



FONDSVERTRIEB

DER INVESTMENTSPEZIALIST FÜR VERSICHERUNGSPARTNER

PORTFOLIO PRAXIS: FONDSKONZEPTE „CPPI“ – DYNAMISCHE WERTSICHERUNG

OKTOBER 2010

Inhalt

Grundidee der Portfolio Insurance	3
Absicherungsstrategien	4
Grundkonzept des CPPI	4
Beispiel	5
Charakteristika des CPPI-Ansatzes	6
FondsEcke	7



„CPPI“ – DYNAMISCHE WERTSICHERUNG.

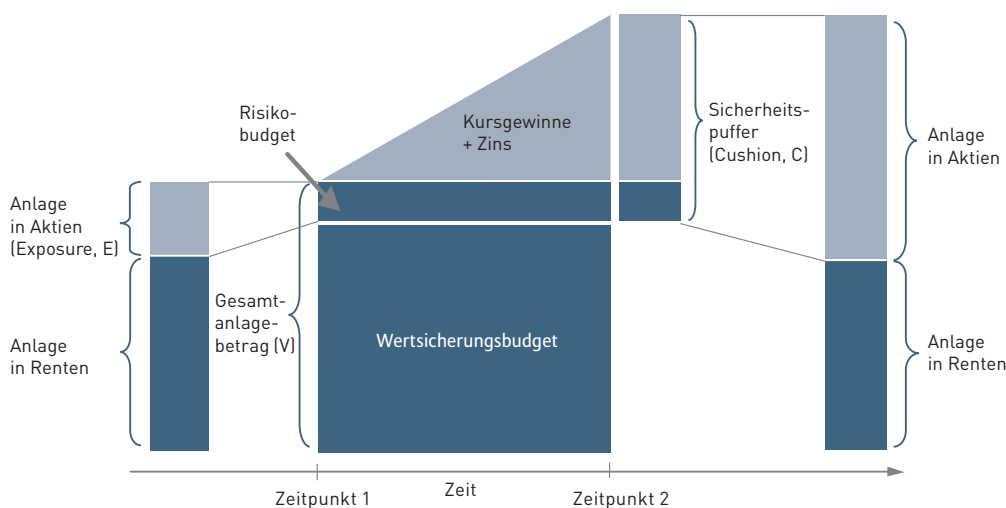
Mit den Arbeiten von Black und Perold (1982) sowie Black und Jones (1987) erlebten Portfolio Insurance-Konzepte Mitte der Achtzigerjahre ihre Blütezeit. Verschwanden sie vor allem in den Neunzigerjahren angesichts der Aufwärtsbewegung an den Börsen in der Versenkung, feiern sie aufgrund der veränderten Marktlage seit einiger Zeit ein Comeback. Ihnen zugrunde liegt die systematische Absicherung des Portfolios. Genauer gesagt, soll vor allem das systematische Risiko (Marktpreisrisiko) reduziert werden, während das unsystematische Risiko durch die Diversifikation innerhalb des Portfolios limitiert werden kann. Hierdurch erlauben sie den sukzessiven Aufbau eines Aktienexposures bei gleichzeitig eingeschränkten Marktrisiken.

Im Gegensatz zu statischen Absicherungsstrategien kommt es bei dynamischen Strategien zu fortdauernden Portfoliostrukturanpassungen im Zeitablauf. Eine dieser Strategien ist die sogenannte Constant Proportion Portfolio Insurance (CPPI).

Grundidee der Portfolio Insurance

Ziel der Portfolio Insurance ist es, dem Investor zum einen eine Partizipation an steigenden Märkten zu ermöglichen (Upside Participation) und zum anderen sein Verlustrisiko zu minimieren bzw. zu begrenzen (Downside Protection). Das eingezahlte Kapital soll zu einem bestimmten Prozentsatz gesichert werden, d. h. es soll einen vorgegebenen „Floor“ nicht unterschreiten.

Schaubild 1: Idealierte Darstellung einer Wertsicherungsstrategie



Zentraler Gedanke der Portfolio Insurance ist die Verringerung des systematischen Risikos.

Absicherungsstrategien

Ganz allgemein wird zwischen statischen und dynamischen Absicherungsstrategien unterschieden. Statische Strategien behalten die zum Ausgangszeitpunkt gewählte Portfoliostruktur bei bzw. verändern diese nur einmal während des Planungszeitraumes. Zu den **statischen Ansätzen** zählen.

