



**TELOS**

## **Kompendium**

**Publikation für institutionelle Investoren**

# **Risikomanagement**

**2019**



**QUANT.CAPITAL**  
M A N A G E M E N T

# The Risk Manager



## Ihr Partner für Risikomanagement

Wir sind Experten für umfassendes, quantitatives Risikomanagement. Ob Währungs-, Aktien-, Spread- oder Zinsrisiken, im Rahmen unseres ganzheitlichen Ansatzes führen wir Ihr Portfolio durch unsichere Marktphasen. Transparent, kostenschonend, dynamisch.

Quant.Capital Management GmbH – Speditionstraße 17 – 40221 Düsseldorf  
+49 211 6355 120 – [info@quantcapital.de](mailto:info@quantcapital.de) – [www.quantcapital.de](http://www.quantcapital.de)



## Vorwort

Sehr geehrte Damen und Herren,

seit fast 10 Jahren ist es unser Anliegen, Ihnen im Rahmen der TELOS Kompodium-Reihe einen Einblick zu Asset Managern und Anlagelösungen zu liefern, die sich jeweils einem erhöhten Interesse erfreuen. In dieser Zeit wurde unser aller Handeln von zahlreichen Krisen und sonstigen Marktbesonderheiten begleitet. Euro-Krise, Schuldenkrise, Trump-Wahl, Putschversuche, Grexit, Brexit und natürlich der Zerfall des Zinsniveaus sind uns alle noch in Erinnerung und begleiten uns teils noch unvermindert.

Bei den Anlageentscheidungen hat sich in den letzten Jahren bis heute die Entwicklung bemerkbar gemacht, dass bei dem Trade-off zwischen Renditestreben und Risikominimierung der Risikogesichtspunkt zunehmend an Bedeutung gewonnen hat. Natürlich war diese Entwicklung auch begleitet und mit ausgelöst durch neue Regularien, die sich als Notwendigkeit aus Erkenntnissen der fast eingetretenen „Weltwirtschaftskrise“ nach dem Platzen der letzten großen Immobilienblase in den USA ergeben haben. Risikomanagement steht heute somit in einem weitaus größeren Fokus, als dies noch vor diesem Ereignis der Fall gewesen ist.

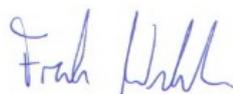
Asset Manager und andere Service-Anbieter haben hierauf mit neuen Ansätzen und Lösungsvorschlägen reagiert. Teilweise wurden schon bestehende theoretische Erkenntnisse durch eine verbesserte Informationsgewinnungs- und -verarbeitungsmöglichkeit auch erst für die praktische Anwendung effizient möglich.

Ob im Bereich des Overlay-Managements auf Währungs- oder Zinsseite, der effektiven Risikokontrolle über Multi-Asset Lösungen oder mit Blick auf Volatilitätsansätze, um nur einige zu nennen; das Spektrum der effizienzsteigernden Hilfen durch Asset Manager und sonstigen Service-Anbietern, wie z.B. Master KVGs, wurde zum Nutzen der Investoren kontinuierlich erweitert.

Mit diesem Kompodium zum Thema Risikomanagement möchten wir von TELOS unseren Beitrag dazu leisten, Ihnen bei der Behandlung des Themas Risikomanagement unterstützend zur Seite zu stehen. Hierzu haben wir Anbieter aus dem Asset Management und zum Thema Master KVG in diesem Sinne, eingeladen, Sie zu unterstützen.

Wir hoffen, dass Ihnen die in diesem Buch zu Wort kommenden Häuser mit Ihren Services und Einblicken via verschiedensten Fachbeiträgen Hilfestellung und Anregungen dazu geben können, welche modernen Möglichkeiten sich im Risikomanagement heutzutage bieten. Bei der Lektüre wünschen wir Ihnen viel Spaß.

Selbstverständlich stehen wir Ihnen auch weiterführend als Ihr Ansprechpartner im institutionellen Asset Management gerne zur Verfügung!



**(Dr. Frank Wehlmann)**



**(Harald Müller)**

TELOS GmbH  
Biebricher Allee 103  
D-65187 Wiesbaden

Tel. +49-611-9742-100  
Fax. +49-611-9742-200  
Web: [www.telos-rating.de](http://www.telos-rating.de)  
E-Mail: [info@telos-rating.de](mailto:info@telos-rating.de)

CUSTOMIZED  
SOLUTIONS

INVESTMENT  
ADVISORY

VALUE-ADDING  
OUTCOMES



ACTIVE IS:

# AKTIVES RISIKO-MANAGEMENT, UM FÜR STÜRMISCHE ZEITEN GEWAPPNET ZU SEIN

Allianz Global Investors ist Ihr Experte für maßgeschneiderte Risiko-Management Lösungen.

**risklab**<sup>1</sup>, unser Advisory Spezialist, analysiert mit Ihnen gemeinsam Ihre Anforderungen und stellt ein Risiko-Management-Programm zusammen, das Ihnen hilft, Ihre individuellen Investment-Ziele so sicher wie möglich zu erreichen.



