



Risikomanagement

Constant Proportion Portfolio Insurance (CPPI)

CPPI und weiterentwickelte Protection-Strategien helfen Investoren, den Sprung in höher rentierliche Anlageklassen „mit Fallschirm“ anzugehen.

Allianz 
Global Investors

Verstehen. Handeln.



Inhalt

- 4 **Das Grundprinzip einer Wertsicherung**
- 5 **Konzept der dynamischen Sicherungsstrategie**
- 6 **Tägliche Allokationsentscheidung am Beispiel einer Aktiensicherung**
- 7 **Weiterentwicklungen**
- 7 **Fazit**

Impressum

Allianz Global Investors Europe GmbH
Mainzer Landstraße 11–13
60329 Frankfurt am Main

Global Capital Markets & Thematic Research
Hans-Jörg Naumer (hjn), Dennis Nacken (dn), Stefan Scheurer (st)

Unsere aktuellen Studien finden Sie unter
www.allianzglobalinvestors.de
Alle Publikationen sind abonnierbar unter
www.allianzglobalinvestors.de/newsletter
www.allianzglobalinvestors.de/podcast

Constant Proportion Portfolio Insurance (CPPI)

Finanz-Krise, Dot-Com-Bubble, Euro-Krise – die Portfolios vieler Anleger waren im aktuellen Jahrtausend stark herausgefordert. Negative Realzinsen auf 10-jährige Bundesanleihen leisten für die Zukunft kaum Beiträge zu den Renditeanforderungen institutioneller Investoren. Wie kann der Anleger an den Renditechancen riskanter Investments nachhaltig partizipieren, aber gleichzeitig sein Verlustrisiko in Krisenzeiten wirksam begrenzen? Für diese Fragestellung bieten Wertsicherungsstrategien, darunter als Grundform die CPPI, interessante Lösungsansätze.

Das Grundprinzip einer Wertsicherung

Wertsicherungskonzepte haben das Ziel, den Investor an den Chancen gewinnträchtiger, aber risikobehafteter Anlagen zu beteiligen und gleichzeitig sein Verlustrisiko bei fallen-

den Märkten zu begrenzen. Das Konzept ist besonders für Anlageklassen interessant, die starken Marktpreisrisiken ausgesetzt sind.

Angestrebt wird somit eine asymmetrische Renditeverteilung – negative Renditen (bzw. Renditen unter einem zuvor mit dem Anleger abgestimmten Schwellenwert) sollen vermieden werden, an positiven Renditen soll der Investor möglichst stark partizipieren.

Eine naheliegende Möglichkeit der Absicherung für ein Portfolio besteht darin, Put-Optionen auf Basiswerte zu erwerben, welche das zugrunde liegende Portfolio möglichst gut abdecken. Allerdings: Ein Put mit einem Ausübungspreis von 100% des aktuellen Indexstandes verfällt in einem steigenden oder konstanten Markt wertlos. Bei einer dynamischen Absicherungsstrategie wie der CPPI werden jedoch keine Puts gekauft – die Absicherung wird vielmehr dadurch bewirkt, dass das Portfolio regelbasiert in Reaktion auf die Marktentwicklung umgeschichtet wird. Im Unterschied zu einer Absicherung mit Optionen (z. B. über Indexputs) fallen damit bei einer dynamischen Absicherungsstrategie keine expliziten Absicherungskosten an.



Dr. Heidi Jäger-Buchholz

ist seit Juni 2009 Leiterin der Abteilung Multi Asset Protection bei Allianz Global Investors. Vor der Übernahmen durch Allianz GI war sie 8 Jahre Teamleiterin für Strukturierte Produkte im Portfoliomanagement der cominvest.



Dr. Thomas Stephan

ist Managing Director und als Head of Multi Asset Investment & Risk Management Strategies mit seinen Teams verantwortlich für Overlay- und Protection-Mandate bei Allianz Global Investors. In diesen Produktlinien werden aktuell Kundengelder von über 28 Mrd. EUR gemanagt.

