der Banken erst ermöglicht haben. Es sieht heute so aus, als hätte man sich die Arbeit, die in den letzten 50 Jahren an Universitäten und in den Forschungsabteilungen der Banken geleistet worden ist, weitgehend sparen können.

Seit den Arbeiten von Harry Markowitz am Ende der 50er-Jahre des vorigen Jahrhunderts ist die Physik das Vorbild der Finanzwissenschaft. Das Handeln an der Börse wurde mathematisch modelliert, so als gäbe es dort keine Unvernunft. Märkte galten als weitestgehend effizient, d.h. jeder Teilnehmer hat dieselben Informationen zur selben Zeit und diese spiegelt sich sofort in den Kursen wider. Es galt als offensichtlich, dass Aktien langfristig immer mehr abwerfen als Anleihen, da der Aktionär für sein höheres Risiko durch eine höhere Rendite entschädigt werden will. Als Risiko verstand die Theorie die Schwankungsintensität eines Wertpapiers. Diese Theorie hält sich heute noch, weil es keine andere gibt. Die Lehrstühle werden bevölkert von Finanzwissenschaftlern, die gelernt und gelehrt haben, was heute bei den meisten Praktikern als widerlegt gilt. Da kein Professor am Ende seiner Karriere gerne zugibt, sich von Anfang an geirrt zu haben, wird es

noch eine ganze Weile dauern, bis eine bessere Theorie entwickelt wird.

Zweifel an dem praktischen Nutzen der Finanzwissenschaft nach physikalischem Vorbild kamen spätestens Anfang des 21. Jahrhunderts auf, als man nachzählte, wie viele Blasen an den großen Börsen seit 1925 zu verzeichnen waren. Nach der Theorie hätten es nur zwei Blasen sein dürfen, tatsächlich waren es mindestens 32.

Durch die Große Rezession sind noch weitere problematische Details in das allgemeine Bewusstsein gekommen. So ist endgültig klar geworden, dass ein großer Teil des Finanzsystems eben nicht auf der Grundlage gleicher öffentlicher Informationen funktioniert. Im Gegenteil: Ein guter Teil der Investmentbanken war mit der Verschleierung von Informationen beschäftigt – auch wenn man es so nicht nennen wollte. Viele Emittenten und Konstrukteure von Zertifikaten und strukturierten Anleihen taten nichts anderes, als die einem Wertpapier zugrunde liegenden konkreten Zahlungsströme zu verwirren. Diese Verwirrung und Verschachtelung von Konstruktionen hatte den Sinn, dem Emittenten einen Informationsvorsprung und damit hohe Gewinne zu verschaffen.

Ebenso ist deutlich geworden, dass es mit der Risikoprämie, die Aktien gegenüber Anleihen zukommen soll, nicht weit her ist. Niemand weiß so recht, wie hoch sie ist. Im März 2009 konnte man beispielsweise feststellen, dass es über einen 40-Jahres-Zeitraum besser gewesen wäre, in US-Staatsanleihen zu investieren, als in Aktien. Ähnliches gilt für Japan. Wenn es aber deutlich länger als eine Generation dauert, bis man für das Risiko der Aktienanlage entschädigt wird, wie kann man dann wissen, dass diese Entschädigung überhaupt stattfindet? Die Theorie verlangt einen Risikoaufschlag, es scheint aber unmöglich, seine Höhe anzugeben.

Schließlich hat die Theorie einen Risikobegriff entwickelt, der wenig zukunftsfruchtig zu sein scheint: Intuitiv würde man sagen, dass der Anleger ein Risiko eingeht, wenn er eine Aktie zu teuer einkauft und das Unternehmen nicht genug Geld erwirtschaftet, um den Kaufpreis zu rechtfertigen. Ähnlich ist eine Anleihe risikoreich, wenn der Schuldner seinen Verpflichtungen nicht oder kaum noch nachkommen kann. Die Theorie hat aber eine andere Auffassung von Risiko. Für sie ist Risiko gleichbedeutend mit Volatilität - ein Begriff, der sich mathematisch fassen und damit in das Theoriegebäude einpassen lässt. Mit Volatilität hat Risiko aber in der Praxis nicht viel zu tun, denn es waren gerade die auf eine geringe Volatilität

hin konstruierten Strukturen (insbesondere CDOs mit lupenreinem AAA-Rating), die das System im Jahr 2008 zum Implodieren gebracht haben.

