

## Pures Portable Alpha zur Portfolio-Diversifikation

Der Namenszusatz „Alpha“ wird für die unterschiedlichsten Produktkonstruktionen sowohl auf der Fondsebene wie auch im Zertifikate-Universum verwendet. Was hinter dem Namenszusatz „Alpha“ steht, lässt sich oft erst bei genauer Prüfung der einzelnen Angebote erfassen. Nicht selten sind Alpha-Produkte eine zugegebenermaßen fantasievolle Kombination mehrerer Assetklassen, die eher analog einem Core-Satellite-Ansatz einen Zusatzreturn durch eine ein Basisinvestment ergänzende und unter Umständen risikoreichere Anlageklasse erzielen. Die diffizile Zuordenbarkeit dieser Konstrukte erschwert die Frage, ob ein solches Produkt eine sinnvolle Ergänzung des eigenen Anlageportfolios darstellt.

### Markttrichtungsrisiko eliminieren

Die gängige Alpha-Definition basiert auf dem Gedanken einer reinen Selektionsstrategie im Sinne des in der Modern Portfolio Theorie beschriebenen Capital Asset Pricing Modells (CAPM). Im Allgemeinen wird den Investor jedoch nicht das „Alpha“ der reinen Lehre, sondern vielmehr das „Alpha“ im Sinne eines Excess Return gegenüber einem Vergleichsindex interessieren, der in der Performanceattribution als aktive Rendite beschrieben wird. Diese aktive Rendite setzt sich mithin aus den Komponenten Allokation, Selektion, Währungskomponente und Interaktionsbeitrag zusammen. Die Fähigkeit, genau diesen Excess Return durch geeignete Hedgeinstrumente zu isolieren und ein neutrales Marktexposure zu erreichen, zeichnet eine pure Alpha-Strategie aus. Deshalb bieten sich für diese puren Alpha-Strategien auch nicht alle Management-Ansätze an.

Die erste notwendige Voraussetzung ist, dass der zugrunde liegende Managementansatz in der Lage ist, die Benchmark

nachhaltig zu schlagen – und zwar sowohl in positiven als auch in negativen Marktphasen. Das ist ein wirklich zentraler Punkt, da das Alpha im Wesentlichen eine Differenzgröße darstellt. Ist das Marktrisiko und damit die allgemeine Markttrendite erst einmal eliminiert, ist dies in positiven Marktphasen kein Polster mehr, auf dem sich der Manager „passiv“ ausruhen kann.

Andererseits entsteht so in negativen Marktphasen aber auch die Chance, nicht nur „weniger schlecht“ als der Marktindex abzuschneiden, sondern einen absolut positiven Ertrag durch das Alpha zu generieren. So konstruierte Alpha-Fonds sind in der Lage, das Markttrichtungsrisiko weitgehend zu eliminieren. Im Idealfall sind pure Alpha-Produkte Allwetter-Investments, die sowohl in steigenden als auch in fallenden Märkten und vor allem auch in kürzeren Zeiträumen stabile Erträge liefern können.

*Maria Kopitzki, Director, Bereich Institutionelle Kunden, und Dyrk Vieten, Geschäftsführer, beide Landesbank Berlin Investment GmbH, Berlin*

*Der Begriff der puren Alpha-Strategie beinhaltet für die Autoren besondere Anforderungen. Nur für „wetterfeste“-Investments, die sowohl in steigenden wie vor allem auch in fallenden Märkten sowie in kürzeren Zeiträumen stabile Erträge liefern, lassen sie ihn gelten. Als entscheidende Voraussetzungen, diese Art des Alpha zu generieren, sehen sie einen hinreichend systematischen Managementansatz, mit einem eindeutig definierten Investmentprozess, eine kontinuierliche Absicherung sowie nicht zuletzt die Umsetzung eines Overlay-Prozesses. Zudem halten sie es für erforderlich, die notwendigen Hedges kostengünstig umzusetzen und mit der Entscheidungssystematik der Basisstrategie in Einklang zu bringen. (Red.)*