Auch dynamische Absicherungsstrategien können die grundlegenden Gesetzmäßigkeiten der Finanzmärkte nicht aus den Angeln heben. Hohe Absicherungsgrade haben auch hier ihren Preis darin, dass an Kursanstiegen nur unterproportional partizipiert werden kann. Dieses reduzierte Gewinnpotenzial kann als eine Art implizite Versicherungsprämie verstanden werden. Interessant werden dynamische Absicherungsansätze unter anderem dadurch, dass wissenschaftliche Untersuchungen darauf hindeuten, dass die impliziten „Kosten“ im Sinne des erwarteten Renditeentgangs im Durchschnitt günstiger ausfallen als bei einer Absicherung mit Optionen (OBPI: Option Based Portfolio Insurance¹).

Ein weiterer Grund für die Attraktivität dynamischer Strategien ist ihre hohe Flexibilität: mit ihrer Hilfe können die verschiedensten

Portfolio-Mischungen abgesichert werden. Bei der Alternative OBPI gilt dies nicht: börsengehandelte Optionen sind nur für Standard-Indizes verfügbar, ein Ausweichen auf OTC-Optionen wirft hingegen Probleme wie Kontrahenten-Risiko und Illiquidität auf.

Konzept der dynamischen Sicherungsstrategie

Der Kunde bestimmt neben seinem zulässigen Anlageuniversum das Sicherungsniveau sowie den Zeitpunkt, zu dem die Sicherung greifen soll. Aus diesen Angaben bestimmt sich mathematisch ein Mischungsverhältnis aus sichernden Anlagen (in der Regel ausfall-sichere Renten mit einer Laufzeit nahe dem Zeitpunkt der Sicherung) und Erfolg versprechenden, aber risikobehafteten Anlagen (zum

Abb. 1: Tägliche Allokationsentscheidung am Beispiel einer 90 %-Sicherung



Quelle: Allianz Global Investors

¹ Quelle: Rudi Zagst, Julia Kraus: Stochastic dominance of portfolio insurance strategies OBPI versus CPPI, Ann Oper Res (2011) 185: 75-103

Beispiel Aktien oder nicht laufzeitkongruente Renten). Dieses Mischungsverhältnis im Portfolio wird (bei Bedarf) täglich aufs Neue vom Portfoliomanager so adjustiert, dass der Wert des Portfolios das Sicherungsniveau zum Sicherungszeitpunkt nicht unterschreitet.

Implizit unterliegen die beiden Anlageformen dabei einer Aufgabenteilung: Die risikobehaftete Position hat die Aufgabe, Rendite zu generieren, während die sichere Zinsanlage die Aufgabe hat, das Unterschreiten des vereinbarten Sicherungsniveaus zu verhindern. Die Umschichtungssystematik der CPPI liefert zu jedem Zeitpunkt eine regelbasierte Portfoliostruktur von risikotragenden und sichernden Anlageformen. Dabei folgt sie der Zielfunktion „so viele aussichtsreiche Assets wie möglich“, um eine möglichst hohe Partizipation an der Wertentwicklung der Kapitalmärkte zu gewährleisten, und „so viele risikoarme, sichernde Assets wie nötig“, um trotz allem das Sicherungsziel nicht zu gefährden.

Tägliche Allokationsentscheidung am Beispiel einer Aktiensicherung

Am Beispiel einer täglichen 90%-Sicherung möchten wir die Allokationssystematik verdeutlichen (Abbildung 1).

Startallokation

Das Sicherungsniveau beträgt 90 Euro, das investierte Volumen 100 Euro. Bei einem angenommenen maximal erachteten Kurseinbruch von 20% an den Aktienmärkten ist eine Startallokation von 50 Euro in Aktien und 50 Euro in fristenkongruente, ausfallsichere Renten erlaubt.

Die Gegenrechnung zeigt, dass bei einem Kurseinbruch von 20% das Portfolio 10 Euro verlieren wird (20% von 50 Euro). Die verbleibenden 40 Euro Aktien müssen sofort in die sichernde Anlage umgeschichtet werden, damit der Sicherungsbetrag von 90 Euro nicht gefährdet wird.

Was passiert im steigenden oder fallenden Markt?

Steigt zum Beispiel der Aktienmarkt um 10% – das entspricht einer Steigerung des Aktienwerts im Portfolio von 50 auf 55 Euro und einem Anwachsen des Puffers auf 15 Euro –, besteht die Möglichkeit, stärker in die aussichtsreiche Assetklasse Aktien zu investieren.