Seit 2005 erprobte Risiko-  
Management-Strategie



Proprietäre Modellierung und  
modernste quantitative  
Methoden



Für Ihre maßgeschneiderte  
Lösung

Mehr Informationen finden Sie hier: [de.allianzgi.com/Risikomanagement](https://de.allianzgi.com/Risikomanagement)

„risklab“/risklab<sup>1</sup> ist eine eingetragene Unionsmarke der Allianz Global Investors GmbH, einer bei der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) nach dem Kapitalanlagegesetzbuch (KAGB) registrierten Kapitalverwaltungsgesellschaft, die auch als Finanzdienstleister in Deutschland zugelassen ist. Die von Allianz Global Investors GmbH verwandte Unionsmarke „risklab“/risklab<sup>1</sup> ist mit der risklab GmbH, einer deutschen Gesellschaft, nicht identisch.

Investieren birgt Risiken. Der Wert einer Anlage und Erträge daraus können sinken oder steigen. Investoren erhalten den investierten Betrag gegebenenfalls nicht in voller Höhe zurück. Die dargestellten Einschätzungen und Meinungen sind die des Herausgebers und/oder verbundener Unternehmen zum Veröffentlichungszeitpunkt und können sich – ohne Mitteilung darüber – ändern. Dies ist eine Marketingmitteilung herausgegeben von Allianz Global Investors GmbH, [www.allianzgi.de](http://www.allianzgi.de), eine Kapitalverwaltungsgesellschaft mit beschränkter Haftung, gegründet in Deutschland; Sitz: Bockenheimer Landstr. 42–44, 60323 Frankfurt/M., Handelsregister des Amtsgerichts Frankfurt/M., HRB 9340; zugelassen von der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht ([www.bafin.de](http://www.bafin.de)). Die Vervielfältigung, Veröffentlichung sowie die Weitergabe des Inhalts in jedweder Form ist nicht gestattet; es sei denn dies wurde durch Allianz Global Investors GmbH explizit gestattet. #1031221

**Allianz**   
Global Investors

# Inhaltsverzeichnis

|  |           |
|--|-----------|
| <b>Vorwort</b> .....   | <b>1</b>  |
| <b>Fachbeiträge</b> .....  | <b>5</b>  |
| <i>Allianz Global Investors GmbH:</i>  |           |
| Strategisches Ertrags- und Risikomanagement.....                                       | 6         |
| <i>Berenberg, Joh. Berenberg, Gossler &amp; Co. KG:</i>                                |           |
| Fragen, die Sie einem Währungsmanager stellen sollten.....                             | 15        |
| <i>H&amp;A Global Investment Management GmbH:</i>                                      |           |
| Risikomanagement wird wichtiger – „Triple Safe“ Risiko-Overlay.....                    | 19        |
| <i>Helaba Invest:</i>  |           |
| Risiko-Overlay – risk management beyond diversification.....                           | 27        |
| <i>Metzler Asset Management GmbH:</i>  |           |
| <b>(Thema Overlay)</b> - Metzler Risiko Overlay – Unverzichtbar und hocheffizient..... | 32        |
| <i>Quant.Capital Management GmbH:</i>  |           |
| Erfolgreich Navigieren im Magischen Dreieck: Risiko oder Rendite?.....                 | 37        |
| <i>Union Investment Gruppe:</i>  |           |
| Themen treiben Kurse.....  | 41        |
| <i>Warburg Invest AG:</i>  |           |
| Quant Lab & Portfolio Analytics.....   | 43        |
| <b>Asset Manager / Master KVG</b> .....  | <b>46</b> |
| Allianz Global Investors GmbH.....   | 47        |
| Bantleon.....  | 50        |
| Berenberg, Joh. Berenberg, Gossler & Co. KG.....                                       | 52        |
| H&A Global Investment Management GmbH.....   | 60        |
| Helaba Invest Kapitalanlagegesellschaft mbH.....                                       | 64        |
| Metzler Asset Management GmbH (Overlay).....   | 68        |
| Quant.Capital Management GmbH.....   | 71        |
| Union Investment Gruppe.....   | 73        |
| Warburg Invest AG.....   | 78        |
| Warburg Invest AG (Master KVG).....  | 82        |
| Disclaimer.....  | 86        |

# TELOS

Wir bilden die Brücke zwischen Investor und Asset Manager



## Consulting Services by TELOS

Wir unterstützen Sie bei Suche nach den passenden Partnern für Ihre Kapitalanlage



Asset Manager



Master-KVG



Verwahrstellen



Nachhaltigkeit

Profitieren Sie von unserem breiten Analyse Know-how

Sie erreichen das TELOS-Team über

TELOS GmbH - Biebricher Allee 103 - D-65187 Wiesbaden - [www.telos-rating.de](http://www.telos-rating.de)  
Telefon: +49 (0)611 9742 100 - Fax: +49 (0)611 9742 200 - E-Mail: [info@telos-rating.de](mailto:info@telos-rating.de)

# *Fachbeiträge*





## Allianz Global Investors GmbH



Prof. Dr. Thomas Stephan  
Managing Director,  
Director of RMO Research

Allianz Global Investors / risklab  
Tel.: +49 (0) 69 2443 4306  
E-Mail: thomas.stephan@risklab.com



