

Mit Garantie! Mehr Schein als Sein



Ertappt: Kein Garantiepaket ohne Mitesser. Und die nagen an der Rendite.



Dr. Joachim Brunne,
yourCONSULT Honorarberatung GmbH
jb@yourconsult-honorarberatung.de

In unsicheren und turbulenten Börsenzeiten erfreuen sich Garantiefonds besonderer Beliebtheit. Denn Aussagen wie „Rendite ohne Risiko“ oder eine „Geld-zurück-Garantie“, kombiniert mit einem Versprechen auf hohe Gewinnchancen, wenn es an den Börsen aufwärts geht, suggerieren den Anlegern die „eierlegende Wollmilchsau“. Aber aufgepasst – hier ist mehr Schein als Sein. Schauen wir uns daher die Garantiefonds etwas näher an.

Die Gesellschaften haben aktienorientierte und rentenorientierte Garantiefonds als offene und laufzeitbegrenzte (Laufzeitfonds) Varianten im Angebot. Letztere haben eine definierte Laufzeit von i. d. R. drei bis sechs Jahren. Es sind aber auch Produkte mit längeren Laufzeiten erhältlich. Die ausgelobten Garantien werden nur am Ende der festgelegten Laufzeit eingelöst. Während der Laufzeit hat die Garantieerklärung keine Gültigkeit. Wenn also vorzeitig Anteile verkauft werden, muss der Anleger u.U. auch mit Verlusten rechnen. Die Gesellschaften

bieten diese Fonds mit einer mehrwöchigen Zeichnungsfrist zum Kauf an. Anschließend werden diese geschlossen.

„Garantiefonds werden von den jeweiligen Gesellschaften so konstruiert, dass diese selbst kein Risiko tragen. Die Bereitstellung von Garantien ist keine besondere Leistung oder Können einer Gesellschaft.“

Bei der offenen Variante können die Anleger jederzeit Anteile erwerben und verkaufen. Im Gegensatz zu den Laufzeitfonds werden hier keine langfristigen Garantiever sprechen gegeben, da die Gesellschaft nur bei den geschlossenen Garantiefonds genau weiß, welche Kapitalsumme zum Stichtag abzusichern ist und demnach den Sicherungsmechanismus konkret ausrichten kann. Die offenen Fonds geben eine jährliche Anteilspreisgarantie. Diese Garantie bezieht sich dabei auf den Anteilspreis zu Jahresbeginn und beinhaltet, dass der Anleger bei Verkauf zum Jahresende nicht mehr als z.B. 5%, 10% oder 20% vom Jahresanfangspreis verliert. Wie bei den Laufzeitfonds wird auch hier nur eine Garantie zu einem bestimmten Stichtag gegeben. Was in der Zwischenzeit passiert, bleibt unberücksichtigt.

■ Garantie & Inflation

Die „Geld-zurück-Garantie“ bzw. Kapitalgarantie ist für viele Anleger das wichtigste Überzeugungsargument für den Kauf eines Garantiefonds. Aber leider ist die „Geld-zurück-Garantie“ kein gutes Geschäft, da diese einen realen Verlust bedeutet. Denn die Kapitalgarantie bezieht sich lediglich auf den nominal einbezahlten und nicht auf den inflationsbereinigten Betrag. Wie gravierend dieser oft unterschätzte Unterschied ist, zeigen folgende Betrachtungen:

Wenn heute 20.000 € in einen Garantiefonds investiert werden und nach 10 Jahren nur das eingesetzte Kapital zurück erhalten wird, dann ist dies unter der Annahme einer Inflation von 2% p.a. nach heutiger Kaufkraft nur noch 16.407 € wert. Dies entspricht einem realen Verlust

von 18%. Noch größer wird der Effekt, wenn die „Geld-zurück-Garantie“ nach einer sehr langen Zeit greift. So erhöht sich der reale Verlust nach 25 Jahren auf 39% (heutige Kaufkraft: 12.191 €). Wird eine „nur“ um 0,5% höhere Inflation angenommen (2,5% p.a.), dann ist dieser Verlust schon auf 46% angewachsen (heutige Kaufkraft: 10.788 €). Die Inflation kann durchaus zu einem der größten Kapitalvernichter gezählt werden, sie ist vielleicht sogar der größte überhaupt.

Oft übersehen wird auch, dass in der Kapitalgarantie der Ausgabeaufschlag nicht berücksichtigt wird. Die Aussage „Sie können mit Garantiefonds kein Geld verlieren“, ist also auch schon nominal betrachtet nicht richtig!