> Stop-Loss: Einzelwertabsicherung - bei Erreichen eines bestimmten Kurses wird das Wertpapier verkauft.

Wichtige „Stellschrauben“ beim CPPI-Ansatz sind der Gesamtanlagebetrag, der Portfoliomindestwert und das maximale Übernachtrisiko.

> Schützender Put: Gleichzeitiger Kauf von Wertpapier und Put, wobei das Wertpapier dem Put als Underlying zugrunde liegt.

> Portfolio Insurance mit Calls: Kombination von Long Calls mit Festzinsanlagen, z. B. Zerobond als Portfoliomindestwert.

Im Gegensatz zu statischen Strategien zeichnen sich **dynamische Ansätze** durch fortlaufende Anpassungen der Portfoliostruktur im Zeitablauf aus, wenn die Marktumstände dies verlangen. Es werden zwei Strategien unterschieden -

> Synthetischer Put: Gleichzeitige Investition in Wertpapiere und risikolose Anlage in einem bestimmten Verhältnis, wozu ein synthetischer Put konstruiert wird.

> CPPI: siehe folgende Abschnitte.

Grundkonzept des CPPI

Durch Umschichtungen im Portfolio zwischen den beiden Assetklassen Aktien und Festverzinsliche Wertpapiere (Risikofrei) wird versucht, einen Portfoliomindestwert bei gleichzeitiger Wahrnehmung von Kursgewinnchancen zu garantieren. Hierbei kommt im Gegensatz zur Methode des

synthetischen Puts die Optionspreistheorie nicht zur Anwendung, da kein Put repliziert werden muss. Folgende Aspekte kennzeichnen das CPPI:

> Im Anlagezeitpunkt t_0 muss über die Aufteilung des Portfolios in Aktien (Exposure, E) und den risikolosen Teil entschieden werden. Zur Ermittlung des Exposures werden der Gesamtanlagebetrag (V) und der Portfoliomindestwert (Floor, F) herangezogen. Der Absicherungsstrategie zufolge darf der Floor während des Planungshorizonts nie unterschritten werden. Dies garantiert den Kapitalerhalt.

> Die Differenz zwischen dem aktuellen Portfoliowert und dem Floor stellt den Sicherheitspuffer (Cushion, C) dar.

> Das als maximal angesehene Übernachtrisiko gibt an, mit welchem Wertverlust innerhalb eines Tages im schlechtesten Fall gerechnet wird. Der größte Tagesverlust beispielsweise des MSCI World seit Anfang 1980 betrug fast 20 % (vgl. **Gegen welches maximale Übernachtrisiko muss das Portfolio geschützt werden?** Kasten 1).

> Anschließend muss ein Multiplikator (m) bestimmt werden, der den Risikoparametern Rechnung trägt, also dem gewünschten Portfoliomindestwert und dem maximalen Übernachtrisiko. Der Multiplikator ist immer größer als Eins und steigt mit der Risikofreudigkeit. Der Kehrwert von m gibt an, bis zu welchem Prozentsatz die Aktienposition an Wert verlieren darf, bevor eine Portfolioanpassung unbedingt erforderlich ist, da ansonsten der festgelegte Mindestwert unterschritten würde.

> Der Puffer und das Übernachtrisiko bestimmen dann im Endeffekt die Aufteilung in Aktien und Geldmarkt. Ein markantes Merkmal des CPPI-Ansatzes ist die jederzeitige Absicherung gegen das Übernachtrisiko, da täglich eine dynamische Anpassung an die Marktsituation stattfindet.

Schaubild 2: Entwicklung eines CPPI-Portfolios bei verschiedenen Indexständen

Index	80	90	100	110	120	140	160	180
Aktienquote	0%	12%	24%	35%	45%	65%	83%	100%
Kasse	100%	88%	76%	65%	55%	35%	17%	0%
PF-Wert V	1.000.000	1.025.000	1.050.000	1.075.000	1.100.000	1.150.000	1.200.000	1.250.000
in %	95	98	100	102	105	110	114	119
Floor F	1.000.000	1.000.000	1.000.000	1.000.000	1.000.000	1.000.000	1.000.000	1.000.000
Puffer C	0	25.000	50.000	75.000	100.000	150.000	200.000	250.000

Ein vereinfachtes Beispiel: Abhängig vom Renditepfad des Aktienteils, der Volatilität sowie der Rendite am Geld- bzw. Rentenmarkt wären beliebig viele Portfolioentwicklungen denkbar.

