

Portable Alpha

Die Suche nach zusätzlicher Rendite in seitwärts laufenden Märkten

Bessere Renditen zu erwirtschaften ohne ein höheres Risiko einzugehen – ein solches Vorhaben scheint Fondsmanager und Finanzmarktexperten vor die Quadratur des Kreises zu stellen. Galt doch bislang ein enger Zusammenhang zwischen dem Risiko und der Rendite einer Anlageentscheidung. Mit «Portable Alpha» haben Fondsmanager nun eine Formel gefunden, um diesen Zusammenhang aufzulösen. Grundidee von «Portable Alpha» ist es, die Entscheidung für eine Anlageklasse von der Auswahl des aktiven Managements zu trennen. Auf diese Weise lässt sich das Ziel, die sicheren Renditen eines bestimmten Marktes zu erzielen, mit der Vorgabe eines aktiven Managements, überdurchschnittliche Ergebnisse zu erreichen, verbinden. Folglich lässt sich leichter ein ausgewogenes Verhältnis zwischen Risiko und Rendite erreichen.



*Von Daniel Ghirardi
Head of Switzerland
Pioneer Global Investments Ltd.
Genf*

So einfach «Portable Alpha» zu definieren ist, so komplex ist es, dieses umzusetzen. Denn es erfordert, die Abhängigkeit von Marktentwicklungen für einen Teil des Portfolios abzusichern. Dies geschieht durch die Nutzung von Derivaten. Aber bevor man sich in den Tiefen des Anlageprozesses verliert, ist eine genaue Definition der beiden bekannten «Griechen», «Alpha» und «Beta», notwendig.

Die Griechen messen den Markt und das aktive Management

Die Kennzahl «Alpha» misst den zusätzlichen Wert, den ein aktives Management gegenüber den Renditen eines Portfolios, das einfach einen Index nachbildet, erzielt. Ein hohes Alpha zeigt somit an, dass ein Investment bessere Erträge erwirtschaftet als die erwartete Rendite am Aktien- oder Rentenmarkt.

«Beta» hingegen beschreibt die Renditen, die sich aus der allgemeinen Marktentwicklung, also aus Veränderungen des Indexes, ergeben. Die Rendite eines Portfolios, das sich am Markt orientiert, entspricht dem Beta der verschiedenen kombinierten Anlageklassen im Portfolio.

Um eine höhere absolute Rendite zu erzielen, gehen viele Fondsmanager folgendermassen vor: Sie übergewichten die Anlageklassen, von denen sie eine bessere Entwicklung erwarten. Mit einer solchen Gewichtung lässt sich jedoch kein Alpha generieren. Vielmehr handelt es sich dabei lediglich um eine Kombination verschiedener Betas, die eine bessere Rendite erzielen. Ein solches Management kann nicht nur übermässige Risiken beinhalten, sondern auch die Auswahl stark einschränken, weil es die Möglichkeiten beschränkt, zusätzliche Renditen zu erwirtschaften, indem es attraktive Beta-Positionen übergewichtet.

Aus diesem Grund benötigen institutionelle Anleger gerade in der aktuellen Situation flacher Marktentwicklungen und niedriger Zinsen überdurchschnittliche Renditen, also Alpha. Sie wollen die Generierung von Alpha auf angemessene Portfolios übertragen. Für ein solches «Portable Alpha» steht ihnen eine Vielzahl von Strategien offen. In traditionellen Märkten sind Portfolios ohne Beschränkungen – sowohl Aktien- als auch Rentenfonds, aber auch Absolute-Return-Strategien – Beispiele für eine Entwicklung, die der Hunger auf Alpha kennzeichnet. Der Schwerpunkt der Entwicklung liegt jedoch bei den alternativen Investments.

Mit alternativen Investments zu «Portable Alpha»

Zwar können Manager auch mit «long-only» Investmentstrategien Alpha generieren, aber die Möglichkeiten hierzu sind gering und liegen deutlich unter denen, die im Bereich der alternativen Investments, speziell der Hedge Funds, liegen. Der Grund liegt auf der Hand: Auf den traditionellen Märkten bewegen sich so viele Akteure, dass die Märkte sehr effizient sind. Dies macht es um so schwieriger, überdurchschnittliche Renditen zu erwirtschaften.

Alternative Investments dagegen bewegen sich in einer Vielzahl weniger

effizienter Marktsegmente, die von den rund zwei Dutzend Emerging Markets der Welt über den Handel mit Optionen bis zum breiten Feld der «Event-driven Strategies» reichen. Viele Fondsmanager entscheiden sich deshalb auf der Suche nach Alpha für alternative Investments. Gleichzeitig beinhalten «Portable Alpha»-Strukturen und -Portfolios in der Regel ein aktives Hedge-Fund-Portfolio.