Neben der Kapitalgarantie wurden in der Vergangenheit auch andere Formen, wie beispielsweise „Garantie eines maximalen Risikos“, „Garantie auf ein Mindestergebnis“, „Garantie einer Risikobegrenzung“ angeboten. Eine andere Garantieform ist die „Höchststandsgarantie“. Hier ändert sich die Garantie. Wenn der Fondspreis klettert, dann wird eine höhere Garantie festgesetzt, die auch dann gilt, wenn der Fondspreis wieder sinkt.

■ So einfach: Garantieprodukt im Eigenbau

Das Grundprinzip eines Garantieproduktes ist einfach und wird an folgenden Beispielrechnungen deutlich:

Wir konstruieren uns selbst ein Garantieprodukt und wollen 20.000 € über 5 Jahre mit einer Kapitalgarantie anlegen. Im ersten Schritt wird die Sicherheitsanlage betrachtet, die uns die Kapitalgarantie sichern soll, d.h. wir müssen berechnen, welche Summe bei gegebener Rendite darin investiert werden muss, damit nach 5 Jahren wieder 20.000 € zur Verfügung stehen. Mit einem Festgeld zu 4% p.a. sind dazu 16.438 € notwendig. Die übrigen 3.562 € bilden dann das Risikokapital. Dieses kann in Aktien, Aktienindizes o.ä. angelegt werden. Selbst bei einem Totalverlust der Risikoanlage erhalten wir das eingesetzte Kapital nach 5 Jahren durch die Festgeldanlage wieder zurück. Werden mit der Risikoanlage aber z.B. 8% p.a. (nach Kosten) erwirtschaftet, so resultiert daraus ein Kapital von 5.234 €.

Das Gesamtergebnis von 25.234 € entspricht dann einer Rendite von 4,76% p.a. und 26,17% kumuliert – und das bei 100%iger Kapitalgarantie.

„Die Aussage „Sie können mit Garantiefonds kein Geld verlieren“, ist auch nominal betrachtet nicht richtig!“

Hier wird auch deutlich, dass höhere Zinsen für ein Garantieprodukt besser sind als niedrige Zinsen. Denn, je niedriger der Zins ist, desto mehr muss zur Garantiesicherung in die risikoarme Anlage investiert werden und desto kleiner fällt das Risikobudget aus, mit dem an steigenden Märkten partizipiert werden soll.

Die Ertragschancen in obigem Beispiel können weiter erhöht werden, in dem wir nun von der Annahme ausgehen, dass die Risikoanlage nach 5 Jahren max. 50% verlieren wird. Die Kapitalgarantie muss dann so konstruiert werden, dass zum Laufzeitende die Summe aus dem Festgeld und dem Risikobudget (inkl. 50% Verlust) die eingezahlten 20.000 € bildet. Also werden 13.954 € als Festgeld zu 4% angelegt und mit 6.046 € steht uns jetzt ein größeres Risikobudget zur Verfügung. Nach 5 Jahren erhalten wir 16.977 € aus dem Tagesgeld und 3.023 € (6.046 €/2) aus der Risikoanlage zurück. Die Kapitalgarantie ist in diesem Beispiel nur für einen bestimmten Korridor bzw. bis zu einer Untergrenze gegeben, da ab einem Verlust > 50% auch hier nominale Verluste auftreten. Werden aber auch hier 8% p.a. mit der Risikoanlage erwirtschaftet, so ist das Gesamtergebnis 25.861 € (8.884 € + 16.977 €); d.h. 5,27% p.a. und 29,3% kumuliert. Durch die Erhöhung des Risikobudgets haben wir letztendlich die Partizipationsrate erhöht, also die Quote, mit der der Garantiefonds am Wertzuwachs der zugrunde liegenden Aktien, Indizes o.ä. beteiligt ist.

■ Achtung: Partizipationsrate!

Eine Partizipationsrate von 100% bedeutet, dass die Anlage z.B. komplett im Aktienmarkt investiert ist und der Fonds die Aufwärtsbewegung des Marktes vollstän-

dig nachvollzieht. Wenn der zugrunde liegende Markt um 20% steigt, dann steigt auch der Wert des Garantiefonds um 20%. Bei einer Partizipationsrate von 50% wären dies dagegen nur 10%. Die Partizipationsrate ist daher auch ein wichtiges Kriterium zur Beurteilung von Garantiefonds. Je niedriger die Partizipationsrate ist, desto weniger nimmt der Garantiefonds an steigenden Märkten teil und desto größer ist dann auch der entgangene Gewinn im Vergleich zu einem reinen Aktienfonds.

