

Portable Alpha



Mehrendite lässt sich auch bei vertretbarem Risiko erzielen

Anleger haben oft widersprüchliche Ziele – etwa eine möglichst hohe Rendite ohne übermässig hohes Risiko. Um das Dilemma zu lösen, wird in der Regel aus Portfolios mit einem akzeptablen Risikoniveau jenes gewählt, welches die höchste Rendite erwarten lässt. Das geht traditionell zulasten der Diversifikation, ist suboptimal und schränkt auch noch das aktive Management ein. Einen Ausweg können «Portable Alpha»-Strategien bieten.

Weil das Risikoprofil eines Portfolios weitgehend durch seine strategische Asset Allocation bestimmt wird, werden Anleger auf der Suche nach höheren Renditen Portfolios mit einem hohen Aktienanteil halten. Bei hoher Risikoaversion werden sie sich im traditionellen Anlagekontext aber auf Portfolios mit höherem Anleihenanteil beschränken. In beiden Fällen sind die Portfolios wenig diversifiziert und damit suboptimal, weil sie praktisch von der Entwicklung einer einzigen Anlagekategorie abhängen.

Diese fehlende Diversifikation hat einen weiteren wichtigen, oft vernachlässigten Nachteil: Sie schränkt die Möglichkeit stark ein, durch aktive Verwaltung eine bessere Performance zu generieren. Man denke z. B. an einen schweizerischen Anleger, der aus Risikoüberlegungen nur in CHF-Anleihen investiert. Da dieser Markt relativ klein ist, kann es schwierig werden, Anleihen mit den gewünschten Eigenschaften (Laufzeit, Bonität usw.) zu finden, was zu unerwünschten Risiken führt. Fehlen Alternativen, ist es eine grosse Herausforderung, eine Mehrendite mit einem vertretbarem Risiko zu erzielen.

«Wenn sich die Ziele widersprechen: Portable Alpha»

Eine ideale Lösung wäre eine Strategie, die im Wesentlichen die Eigenschaften eines CHF-Obligationenportfolios hat, aber gleichzeitig von breiter gefächerten Anlagemöglichkeiten profitieren kann, um eine bessere Performance zu erreichen. Genau das können «Portable Alpha»-Strategien bieten.

«Portable Alpha» basiert auf einem einfachen Prinzip: Der Anlageerfolg jeder Anlagestrategie ist die Summe der Markttrenditen (oft «Beta» genannt) und der Ergebnisse der aktiven Anlageentscheidungen (= aktive Rendite oder «Alpha»). Ein aktiv verwaltetes Aktienportfolio z. B. bezieht sein «Beta» vom Aktienmarkt. Die Zusatzrendite, die man durch die gezielte Unter- und Übergewichtung einzelner Titel erwirtschaften kann, liefert das «Alpha». Hat z. B. der Aktienmarkt 10% zugelegt und das Portfolio insgesamt 13% Rendite erzielt, so wurden 3% «Alpha» (geschickte Titelauswahl) und 10% «Beta» generiert. Annahme: Das «Beta» des Portfolios ist gleich 1.

Zahlreiche Kombinationsmöglichkeiten von «Alpha»- und «Beta»-Quellen

Trennt man «Beta» von «Alpha», wird es möglich, völlig neue Anlagen zu schaffen, indem man das «Beta» aus einer Quelle mit dem «Alpha» aus einer anderen Quelle kombiniert. Das «Alpha» wird somit auf ein anderes «Beta» transportiert (daher die Bezeichnung «Portable Alpha»). Es ist zum Beispiel möglich, ein Portfolio zu konstruieren, das sich grundsätzlich wie ein Anleihenportfolio («Beta») verhält, aber die Zusatzrendite («Alpha») aus dem Aktienmarkt holt. Dieses Portfolio wird ein leicht höheres, aber vergleichbares Risikoniveau wie ein Obligationenportfolio haben und gleichzeitig von den zahlreichen Rendite-Opportunitäten des Aktienmarktes profitieren können. Natürlich kommen auch andere «Alpha»-Quellen in Frage, wie z. B. die internationalen Anleihenmärkte. Die Wahl des internationalen Anleihenmarktes ist in unserem Beispiel besonders interessant, weil damit beide Renditequellen aus dem Rentenbereich stammen würden, was die Zuordnung als Obligationenportfolio vereinfacht.

