

Schweizerisches Institut
für Banken und Finanzen



Universität St.Gallen

Garantiefonds: Vor- und Nachteile von Absicherungsstrategien

**Prof. Dr. Manuel Ammann
Universität St.Gallen**

**Basler Fondsforum
Basel, 18. Januar 2007**

Grosse Vielfalt an Ausgestaltungsmöglichkeiten bei Absicherungsstrategien

Garantie	Unechte Garantie	Echte Garantie	
Höhe der Garantie	Fixiert zu Beginn der Laufzeit	Flexibel über die Laufzeit	
Zeitpunkt der Garantie	Zum Ende der Laufzeit	Mehrere Zeitpunkte	Jederzeit
Laufzeit	Begrenzte Laufzeit	Unbegrenzte Laufzeit	
Lock-in Mechanismus	Kein Lock-in Mechanismus	Maximaler Kurs (ev. nur zu best. Zeitpunkten)	

Allianz-dit Euro Garantie: Beispiel für einen Garantiefonds mit echter Garantie

Fondsporträt

- Jeweils zum Ende einer vorab festgelegten **Garantiefrist** (meist jährlich) „wird ein bestimmter **Mindestrücknahmepreis garantiert**“.
- Laufzeit unbegrenzt
- Kosten: 1% p.a. und 1% Titelanlaufsspesen.

Unechte Garantie

Echte Garantie

Fixiert zu Beginn der Laufzeit

Flexibel über die Laufzeit

Zum Ende der Laufzeit

Mehrere Zeitpunkte

Jederzeit

Begrenzte Laufzeit

Unbegrenzte Laufzeit

Kein Lock-in Mechanismus

Maximaler Kurs (ev. nur zu best. Zeitp.)

Activest – PensionProtect 2015: Beispiel für einen Garantiefonds mit echter Garantie und Lock-in Feature

Fondsporträt

- Liegt der Anteilswert des Fonds am ersten Bankarbeitstag eines jeden Monats (Lock-in Zeitpunkt) über dem Floor, dann „wird dieser neue **(höhere) Anteilswert als aktueller Floor** angesehen und **zum Ende der Laufzeit garantiert**“.
- Inventarwert 8.1.07: EUR 59.04, Garantie EUR 55.71
- Laufzeit bis 31.12.2015
- Kosten: 1.30% p.a. und 4% Titelanlaufsspesen.

Unechte Garantie

Echte Garantie

Fixiert zu Beginn der Laufzeit

Flexibel über die Laufzeit

Zum Ende der Laufzeit

Mehrere Zeitpunkte

Jederzeit

Begrenzte Laufzeit

Unbegrenzte Laufzeit

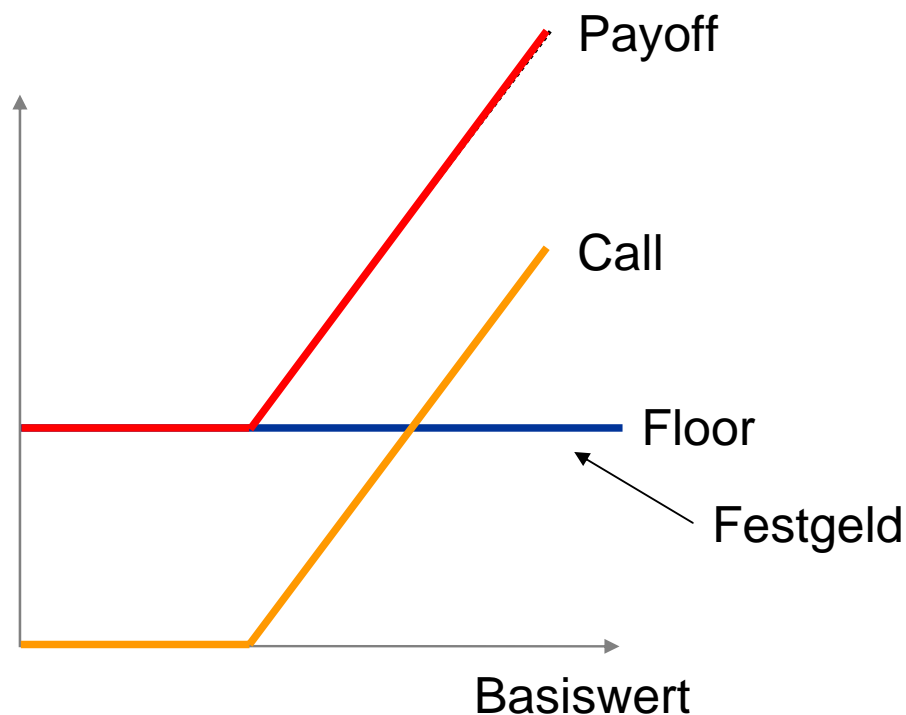
Kein Lock-in Mechanismus

Maximaler Kurs (ev. nur zu best. Zeitp.)