Durch CPPI wird jedoch immer eine Untergrenze („Floor“) von 1.000.000 sichergestellt.

Kasten 1: Tagesverluste MSCI World

30.10.1987	-19,57%
31.08.1998	-13,79%
28.09.1990	-11,64%
31.08.1990	-10,27%
31.03.1980	-8,70%
30.09.1981	-7,38%
31.05.1984	-6,81%
29.08.1997	-6,59%
30.11.2000	-6,23%
31.10.1997	-6,07%
30.11.1987	-5,38%
29.11.1991	-5,15%
30.11.1993	-5,14%
29.09.2000	-5,02%
30.06.1992	-4,99%
28.06.1991	-4,97%
31.03.1994	-4,95%
31.01.1990	-4,92%
31.07.1996	-4,62%
31.01.2000	-4,58%

Puffer und
Übernachtrisiko
bestimmen die
Portfoliostruktur.

Beispiel

Ein stark vereinfachtes Beispiel soll die Vorgehensweise der CPPI-Strategie verdeutlichen (vgl. Schaubild 2). Ein Betrag in Höhe von 1.050.000 Euro soll zu Jahresbeginn in europäische Blue Chips (der „Markt“ wird auf 100 indexiert) und am Geldmarkt investiert werden. Der Anleger wünscht eine Portfoliountergrenze von 1.000.000 Euro. Der Sicherheitspuffer beträgt somit 50.000 Euro.

Das maximale Übernachtrisiko wird auf 20% beziffert. Somit ergibt sich zum Ausgangszeitpunkt die folgende Portfolioaufteilung: Das Aktienportfolio beträgt rund 250.000 Euro und die restlichen 800.000 Euro werden am Geldmarkt investiert. Die Aktienquote von 24% resultiert aus dem 20%igen Übernachtrisiko, denn ein in dieser Höhe anfallender Verlust würde den Wert des Aktienanteils genau um den vorhandenen Puffer (50.000 Euro) reduzieren. Somit würde der Wert des Portfolios im Worst Case auf den Floor zurückfallen. Man sieht, dass bereits in der ersten Periode der Aktienanteil den Puffer um ein Vielfaches übertrifft. Diese Tatsache steht originär hinter dem Begriff CPPI.

Was passiert in steigenden Märkten?

Steigt der Index in kurzer Zeit um 10 Prozent auf 110, würde der Wert des Portfolios unter Vernachlässigung der Festgeldzinsen auf 1.075.000 Euro steigen. Das neue Polster beträgt demnach 75.000 Euro. Das Portfolio hat „Speck angesetzt“ und das Risiko, auf den Floor zu fallen, hat somit abgenommen, wodurch die Aktienquote auf 35% steigen

Kasten 2: CPPI-Allokationsregeln

$$(1) C = V_0 - F$$

$$(2) E = m \cdot C$$

$$(3) m = 1 / (q \cdot \text{vol} \cdot \sqrt{t})$$

Während die Regeln (1) und (2) bereits erläutert wurden, bedarf (3) einer genaueren Betrachtung. Vol steht für die Volatilität des riskanten Assets, q für das Quantil der Normalverteilung und t für den Anpassungshorizont der Strategie. Der Kehrwert von m beschreibt den Value at Risk, d. h. den möglichen Maximalverlust des riskanten Assets.

kann. Bei höheren Kursgewinnen könnte die Aktienquote entsprechend ausgeweitet werden. Da die Aktienquote auch unterjährig angepasst wird, wäre es durchaus denkbar, dass bei einem Indexstand von 150 bereits 100% der Anlagesumme in Aktien investiert werden können. Hierfür wäre eine kumulierte Rendite des Gesamtportfolios von rund 19% erforderlich.

Und in sinkenden Märkten?