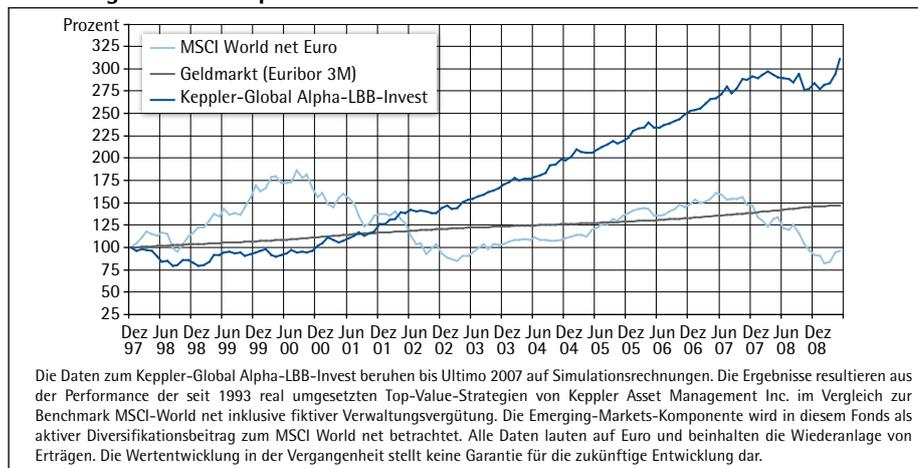
Der Nachweis, ob ein Managementansatz den Marktindex in jeder Phase schlagen kann, gelingt in der Regel nur retrospektiv. Deshalb eignen sich für eine pure Alpha-Strategie nur Ansätze, die eine klare, systematische Alpha-Quelle innerhalb einer klar definierten Assetklasse und einem klar definierten Investment-Universum aufweisen. Ein hinreichend systematischer Managementansatz ermöglicht einerseits dem Investor eine Einschätzung, ob dieser Ansatz eine plausible Grundlage für zukünftigen Excess Return darstellt. Andererseits lassen sich nur für einen eindeutig definierten Investmentprozess die Quellen des Excess Return hinlänglich spezifizieren. Dies ist eine notwendige Voraussetzung, um für den angewandten Investmentansatz geeignete Overlay-Strategien zu entwickeln, um wirklich das gewünschte Alpha zu separieren. Nur so kann aus relativer Outperformance absoluter Ertrag werden.

Neben dem Managementansatz des Basisportfolios kommt dem Absicherungsprozess eine entscheidende Rolle zu. So ist zu konstatieren, dass eine pure Alpha-Strategie auch dadurch charakterisiert ist, dass durch eine kontinuierliche Absicherung die weitgehende Marktneutralität gewährleistet wird. Nur wenn der Hedgeprozess keinem diskretionären Handlungsspielraum unterliegt, kann der Investor das Produkt als eigene Assetklasse losgelöst vom Basisinvestment betrachten und als Portable Alpha seinem Gesamtportfolio hinzufügen.

### Systematische Behandlung unerwünschter Beta-Risiken

Zudem hat die Praxis gezeigt, dass die Umsetzung des Overlay-Prozesses eine entscheidende Rolle in der Performance von Alpha-Fonds spielt. In Abhängigkeit von dem zugrunde liegenden Investmentansatz sollten folgende Eckpunkte geklärt sein:

Abbildung: Ein Fallbeispiel



Auf welcher Ebene soll der Hedge ansetzen? Bei einem international investierenden Fonds muss zum Beispiel die Frage gestellt werden, ob eher ein Mikro- oder ein Makro-Hedge der Struktur des Fonds und dem Ziel, eine in der Vergangenheit zuverlässige Alpha-Quelle zu isolieren, gerecht wird. Müssen Währungshedges vorgenommen werden, um den gewünschten Excess Return in der Heimatwährung zu generieren? Auf welcher Ebene müssen diese dann ansetzen? Wenn das Basisportfolio aus Effizienzgründen ebenfalls synthetisch über Derivate abgebildet wird, ist zu überprüfen, ob Währungstermingeschäfte oder Kassepositionen hinzugefügt werden müssen, um die Diskrepanz zwischen der Wechselkursauswirkung auf die physische Abbildung einer Anlagestrategie (mithin das unterliegende Kontraktvolumen) und der Wechselkursauswirkung auf die Wertentwicklung der Derivate auszugleichen.

Unerwünschte Beta-Risiken, die aus der Differenz zwischen Portfoliobestand und Forward-Gegenwert in Folge von Bewertungsänderungen und Mittelbewegungen fortlaufend entstehen, müssen systematisch behandelt werden. Um den Aufbau solcher Beta-Risiken zu vermeiden, sollten die Differenzen zwischen dem Wertpapierbestand und dem Forward-Gegenwert im Verhältnis zum Fondsvermögen begrenzt werden. Eine regelbasierte Anpassung der Sicherungsquote ist empfehlenswert.