Die gängige Theorie der Finanzwissenschaften wird also nur noch gelehrt, ist in der Praxis aber so toxisch wie die Wertpapiere, die mit ihrer Hilfe das Licht der Welt erblickt haben. Die Praktiker sind aber schon längst auf der Suche nach etwas Besserem. Die neueste Forschung versucht, die Märkte nach dem Modell der Biologie als ein adaptives System zu begreifen, das sich permanent an die sich stets wandelnden Umstände anpasst. Das ist löblich und ein Schritt in die richtige Richtung. Die Theorie wird aber erst dann robust werden, wenn sie aufhört, sich nur als Naturwissenschaft zu begreifen. Die Ökonomie ist mindestens ebenso sehr eine Sozialwissenschaft und gute Ökonomen kennen sich mit Mathematik ebenso gut aus wie mit Geschichte, Psychologie und Philosophie. Es ist noch ein weiter Weg, bis die Finanzwissenschaft der Komplexität der Realität Rechnung trägt.

**Kontakt:**

Eduardo Mollo Cunha, Head of Distribution

Tel.: +49 (0) 89 / 255 466 – 13 (direct)

Fax: +49 (0) 3212 / 5701650 (direct)

Mob: +49 (0) 170 / 4564998

[emc@eybwallwitz.de](mailto:emc@eybwallwitz.de)

[www.phaidrosfunds.com](http://www.phaidrosfunds.com)



## Herausforderung Immobilieninvestment - stabile Performance durch paneuropäische Ausrichtung

(von Aberdeen Immobilien Kapitalanlagegesellschaft mbH)



**Harald Floer**  
Fund Director



**Stephanie Schmitt**  
Deputy Fund Manager

Die Immobilienbranche sieht sich seit Beginn der Finanzkrise mit einer steten Investitionsskepsis auf Seiten der Anleger konfrontiert. Aus Sicht des Investors herrscht das subjektive Gefühl einer „latenten Dauerkrise“ vor, die 2008 begonnen und sich scheinbar ohne Unterbrechung zu einer globalen Finanzkrise ausgeweitet hat. Die Unsicherheit vor dem Hintergrund steigender Staatsschulden bestärkt diesen Trend. Trotz dieser Skepsis besteht ein erheblicher Investitionsdruck. In den letzten drei Jahren sind Investitionen in Immobilien bewusst verschoben worden, obwohl der grundsätzliche Wille zur Erhöhung der Immobilienquote bestand. Nach dieser Phase der Zurückhaltung stehen die Anleger einem Investment mittlerweile aber wieder offener gegenüber. Ein Großteil der Institutionellen plant konkret eine höhere Allokation in Immobilien umzusetzen. Insofern sind die Chancen auf höhere Investitionen in Immobilien für 2012 durchaus gegeben, sofern es der Fondsmanager versteht, ein auf die Kundenwünsche zugeschnittenes Produkt zu generieren.

### Stabiles Investment in Paneuropa

Gute Chancen bieten Investments in paneuropäischen Märkten mit Schwerpunkt auf den stabilen

europäischen Volkswirtschaften wie Deutschland, Skandinavien, Frankreich, Benelux und UK.

Betrachtet man allein die Anzahl der Transaktionen in 2011, so ist der europäische Markt ein beliebtes Transaktionsziel: Laut Jones Lang LaSalle befand sich das Transaktionsvolumen im europäischen Markt 2011 auf ansprechendem Niveau. Im dritten Quartal diesen Jahres stieg das Transaktionsvolumen gegenüber dem 2. Quartal um 14 %, gegenüber dem dritten Quartal 2010 gab es sogar eine Steigerung von 38 %.

