

Enhanced-Aktien-Indexing



Was ist «Enhanced Indexing»?

Bis vor wenigen Jahren kannte man im Aktien-Management weitgehend nur die aktive und die passive Verwaltung: Dabei wird in der passiven Verwaltung ein bestimmter, vorgegebener Index nachgebildet, während in der aktiven Verwaltung der gleiche Index übertroffen werden soll.

Vor einigen Jahren wurde eine neue Art der Aktienverwaltung eingeführt: das so genannte Enhanced Indexing. Dieses ist insofern dem aktiven Management zuzuordnen, als es darauf ausgerichtet ist, einen Index zu übertreffen; trotzdem ist es aber nahe bei der passiven Verwaltung angesiedelt, denn die angestrebte Überperformance ist vergleichsweise bescheiden. Der statistisch-technische Unterschied zwischen normal aktiven und Enhanced-Indexing-Portfolios: Normal aktive Portfolios weisen einen annualisierten Tracking Error¹ von etwa 3 bis 6% auf, Enhanced-Indexing-Portfolios einen solchen von etwa 1%. Sehr aktive Portfolios, häufig als «konzentriert» bezeichnet, haben Tracking Errors bis zu 10% und mehr.

Anlagen a priori auf die Chance verzichtet, eine über dem Indexertrag liegende Performance zu erzielen; er läuft demgegenüber natürlich auch kein Risiko, darunter zu liegen.

Passives Portfoliomanagement ist geprägt durch statistisch quantitative Verfahren der Index-Nachbildung, durch einen konsequenten Fokus auf Risikomanagement und auf ein effizientes Trading.

Management-Stile

A. Passives Management

Wie schon erwähnt, ist passives Management darauf ausgerichtet, die Performances eines vorgegebenen Referenzindex nachzubilden. Dieses Ziel lässt sich mit hoher Sicherheit erreichen, allerdings nicht nach Kosten, auch wenn diese vergleichsweise niedrig sind. Passives Investieren schätzen jene Anleger, die ihrer strategischen und taktischen Anlagepolitik Indizes zugrunde legen und in der praktischen Umsetzung Anlagen wollen, deren Performance jener der Basisindizes entspricht. Dem entsprechenden Planungsvorteil steht der Nachteil gegenüber, dass der Investor mit passiven

¹ Wie üblich gemessen als annualisierte Standardabweichung der Renditenunterschiede zwischen Portfolio und Referenzindex.

B. Aktives Management

Die aktive Verwaltung bietet Chancen auf höhere Erträge; diesen Chancen steht aber die Unsicherheit hinsichtlich des Erreichens der jeweiligen Zielvorgabe gegenüber. Es kommt denn auch immer wieder vor, dass auch ein langfristig erfolgreicher und disziplinierter Portfoliomanager über längere Perioden hinweg hinter der Performance seines Referenzindex zurückbleibt. Aktives Portfoliomanagement stützt sich zunächst auf z. T. sehr unterschiedliche Verfahren der Kursprognose² und sucht dann deren Ergebnisse in Portfolios mit hohen Ertragserwartungen und vergleichsweise niedrigen Tracking Errors umzusetzen. Hinsichtlich Analyseverfahren steht bei UBS Global Asset Management die Bottom-up-Analyse auf Ebene der Einzelunternehmen und Einzelaktien im Vordergrund.

C. Enhanced Indexing

Enhanced-Indexing-Portfolios entsprechen einem Mittelweg zwischen passivem und aktivem Investieren: Sie haben indexnahe Eigenschaften und vereinfachen damit die Planung und Umsetzung von strategischer und taktischer Anlagepolitik. Gleichzeitig bieten sie aber Chancen auf Extra-Erträge; diese sind zwar nicht sehr gross, werden aber mit vergleichsweise geringen Risiken erreicht. Die Kosten für Enhanced-Indexing-Portfolios liegen – wenig überraschend – im Mittelfeld zwischen passivem und normalaktivem Management.

Enhanced Indexing stützt sich im Allgemeinen auf 3 Pfeiler: (1) auf quantitative Verfahren zur Bestimmung der Attraktivität der einzelnen Indextitel, (2) auf sophisticated Methoden der Portfoliokonstruktion, in der die Kontrolle des Tracking Error und der Faktor-Exposures im Vordergrund steht, und (3) auf ein (kosten-)effizientes Trading.³

Die Information-Ratio und das fundamentale Gesetz des aktiven Managements

Ein aktiver Manager strebt ein gutes Verhältnis zwischen dem Extra-Ertrag gegenüber dem Referenzindex und dem indexspezifischen Tracking Error an. Technisch ausgedrückt will er eine hohe Information-Ratio erreichen. Es lohnt sich, diesen nachfolgend genauer anzusehen.