Basisstrategie echter Garantiefonds (statische Portfolio Insurance)

- **Basisstrategie** für echte Garantiefonds ist in der Regel eine **klassische statische Portfolio Insurance**.

Payoff Profil Portfolio Insurance
Rendite (%)



- Portfolio Insurance garantiert eine **Minimalrendite (Floor)** und ein gewisses **Aufwärtspotential**.
- **Anlagestrategie** beinhaltet:
 - Investition in **risikolose Zinspapiere** (z.B. Staatsanleihen), um den **Floor** garantieren zu können.
 - Investition des verbleibenden Kapitals in **Calloptionen** zur Maximierung der Rendite.

Einfaches Beispiel einer Portfolio Insurance Strategie

- **Annahmen:** Anfangsvermögen 100, Garantie von 10% Rendite über 5 Jahre (gewünschter minimaler Endwert 110), jährliche Rendite 5-jähriger Staatsanleihen 4%.

Heute

- Investition des **Barwerts des Floors** in 5-jährige Staatsanleihen:

$$\frac{110}{(1 + 4\%)^5} = 90.4$$

- Investition des verbleibenden Kapitals von 9.6 in **at-the-money Calls** (4.12 Stück).

* Bewertung der Option mit Black/Scholes:
Laufzeit 5 Jahre, Preis und Strike 10, Zins 4%,
Volatilität 15%

In 5 Jahren

Szenario B: Aktien +30%

- Wert der Staatsanleihen 110
- Payoff der Optionen von 12.36 (Optionen im Geld)
- Gesamtrendite von 22.4%

Szenario A: Aktien -30%

- Wert der Staatsanleihen 110
- Payoff der Optionen von 0 (Optionen aus dem Geld)
- Gesamtrendite von 10%

UBS Dynamic Floor Fund – 100%: Beispiel für einen Garantiefonds mit unechter Garantie

Fondsporträt

- „Absicherungsstrategie des - Fonds **zielt darauf ab**“, das eingesetzte „Kapital **am Ende eines Kalenderjahres** zu 100% zu erhalten“.
- Der Mindestwert (Floor) kann jederzeit nach oben **angepasst** werden.
- Inventarwert 30.11.2006: CHF 565.53
- Indikat. Mindestwert am 31.12.2006: CHF 563.62
- Laufzeit nicht begrenzt.
- Kosten: 0.96% p.a. und 0.5% Titelanlaufsspesen.

Unechte Garantie

Echte Garantie

Fixiert zu Beginn der Laufzeit

Flexibel über die Laufzeit

Zum Ende der Laufzeit

Mehrere Zeitpunkte

Jederzeit

Begrenzte Laufzeit

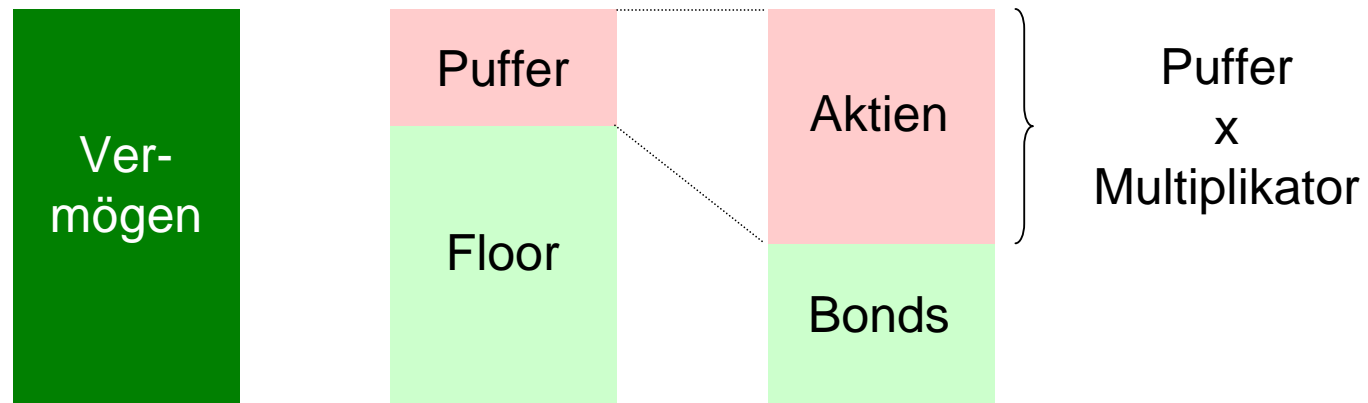
Unbegrenzte Laufzeit

Kein Lock-in Mechanismus

Maximaler Kurs (ev. nur zu best. Zeitp.)