Für den Anleger ergeben sich bei einem paneuropäischen Investment insbesondere folgende Vorteile:

- Unter Berücksichtigung des Konjunktur- und Immobilienzykluses in diesen Länder bestehen nach wie vor Möglichkeiten für erfolgreiche Immobilieninvestments. Insbesondere die Länder Deutschland, Skandinavien und Frankreich, Benelux und UK haben trotz der Krise eine solide wirtschaftliche Entwicklung durchlaufen und werden nach unserer Einschätzung auch in Zukunft die stabilisierenden Elemente in Europa sein.
- Ein besonderer Vorteil in den vorgenannten Ländern stellt die Stabilität der Spitzenmieten und Renditen in den genannten Ländern bezogen auf 1a-Anlagen dar: Diese sind auch im dritten Quartal 2011 kaum verändert. Diese Stabilität steht im positiven Gegensatz zur Volatilität anderer Assetklassen. Entscheidend für den Erfolg des paneuropäischen Investments bleibt jedoch die Qualität des Objekts. Stärker noch als bisher muss auf langfristige Mietverträge mit renommierten Mietern geachtet werden. Um diese sehr gefragten konservativen Anlagemöglichkeiten zu finden bedarf es jedoch eines ausgeprägten Netzwerkes.

Der Zeitpunkt für ein Investment in den paneuropäischen Märkten ist bei sorgfältiger Auswahl nach wie vor attraktiv. Auch das moderate Zinsniveau spricht dafür. Die EZB hat erst jüngst die Leitzinsen gesenkt und scheint auch zukünftig gewillt zu sein, die wirtschaftliche Entwicklung durch eine eher expansive Zinspolitik anzukurbeln. Durch konservative Aufnahme eines Darlehens kann der Hebeleffekt sinnvoll genutzt werden. Jedoch sollte hierbei aus Risikogesichtspunkten ein Fremdfinanzierungsgrad von 40 – 45 % nicht überschritten werden.

## Welches Vehikel ist das beste für eine paneuropäische Investition?

Neben der richtigen Allokation und dem optimalen Einstiegszeitpunkt kommt der Wahl des geeigneten Vehikels eine besondere Bedeutung zu:

In Deutschland setzen die meisten institutionellen Kunden auf Immobilien-Spezialfonds, weil diese schnell aufgelegt werden können und darüber hinaus nach deutschem Investmentgesetz reguliert sind. Dies sorgt für klare Standards, die den deutschen Investoren vertraut sind und die ihren komplexen Anlagerichtlinien entsprechen. Spezialfonds bieten zudem geeignete Mechanismen der Anlegerinbeziehung und Anlegerinformation, etwa über den Anlageausschuss. Ein weiterer Vorteil der Spezialfonds ist, dass die Verwaltungskosten mit dem Anleger fest vereinbart werden und damit kalkulierbar sind. Die Bündelung der Anlagen mehrerer Investoren sowie die Ausnutzung der Kapazitäten spezialisierter Manager ergeben zudem Skaleneffekte. Der Anlegerkreis sollte aber überschaubar und homogen bleiben, denn unterschiedliche Strategien von Einzelinvestoren können Verzögerungen bei der Umsetzung der Investmentstrategie nach sich ziehen. Die Anleger eines Spezialfonds sollten sich deshalb kennen und wissen, dass zwischen ihnen Interessenkongruenz besteht. Auch die in diesem Jahr verabschiedeten Änderungen im Bereich der offenen Immobilienpublikumsfonds sprechen für ein Investment in Spezialfonds: So bleiben diese von einer Mindesthaltedauer und der Herabsetzung der Kreditgrenze von 50 % auf 30 % verschont. Außerdem gibt es geringere Liquiditätsanforderungen als bei Publikumsfonds.

## Die drei Säulen für eine erfolgreiche Immobilienanlage: Lokale Präsenz, exzellentes Research und Fondsmanager-Prinzip.