Die Information-Ratio (IR) ist definiert als: $IR = \text{Outperformance} / \text{Tracking Error}$

Dabei werden Outperformance und Tracking Error in der Praxis als annualisierte Zahlen relativ zum Benchmark-Index berechnet – über einen möglichst langen Zeitraum, damit die Wahrscheinlichkeit gross ist, dass Können und nicht Glück den IR-Wert bestimmt. Generell ist ein IR-Wert von 0.5 gut. Mit Enhanced-Indexing-Produkten hat der Investor gute Chancen, einen IR von 1 zu erreichen.

Interessanterweise lässt sich die Information-Ratio gemäss dem «Fundamentalen Gesetz des aktiven Managements» mit 3 Faktoren erklären:

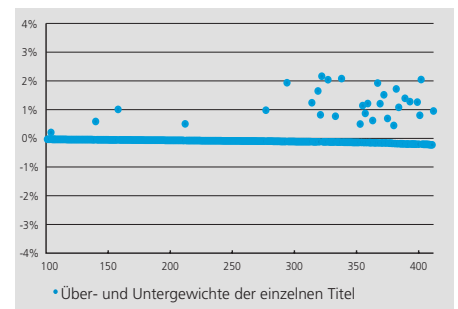
1. der Prognosefähigkeit des Portfoliomanagers
2. der Anzahl aktiver Positionen und
3. der Qualität der Umsetzung

Dabei hängen die Faktoren 2 und 3 in entscheidendem Mass von den Anlagevorschriften und der Ausrichtung des aktiven Managements ab.

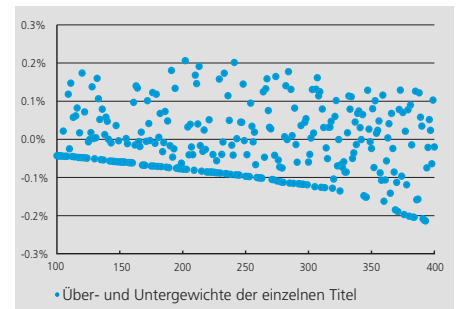
Die nachfolgenden Grafiken illustrieren den Sachverhalt und helfen, entscheidende Unterschiede zwischen einem «normalen» aktiven Portfolio mit einem Tracking Error von etwa 4 % und einem Enhanced-Indexing-Portfolio mit einem Tracking Error von 1 % zu sehen.⁴

Typische aktive Positionen in zwei unterschiedlich verwalteten Aktienportfolios

«Normales» aktives Portfolio



Enhanced-Indexing-Portfolio



In beiden Grafiken sind die Titel aufsteigend nach Grösse sortiert.

Hinweis: Die horizontale 0 %-Linie trennt die unter- von den übergewichteten Aktienpositionen; beide Grafiken beziehen sich auf den S&P-500-Index, wobei die grössten und kleinsten 100 Titel ausgeblendet sind.

² Stichworte dazu: Bottom-Up-Analysen, technische Analysen, statistisch-ökonomische Verfahren bezogen auf Wertschriften, Sektoren oder verschiedene Anlagekategorien.

³ Neben dem hier beschriebenen, (auch) von der UBS angewandten Verfahren gibt es Anbieter, die eine synthetische, meist über Futures eingegangene Marktexposition mit Alpha-Transfer verbinden, wobei dieser Alpha-Transfer aus unterschiedlichsten «Capabilities» stammen kann. So kommt es beispielsweise vor, dass das Alpha eines Enhanced-Aktien-Indexing aus dem Obligationenbereich stammt.

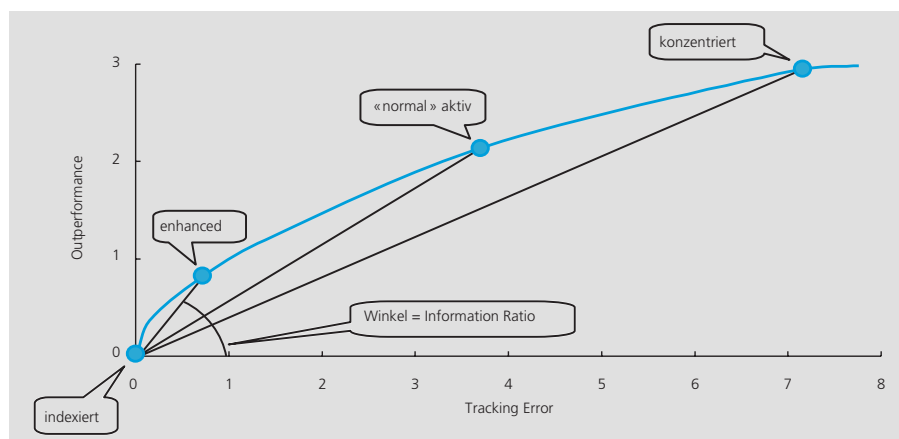
⁴ Konkret zeigen wir aktive Positionen – Gewichte relativ zur Benchmark – in einem US-Aktienportfolio mit der Benchmark S&P 500, wobei zur Verdeutlichung der Unterschiede die 100 grössten und 100 kleinsten Titel ausgeblendet sind.