Hier sei angemerkt, dass sich eine Partizipationsrate von 100% auch auf einen Durchschnitt der erzielten Gewinne beziehen kann („Asiatische Option“). Bei der Endabrechnung zur Endfälligkeit wird dann nicht der Wert der zugrunde liegenden Aktien oder Indizes herangezogen, sondern ein Durchschnitt der Kursstände, die an verschiedenen Stichtagen ermittelt werden.

„Ein ungünstiges Marktumfeld für Garantiefonds sind niedrige Zinsen und eine hohe Volatilität.“

Beispiel: Auflegung eines Produktes bei einem DAX-Stand von 5.000 Punkten. Nach 5 Jahren steht zu Laufzeitende der DAX bei 8.000. Eine Partizipationsrate von 100% mit Asiatischer Option (z.B. Berechnung an 5 Stichtagen: 1. Termin: 4.400; 2. Termin: 4.800; 3. Termin: 5.500; 4. Termin: 6.000 und 5. Termin: 8.000), würde den Durchschnitt, hier 5.740 und nicht den Endwert 8.000 zugrunde legen, was einen Wertzuwachs von lediglich 15% vs. 60% (ohne asiatische Option) bedeutet. In diesem Beispiel wäre sogar jede Partizipationsrate ohne Option schon ab 25% besser (Grundlage bei 25%: 5.750). Die Stichtagsmethode kann aber dann die bessere Bewertungsmethode sein, wenn zu Beginn stetige Kurssteigerungen und zum Schluss ein drastischer Einbruch vorliegen würde. Ebenfalls werden auch Produkte mit Begrenzungen der möglichen Kursgewinne bis zu einem festgelegten Höchststand angeboten (sog. Cap). Ein solcher Fonds nimmt ab diesem Höchststand nicht mehr an weiteren positiven Wertentwicklungen teil.

■ **Garantieversprechen & Absicherungsstrategie**

Die Gesellschaften lösen ihre Garantieversprechen ein, in dem sie unterschiedliche Absicherungsstrategien zugrunde legen. Diese werden unter dem Begriff „Portfolio Insurance“ zusammengefasst, wobei zwischen statischen und dynamischen Portfolio-Insurance-Strategien differenziert wird. Ziel aller Wertsicherungskonzepte ist, dass der Anleger an den steigenden Marktbewegungen partizipiert und gleichzeitig die Verluste begrenzt werden.

Bei den statischen Strategien wird die zum Ausgangspunkt gewählte Portfoliostruktur nicht oder nur einmal während des Planungszeitraumes verändert. Praktizierte Absicherungsstrategien sind:

- Stopp-Loss Strategie – bei Erreichen eines bestimmten Kurses wird das Wertpapier verkauft
- Protective-Put-Strategie – es werden gleichzeitig Wertpapier und Put gekauft, wobei das Wertpapier dem Put als Underlying zugrunde liegt. Der Put dient somit als Absicherung des Wertpapiers und man hofft, dass die Kursgewinne der Aktien höher sein werden als die Prämien für die Put-Käufe
- Portfolio Insurance mit Calls – Festzinsanlagen, wie z.B. Zerobonds, werden als sichere Anlage zur Kapitalsicherung eingesetzt, während mit Calls an steigenden Märkten (Hebeleffekt) partizipiert werden soll

Die dynamischen Strategien sind dadurch charakterisiert, dass im Planungszeitraum eine fortlaufende Anpassung der Portfoliostruktur immer dann stattfindet, wenn Marktänderungen diese erforderlich machen. Ein bekanntes Konzept ist die Constant-Proportion-Portfolio-Insurance Strategie (CPPI). Diese wurde in den 80er Jahren für die Absicherungsbedürfnisse amerikanischer Pensionsfonds, die einen bestimmten Mindestwert nicht unterschreiten wollten, entwickelt. Steigen die Märkte, so wird der Aktienanteil (= Wertsteigerungskomponente) aufgebaut, während in fallenden Märkten der risikofreie Anteil (= Kapitalerhaltungskomponente) aufgebaut wird.