Voraussetzung für eine erfolgreiche Immobilienanlage ist die Präsenz eigener Immobilienexperten in den Zielmärkten. Auf diese Weise lassen sich interessante Investitionsmöglichkeiten schnell identifizieren. Auch bei der Betreuung des Immobilienbestandes ist vor-Ort Präsenz unerlässlich. So muss mit den wichtigen Mietern eng kommuniziert und ein Vertrauensverhältnis aufgebaut werden, um frühzeitig auf Änderungen des Flächenbedarfs reagieren zu können. Diese länderübergreifende Präsenz lässt sich nicht über Nacht realisieren und muss daher langfristig aufgebaut und verbessert werden. Es bedarf signifikanter Investitionen. Letztlich ist dies jedoch das entscheidende Qualitätskriterium für die Kompetenz des Immobilienmanagers.

Zusätzlich ist ein unabhängiges Research von großer

Bedeutung. Bei der Investitionsentscheidung bedarf es neben der Rückkopplung mit lokalen Experten einer übergeordneten Markt- und Standortanalyse. Hierdurch fließen volkswirtschaftliche Aspekte und die Einschätzung zur Entwicklung des Immobilienmarktes ein. Die dritte Säule für eine erfolgreiche Immobilienanlage ist die eindeutige Zuordnung der Verantwortung für das Portfolio. Für die Erreichung der Investitionsziele eines Spezialfonds sollte ein Fondsmanager verantwortlich sein, der von einem kleinen Team von Spezialisten unterstützt wird und der das vorhandene Instrumentarium (Research und Experten vor Ort) im Rahmen der Regeln des Investmentprozesses optimal im Sinne der Anleger nutzt. Letztlich gewährleistet der Fondsmanager die reibungslose Koordination der Investitionsentscheidungen mit dem Finanzierungsbedarf, überwacht die Umsetzung des Business Plans für den Immobilienbestand und stellt eine ausreichende Liquiditätsversorgung des Fonds sicher.

### Kontakt:

Aberdeen Immobilien Kapitalanlagegesellschaft mbH  
Bettinastraße 53-55  
60325 Frankfurt am Main

Tel. +49 (0)69 768072 – 0  
Fax. +49 (0)69 768072 – 256

## Von „Best-of-Two“ zu „Best-of-N“ von Warburg Invest Kapitalanlagesellschaft mbH

### Die Autoren:

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



Carsten Nerge, Leiter institutionelle Kundenbetreuung, Warburg Invest



### Prognosefreie Anlagestrategie

In Mangel einer hinreichenden Prognosefähigkeit künftiger Wertentwicklungen ziehen sich viele Anleger auf eine scheinbar ausgewogene Mischung aus Aktien und Renten zurück. Als Alternative zu den prognoseorientierten Ansätzen bieten sich prognosefreie Anlagestrategien an, die einen strikt regelgebundenen Allokationsprozess konsequent und emotionsfrei umsetzen.

Eine Ausprägung von prognosefreien Anlagestrategien, die in den letzten Jahren sehr viel Aufmerksamkeit erlangt hat, ist die „Best-of-Two“-

Strategie. Bei dieser Strategie erwirbt der Anleger das Recht, nach Ablauf einer festgelegten Periode die Performance der besseren von jeweils zwei Assetklassen zu beziehen. Dabei handelt es sich freilich um keinen „free-lunch“. Vielmehr hat diese „Idealform der Kapitalanlage“ ihren Preis. Das Recht zum Bezug der besseren Performance hat den Charakter einer Option, im Kontext der „Best-of-Two“-Strategie auch Austausch- oder Schönwetteroption genannt. Der Preis manifestiert sich in der Optionsprämie, deren Höhe von den relativen Wertschwankungen der beiden Anlageklassen zueinander und der Restlaufzeit der Option abhängt.