Verliert der Index 10% und notiert bei 90, sinkt der Portfoliowert auf 1.025.000 Euro. Der Puffer hat sich auf 25.000 Euro halbiert und der Aktienanteil müsste auf rund 12% reduziert werden. Bei weiteren Kursverlusten wäre es notwendig, die Aktienquote zusätzlich zurückzufahren - wie weit hängt von der Geschwindigkeit des Indexrückgangs und der Häufigkeit der dazwischen vorgenommenen Portfolioanpassungen ab. In dem gewählten Beispiel wurde unterstellt, dass bereits bei einem Indexstand von 80 ein fast vollständiger Rückzug aus dem Aktienmarkt stattgefunden hat. Das Geldmarktportfolio entspräche dann in etwa dem Floor. Wie gesagt: Es handelt es sich hierbei um ein Beispiel - abhängig vom hier vernachlässigten Zinsertrag und dem Renditepfad am Aktienmarkt wären beliebig viele Portfolioentwicklungen denkbar. Allerdings immer mit der Gewissheit, am Ende mindestens den Floor von 1.000.000 Euro zu erreichen.

Charakteristika des CPPI-Ansatzes

Unsere Beispielrechnung hat eine Reihe von Charakteristika des CPPI-Konzepts verdeutlicht:

- > Die CPPI-Strategie ist prozyklisch und trendfolgend. Man spricht auch von einer Momentum-Strategie. Ein steigender Aktienmarkt hat eine steigende Aktienquote zur Folge, während bei sinkenden Kursen der Aktienanteil zurückgefahren wird. Der Aktienanteil ist nicht statisch, sondern entwickelt sich dynamisch, wodurch eine bessere Performance erzielt werden soll.
- > Der grafische Verlauf der Wertentwicklung des CPPI-Portfolios in Abhängigkeit von der Marktentwicklung (vgl. Schaubild 3, unten) zeigt den konvexen Verlauf. In einem Bärenmarkt fällt der Portfoliowert gegen den Floor und in einem Bullenmarkt wächst der Portfoliowert mit dem Markt. Hier zeigt sich die Pfadabhängigkeit der Strategie.
- > Bei der Wertentwicklung ist zu berücksichtigen, dass Zinseinnahmen aus der Geldmarktanlage in der Beispielrechnung keine Berücksichtigung fanden. Würden die Zinseinnahmen ins Konzept miteinbezogen, würde sich dementsprechend die Portfoliostruktur ändern, da die Erträge über die Erhöhung des Puffers eine zusätzliche Absicherung darstellen, wodurch die Aktienquote steigen würde (vgl. hierzu auch Schaubild 1).

Bei der CPPI-Strategie spricht man auch von einer Momentum-Strategie.

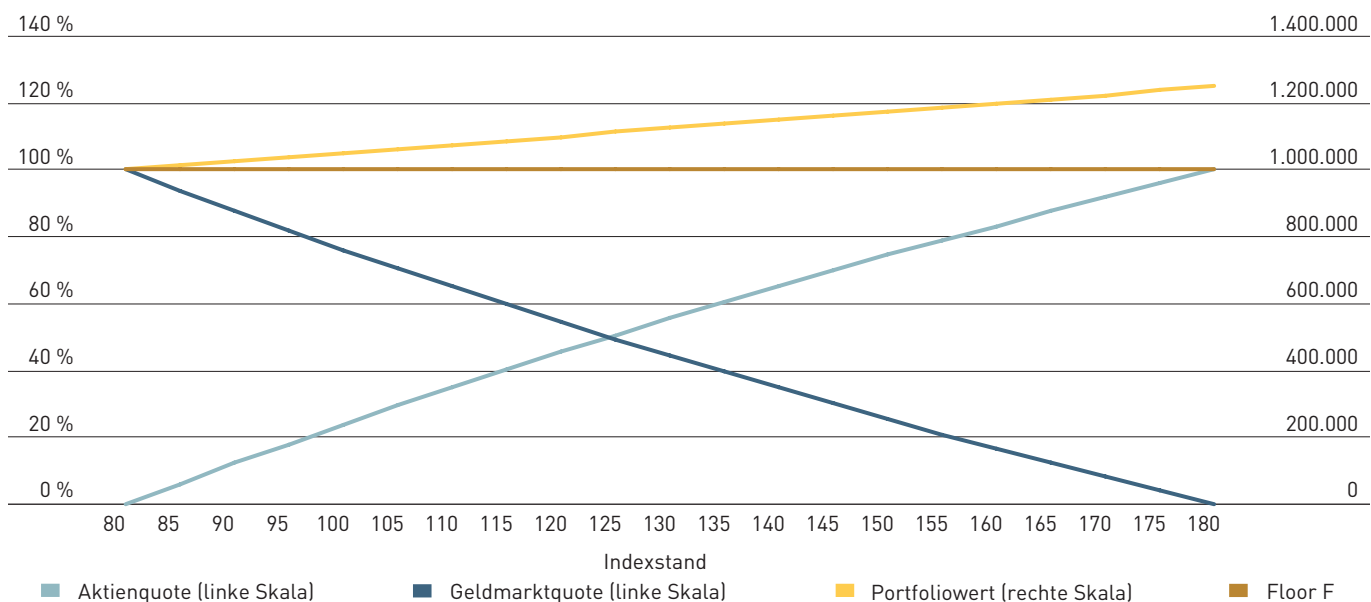
- > Die moderne Kapitalmarkttheorie zeigt, dass das unsystematische Risiko (einzelwirtschaftliches bzw. titelspezifisches Risiko) durch Diversifikation beseitigt werden kann. Dies wirkt bei systematischen Risiken (marktinhärenten Risiken) allerdings nicht. Aus diesem Grund wird die Übernahme dieser Risiken auch mit höheren Renditen belohnt. Wenn man nun mittels des CPPI gerade diese Risiken reduzieren kann, winkt dann ein „free lunch“ – mehr Rendite ohne zusätzliches Risiko?