Das CPPI ist somit trendfolgend und agiert prozyklisch (Momentum-Strategie). Besonders nachteilig können sich bei

„Der Markt honoriert nur das Tragen von Risiken, die nicht wegdiversifiziert werden können.“

den dynamischen Strategien wie CPPI die jeweiligen Portfolio-Anpassungen auswirken, da mit jeder Umschichtung auch Transaktionskosten verbunden sind, was u.U. zu einer sehr hohen Kostenbelastung führt. In Abhängigkeit von der Wertentwicklung der Wertsteigerungskomponente kann es auch bei CPPI zu einem „Cash-Out-Event“ kommen, d.h. es gibt Szenarien bzw. Marktsituationen bei denen eine Allokation von 100% in risikofreien Anlagen vorliegt und der Anleger nicht mehr an steigenden Märkten partizipiert.

Ein ungünstiges Marktumfeld für Garantiefonds sind niedrige Zinsen und eine hohe Volatilität. Niedrige Zinsen bedingen, wie schon gesehen, ein geringes Risikobudget (niedrige Partizipationsrate) und bei hohen Volatilitäten sind auch die Preise für Terminmarktinstrumente sehr hoch. Ein solches Umfeld lag auch Ende 2008 vor und war der Grund dafür, dass einige schon angekündigte Garantieprodukte nicht auf den Markt gebracht wurden.

■ **Kein „free lunch“ – Garantien kosten**

Die moderne Kapitalmarkttheorie zeigt, dass das unsystematische Risiko (investmentspezifische bzw. unternehmensindividuelle Risiko) durch Diversifikation beseitigt werden kann. Dies ist für das systematische Risiko (= Marktrisiko) leider nicht möglich und ist somit auch der Grund dafür, dass die Übernahme dieser Risiken mit höheren Renditen belohnt wird.

Der Markt honoriert nur das Tragen von Risiken, die nicht wegdiversifiziert werden können. Aber gerade dieses systematische Risiko wollen die Portfolio Insurance Strategien reduzieren bzw. beseitigen. Demzufolge kann das nicht zum Nulltarif geschehen – es gibt kein „free lunch“, also mehr Rendite ohne zusätzliches Risiko. Die banale aber dennoch wichtige Erkenntnis, dass Rendite unweigerlich mit Risiko verknüpft ist, kann

daher nicht oft genug wiederholt und betont werden. Ein Garantiefonds hat die Absicherung als primäres Ziel und nicht die Erzielung von (hohen) Renditen. Dies ist zwangsläufig mit zusätzlichen Kosten in Abhängigkeit von der gewählten Absicherungsstrategie verbunden. Diese Kosten betragen meist zwischen ca. 0,4%-1,0%.

Je mehr Kapitalgarantie gegeben wird, desto niedriger ist die Partizipationsrate. Oder anders: Je mehr Sicherheit und Garantien in ein Fondsprodukt gepackt werden, desto mehr nähert sich ein solches Produkt bzgl. seiner Charakteristik einer Geldmarktanlage – auch hinsichtlich seiner zu erwartenden Rendite. Daraus resultiert wiederum die ungünstige Konstellation, dass hohe Garantiefondskosten geringen Asset-Renditen gegenüberstehen, was die Rendite nach Kosten erheblich reduziert und durchaus zu negativen Renditen führen kann.

Und hier sind wir an einem weiteren wichtigen Punkt, der von vielen Anlegern unterschätzt oder erst gar nicht berücksichtigt wird – die Kosten. Denn das einzige was zählt ist das, was zum Schluss beim Anleger ankommt, und nicht Performanceangaben, die die Kosten nicht berücksichtigen und die der Anleger nicht in der Tasche spürt. Denn er ist das letzte Glied in der Wertschöpfungskette und bekommt das, was übrig bleibt, nach dem alle anderen verdient und abgeschöpft haben. Daher sollte der Anleger großen Wert darauf legen, wie viele Institutionen in welcher Höhe an seinem ursprünglich Verdienten (= Rendite) Anteil haben.

„Ein Garantiefonds hat die Absicherung als primäres Ziel und nicht die Erzielung von (hohen) Renditen.“

Die Garantiefonds zeichnen sich neben den bekannten Kostenpositionen wie Ausgabeaufschläge (meist 5%), jährliche Managementgebühren (TER: ca. 1,5% p.a.), Transaktionskosten (Anmerkung: Ø US-amerikanischer Aktienfonds: 1,44% p.a.) und Depotgebühren noch zusätzlich durch Garantiekosten (entgangener Gewinn, Opportunitätskosten – ca. 0,4% bis 1% p.a.) und u.U. durch Strafgebühren

bei vorzeitiger Anteilsrückgabe (bis 2%) aus. Wenn wir kurz zu unserem Eigenbau-Beispiel zurückkehren und überlegen, was ein Garantiefonds mit diesen oder ähnlichen Kostenpositionen an Rendite erzielen muss, damit überhaupt nur der sichere Festgeldzins von 4% für den Anleger resultiert, dann befinden wir uns im Bereich von langfristigen Erwartungsrenditen für Aktienmärkte.