### Praktische Umsetzung von „Best-of-Two“-Strategien

In der praktischen Umsetzung ergibt sich das Problem, dass Austauschoptionen nicht börsengehandelt werden. Es besteht jedoch die Möglichkeit, das Optionsprofil durch dynamisches Umschichten zwischen den beiden Anlageklassen nachzubilden. Die Asset-Quoten ergeben sich dabei unmittelbar aus der Optionspreisformel nach Margrabe, die eine Verallgemeinerung des Black-Scholes-Modells zur Bewertung von Optionen darstellt. Dabei erfolgt unter Beachtung einer bestimmten Umschichtungsfrequenz ein prozyklisches Umschichten zugunsten der bisher besser laufenden Anlageklasse.

Damit hängt der Erfolg der Strategie maßgeblich von dem Vorhandensein von klaren Trends zugunsten einer Anlageklasse ab (Pfadabhängigkeit). Diese Voraussetzung war aber zum Beispiel im Jahre 2009 für das Verhältnis von Aktien und Renten nicht gegeben. Die plötzliche Trendumkehr seit März zugunsten von Aktien wurde durch die Strategie erst zeitlich verzögert nachvollzogen und musste gegenüber einem simplen 50/50-Mix deutliche Werteinbußen hinnehmen. Die Enttäuschung vieler Investoren, die über die „Best-of-Two“-Strategie an dem Wiederaufschwung des Aktienmarktes nur unterproportional partizipieren konnten, sitzt seitdem tief und hat Zweifel an der Tauglichkeit des Ansatzes aufkommen lassen.

### Innovation 1: „Best-of-N“-Strategien

Klassische „Best-of-Two“-Strategien konzentrieren sich i.d.R. auf die Paarung europäische Aktien und Renten. Damit wird das Konzept stark anfällig gegenüber der Wertentwicklung und der Stabilität der relativen Trends dieser beiden Märkte. Durch die Ergänzung um zusätzliche Paarungen aus dem Umfeld der globalen Aktien-, Renten- und Rohstoffmärkte läßt sich die „Best-of-Two“ in eine „Best-of-N“-Strategie überführen: Eine Diversifikation der Assetpaare! Vorübergehend fehlende Trends in

einzelnen Assetpaaren können durch weiterhin stabile Trends in anderen Assetpaaren aufgefangen werden.

## Innovation 2: Long/Short-Strategien

Grundsätzlich kommen nur solche Assetpaare in Betracht, die sich möglichst gegenläufig zueinander entwickeln, mithin niedrig bis negativ korreliert sind. In Zeiten ansteigender Korrelationen zwischen den Anlageklassen und Märkten ist man dabei von vornherein in der Auswahl sehr beschränkt. Und wenn beide Assetklassen sich negativ entwickeln, verbleibt auch für den Anleger nur eine negative Performance.

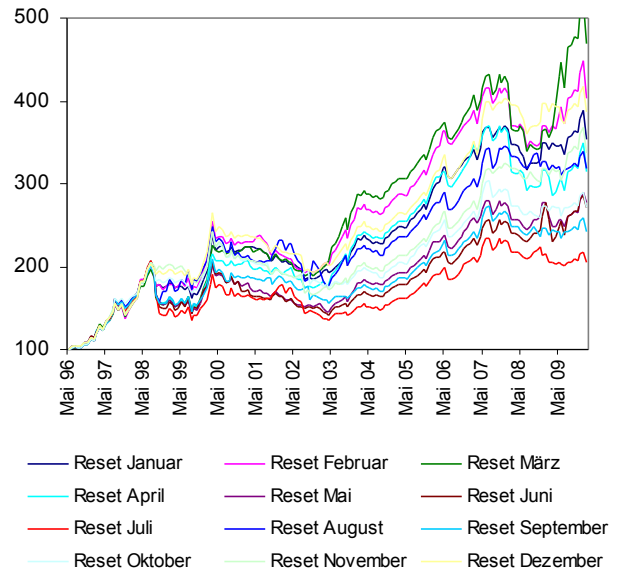
Die Lösung: Bei an sich hoch korrelierten Märkten verbindet man eine Long- mit einer Short-Position. Technisch wird dadurch das Vorzeichen der Korrelation umgedreht und damit eine neue Paarung geschaffen.