Fällt der Aktienmarkt um 10% – das entspricht einer Reduktion des Aktienwerts im Portfolio von 50 auf 45 Euro und einer Verringerung des Puffers auf 5 Euro –, muss das Engagement in die aussichtsreichen, aber risikotragenden Aktien verringert werden.

Hiermit wird deutlich, dass es sich bei der Grundform der CPPI um eine rein prozyklische Strategie handelt.

Wesentliche Parameter der Strategie sind:

1. Das Sicherungsniveau und der Sicherungshorizont, also der angestrebte Mindestanteilsscheinpreis zu einem definierten Sicherungszeitpunkt.
2. Das gesicherte Kursrisiko („Maxloss“) definiert als der Kursverlust der risikobehafteten Anlage innerhalb eines Zeitraums von üblicherweise 24 Stunden, dem die Strategie ohne Gefährdung des Sicherungsniveaus maximal standhalten kann. Dieser Parameter bestimmt maßgeblich die Güte (Konfidenz) der Wertsicherung. Allianz Global Investors verwendet zur Ermittlung der extremen Kursrisiken moderne statistische Verfahren wie die Extreme Value Theory, welche die tatsächlichen Risiken an den Finanzmärkten erheblich realistischer abschätzen kann als beispielsweise Normalverteilungen.
3. Das Anlageuniversum: Bezüglich der „risikofreien“ Zinsanlage lässt die CPPI-Strategie keine dispositiven Freiräume. „Risikofrei“ im Sinne der Strategie sind ausschließlich Rentenpapiere, deren Restlaufzeit möglichst mit dem Sicherungshorizont übereinstimmt. Eine zusätzliche Forderung ist, dass die Papiere weder Liquiditäts- noch Bonitätsrisiken ausgesetzt sein dürfen.



Weiterentwicklungen

Allianz Global Investors setzt für Wertsicherungsmandate erfolgreich eine proprietäre Strategie ein, welche das Grundgerüst der CPPI deutlich weiterentwickelt: „Portfolio Insurance Plus“. Hierbei werden die von der CPPI bekannten prozyklischen Elemente durch antizyklische Komponenten ergänzt. Diese Antizyklik sorgt beispielsweise bei stark überhitzten Märkten für eine Gewinnmitnahme. Um auch nach starken Kapitalmarkteinbrüchen flexibel für einen Marktwiedereintritt zu bleiben, halten unsere Portfoliomanager insbesondere bei längeren Sicherungshorizonten Teile des Risikobudgets zurück. Diese werden zu einem späteren Zeitpunkt wieder freigegeben, um an einer Erholung partizipieren zu können.

Daneben bietet das Portfolio Insurance Plus-Konzept – anders als die CPPI – auch eine aktive Steuerung von verschiedenen riskanten Anlagen in einem gemischten Portfolio (z. B. Aktien Europa, USA, Emerging Markets), was den Portfoliomanager in die Lage versetzt, Zusatzerträge zu generieren.

Fazit

Die CPPI und – in stärkerem Maße – Weiterentwicklungen wie „Portfolio Insurance Plus“ stellen flexible Baukastensysteme dar, welche auf die Kundenbedürfnisse hinsichtlich Anlageuniversum, Risikobudget, Sicherungshorizont und Renditeziele individuell angepasst werden können. Wertsicherungsansätze können Finanzkrisen und Bubble-Ökonomien nicht verhindern; sie können aber dafür sorgen, dass Portfolios solche Märkte mit deutlich stabilerer Wertentwicklung überstehen. Strategisch genauso bedeutsam ist, dass diese modernen Lösungen Anlegern im aktuellen Niedrigzinsumfeld attraktive Alternativen eröffnen, um „mit Fallschirm“ den Sprung in höher rentierliche Anlageklassen anzugehen.

Dr. Thomas Stephan und
Dr. Heidi Jäger-Buchholz

Investieren birgt Risiken. Der Wert einer Anlage und die Erträge daraus können sowohl sinken als auch ansteigen und Investoren erhalten den investierten Betrag möglicherweise nicht in voller Höhe zurück. Die hierin enthaltenen Einschätzungen und Meinungen sind die des Herausgebers und/oder verbundener Unternehmen zum Zeitpunkt der Veröffentlichung und können sich – ohne Mitteilung hierüber – ändern. Die verwendeten Daten stammen aus unterschiedlichen Quellen und wurden als korrekt und verlässlich betrachtet, jedoch nicht unabhängig überprüft; ihre Vollständigkeit und Richtigkeit sind nicht garantiert und es wird keine Haftung für direkte oder indirekte Schäden aus deren Verwendung übernommen, soweit nicht durch grobe Fahrlässigkeit oder vorsätzliches Fehlverhalten verursacht.