Basisstrategie unechter Garantiefonds (dynamische Portfolio Insurance)

- Die **Basisstrategie** unechter Garantiefonds ist häufig eine sogenannte **Constant Proportion Portfolio Insurance (CPPI)**.
- Es wird ein **gewünschtes Absicherungsniveau** (Floor) festgelegt. Die Differenz vom aktuellem Vermögen zum Floor wird als **Puffer (Cushion)** bezeichnet.
- Das Aktienexposure wird in einem **konstanten Verhältnis zum Puffer** gehalten. Dieses Verhältnis wird als **Multiplikator** bezeichnet. Das verbleibende Kapital wird in risikolose Zinspapiere (z.B. Staatsanleihen) investiert.



- Absicherungsstrategien implizieren **pro-zyklisches Anlageverhalten**: Kauf von Aktien bei steigenden Kursen und Verkauf von Aktien bei sinkenden Kursen.

Einfaches Beispiel einer CPPI-Strategie

- **Annahmen:** Vermögen von 100, "Floor" of 75, Multiplikator von 2

Heute

- **Puffer** beträgt 25 ($100 - 75$)
- Anfangsinvestition in **Aktien** beträgt 50 (2 mal 25)
- Verbleibende 50 werden in **risikolose Zinspapiere** investiert

1 Tag später

Szenario B: Aktien +10%

- Wert Aktienposition 55
- Neuer Puffer 30 ($105 - 75$)
- Neues Aktienexposure von 60 d.h. Aktien werden gekauft

Szenario A: Aktien -10%

- Wert Aktienposition 45
- Neuer Puffer 20 ($95 - 75$)
- Neues Aktieninvestment von 40 d.h. Aktien werden verkauft

Statische versus dynamische Absicherung

Statische Absicherung (Port. Ins.)

- + Garantierte Minimalrendite resp. Floor wird mit **100%-iger Sicherheit** nicht unterschritten.
- + Tiefe Transaktionskosten sofern die Minimalrendite nur zu wenigen Zeitpunkten garantiert wird.
- + **Kosten** der Strategie hängen vom Optionspreis ab.
- + Einfach zu implementieren, weil statisch.

Dynamische Absicherung (CPPI)

- + Floor ist bei grösseren Kurs-sprüngen **nicht mit 100%-iger Sicherheit garantiert** (sofern Kursverlust grösser als Kehrwert des Multiplikators).
- + CPPI als einfache dynamische Strategie (einfacher als dynamische Optionsreplikation).
- + CPPI funktioniert gut in einem „**Bull Market**“ (Aktienanteil nimmt ständig zu).

Absicherung versus Verzicht auf Absicherung

Verzicht auf Absicherung

- + **Volle Partizipation** an positiven Marktentwicklungen.
- + **Keine Zusatzkosten für Absicherung.**
- **Kein Schutz** gegen Verluste.

Absicherung (statisch und dynamisch)

- + Gewisser Schutz gegen Verluste: **Minimalrendite (Floor)** wird mit 100%-iger Sicherheit oder zumindest grosser Wahrscheinlichkeit nicht unterschritten.
- **Eingeschränkte Partizipation an Kurssteigerungen.**
- Zusätzliche **Kosten für Absicherung.**
- Eigentlich eine **Volatilitätsstrategie.**
- Performance in **trendlosen Märkten** relativ schlecht.

Zusammenfassung

- Garantiefonds garantieren **nicht in jedem Fall einen Floor mit 100%-iger Sicherheit**. Es gilt zwischen echten und unechten Garantien zu unterscheiden.
 - Fonds mit **echter Garantie** basieren grundsätzlich auf einer **statischen Absicherung** (resp. Emittent sicher dynamisch ab und trägt das Risiko selbst)
 - Fonds mit **unechter Garantie** basieren auf einer **dynamischen Absicherung**.
- Es besteht eine grosse **Vielzahl an Ausgestaltungsmöglichkeiten** für Garantiefonds und andere Kapitalschutzprodukte. Einige Features sind aber mit **hohen Kosten** verbunden (z.B. Lock-in Mechanismus).
- Absicherungsstrategien (echte und unechte Garantien) bieten ein **hohes Mass an Sicherheit**, allerdings ist die **Partizipation** an positiven Marktentwicklungen **begrenzt**.
- Langfristig und bei ungünstiger Volatilitätssituation am Markt können Absicherungsstrategien hohe **(Performance-)Kosten** verursachen