Für Long/Short-Paarungen qualifizieren sich insbesondere Aktienmärkte untereinander, da so auch von negativen Marktentwicklungen profitiert werden kann. Hervorzuheben sind dabei die Paare, in denen man ausgewählte Aktienmarktsektoren Long geht und dies mit einer Short-Position im Gesamtmarkt kombiniert. Ein gleichzeitiger Rückgang des Gesamtmarktes und der Sektoren führt zum Aufbau der Short-Position im Gesamtmarkt und der Umwandlung der Aktienmarktverluste in entsprechende Gewinne.

## Innovation 3: Lösung der Timingproblematik

Ein weiteres Problem der „Best-of-Two“-Strategie besteht darin, dass ihre Wertentwicklung vom Startzeitpunkt abhängig ist. Dazu muss man sich vergegenwärtigen, dass der Strategie die Nachbildung einer Option mit einer bestimmten Restlaufzeit zugrunde liegt. Üblicherweise werden 1-jährige Optionen gewählt. In der Abbildung ist die Wertentwicklung von 12-Strategieportfolios für den Zeitraum Mai 1996 bis Februar 2010 abgetragen. Diese Strategieportfolios unterscheiden sich ausschließlich durch den Monat, zu dem die Ausgangsallokation wieder hergestellt wird. Man erkennt, dass die Portfolios eine breite Spanne in der Wertentwicklung aufweisen. Eine für den Investor nicht akzeptable Situation.

Wertentwicklung des Paares DAX vs. Bundesanleihen 10 Jahre je nach Startzeitpunkt der Option



**Abbildung: Strategieverlauf in Abhängigkeit vom Startzeitpunkt**

Zur Lösung dieses Timing-Problems kann man zeitgleich 12 Optionen auflegen, die das Restlaufzeit-Spektrum von 1 bis 12 Monaten abdecken. Gedanklich bestückt man 12 Subportfolios, die zu einem Portfolio zusammengeführt werden. Jeden Monat läuft genau eine dieser 12 Optionen aus und wird auf die Ausgangsallokation zurückgebrochen, während alle andere Optionen noch laufen. Die durchschnittliche Restlaufzeit der Optionen wird somit auf 6 Monate festgeschrieben. Dadurch erzielt man neben dem inhaltlichen Diversifikationseffekt auch eine Diversifikation im zeitlichen Kontext.

## „Best-of-N“ in der Praxis

Das beschriebene Konzept wird in Deutschland nur von Warburg Invest, unter anderem mit dem Fonds WARBURG – DUO BEST SELECTION, umgesetzt. Aktuell werden 20 Assetpaare berücksichtigt, die so ausgewählt wurden, dass sie sich aufgrund ihrer unterschiedlichen Ausrichtung gegenseitig stabilisieren und in der Wirkung auf die Performance verstärken können. Ein jedes Paar muss darüber hinaus sachlogisch nachvollziehbar sein, so dass auch in der Zukunft davon ausgegangen werden kann, dass die positiven Eigenschaften der Strategie für diese Paarung erhalten bleiben.

Der besondere Charme dieses innovativen Konzeptes liegt in der Individualisierbarkeit für den institutionellen



Anleger. Die Kombination beliebiger „Best-of-Two“-Strategien lässt sich zu einem institutionellen Fonds zusammenstellen, der ideal auf die bestehende Asset Allokation des Anlegers zugeschnitten ist. Prognosefrei und diszipliniert in der Umsetzung.

**Kontakt:**

040 / 3282 5144 oder

[carsten.nerge@warburg-invest.com](mailto:carsten.nerge@warburg-invest.com)

Dr. Frank Wehlmann  
Gesellschafter-Geschäftsführer  
TELOS GmbH  
Kirchgasse 2  
D-65185 Wiesbaden  
Tel: +49-611-9742-111  
Fax: +49-611-9742-200  
Email: [frank.wehlmann@telos-rating.de](mailto:frank.wehlmann@telos-rating.de)  
Internet: [www.telos-rating.de](http://www.telos-rating.de)

Handelsregister:  
Wiesbaden HRB 21860

# TELOS