

Core/Satellite in der Vermögensverwaltung: Schlagwort oder Erfolgsstrategie?

Wo immer heute Vermögensverwaltungsstrategien präsentiert werden, taucht früher oder später das «Core-Satellite»-Konzept auf. Wie so oft in der Finanzwelt gibt es aber auch hier keine exakte Definition. Im Kern bedeutet «Core/Satellite», dass Sonderstrategien, die spezielle Eigenschaften aufweisen, um einen stabilen «Investmentkern» herum angesiedelt werden. Gerade bei solchen gewissen Modeströmungen folgenden Begriffen wie «Core/Satellite» lohnt sich von Zeit zu Zeit eine kritische Hinterfragung.



Von Norbert Brestel
Leiter Portfolio Management
Schroder & Co Bank AG, Zürich

Ein Grundgedanke bildet den Kern des «Core-Satellite»-Konzeptes: Die Erfahrung zeigt, dass es in effizienten, also breit analysierten und grossen Märkten für alle Marktteilnehmer schwierig ist, die gängigen Indizes zu schlagen, also das bekannte «Alpha» zu generieren. Nicht, dass es nicht versucht würde. Ein Blick auf die Fondslisten zeigt, dass immer noch ein erheblicher Teil der aktiv verwalteten Fonds die grossen Märkte – S&P 500, Euro-Stoxx oder Nikkei (im Aktienbereich), REX, Citigroup WGBI oder Swiss Bond Index (im Obligationenbereich), um nur einige zu nennen – abdeckt. Selbstverständlich sind darunter auch solche, die den Markt schlagen. Die systematische Auswahl konsistenter «Outperformer» ist jedoch – das wird niemand bestreiten – schwierig. Zu häufig wechseln die erfolgreichen

Anlagestile, die Akteure und auch die führenden Fonds sich ab. Am Ende werden erhebliche Mittel in aktive Fonds investiert, die – auch aufgrund ihrer internen Beschränkungen – kein Alpha zu generieren vermögen und hohe Kosten verursachen.

Es liegt daher nahe, für diese Märkte von vornherein eine passive Anlagestrategie zu wählen, die bei niedrigen Kosten prinzipiell die Performance des Indexes (das «Beta») liefert. Diese passiven, effizienten Produkte (Exchange Traded Funds, Performance-Zertifikate) bilden dann den Kern der Anlagestrategie. Denkbar wären auch konzentrierte Anlagen in eine begrenzte Anzahl von Kernaktien, die nicht oder nur sehr selten bewegt werden.

Tatsächlich ist damit für manchen Anleger bereits das Endstadium des Portfolioaufbaus erreicht. Im Bewusstsein langfristiger positiver Renditen kann – unter Inkaufnahme des, je nach Wahl der Anlageklassen möglicherweise erheblichen, Risikos – mit einer solchen Strategie kostengünstig eine zufriedenstellende Performance erwirtschaftet werden.

Anreicherung der Portfolios

In der Praxis aber bleibt es selten dabei, und dies aus verschiedenen Gründen. Zum einen wird der aufmerksame Anleger bemerken, dass sich ausserhalb dieses Kerns interessantere Renditen finden lassen. In den letzten Jahren waren die Schwellenländer, hochverzinsliche Anleihen, «Small Caps» und nicht zuletzt Rohstoffstrategien den gängigen Indizes zeitweise deutlich überlegen. Wer bewusst darauf verzichtete, brauchte gute Nerven. Zum anderen sind die Anbieter von Finanzdienstleistungen natürlich bestrebt, die Anlagestrategien mit Themen, Spannung – und auch Gebühren – anzureichern.

So gesellen sich zum Kern die Satelliten. Bei diesen Anlagethemen soll es – dank tieferer Markteffizienz – möglich sein, eine Überrendite zu erzielen. In diesem Bereich braucht es aber auch eine aktivere Auswahl und eine dynamischere Asset Allocation, da die Themen wechseln. Um beim Bild des den Kern umkreisenden Satelliten zu bleiben: Gelegentlich fällt ein Satellit zurück zur Erde und wird zu einer Core-Anlage oder er verglüht – mangels Performance – in der Erdatmosphäre.

Grundsätzliche Fragen

Sowohl bezüglich des Kerns wie auch der Satelliten stellen sich einige grundsätzliche Fragen. Die rein passive Anlagestrategie ist nicht vollkommen unbestritten. Die von passiven Strategien gewählten Indizes entspringen ja nur teilweise objektiven Kriterien und stellen selber künstliche Konstrukte dar. Die jeweiligen Indexkommissionen legen fest, welche Titel Aufnahme finden oder entfernt werden. Ein Teil der Anlagestrategie wird also an diese Kommissionen delegiert. Zwangsläufig wird daher auch in Bereiche investiert, die längerfristigen, möglicherweise strukturellen Schwierigkeiten unterliegen, welche eine aktivere Anlagepolitik erkennen könnte: Man denke in jüngerer Vergangenheit an die schlechte Performance von Pharmawerten oder die Situation bei Finanzwerten als Folge der Kreditkrise. Passive Anleger sind hier natürlich voll dabei.