Wie wird ein solches Portfolio konstruiert? «Beta» lässt sich relativ leicht mit Derivaten nachbilden. Das «Beta» eines Anleihenportfolios kann z. B. mit so genannten Swaps hergestellt werden, während das «Beta» eines Aktienmarktes beispielsweise mit Indexterminverträgen («Futures») erzeugt werden kann. Ein geeignetes «Alpha» zu generieren, stellt schon eine grössere Herausforderung dar. Um sicherzustellen, dass das Gesamtrisiko auf dem gewünschten Niveau bleibt, muss ein solches Portfolio im Schnitt ein «Beta» von null haben. Gleichzeitig muss diese Komponente der «Portable Alpha»-Strategie eine attraktive Zusatzrendite generieren können. Deswegen kommen als «Alpha»-Quellen hauptsächlich «Absolute Return»-Portfolios in Frage. «Absolute Return»-Strategien zielen auf die Erreichung einer attraktiven absoluten Rendite, ohne dass es eine hohe Korrelation mit dem Markt gibt. Diese Strategien sollten ein tiefes «Beta» haben und den grössten Teil des Anlageerfolges als «Alpha» erzeugen. Dies setzt den Einsatz von Derivaten voraus.

Ein einfaches Prinzip – aber viel Know-how

Wir sehen: Die Grundidee ist einfach, ihre Umsetzung verlangt jedoch ein hohes Mass an Know-how. Die Strategie kann nur erfolgreich sein, wenn die einzelnen Teile gut funktionieren, korrekt zusammengesetzt sind und das leisten, was man erwartet. Es wird nicht nur gutes «Gespür» für die Anlage-Opportunitäten, sondern auch und vor allem Exzellenz im Risikomanagement und in der Umsetzung verlangt.

«Portable Alpha»-Strategien sind immer dort sinnvoll, wo strategische Überlegungen das Anlageuniversum stark einschränken, z. B. bei Pensionskassen oder Lebensversicherungen, die ihre Anlagen zum grossen Teil nach ihren Verpflichtungen ausrichten müssen. Die Kombination eines von der Entwicklung der langfristigen Zinsen abhängigen «Betas» mit einem effektiven «Alpha» erlaubt es, sehr effiziente «Asset Liability Matching»-Strategien zu entwickeln. «Portable Alpha» ist aber auch für andere Investoren interessant, da Möglichkeiten geboten werden, ein breiteres Anlageuniversum zur Erzielung einer Mehrrendite aktiv zu nutzen, ohne das Gesamtrisiko des Portfolios stark zu erhöhen. Denkbar ist z. B. die effizientere Anlage kurzfristiger Gelder oder die Anwendung auf gemischte Portfolios, was deren Risiko-Ertrags-Eigenschaften signifikant verbessern kann.

Zusammenfassend lässt sich sagen: «Portable Alpha»-Strategien sind wichtige, ernst zu nehmende Alternativen, die dazu beitragen können, die Ertragskraft von Portfolios bei nur wenig verändertem Risiko merklich zu verbessern.

José Antonio Blanco

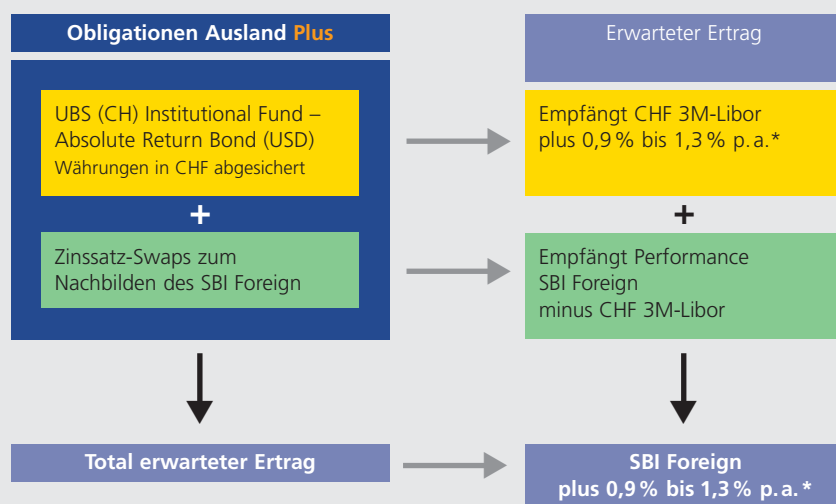
Regional Chief Investment Officer CEMEA,
UBS Global Asset Management

Portable Alpha – ein Beispiel aus der Praxis

Ein praktisches und aktuelles Beispiel einer im vorangegangenen Artikel eher theoretisch behandelten «Portable Alpha»-Strategie ist die «Anlagegruppe Obligationen Ausland Plus», welche von UBS Global Asset Management für die Anlagestiftung der UBS für Personalvorsorge (AST) entwickelt worden ist.