Oder anders betrachtet: Was kann der Anleger überhaupt von einem Garantiefonds erwarten, der überwiegend in sicheren Anlageformen wie Geldmarkt, Rentenpapiere o.ä. investiert ist, wenn z.B. von den 4% oder 5% Asset-Renditen die Kosten des Garantiefonds noch abgezogen werden müssen? Wenn diese Input-Renditen zudem niedriger ausfallen, dann wird es noch dramatischer.

Auf der anderen Seite sind für den risikoreichen Anteil dann aber auch schon zweistellige Renditen vor Kosten notwendig, um eine Rendite von 8% nach Kosten erzielen zu können.

Kosten sind nur für den Anleger schädlich! Und in Zeiten niedriger Zinsen und Renditen machen sich Kosten noch stärker negativ bemerkbar.

■ ETFs als Alternative

Mit den passiven Exchange-Traded Funds (ETF) stehen dem Anleger ideale Vehikel sowohl für risikoarme Assets als auch für risikoreiche Assets zur Verfügung, mit denen die Kostenquote effizient reduziert und entsprechend der eigene Anlageerfolg erhöht wird.

Wenn unsere vorherigen Kosten-Rendite-Überlegungen nun auch für ETFs – ohne Ausgabeaufschlag, geringeren Managementgebühren (TER: 0,15 bis 0,75% p.a.), erheblich geringeren Transaktionskosten (= passives Investment) sowie ohne zusätzliche „Garantiekosten“ durchgeführt werden, dann wird der Vorteil der ETFs mehr als deutlich.

Die Beachtung und Berücksichtigung der modernen Portfoliotheorie (MPT), der Efficient-Market-Theorie und anderen wissenschaftlichen Erkenntnissen bieten eine sehr gute Basis zur Erstellung und Optimierung einer Anlagestrategie und demaskieren viele (Werbe-)Aussagen der Finanzindustrie.

„Das einzige was zählt ist das, was zum Schluss beim Anleger ankommt, und nicht Performanceangaben, die die Kosten nicht berücksichtigen und die der Anleger nicht in der Tasche spürt. Er ist das letzte Glied in der Wertschöpfungskette und bekommt das, was übrig bleibt.“

So wissen wir, dass das Risiko und die Rendite eines Portfolios zu über 90% auf die Asset-Allokation zurückzuführen ist und nicht auf die Auswahl der Einzeltitel. Eine weitere und wichtige Kenntnis ist das "Rendite-Nullsummengesetz", welches besagt, dass vor Kosten schon 50% Underperformer mathematisch notwendig sind. Es können somit nie mehr als 50% über dem Marktdurchschnitt liegen, unabhängig davon, ob es sich um Profis oder Privatanleger handelt, denn diese zusammen sind der Markt. Nach Kosten wird die Gruppe der Underperformer größer. In machen Märkten ist sie sogar größer als 95%. Dies unterstreicht die Bedeutung der Kosten.

Demzufolge sollte der Anleger, entsprechend seiner Risikoneigung und Risikoertragsfähigkeit, besser ein breit diversifiziertes Portfolio mit passiven und kostengünstigen ETFs anstreben, als z.B. einen teureren Garantiefonds zu wählen. Garantiefonds werden von den jeweiligen Gesellschaften so konstruiert, dass diese selbst kein Risiko tragen. Die Bereitstellung von Garantien ist keine besondere Leistung oder Können einer Gesellschaft. Einfache finanzmathematische Berechnungen und ein regelmäßiges automatisiertes Produktcontrolling sorgen dafür, dass die Gesellschaften die ausgelobten Garantien jederzeit im Blick haben und auch einlösen können und somit jegliches Risiko für sich verhindern.

■ Fazit

Eins ist immer garantiert: Die Gesellschaften wollen auch mit Garantiefonds Geld verdienen. Wenn jemand ein Risiko trägt, dann ist es ausschließlich der Anleger selbst. Er verzichtet auf einen (großen) Teil der Kursgewinne, wenn die Märkte steigen. Im „worst case“ erhält er seine Einlage (abzgl. Ausgabeaufschlag) zurück und generiert damit (hohe) reale Verluste.