Gewichtiger noch sind die Fragen im Bereich der Satelliten. Deren Auswahl soll zwei Ziele verfolgen: eine Verbesserung der Performance des Gesamtportfolios (oder zumindest eine Reduktion des Risikos) und – im Idealfall – die Generierung von «Alpha» in weniger effizienten Märkten. Beides

ist selbstverständlich nicht garantiert, und oft führen Satellitenanlagen eher zu einer Reduktion der Gesamtperformance. Das hat verschiedene Gründe.

Erstens wird im Satellitenbereich bevorzugt auf sogenannte «Zukunftsthemen» gesetzt. Aktuelle Themen lassen sich den Investoren einfacher nahebringen. Die Investitionen erfolgen dann nicht selten in einen grösseren Kreis von Aktien, die mit diesen Themen verwandt sind. Diese Zukunftsthemen sind jedoch meist vielschichtig und in ihrem zeitlichen und technologischen Ablauf nicht gut fassbar. Unter Themen wie «Wasser», «Energie» oder «Infrastruktur» lässt sich vieles subsumieren, der Erfolg dieser Strategie ist aber oft langfristiger Natur. Das Thema Biotechnologie beispielsweise wurde vor mehr als einem Jahrzehnt entdeckt, blieb aber bis in die jüngere Vergangenheit eher trendlos. Andere Themen entwickeln sich anders als gedacht. Unter den Rohstoffthemen wurde die grosse Mehrzahl der Anlagen in Energie und Industriemetallen konzentriert – plötzlich erweist sich nun aber der bislang kaum beachtete Agrarsektor als besonders attraktiv. Mit anderen Worten: Im Satellitenbereich besteht die Gefahr, Modethemen zu folgen, deren Zenit bereits überschritten ist, oder ein Thema zu früh oder mit den fal-

Core/satellite: Buzzword or strategy for success?

Whenever investment management strategies are presented these days, the term “core/satellite” comes up sooner or later. But does the concept really live up to its expectations? It may, if it is implemented properly. It makes sense to build a portfolio around a core of large, efficient markets using passive investment strategies or instruments. This core may be enhanced by means of satellites – investments in less efficient markets which promise above-average returns at higher risk. Investors should, however, not put all their money blindly on the latest fad; catchy new themes may not always be the best choice. And they must define for themselves how much to allocate to the core and how much to venture on satellites. The core/satellite concept is a valid investment concept. But it takes more than just an investment here and there. It takes careful and continuous planning as well as constant monitoring to turn it into the success the marketing specialists promise.

schon Instrumenten anzugehen. Bei griffigen Themen ist die nötige kritische Distanz nicht immer gegeben.

Zweitens ist die Chance hoher «Alphas» untrennbar auch mit der Gefahr «negativer» Alphas verknüpft, wie immer, wenn grössere Risiken eingegangen werden. Die effektive Auswahl der richtigen Fonds ist im Satellitenbereich mindestens so wichtig wie im Kern. Es genügt nicht, ein besonderes Thema abzudecken. Immerhin ist anzumerken, dass in weniger effizienten Märkten tatsächlich der Vergangenheitserfolg gewisse Aussagen für die Zukunft zulässt. Im Auge zu behalten sind aber der – häufige – Wechsel von Managern, der oft unbemerkt vonstatten geht, sowie die Gefahr, dass erfolgrei-

che Fonds unter ihrem eigenen Erfolg leiden, da viel Neugeld zufließt und die Performance sinkt. Eine professionelle, kontinuierliche und unabhängige Fondsauswahl ist daher von grosser Wichtigkeit.

Ein valables Konzept, falls ...

Klarheit muss sich der Anleger auch darüber verschaffen, in welchem Verhältnis «Core» und «Satellite» zueinander stehen sollen. Beim Aufsetzen einer solchen Strategie wird – aus Risikoüberlegungen – zumeist ein gewisses Anfangsverhältnis festgelegt. In der Praxis ist zu beobachten, dass mit der Zeit das so konstruierte Portfolio stärker in Richtung Satellitenanlagen abgleitet. Immer neue Themen und Märkte tauchen am Horizont auf und werden zulasten des Core zusätzlich in das Portfolio aufgenommen, da vergangene Themen nicht gerne verkauft werden, besonders im Verlustfall. Nach einiger Zeit sammelt sich eine zunehmend unüberschaubare Themenvielfalt an. Die Performance wird volatil und häufig schlechter, da der Einfluss des Core abnimmt, wogegen die Kosten steigen.

Core/Satellite ist ein valables Konzept, wenn es diszipliniert und praktisch umgesetzt wird. Sowohl im Bereich des Core, besonders aber bei den Satellitenanlagen, erfordert es indessen eine sorgfältige und kontinuierliche Planung und Überwachung. Nur so wird dem prinzipiell richtigen Kerngedanken dieses Ansatzes Rechnung getragen. Als reines Marketinginstrument eingesetzt, führt es jedoch fast zwangsläufig zu Enttäuschungen. •

Beispiel eines Core-Satellite-Ansatzes