Die Unterschiede zwischen den beiden Portfolios sind eklatant.

- Das «normale» aktive Portfolio weist viele kleine Untergewichte auf, denen wenige, dafür aber grosse Übergewichte gegenüberstehen. Warum ist das so? Die meisten Indizes bestehen aus wenigen «schweren» und vielen «leichten» Titeln. Die Anzahl grosser Untergewichte ist dadurch sehr beschränkt;⁵ die in einem «normalen» Aktien-Portfolio anvisierte, vergleichsweise grosse Outperformance lässt sich wegen dieses Sachverhalts primär nur durch Übergewichtungen realisieren.
- Anders bei Enhanced-Indexing-Portfolios: Die angestrebte Outperformance dieser indexnahen Portfolios ist klein, weshalb auch die Positionsbezüge relativ zur Benchmark klein bleiben können.⁶ In dieser Situation lassen sich Über- und Untergewichtungen ähnlich breit diversifizieren.

Im Lichte des fundamentalen Gesetzes des aktiven Managements weist das Enhanced-Indexing-Portfolio eine hohe Qualität der Umsetzung auf, denn die Titelbeurteilungen können gleichmässig und in grosser Zahl über das Portfolio verteilt werden. Das «normale» aktive Portfolio holt die Outperformance aus vergleichsweise wenigen grossen Übergewichtungen, was einer niedrigen Qualität der Umsetzung entspricht. Die breitere, gleichmässiger Verteilung der aktiven Positionen hat zur Folge, dass pro eingegangenes (Tracking-Error-)Risiko ein höherer Extraertrag erzielt wird. Die nachfolgende Grafik zeigt den beschriebenen Sachverhalt in der Risiko-Ertrag-Fläche:

Effizienz im Management von Aktien



Je steiler der Winkel, desto grösser und damit besser ist die Information-Ratio.

Die Grafik zeigt deutlich die Attraktivität von «Enhanced Indexing»: Pro Tracking-Error-Einheit bietet es eine höhere Outperformance als das normale aktive Management; Letzteres ist seinerseits wiederum attraktiver als konzentrierte Umsetzungen, welche die angestrebte sehr hohe Outperformance über noch weniger Positionen mit dafür grösseren Übergewichten holen müssen.

Einsatzmöglichkeiten von Enhanced-Indexing-Produkten

Enhanced-Indexing-Anlagen eignen sich für all jene Investoren, die Erträge wollen, welche sich in nur beschränktem Ausmass von jenen ihrer jeweiligen Benchmarks unterscheiden; deshalb sind sie eine Alternative zu passiven (Index-)Produkten. Im Gegensatz zu letzteren wird bei enhanced Produkten ein Risiko gegenüber dem Index eingegangen. Durch die Ausrichtung des Managements und die Anlagevorschriften ist dieses Risiko jedoch sehr limitiert, und der erwartete Zusatzertrag in Relation zum eingegangenen Risiko ist, verglichen mit «normalen» aktiven und vor allem sehr aktiven Portfolios, gross.

Als Core in einem Core-Satellite-Ansatz eignen sich die Enhanced-Indexing-Produkte der UBS hervorragend. Sie garantieren im Kern-Bereich das gesuchte Basis-«Exposure» und bieten darüber hinaus Chancen auf Extra-Erträge. Das Risiko, die Core-Erträge in grösserem Ausmass zu verfehlen, ist extrem klein.

Ungeeignet sind Enhanced-Indexing-Produkte für all jene, die im Asset Management der Aktien-Kernmärkte eine grosse Outperformance suchen, die von ihrem Aktienmanager grosse aktive Positionsbezüge erwarten und die dafür in Kauf zu nehmen bereit sind, dass in einzelnen Jahren das Ziel deutlich verfehlt wird.