Die Anlagegruppe investiert in zwei Komponenten: Die Herausforderung besteht darin, die Rendite-Risiko-Charakteristika des CHF-Obligationenmarktes genau abzubilden (passive Komponente) und gleichzeitig aber auch das Performancepotenzial der globalen Obligationenmärkte zu erschliessen (aktive Komponente). Die passive Komponente hat die Aufgabe, die Zinskurve und die Erträge des Swiss Bond Index Foreign (SBI Foreign) nachzubilden, und geht zu diesem Zweck Zinssatz-Swaps ein. Durch eine optimierte Kombination von Zinssatz-Swaps verschiedener Laufzeiten ist es möglich, die SBI-Foreign-Zinskurve nahezu exakt zu replizieren. Da diese Nachbildung kaum flüssige Mittel bindet, kann der Grossteil der Gelder in der aktiven Komponente, der «UBS Absolute Return Bond (ARB)»-Strategie, investiert werden. Diese soll die Zusatzrendite generieren.

Das Grundprinzip der Anlagegruppe Obligationen Ausland Plus – Nachbildung des SBI Foreigns mittels Zinssatz-Swaps und Generierung von Alpha-Erträgen aus der «Absolute Return Bond»-Komponente – wird aus folgendem Schema ersichtlich:



* Erwarteter Mehrertrag von Absolut-Return-Strategien: 0,9% bis 1,3%. UBS Global Asset Management kann jedoch keine Garantie über die künftige Performanceentwicklung abgeben.

Die erste Portfoliokomponente (grün), die Nachbildung des SBI Foreign, wird über Zinssatz-Swaps realisiert. Die Anlagegruppe erhält von UBS AG in ihrer Eigenschaft als Swap-Gegenpartei den Gegenwert eines fixen Mehrjahres-Zinssatzes gutgeschrieben (in unserem Fall der Duration entsprechend ca. fünf Jahre) und zahlt dafür den variablen CHF-Geldmarktsatz (Dreimonats-Libor). Aus der ARB-Strategie (gelbe Komponente) wird dann die Mehrrendite erzielt, die sich zusammensetzt aus dem variablen CHF-Geldmarktsatz plus dem Alpha der ARB-Strategie.

«Absolute Return» steht für das Bestreben, eine Rendite zu erzielen, die weniger von einer Benchmark abhängt als bei einer «Relative Return»-Anlagestrategie. Kernstück der ARB-Strategie bildet ein breit diversifiziertes globales Obligationenportfolio bestehend aus Staats-, Unternehmens- und Hypothekenanleihen der Kreditqualität Investment Grade. Zusätzlich kann die Strategie auch in Anleihen geringerer Bonität mit höherem Ertragspotenzial investieren, und zwar bis zu je 20% in High-Yield- und Emerging-Market-Obligationen. Kurz gesagt: ARB hat in diesem Portfoliokontext ganz allgemein die Aufgabe, Alpha zu generieren. Dafür werden verschiedene Quellen angezapft, z.B. Duration (die aktiv gesteuert wird und sich auch im negativen Bereich bewegen kann), Zinsdifferenzen (Spreads). Das Fremdwährungsrisiko wird weitestgehend gegenüber dem CHF abgesichert. Dadurch wird die Fremdwährungsquote gemäss BVV2 nicht belastet.

Anlageziel der «Anlagegruppe Obligationen Ausland Plus» ist es, einen Mehrertrag («Alpha») gegenüber dem SBI Foreign zu erwirtschaften. Der Mehrertrag wird in einem breit diversifizierten Obligationenportfolio gesucht und auf den SBI Foreign transferiert («Alpha»-Transfer). Damit zeigt unser «Obligationen Ausland Plus»-Konzept unseres Erachtens als innovative Anlagelösung für Schweizer Pensionskassen in die richtige Richtung: Höheres Renditepotenzial bei gleichzeitig limitiertem Zusatzrisiko ist machbar.

Die Vorteile einer solchen strategischen Kombination liegen auf der Hand:

- Nachhaltig höheres Alpha-Ertragspotenzial unabhängig vom Zinsumfeld
- Bessere Diversifikation durch verbreitertes Anlageuniversum
- Hohe Liquidität und Nutzung fortschrittlicher Portfoliomanagement-Techniken auch für kleinere Vermögen
- Einfacher Zugang zur Strategie

Stefan Jakob Weber
Capability Manager Fixed Income,
UBS Global Asset Management

Weitere Informationen

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

Bern, Oberwallis, Solothurn

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

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

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

Basel-Landschaft, Basel-Stadt

Thomas Gloor, Tel. 061-289 34 60
thomas-za.gloor@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

Verschiedene Publikationen für institutionelle Anleger können Sie unter sh-ia@ubs.com bestellen.

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 Doku-

ment beschriebenen Produkte bzw. Wertpapiere können 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 Mass-

stab 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 2007. Alle Rechte vorbehalten.