**Kostengünstige Umsetzung der Hedges**

Der benötigte Overlay-Mix lässt sich oft nur teilweise oder gar nicht mit standardisierten Derivateprodukten umsetzen, so

dass in der Regel OTC-Derivate zur Anwendung kommen. Es versteht sich von selbst, dass ausschließlich Kontraktpartner mit guter Bonität gewählt werden. Im Rahmen der Hedgeadjustierung sollten zudem die Glatzstellung und der Neuabschluss der Derivate zur Sicherung der Ansprüche gegen Kontraktpartner durch ein Limitsystem überprüft werden.

Für den Erfolg einer puren Alpha-Strategie ist es zudem erforderlich, dass die notwendigen Hedges kostengünstig umgesetzt und mit der Entscheidungssystematik der Basisstrategie in Einklang gebracht werden können. So können die Forwards beispielsweise auf Rebalancing-Termine des Basisportfolios ausgerichtet werden; gleichzeitig können unter Berücksichtigung der Zinskurve optimale Fälligkeitsprofile gewählt werden.

Ein für die Produktperformance systematisch vorteilhafter Effekt ist, dass durch das Hedgen des allgemeinen Marktrisikos ein absolut positiver Grundertrag generiert wird. Da der Marktindex durch geeignete Instrumente wie Forwards oder Swaps „verkauft“ wird, erzielt der Fonds einen synthetischen Geldmarktertrag (abzüglich der Sicherungskosten).

Die Performance eines puren Alpha-Produktes setzt sich mithin im Wesentlichen aus dem Excess Return einer bestehenden und in der Vergangenheit erfolgreich umgesetzten Anlagestrategie gegenüber dem neutralisierten Marktindex und dem synthetischen Geldmarktertrag abzüglich der Kosten (Sicherungs- und Produktkosten) zusammen. Auf die transparente Darstel-

lung der Performancekomponenten sollte jeder Investor achten, um sicherzugehen, dass das Alpha-Produkt in das eigene angestrebte Cash-Flow-Profil passt.

In diesem Zusammenhang stellt sich die Frage, wie pure Alpha-Strategien klassifiziert werden sollen. Was ist die adäquate Benchmark? Da das Markttrichtungsrisiko des zugrunde liegenden Managementansatzes durch den Hedge des das Anlageuniversum repräsentierenden Marktindex eliminiert wird, entfallen naturgemäß auch die Erträge aus dieser Marktveränderung. Der Marktindex ist somit keine geeignete Benchmark für das Alpha-Produkt. Aufgrund des durch die Hedgesystematik grundsätzlich vereinnahmten synthetischen Geldmarktertrages bietet sich unter Vernachlässigung der Kosten ein Geldmarktindex als Benchmark an. Das Risikoprofil purer Alpha-Strategien ist allerdings nicht auf das Niveau einer Geldmarktanlage reduzierbar. Aber ein entsprechend höheres Ertragsniveau sollte ein risikoadjustiert positives Returnprofil garantieren. Dies gilt insbesondere im Gesamtkontext der Anlagestrategie des Investors. Denn in der Regel zeichnen sich pure Alpha-Strategien durch einen signifikant niedrigeren Maximum Drawdown und eine geringe Korrelation zum Marktindex aus. Damit tragen sie erheblich zur Risikodiversifikation im Anlageportfolio eines Investors bei.

**Weitgehende Marktneutralität**

Zusammenfassend lässt sich sagen, dass sich eine pure Alpha-Strategie durch weitgehende Marktneutralität auszeichnet. Die Eliminierung des Markttrichtungsrisikos ermöglicht die Generierung eines stetigen, schwankungsärmeren Ertragsprofils im Verhältnis zur Basisanlage (siehe Beispiel Abbildung).

Dennoch gibt es einen Wermutstropfen: Das Managementrisiko bleibt bestehen. Gerade bei puren Alpha-Strategien ist deshalb die Prüfung des zugrunde liegenden Managementansatzes, durch den das Alpha generiert werden soll, unerlässlich. Empfehlenswert sind systematische, auf quantitativen Prozessen basierende Verfahren, die auf eine erfolgreiche Historie in unterschiedlichen Marktphasen verweisen können und die behavioristisch oder subjektiv motivierten Änderungen des Managementansatzes entgegenstehen.