- > Dieser „free lunch“ würde sowohl der Empirie als auch der Theorie widersprechen: Die Risikoreduktion erfolgt nicht zum Nulltarif. Der Hauptteil der Kosten von CPPI-Konzepten besteht in Opportunitätskosten. Opportunitätskosten deshalb, da diese Strategien bei steigenden Märkten eine gegenüber der Marktperformance niedrigere Rendite erzielen. Erst ab einer Aktienquote von 100% würde die Marktbeziehung 1:1 in der Wertentwicklung des Portfolios abgebildet.

- > Auch bei CPPI-Strategien gibt es kein „something for nothing“. Die Verringerung systematischer Risiken führt zu einer geringeren Renditeerwartung, denn das Marktrisiko lässt sich nicht aus der Welt schaffen. Im Gegensatz zu realen Märkten hat man mittels dieser Strategie aber die Gewissheit, nicht unter einen vorgegebenen Floor zu fallen.

Kein „something for nothing“:
Absicherung kostet.

Schaubild 3: Portfoliowert und -struktur in Abhängigkeit von Marktbewegungen



Quelle: Kapitalmarktanalyse

FondsEcke

Wer sich für wertgesicherte Anlagekonzepte interessiert, für den können folgende Mischfonds mit Wertsicherungskonzept in Frage kommen:

Total Return Protect

(ISIN: LU0172205352, TER 1,33 %)

Das Fondsmanagement des Total Return Protect investiert in internationale Aktien und Renten mit Schwerpunkt Europa. Der dynamische Wertsicherungsfonds bietet attraktive Ertragschancen bei einer angestrebten 100%-Kapitalabsicherung im rollierenden 3-Jahresrhythmus (sog. Total Return-Strategie). Hierbei handelt es sich jedoch nicht um eine formelle Garantie. Die Zusammenstellung des Portfolios erfolgt auf Basis eines Modells, das in steigenden Märkten den Aktienanteil, in fallenden Märkten den Rentenanteil erhöht, um größtmögliche Preisstabilität zu bieten. Der Fonds eignet sich insbesondere für wachstumsorientierte Anleger, die das Risiko aber begrenzen wollen.