Hierbei handelt es sich um eine Marketingmitteilung. Herausgegeben von Allianz Global Investors Kapitalanlagegesellschaft mbH, (www.allianzglobalinvestors.de) einer Kapitalanlagegesellschaft mit beschränkter Haftung, gegründet in Deutschland mit eingetragenem Sitz in Mainzer Landstrasse 11 –13, D-60329 Frankfurt/Main, zugelassen und beaufsichtigt von der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (www.bafin.de). Die Vervielfältigung, Veröffentlichung sowie die Weitergabe des Inhalts in jedweder Form ist nicht gestattet.

Weitere Analysen von Global Capital Markets & Thematic Research

Anleihen

- High Yields
- Der Markt für US-High-Yield-Anleihen: groß, liquide und attraktiv
- Anleihen aus den Wachstumsländern
- Credit Spreads – Risikoprämien bei Anleihen
- Bond Basics
- Unternehmensanleihen
- Wandelanleihen: Das beste aus zwei Welten
- Warum asiatische Anleihen?
- Asia Bonds

Welt im Wandel

- Entscheidende Einblicke in eine Welt im Wandel
- Zeitenwende
- Asien im Aufbruch – Gravitationszentrum des 21. Jahrhunderts
- Der „grüne“ Kondratieff – oder warum Krisen gut sind
- Krisen – oder: die schöpferische Kraft der Zerstörung
- Wachstumsländer

Chinas neue Epoche des Wachstums

- Der chinesische Renminbi – die neue Weltwährung
- Die zaghafte Öffnung des chinesischen Kapitalmarkts
- China Fokus – In den Fußstapfen Japans
- Tiger und Drache
- China Fokus – Arbeitskräftemangel
- Wachstumsland China
- Chinas neue Epoche des Wachstums
- China Fokus – Die Internationalisierung des Renminbi nimmt Fahrt auf

Dividenden

- Dividendentitel – eine attraktive Ergänzung fürs Depot!
- Dividendenstrategien im Umfeld von Inflation und Deflation
- Dividenden auf dem Weg zu einem Comeback im Stil der 1980er-Jahre
- Hohe Ausschüttungsquote = hohes künftiges Gewinnwachstum

Zukunftssicherung – Demographie – Renten

- Demografische Zeitenwende (Teil 1)
- Altersvorsorge im Demografischen Wandel (Teil 2)
- Investmentchance Demografie (Teil 3)
- Fokus: Geldvermögen
- Kompendium Zeitwertkonten
- Pensionsrisiken der betrieblichen Altersversorgung
- Bilanzrechtsmodernisierungsgesetz und Versorgungsverpflichtungen
- Zukunft sichern mit betrieblicher Altersversorgung
- Ausfinanzieren von Pensionsverpflichtungen

Verhaltensökonomie – Behavioral Finance

- Überliste Dich selbst – oder: Wie Anleger die „Lähmung“ überwinden können
- Überliste Dich selbst - oder: Vom „intuitiven“ und „reflexiven“ Verstand
- Behavioral Finance und die Ruhestandskrise
- Aktives Management
- Erkenne Dich selbst!

SRI – Sustainability – ESG

- Rendite ohne Reue
- Rendite ohne Reue reloaded
- Nachhaltig – verantwortungsvoll – themenbasiert

Risikomanagement & Advanced Return

- Neue Zoologie des Risikomanagements der Kapitalanlage
- Master-KAG

All unsere Publikationen, Analysen und Studien können Sie unter der folgenden Adresse online einsehen:

<http://www.allianzglobalinvestors.de>

www.allianzglobalinvestors.de

Allianz Global Investors
Europe GmbH
Mainzer Landstraße 11–13
60329 Frankfurt am Main



Stand: September 2012

Bei dieser Broschüre handelt es sich um Werbung gem. § 31 Abs. 2 WpHG.