Andreas Töpfer  
Investment Advisor

Allianz Global Investors / risklab  
Tel.: +49 (0) 89 1220 7772  
E-Mail: andreas.toepfer@risklab.com



Sven Treu  
Head of Risk Management Advisory

Allianz Global Investors / risklab  
Tel.: +49 (0) 89 1220 7760  
E-Mail: sven.treu@risklab.com

## Strategisches Ertrags- und Risikomanagement

Wie institutionelle Anleger ihre strategischen Investmentziele im Niedrigzinsumfeld mit dynamischer Allokation erreichen können

### Zusammenfassung

Institutionelle Anleger stehen im Niedrigzinsumfeld vor einer zweifachen strategischen Herausforderung: wie können auskömmliche Renditen über die nächsten Jahre erzielt werden bei kontrollierten Verlustrisiken? Dieser Beitrag zeigt auf, wie moderne Risikomanagement-Ansätze auf Basis von dynamischer Asset Allocation Investoren ermöglichen, ihre Investmentziele nachhaltig zu erfüllen.

### Zentrale strategische Erkenntnisse

- Das langfristig größte Risiko besteht darin, keine bzw. zu wenige Risiken einzugehen. Auskömmliche Renditen im Niedrigzinsumfeld erfordern eine strategische Substitution von defensiven Renten durch erhöhte Engagements in alternative Anlagen und/oder Aktien.
- Eine Erhöhung der Diversifikation (u.a. durch alternative Anlagen) verbessert zwar das Risikoprofil, reicht jedoch nicht aus, um Downside-Risiken effektiv zu begrenzen.
- Intelligente dynamische Risikomanagement-Ansätze, bei denen auf Basis eines definierten Risikobudgets allokiert wird, können Renditeziele besser ermöglichen als klassische strategische Ansätze, da sie gegebene Risikobudgets effizienter nutzen. Diese Strategien können in einem dynamischen Risiko-Overlay sehr kosteneffizient umgesetzt werden.

### Zeit der Herausforderungen – und Chancen

Nach einer Dekade unorthodoxer Zentralbankpolitik und finanzieller Repression bieten defensive Rentenanlagen den Anlegern kaum Kompensation für Zinsänderungsrisiken sowie die Inflation. Realrenditen und selbst Nominalrenditen von Staatsanleihen vieler entwickelten Länder sind bis hin zu langen Laufzeiten negativ, gleiches gilt sogar für einen Teil der Corporate Bonds. Entsprechend niedrig fallen realistische Rendite-Annahmen für die meisten Renten-nahen Asset-Klassen in diesem Umfeld aus. Die jüngste „forward guidance“ von FED, EZB und anderer Notenbanken sowie die spätzyklischen Bremsspuren in der globalen Ökonomie haben die Erwartung im Markt weiter befestigt, dass extrem niedrige oder negative Zinsen für die nächsten Jahre das New Normal darstellen.

Um in diesem Umfeld ihre Renditeziele mittelfristig erreichen zu können, müssten kontinentaleuropäische Investoren, traditionell stark in defensiven Renten investiert, diese Investments verringern und im Gegenzug die strategischen Gewichte von renditestärkeren Anlageklassen erhöhen. In Richtung von Renten-Spread-Märkten ist die „Hunt for yield“ bereits weit fortgeschritten, auch Real Estate und alternative Anlagen wie Infrastructure und Private Debt / Private Equity werden seit Jahren von Investoren überrannt. Die hohe Nachfrage von Investoren auf Märkten mit beschränkter Liquidität und Kapazität führt tendenziell zu mittelfristig zurückgehenden Renditemöglichkeiten bei diesen Assets. Der über 10-jährige weltweite Aufschwung hat auch einigen Aktienmärkten, vor allem US-Aktien-Indizes, zu Rekordständen verholfen, entsprechend vergrößert ist die potenzielle Fallhöhe bei einer nachhaltigen Eintrübung der Welt-Konjunktur oder bei einer Eskalation politischer Risiken. Demgegenüber steht jedoch ein für mittelfristige Zeithorizonte aussagekräftiges positives Faktum, nämlich eine im historischen Vergleich weit überdurchschnittliche Aktien-Risikoprämie (welche im September 2019 selbst für den im internationalen Vergleich „teuren“ S&P 500-Index ca. 400 Basispunkte über 10-jährigen Treasury Bonds betrug). Zum Kontext: die gleiche Aktien-Risikoprämie (also die Differenz zwischen Aktien-Gewinnrendite und Staatsanleihen-Rendite) war für den S&P 500 im Schnitt der letzten 10 Jahre bei ca. 200 bp und in den 90er Jahren sogar überwiegend negativ. Insofern stehen den signifikanten Risiken von Aktienanlagen aktuell überproportional hohe eingepreiste Risikoprämien gegenüber, was im Niedrigzinsumfeld eine Rarität darstellt.

