

# Core-Satellite-Portfolios und das Rebalancing-Konzept

Schwankungen an den Finanzmärkten verschieben die ursprünglich definierte Vermögensallokation im Anlageportfolio fortlaufend, was dazu führt, dass Anleger gegebenenfalls grösseren Risiken ausgesetzt sind als ursprünglich angenommen. Durch die Verwendung einer effizienten Rebalancing-Strategie kann dieses Risiko nicht nur vermindert, sondern zudem eine höhere Rendite erzielt werden.



Von Thomas Merz

Head UBS ETF Schweiz und Liechtenstein  
UBS Global Asset Management

Die Schwankungen an den Finanz- und Kapitalmärkten sind in ähnlicher Weise garantiert wie das Auf und Ab von Ebbe und Flut. Frequenz und Stärke hingegen scheinen keinem regelmässigen Rhythmus zu folgen, zumindest wenn man kürzere Zeitintervalle betrachtet. Öffnet man den Blick für grössere Zeiträume, scheinen sie doch regelmässiger vorzukommen als allgemein vermutet. Dieses Auf und Ab übt in einer

ganz spezifischen Weise Einfluss auf den Anlageerfolg eines Anlageportfolios aus. Hat ein Anleger sein Kapital gemäss seiner Anlagestrategie auf die Anlageklassen aufgeteilt, können die Schwankungen dazu führen, dass die ursprünglich definierte Ausrichtung schon nach kurzer Zeit nicht mehr mit der gewünschten Portfoliozusammensetzung übereinstimmt (vgl. Grafik).

Diese Verschiebungen in der ursprünglichen Kapitalallokation kommen zustande, da die Renditen der verschiedenen Anlagekategorien durch die Schwankungen an den Finanzmärkten unterschiedlich ausfallen und sich somit die Portfoliogewichte verschieben. Solche Abweichungen von der strategischen Ausrichtung eines Portfolios besitzen grosse Relevanz, da gemäss diversen Studien, wie bspw. jene von Brinson et al. (1986, 1991) oder Ibbotson und Kaplan (2000), die strategische Vermögensaufteilung den grössten Teil der Portfoliorendite erklärt (vgl. Tab. 1). Weichen nun die Portfoliogewichte der einzelnen Anlagekategorien stark von der definierten Anlagestrategie ab, so ändert sich dadurch – mit grosser Wahrscheinlichkeit – auch das zu erwartende Rendite/Risiko-Verhältnis dieser Anlage. Dies könnte dazu führen, dass ein Anleger damit unbeachtet grössere Risiken eingeht als ursprünglich einmal angedacht

war (bspw. kommt die Aktienquote über den Zeitablauf mehrmals nahe oder gar über 80% zu liegen).

## Rebalancing-Konzepte können Abhilfe schaffen

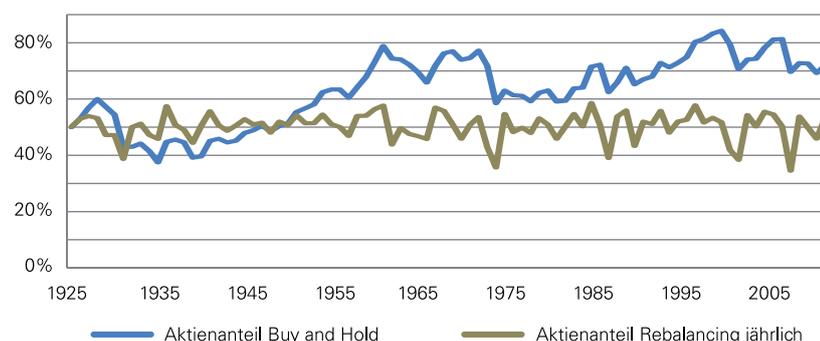
Strategietreue Anleger, die sich durch die Bewegungen an den Finanzmärkten nicht von ihrem strategischen Weg abbringen lassen möchten, sind daher mit der Herausforderung konfrontiert, wie die ursprünglich definierte Anlagestrategie beizubehalten ist, ohne allzu grosse und häufige Umschichtungen vornehmen zu müssen. So erstaunt es nicht, dass Pensionskassen und grosse institutionelle Investoren, wie bspw. öffentliche Vorsorgeeinrichtungen, welche klar definierte Leistungen in Form von Alters- und Invalidenrenten erbringen müssen, sich solche Strategieabweichungen nicht leisten können bzw. wollen. In der Folge haben sich eine ganze Reihe von Rebalancing-Strategien entwickelt, welche das Ziel verfolgen, die oben beschriebenen Abweichungen möglichst optimal zu bewältigen. Allen gemeinsam ist die Tatsache, dass die Umschichtungen nicht ohne Kostenfolge zu bewerkstelligen sind und somit das Konzept nach Kosten einen Mehrwert im Portfolio generieren muss.