Garant Dynamic

(ISIN: LU0253954332; TER 1,36 %)

Das Fondsmanagement des Garant Dynamic legt seinen Anlageschwerpunkt auf internationale Aktien und Renten. Dabei beinhaltet der Fonds eine formale Garantie: 80% des Anteilspreises zu Beginn der jeweiligen Wertsicherungsperiode sowie 80% einmal erreichter Kursstände werden abgesichert. Der Garantiefonds eignet sich damit für sicherheitsorientierte Anleger, die die Chancen der internationalen Kapitalmärkte nutzen wollen und gleichzeitig Wert auf die Erwirtschaftung eines stetigen Kapitalzuwachses bei Absicherung des eingesetzten Kapitals legen.

cominvest Dynamic SAFE 80

(ISIN: LU0301268404; TER 1,17 %)

Das Fondsmanagement des cominvest Dynamic SAFE 80 legt seinen Anlageschwerpunkt auf internationale Aktien mit Schwerpunkt Europa. Dabei beinhaltet der Fonds eine formale Garantie: 80% des Anteilspreises des letzten Bewertungstages der vorangegangenen Sicherungsperiode werden innerhalb der jeweiligen Sicherungsperiode abgesichert. Der Garantiefonds eignet sich damit für Versicherungsgesellschaften, die die Chancen der internationalen Kapitalmärkte nutzen wollen und gleichzeitig Wert auf die Erwirtschaftung eines stetigen Kapitalzuwachses bei Absicherung des eingesetzten Kapitals legen, um ihre Verbindlichkeiten aus fondsgebundenen Lebensversicherungen gegenüber den Kundenerfüllen zu können.

Die von uns genannten Fonds können sich sowohl als Portfoliobeimischung als auch als Basisallokation verstehen, bei deren Umsetzung die individuellen Verhältnisse inklusive des jeweiligen Ertrag-Risiko-Profiles des Anlegers berücksichtigt werden müssen. Auch empfiehlt sich die Beratung durch einen Anlagespezialisten. Verkaufsprospekte sowie alle weiteren Informationen zu den einzelnen Fonds erhalten Sie direkt bei Ihrem Anlageberater oder bei ADIG Fondsvertrieb GmbH. Fällt beim Erwerb der Fondsanteile ein Ausgabeaufschlag an, wird dieser bis zu 100% vom Vertriebspartner vereinbart. Daneben kann die KAG aus der Verwaltungsvergütung eine laufende Vertriebsprovision an den Vertriebspartner zahlen. Im Rahmen der Anlageberatung teilt der Vertriebspartner die genaue Höhe der Vertriebsprovision und des von ihm vereinnahmten Ausgabeaufschlages mit.

Auf die Vergangenheit bezogene Daten erlauben keine Prognose für die Zukunft.

TER (Total Expense Ratio): Gesamtkosten (ohne Transaktionskosten), die dem Fondsvermögen im letzten Geschäftsjahr belastet wurden.

* Die Volatilität (Wertschwankung) der Fondsanteilewerte kann erhöht sein.

Kapitalmarktanalyse - unser besonderer Service für Sie!

„Strategie – Taktik – Portfoliooptimierung“ heißt der Dreiklang der Geldanlage, dem sich die in der Kapitalmarktanalyse tätigen Ökonomen und Analysten verschrieben haben. U.a. veröffentlichen sie jeden ersten Freitag im Monat den „Börsen-Navigator“, der eine schnelle Einschätzung zu den wichtigsten Segmenten der Kapitalmärkte gibt.



ADIG FONDSVERTRIEB

DER INVESTMENTSPEZIALIST FÜR VERSICHERUNGSPARTNER

ADIG Fondsvertrieb GmbH

Seidlstraße 24 – 24a
80335 München

Kapitalmarktanalyse

Hans-Jörg Naumer (hjn),
Dennis Nacken (dn),
Stefan Scheurer (st)

Unsere aktuellen Studien finden Sie
direkt unter www.adig.de/kapitalmarktanalyse/index.html

Soweit nicht anders vermerkt, stammen die Daten von Thomson Financial Datastream.

Auf die Vergangenheit bezogene Daten erlauben keine Prognose für die Zukunft.

Dieser Veröffentlichung liegen Daten bzw. Informationen zugrunde, die wir für zuverlässig halten. Die hierin enthaltenen Einschätzungen entsprechen unserer bestmöglichen Beurteilung zum jeweiligen Zeitpunkt, können sich jedoch – ohne Mitteilung hierüber – ändern.

Für die Richtigkeit bzw. Genauigkeit der Daten können wir keine Gewähr übernehmen. Diese Publikation dient lediglich Ihrer Information. Für eine Anlageentscheidung, die aufgrund der zur Verfügung gestellten Informationen getroffen worden ist, übernehmen wir keine Haftung.

Stand: Oktober 2010