Allianz Global Investors und risklab haben die Rendite-Risiko-Profile von Pensionskassen und anderen institutionellen Anlegern analysiert und mitunter signifikante Lücken in Bezug auf die mittelfristigen Ertragsziele oder hinsichtlich der Downside-Stabilität festgestellt. Die aktuellen strategischen Herausforderungen bieten die Gelegenheit, die Anlagepolitik grundsätzlich zu hinterfragen, Rendite- und Risikoziele nachhaltig zu definieren und vor allem die Frage zu adressieren: Wie können Renditeziele im Niedrigzinsumfeld erreicht werden unter Beachtung der expliziten und impliziten Risikotragfähigkeit der Anleger?

### **Der potenzielle Mehrwert von dynamischem Risikomanagement**

Einige der traditionell verwendeten Risikomanagement-Ansätze (wie Diversifikation) weisen substantielle Schwächen auf. Nicht zuletzt deshalb erfreuen sich dynamische Asset Allocation-Techniken einer zunehmenden Beliebtheit. Ein solches dynamisches Risikomanagement nutzt systematische Umschichtungen zwischen renditeorientierten Anlageklassen und defensiven Anlageklassen und hilft damit, langfristige Ertragserwartungen besser zu erreichen und gleichzeitig die Downside-Risiken deutlich zu vermindern. Kosteneffizient kann ein solches dynamisches Risikomanagement in einem Overlay mit derivativen Instrumenten umgesetzt werden. Die Entwicklung und effiziente Umsetzung eines solchen Risikomanagement-Overlays ist für institutionelle Anleger und Asset-Manager anspruchsvoller im Vergleich zu anderen Risikomanagement-Verfahren. Jedoch ist bei dynamischem Risikomanagement die Verbesserung im Rendite-Risiko-Profil umso signifikanter. Im Folgenden vergleichen wir traditionelle Risikomanagement-Strategien mit dynamischem Risikomanagement und quantifizieren für ein typisches institutionelles Anlageportfolio die Vorteile bei Einsatz von dynamischer Allokation. Um Risiken managen zu können, müssen diese zunächst zielführend definiert werden – dies führt uns zum nächsten Diskussionspunkt.

### **Zielführende Definition des Risikobudgets**

Der Ertrag von Pensionskassen und anderen Vorsorgeeinrichtungen wird ganz maßgeblich von deren strategischer Asset Allocation (langfristige Gewichtung der Anlageklassen) determiniert – in der Regel sehr viel mehr als beispielsweise von der Titelselektion innerhalb der Anlageklassen. Diese strategische Gesamtportfolio-Steuerung im Rahmen eines Risikobudgets ist insofern die wichtigste Entscheidung für die Verantwortlichen einer Vorsorgeeinrichtung. Risiko und Risikobudgets können jedoch mit vielerlei Maßen gemessen und definiert werden.

Ein methodisches Kriterium ist, ob sich das Risikomaß pauschal auf die Dispersion in der Renditeverteilung bezieht (wie im Fall von Tracking Error, aber auch bei der Standardabweichung der absoluten Renditen) und damit positive und negative Abweichungen gleich behandelt, oder ob das Risikomaß speziell die ökonomisch relevanten Downside-Risiken abbildet und dabei zusätzlich auch „Fat Tail-Risiken“ berücksichtigt.

## „Fat Tails“: Extreme Renditen treten häufiger auf

Die Repräsentation von Portfoliorisiken durch die Standardabweichung unterschätzt die „Tail-Risiken“ (Risiken von Extremszenarien), da das Risikomaß Standardabweichung eine Normalverteilung der Renditen annimmt. Finanzmarkt-Renditen in der Realität sind jedoch nicht normalverteilt. Beispiele:

- Auf Basis einer Normalverteilung erwartet man das Auftreten eines negativen Marktszenarios in Höhe einer Standardabweichung (oder schlechter) einmal in 6,3 Jahren. In der Historie sind bei dem S&P 500 Total Return Index für US-Aktien solche Märkte im Schnitt alle 5,2 Jahre aufgetreten.
- Bei einer Normalverteilung sollte ein Verlust in Höhe von 2,3 Standardabweichungen einmal in 100 Jahren auftreten – dies entspricht dem 99% VaR für 1-Jahresrenditen. Der S&P 500 Total Return Index musste solche Verluste jedoch bereits 3 Mal seit 1926 hinnehmen, dreimal so häufig als bei der Normalverteilung unterstellt.