Neben den einfachen Umschichtungskonzepten, welche die Zielwerte der Gewichte in unterschiedlicher Frequenz wieder herstellen (monatlich, quartalsweise, halbjährlich, jährlich), existieren auch Ansätze, welche einen gewissen Spielraum bei den Abweichungen tolerieren. Eine Erweiterung der letztgenannten Ansätze besteht darin, dass die Toleranzbreite je nach Anlageklasse unterschiedlich ausgestaltet ist und klassenspezifische Kriterien, wie beispielsweise die Volatilität oder Korrelation zur Gesamtmarktrendite, mit in die Berechnungen einfließen, um so eine noch präzisere Feinsteuerung zu erreichen.

Sämtliche Rebalancing-Konzepte versuchen in unterschiedlicher Form den Zielkonflikt zwischen Strategietreue und Transaktionskosten möglichst effizient und

## Aktienanteil: Buy and Hold vs. Rebalancing

Veränderung des Aktienanteils eines 50/50 Portfolios (Aktien/Obligationen) 1925–2012, Buy and Hold vs. jährliches Kalender-Rebalancing



Quelle: Pictet Aktien- und Obligationen-Index 1925–1997, erweitert bis 2012, eigene Berechnungen; stetige reale Jahresrenditen.

**Tab. 1: Stellenwert der strategischen Vermögensallokation**

	Reales Portfolio	Strategische Asset Allocation	Strategische Asset Allocation + taktische Asset Allocation	Strategische Asset Allocation + Titelselektion
Prozentsatz der erklärten Varianz (1977–1987)	100.0%	91.5%	93.3%	96.1%

Quelle: Brinson et al. 1991

effektiv zu lösen, ohne dabei eine schlechtere Rendite einzufahren im Vergleich zur Rendite, die aus der sogenannten Buy-and-Hold-Strategie resultieren würde.

#### Der Erfolg liegt oft in der Einfachheit

Bei Anlageportfolios von durchschnittlicher Grösse ist diese Art der Risikosteuerung noch kaum verbreitet. Doch aufgrund der starken Zunahme von Kundenportfolios, welche sich für eine Core-Satellite-Anlagestrategie entschieden haben, rücken solche für professionelle Investoren heutzutage weit verbreiteten Rebalancing-Ansätze verstärkt ins Blickfeld. Denn bei der Zusammenstellung eines Core-Satellite-Portfolios wird die Kernanlage häufig mit passiven Anlagelösungen wie beispielsweise Exchange Traded Funds (ETFs) bestückt. Die Beimischungen (Satellites) bestehen dann entweder aus aktiven oder passiven Anlagelösungen, die je nach Einschätzung des Anlegers hinzugefügt oder wieder entfernt werden. Somit ist klar, dass die Kernanlage (via ETFs) die Grundrendite sichern soll und somit die strategische Ausrichtung (bestmöglich dem Rendite/Risiko-Profil des Anlegers angepasst) vorgibt. Damit dies sichergestellt ist, kommt der anlagestrategischen Zielstreue eine sehr grosse Bedeutung zu.

Ein gewichtiger Nachteil vieler Rebalancing-Konzepte, welche von institutionellen Investoren angewandt werden, liegt in deren Komplexität. Meist sind solche professionellen Konzepte nur möglich, wenn sehr grosse Vermögen passiv verwaltet werden sollen; denn der Aufwand und die Kosten würden bei kleineren Beträgen die Vorteile mehr als zunichte machen. Zusätzlich kommen neuere wissenschaftliche Studien zum Schluss, dass viele der konzeptionell zwar einleuchtenden institutionellen Rebalancing-Konzepte eine Verbesserung der Portfoliorendite herbeiführen würden, dies jedoch aufgrund der Transaktionskosten und weiteren Limitationen eines realen Anlageportfolios nicht immer tun.