«Portable Alpha» an Beta-Positionen koppeln

Die einfachste, allgemeine Definition zählt alles zu «Portable Alpha», was sich signifikant von einem bestehenden Portfolio hinsichtlich Korrelation unterscheidet. Eine stärker technische Definition weist auf ein engeres Feld an Investitionsmöglichkeiten hin, die gegen jede relevante Marktentwicklung abgesichert sind. Eine genaue Definition beinhaltet dagegen nur solche Quellen von Alpha, die ursprünglich an ein Beta-Risiko gebunden waren. Ein typisches Beispiel: Die Alpha-Ergebnisse von «long-only» Strategien werden dort stark wahrgenommen (z.B. bei einer Investment Boutique oder einem Small Companies Portfolio), wo die Beta-Marktposition zurückgenommen und durch strategisch

vorteilhafte Positionen ersetzt wird. Auf diese Weise kann nicht nur das fragliche Beta-Risiko identifiziert werden, sondern es gibt gleich auch ein angemessenes Hedging-Instrument.

Swaps und Derivate ermöglichen «Portable Alpha»

Ein direkter Nutzen von «Portable Alpha» ist das Wechseln von einer Anlageklasse, in der sich Alpha schwer erwirtschaften lässt (beispielsweise bei Rentenspapieren), zu einer anderen, wo Alpha deutlich höher ist (etwa bei Dach-Hedge-Funds). Diesen Wechsel ermöglicht üblicherweise eine Bank, die den formellen Ertrags-Swap von einer Risikogruppe mit niedrigem Alpha zu einem Portfolio, das ein hohes Alpha erreicht, vornimmt. Gleichzeitig unterhält die Bank das ursprüngliche Portfolio weiter. Die Folge: Statt ein Portfolio durch ein anderes zu ersetzen, wird nur das Alpha der Ertragsströme ausgetauscht.

Ein anderer «Portable Alpha»-Ansatz ersetzt die Erträge eines Aktienportfolios durch Derivate. Dieser Ansatz wurde entwickelt, um die Erträge langfristiger Investments in Aktien zu erhöhen, beispielsweise für Pensionsfonds. Bei diesem Ansatz ersetzen etwa Aktienindexfutures ein Aktien-

portfolio. Diese liefern die gleichen, an den Index gebundenen Ergebnisse, machen gleichzeitig aber einen Grossteil des Kapitals frei, um es beispielsweise in ein aktiv gemanagtes Fixed Income Portfolio investieren zu können. Selbst wenn man die Kosten, die durch das Halten der Futures-Position anfallen, berücksichtigt, kann ein derartiges Geschäft so gestaltet werden, dass eine Netto-Rendite von 100 Basispunkten gegenüber Aktien erreichbar ist. Damit entstehen sehr attraktive Erträge für den gegenwärtigen Markt für Pensionsfonds.

Grundsätzlich gilt: Wenn die Earnings Yields sinken, sollte Alpha gegenüber Beta deutlich an Attraktivität gewinnen. Mit anderen Worten: Nur wenige würden argumentieren, dass 1% Alpha eines traditionellen Investments ein zunehmend werthaltiges Investment darstellt. Hingegen ist ein Absolute-Return-Produkt, das 2 bis 3% Mehrrendite gegenüber dem Geldmarkt verspricht, durchaus beeindruckend. Derartige Ertragsziele legen nahe, dass «Portable Alpha» zunehmend ein typisches Element von Pensionskassen und -fonds darstellen wird. Dies gilt gerade für alternative Investments. •

Portable Alpha: Searching for Additional Return in Sideways Moving Markets

Generating better returns without higher risk seems to be like trying to square the circle for fund managers and financial market specialists. With “portable alpha” fund managers have now found a formula to disconnect the correlation between risk and return of an investment decision. Basically, “portable alpha” means separating the decision for an asset class from the selection of the active management. This way, the goal of generating safe returns in a particular market can be combined with the objective of an active management to reach above-average results. Consequently, it is easier to achieve a balanced relation between risk and return.

“Alpha” measures the additional return which active management generates compared to a portfolio which only mirrors an index. “Beta”, on the other hand, reflects the returns which result from general market trends and changes in the market index. In today’s market environment with sideways moving markets and low interest rates, institutional investors particularly need above-average returns, in other words: alpha. They want to transfer the generation of alpha to relevant portfolios. For such “portable alpha” they can choose from a number of strategies, mostly in the field of alternative investments.

Since there are so many participants in the traditional markets, these markets are very efficient. This makes it so much harder to generate extra return. Many fund managers therefore opt for alternative investments in their search for alpha. One direct advantage of “portable alpha” is the possibility to change from an asset class, where alpha is hard to generate, to another one by means of an income swap. It is also possible to replace the income from an equity portfolio by derivatives. In this case, equity index futures, for example, may take the place of equities. These generate the same, index-linked results but, at the same time, free substantial amounts of capital to invest, e.g., in an actively managed fixed income portfolio. Clearly, “portable alpha” is on its way to become a must for pension funds.