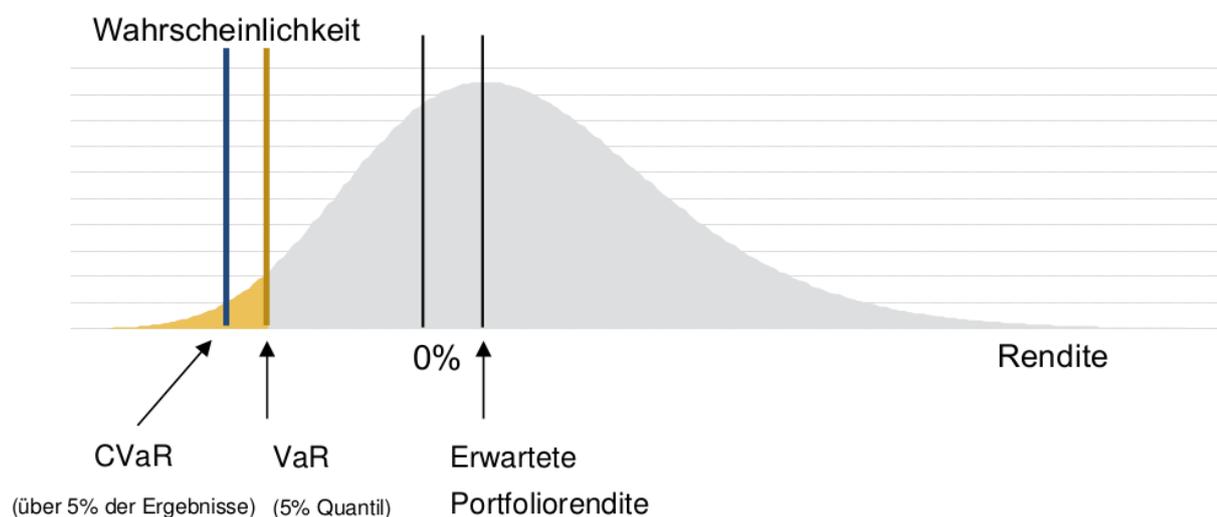
Die Empirie der Finanzmärkte spricht dafür, dass große Verluste häufiger auftreten als von der Normalverteilung angenommen, die Renditeverteilung weist sogenannte „Fat Tails“ auf.

Während Tracking Error und Standardabweichung immer noch die in der Praxis am meisten verbreiteten Risikomaße darstellen, vermitteln sie nicht die potenziellen Verlustrisiken in einem Portfolio. Für die Entscheidungsträger in Vorsorgeeinrichtungen dürfte es zielführender sein, Risikobudgets als Verlustrisiken in extrem negativen Marktszenarien zu definieren. Hierfür bieten sich vor allem zwei Metriken an:

- Value at Risk (VaR): der erwartete Verlust bei einem vorgegebenen Wahrscheinlichkeitsniveau (z.B. der Verlust, der in 95% der Fälle nicht überschritten wird)
- Conditional Value at Risk (CVaR): der erwartete durchschnittliche Verlust im Fall der schlechtesten Ergebnisse, z.B. der durchschnittliche Verlust in den 5% schlechtesten Fällen.

Abbildung 1 illustriert diese Risikomaße auf Basis einer fiktiven Renditeverteilung. Die Höhe der Glockenkurve (auf der Vertikalachse) korrespondiert mit der Wahrscheinlichkeit bzw. Häufigkeit des Auftretens eines bestimmten Renditeergebnisses (auf der Horizontalachse dargestellt). Bei einer Konfidenz von 95% werden 5% der Ergebnisse schlechter als der VaR ausfallen.

**Abbildung 1: Illustration von Value at Risk (VaR) und Conditional Value at Risk (CVaR) bei einem Konfidenzniveau von 95%**



## Rendite-Risiko-Profil für ein fiktives Versorgungswerk mit Allokation A

Abbildung 2 stellt erwartete Rendite, VaR und CVaR für das Portfolio einer fiktiven Vorsorgeeinrichtung dar:

- die strategische Asset Allocation dieser Kasse besteht aus 25% Aktien<sup>1</sup>, 62% Staatsanleihen und Investment-Grade Unternehmensanleihen, 10% High Yield und Emerging Markets-Renten, sowie 3% Real Estate
- die erwartete Rendite<sup>2</sup> für diesen Anlageklassen-Mix ist 1,3% p.a. über die nächsten 5 Jahre (unter Berücksichtigung der Renditeerwartung der Anlageklassen, ohne Alpha)
- die erwartete Standardabweichung der Portfoliorendite ist 6,2%.