Eine einfache und auch für private Investoren einfach umsetzbare Variante stellt das kalendarische Rebalancing-Konzept dar. Dabei werden die Strategiegewichte nach einem abgelaufenen Zeitintervall wieder auf die ursprünglichen Grössen zurückgesetzt, beispielsweise jährlich oder halbjährlich. Konzeptionell mag dieses einfache Konzept einige Ungereimtheiten mit sich bringen, denn es nimmt überhaupt keine Rücksicht auf das aktuelle Mass der Strategieabweichung. Es besteht dabei also keine Relation zwischen der Verschiebung der Portfoliogewichte und dem Rebalancing-Zeitpunkt. So paradox dies tönt, scheint gerade darin eine Stärke dieses Ansatzes zu liegen.

#### Jährlich über 1% mehr reale Rendite bei deutlich weniger Risiko

Wie unsere Analyse zeigt, ist ein einfaches Konzept wie es das Kalender-Rebalancing darstellt in der Lage, mehr Rendite bei weniger Risiko zu liefern. Vor der Berücksichtigung der jährlichen Transaktionskosten von schätzungsweise 0,4% lieferte die Kernanlage, welche einmal im Jahr auf die Strategiewerte 50/50 (Aktien/Obligationen) zurückgesetzt wurde, eine Mehrrendite von 1,56% gegenüber einem statischen Buy-and-Hold-Portfolio (vgl. Tab. 2). Zieht man

die hierfür anfallenden Transaktionskosten ab, resultiert noch immer eine um mehr als 1% höhere Jahresrendite, dies bei einem deutlich reduzierten Portfoliorisiko. Dies zeigt sich im doppelt so hohen Rendite/Risiko-Verhältnis des jährlich ausbalancierten Kernportfolios.

#### Mit einer Transaktion die Portfoliogewichte wieder hergestellt

Aufgrund der Wichtigkeit einer guten Strategietreue stellt sich die Frage, welche Anlageinstrumente für die Konstruktion einer Kernanlage am ehesten in Frage kommen. Wie die Analysenergebnisse der historischen Renditezeitreihen des Schweizer Kapitalmarktes von 1925 bis heute zeigen, ist ein Anleger in der Lage, durch den Einsatz einer simplen Umschichtung sein Portfolio auf dem strategischen Kurs zu halten und dabei gar mehr Rendite bei geringerem Risiko zu erhalten. Dies gelingt jedoch nur, wenn dabei keine allzu grossen Kosten entstehen und sich der Aufwand auf ein Minimum begrenzt respektive die Anpassungen ohne komplizierte Heuristik auskommen. Da Anleger mit einem ETF, oder anders ausgedrückt mit einer Transaktion einen gesamten Markt hinzufügen oder weglassen können, ist auch das Zurücksetzen der Portfoliogewichte auf die entsprechende Portfoliostrategie mit einer einzigen Transaktion einfach und kostengünstig möglich. Somit stellt die Verwendung von ETFs in einem Core-Satellite-Portfolio auch aus dem Gesichtspunkt einer einfachen und effizienten Rebalancing-Strategie eine äusserst sinnvolle Umsetzung dar.

*thomas.merz@ubs.com*  
*www.ubs.com*

**Tab. 2: Mehrwert Kalender-Rebalancing vs. Buy and Hold**

Indexreihen (Dez. 1925 = 100), inkl. reinvestierte Erträge		
	Buy and Hold	Rebalancing jährlich
Beobachtungen (n)	87	87
Minimum	-44.06%	-30.73%
Maximum	29.20%	21.78%
Arithmetisches Mittel p.a.	2.85%	4.41%
Median p.a.	8.04%	3.75%
Schiefe (3. Moment)	-1.0249	-0.6695
Wölbung (4. Moment)	4.5327	3.6367
Volatilität p.a.	14.25%	10.61%
Risiko/Rendite-Quotient	0.2000	0.4159

Quelle: Pictet Aktien- und Obligationen-Index 1925–1997, erweitert bis 2012, eigene Berechnungen; stetige reale Jahresrenditen.