Eigenschaften von Enhanced-Aktien-Indexing in Kürze

- Indexnahe Verwaltung und deshalb indexähnliche Erträge
- Niedrige Kosten
- Gute Chancen auf Extra-Erträge

⁵ Dies unter der Annahme, dass Short-Positionen nicht zugelassen sind.

⁶ Bei den UBS-Produkten werden sie auf 0.25% limitiert; typischerweise sind sie deutlich kleiner.

Enhanced-Indexing-Produkte von UBS

UBS Global Asset Management bietet eine ganze Palette von Enhanced-Indexing-Produkten an, welche spezifisch auf die Bedürfnisse von schweizerischen Pensionskassen zugeschnitten sind, in welche aber auch andere institutionelle Anleger investieren können.

Im Einzelnen gibt es folgende institutionelle Schweizer Fonds (IF) und Anlagestiftungen (AST), welche nach dem Enhanced-Indexing-Ansatz verwaltet werden:

Produkt	Benchmark
IF Aktien Schweiz	SPI
IF Aktien Europa ex Schweiz	MSCI
IF Aktien USA	MSCI
IF Aktien Japan	MSCI
IF Aktien Welt ex Schweiz	MSCI
AST Aktien Schweiz	SPI
AST Aktien Europa ex Schweiz	MSCI

Ruedi Lörtscher
UBS Global Asset Management

Ihre Kontaktperson in Ihrer Region

Bern, Oberwallis, Solothurn

Rolf Burkhardt, Tel. 031-336 23 93,
rolf.burkhardt@ubs.com

Zürich, St. Gallen, Tessin, Appenzel, Glarus, Graubünden, Schaffhausen, Thurgau

Helmut Fleischmann,
Tel. 044-237 45 75,
helmut.fleischmann@ubs.com

Basel-Landschaft, Basel-Stadt

Lukas Jehle, Tel. 061-289 34 60,
lukas.jehle@ubs.com

Luzern, Aargau, Nidwalden, Obwalden, Schwyz, Uri, Zug

Herbert Jurt, Tel. 041-208 23 66,
herbert.jurt@ubs.com

Genf, Waadt, Neuenburg, Jura Freiburg, Unterwallis

Philippe Troesch, Tel. 022-375 74 24,
philippe.troesch@ubs.com

Für Fragen oder ein Beratungsgespräch steht Ihnen Ihr Anlageberater oder Ihr regionaler Ansprechpartner gerne zur Verfügung.

Weitere Informationen erhalten Sie auch unter
www.ubs.com/institutionelle-anleger

Herausgeberin des vorliegenden Dokuments ist die unter schweizerischem Recht registrierte UBS AG. Die Verteilung des vorliegenden Berichts ist nur unter den in dem anwendbaren Recht abgefassten Bedingungen gestattet. Das Dokument wurde unabhängig von spezifischen Anlagezielen, einer besonderen finanziellen Situation oder speziellen Bedürfnissen eines bestimmten Adressaten erstellt. Das Dokument dient reinen Informationszwecken und stellt weder eine Aufforderung noch eine Einladung zur Offertenstellung, zum Vertragsabschluss, zum Kauf oder Verkauf von irgendwelchen Wertpapieren oder verwandten Finanzinstrumenten dar. Die im vorliegenden Dokument beschriebenen Produkte bzw. Wertpapiere kön-

nen in verschiedenen Gerichtsbarkeiten oder für gewisse Anlagegruppen für den Verkauf ungeeignet oder unzulässig sein.

Die im vorliegenden Dokument zusammengetragenen Informationen und erlangten Meinungen basieren auf vertrauenswürdigen Angaben aus verlässlichen Quellen, erheben jedoch keinen Anspruch auf Genauigkeit und Vollständigkeit hinsichtlich der im Dokument erwähnten Wertpapiere, Märkte und Entwicklungen. Die in der Vergangenheit registrierte Performance irgendwelcher Investitionen (ob simuliert oder effektiv) ist nicht zwingend ein Massstab für deren zukünftige Performance. Jegliche

Information oder Meinung kann sich jederzeit ohne Ankündigung ändern. Sowohl UBS AG als auch die übrigen Mitglieder der UBS-Gruppe sind zu Positionen in den in diesem Dokument erwähnten Wertpapieren oder anderen Finanzinstrumenten sowie zu deren Kauf bzw. Verkauf berechtigt.

Das vorliegende Dokument darf ohne schriftliche Erlaubnis von UBS AG – zu welchem Zweck auch immer – weder reproduziert noch weiterverteilt noch neu aufgelegt werden.

© UBS 2006. Alle Rechte vorbehalten.