Abbildung 2: Rendite-Risiko-Steckbrief Portfolio A<sup>3</sup>

| Strategische Allokation                         |            | Rendite-Risiko-Profil                     |               | Risiko-Dekomposition                            |                 |                 |
|---|------------|---|---------------|---|-----------------|-----------------|
| Anlageklasse                                    | %          | Rendite (p.a.)                            | 1.3%          | Kategorie/Anlageklasse                          | RC <sup>4</sup> | RW <sup>5</sup> |
| <b>Renten</b>                                   | <b>72%</b> | Volatilität (p.a.)                        | 6.2%          | EMU Staatsanleihen                              | -4.2%           | 23.4%           |
| EMU Staatsanleihen                              | 30%        | Sharpe Ratio                              | 0.21          | EMU Unternehmensanleihen IG                     | -1.4%           | 7.5%            |
| EMU Unternehmensanleihen IG                     | 15%        |   |               | Globale Staatsanleihen (hedged EUR)             | -1.0%           | 5.3%            |
| Globale Staatsanleihen (hedged EUR)             | 11%        | <b>Value at Risk (1 Jahr)</b>             |               | Globale Unternehmensanleihen IG (hedged EUR)    | -0.7%           | 3.9%            |
| Globale Unternehmensanleihen IG (hedged EUR)    | 6%         | VaR 90%                                   | -6.6%         | Globale High Yield Anleihen (hedged EUR)        | -1.1%           | 6.4%            |
| Globale High Yield Anleihen (hedged EUR)        | 5%         | <b>VaR 95%</b>                            | <b>-9.0%</b>  | Emerging Markets Staatsanleihen (Hard Currency) | -0.9%           | 4.8%            |
| Emerging Markets Staatsanleihen (Hard Currency) | 5%         | VaR 99%                                   | -13.6%        | Aktien Developed Markets                        | -6.5%           | 36.0%           |
| <b>Aktien</b>                                   | <b>25%</b> |   |               | Aktien Emerging Markets                         | -1.5%           | 8.4%            |
|   |            | <b>Conditional Value at Risk (1 Jahr)</b> |               |   |                 |                 |
| Aktien Developed Markets                        | 21%        | CVaR 90%                                  | -9.8%         | Real Estate                                     | -0.8%           | 4.5%            |
| Aktien Emerging Markets                         | 4%         | <b>CVaR 95%</b>                           | <b>-11.9%</b> | Diversifikation                                 | 6.1%            |                 |
| <b>Alternatives</b>                             | <b>3%</b>  |   |               | <b>Total Portfolio</b>                          | <b>-11.9%</b>   |                 |
| Real Estate                                     | 3%         | CVaR 99%                                  | -16.0%        |   |                 |                 |

1 Dies entspricht auch der durchschnittlichen Aktienquote in der „European Asset Allocation Survey 2019“ von Mercer.

2 Auf Basis des ökonomischen Szenario-Generators CMM von risklab/Allianz Global Investors, Stand Juni 2019.

3 Auf Basis von 10.000 zukunftsgerichteten Simulationsläufen mit CMM, Stand Juni 2019.

4 RC: Risiko-Kontribution (zum CVaR 95% 1 Jahr).

5 RW: Relatives Risikogewicht.

Die geringe erwartete Rendite dieses institutionellen Investors wird voraussichtlich durch Inflation und Kosten mehr als aufgezehrt, womit die Ertragsziele nachhaltig verfehlt werden. Die Analyse von VaR und CVaR bei einem Konfidenzniveau von 95% liefert zudem detaillierte Informationen über die potenziellen Verlustrisiken eines solchen Portfolios:

- Der einjährige VaR bei 95% Konfidenz beträgt -9,0%. In anderen Worten, eine Kasse mit Anlagevermögen von 1 Mrd. EUR muss bei dieser SAA erwarten, einmal in 20 Jahren mindestens 90 Mio. EUR an Marktwert zu verlieren.
- Der erwartete durchschnittliche Verlust in diesen 5% schlechtesten Fällen ist 11,9% (einjähriger CVaR bei 95% Konfidenz). Dies entspricht einem Verlust von 119 Mio. EUR für einen Fonds mit 1 Mrd. EUR Anlagevolumen
- 23,4% der Risikobeiträge zum CVaR (ohne Diversifikation) stammen aus EMU Staatsanleihen, während die alternativen Anlagen kaum zum Risiko beitragen.

Was können die Entscheidungsträger dieser fiktiven Kasse unternehmen, um die unbefriedigende erwartete Rendite nachhaltig zu steigern, ohne die bereits erheblichen Verlustrisiken signifikant zu erhöhen?

### Diversifikation ist wichtig ... aber nicht ausreichend

Ein naheliegender Ansatz, den viele Versorgungseinrichtungen in den letzten Jahren gewählt haben, ist die teilweise Substitution von defensiven Renten durch alternative Anlagen, womit gleichzeitig vermehrt Diversifikationsvorteile genutzt werden. Zusätzlich sollte in der Situation unserer fiktiven Kasse auch eine Steigerung der Aktienquote ins Auge gefasst werden, um von der aktuell hohen Aktien-Risikoprämie zu profitieren.

Die folgende Abbildung zeigt den Rendite-Risiko-Steckbrief einer entsprechend angepassten strategischen Asset Allocation B mit verbesserter Diversifikation und höherer Rendite:

**Abbildung 3: Rendite-Risiko-Steckbrief Portfolio B<sup>6</sup>**

| Strategische Allokation                         |            | Rendite-Risiko-Profil                     |               | Risiko-Dekomposition                            |                 |                 |
|---|------------|---|---------------|---|-----------------|-----------------|
| Anlageklasse                                    | %          | Rendite (p.a.)                            | 3.1%          | Kategorie/Anlageklasse                          | RC <sup>7</sup> | RW <sup>8</sup> |
| <b>Renten</b>                                   | <b>45%</b> | Volatilität (p.a.)                        | 8.4%          | EMU Staatsanleihen                              | -2.7%           | 12.6%           |
| EMU Staatsanleihen                              | 19.0%      | Sharpe Ratio                              | 0.37          | EMU Unternehmensanleihen IG                     | -0.8%           | 3.8%            |
| EMU Unternehmensanleihen IG                     | 9.0%       |   |               | Globale Staatsanleihen (hedged EUR)             | -0.6%           | 2.9%            |
| Globale Staatsanleihen (hedged EUR)             | 7.0%       | <b>Value at Risk (1 Jahr)</b>             |               | Globale Unternehmensanleihen IG (hedged EUR)    | -0.5%           | 2.2%            |
| Globale Unternehmensanleihen IG (hedged EUR)    | 4.0%       | VaR 90%                                   | -7.9%         | Globale High Yield Anleihen (hedged EUR)        | -0.7%           | 3.2%            |
| Globale High Yield Anleihen (hedged EUR)        | 3.0%       | <b>VaR 95%</b>                            | <b>-11.4%</b> | Emerging Markets Staatsanleihen (Hard Currency) | -0.5%           | 2.4%            |
| Emerging Markets Staatsanleihen (Hard Currency) | 3.0%       | VaR 99%                                   | -17.9%        | Aktien Developed Markets                        | -9.1%           | 42.0%           |
| <b>Aktien</b>                                   | <b>35%</b> |   |               | Aktien Emerging Markets                         | -1.9%           | 8.6%            |
|   |            | <b>Conditional Value at Risk (1 Jahr)</b> |               |   |                 |                 |
| Aktien Developed Markets                        | 30%        | CVaR 90%                                  | -12.5%        | Real Estate                                     | -0.9%           | 4.3%            |
| Aktien Emerging Markets                         | 5%         | <b>CVaR 95%</b>                           | <b>-15.4%</b> | Infrastructure Equity                           | -1.1%           | 5.1%            |
| <b>Alternatives</b>                             | <b>20%</b> | CVaR 99%                                  | -21.3%        | Private Debt                                    | -0.9%           | 4.1%            |
| Real Estate                                     | 3.5%       |   |               | Private Equity                                  | -1.9%           | 8.7%            |
| Infrastructure Equity                           | 5.5%       |   |               | Diversifikation                                 | 6.2%            |                 |
| Private Debt                                    | 6.0%       |   |               | <b>Total Portfolio</b>                          | <b>-15.4%</b>   |                 |
| Private Equity                                  | 5.0%       |   |               |   |                 |                 |

<sup>6</sup> Auf Basis von 10.000 zukunftsgerichteten Simulationsläufen mit CMM, Stand Juni 2019.

<sup>7</sup> RC: Risiko-Kontribution (zum CVaR 95% 1 Jahr).

<sup>8</sup> RW: Relatives Risikogewicht.

- die Aktienquote ist gegenüber Allokation A von 25% auf 35% erhöht
- die Rentenquote ist vermindert auf 45%
- im Gegenzug werden die Alternatives (Private Debt, Private Equity, Infrastructure Equity und Real Estate) deutlich auf 20% angehoben.

Allokation B leistet im Erwartungswert die gewünschte deutlich höhere Rendite von 3,1% p.a., allerdings ist auch die Volatilität erhöht auf 8,4%. Der Beitrag der Renten zum CVaR 95% ist wie angestrebt zurückgeführt – vor allem zugunsten von alternativen Anlagen. Die verbesserte Diversifikation durch den Aufbau von Alternatives steigert das Rendite/Risiko-Verhältnis, reflektiert durch die höhere Sharpe Ratio von nun 0,37. Jedoch reichen diese Vorteile nicht aus, um den Anstieg der ökonomisch relevanten Verlustrisiken in einer Marktkrise zu verhindern: der CVAR 95% erhöht sich deutlich von 11,9% auf 15,4%.

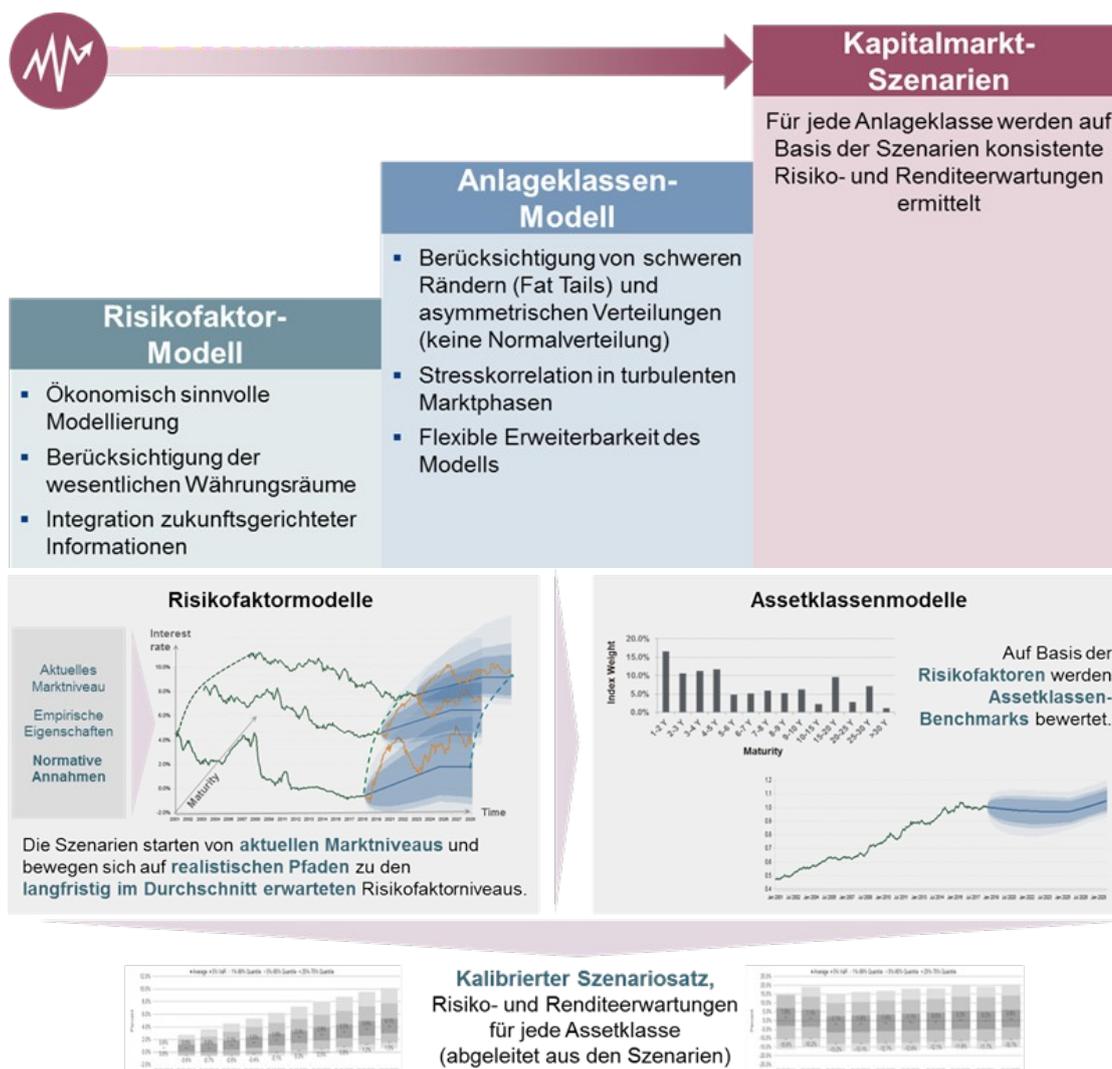
### **Dynamisches Risikomanagement: eine strategisch effiziente Lösung**

Die zwei massiven Finanzmarkt-Einbrüche der letzten 20 Jahre – der Dot-Com Kollaps ab dem Jahr 2000 und die große Finanzmarkt-Krise in 2007/2008 – mahnen Investoren, Risikomanagement als Top-Priorität zu behandeln. Diversifikation bleibt eine wichtige Komponente in jedem professionellen Investmentprozess - aber, wie oben illustriert, reicht Diversifikation allein für das Risikomanagement nicht aus. Deshalb versuchen viele Investoren, Downside-Risiken aktiver zu managen.

Zentrale Voraussetzung für ein effektives Risikomanagement ist eine fundierte Quantifizierung sämtlicher Marktrisiken im Portfoliokontext. Neben klassischen Risikofaktoren wie u.a. Zinsen, Spreads, Inflation, Aktien und Währungen ist auch eine adäquate Risikoabschätzung von alternativen Anlagen von elementarer Bedeutung.

Allianz Global Investors zieht für die Risikoquantifizierung bewusst nicht nur historische Backtests heran, sondern zukunftsgerichtete Simulationen. Das entsprechende Szenario-Set enthält typischerweise 10.000 Pfade und wird auf Basis eines proprietären Modells erstellt, dem risklab Capital Markets Modell (vgl. Abbildung 4). Die Grundlage für das risklab Capital Markets Modell ist ein Kaskadenmodell, das explizit den Einfluss fundamentaler makroökonomischer Variablen berücksichtigt, um die Entwicklung von bspw. Zinssätzen oder Aktienrenditen zu beschreiben. Dieser Ansatz erlaubt eine integrierte Modellierung von Finanzmärkten und liefert ökonomisch sinnvolle und konsistente Szenarien. Das risklab Capital Markets Modell ist seit 2003 im Einsatz, wurde in Zusammenarbeit mit der Technischen Universität München entwickelt und seitdem kontinuierlich weiterentwickelt.

Abbildung 4: Grundlegender Aufbau des risklab Capital Markets Modell



Einige Investoren haben sich auf taktische Asset Allocation (TAA) verlegt, um das Rendite-Risiko-Profil in ihren Portfolios zu verbessern. TAA-Strategien können durchaus einen Beitrag leisten. Allerdings ist deren primäres Ziel, „Alpha“ zu generieren - nicht jedoch, ein definiertes Renditeziel mit minimalem Risiko zu erreichen. Da die Allokationsentscheidungen bei TAA-Strategien durch kurzfristige Renditeprognosen getrieben werden, ist deren Erfolg kaum planbar und insbesondere kein verlässlicher Beitrag zu einem Risikomanagement. Ob eine TAA in einer Marktkrise wie 2008 eine defensive Positionierung einnimmt, ist nicht systemimmanent – eine stark bewertungsgetriebene, antizyklische TAA könnte in einem solchen Marktumfeld in die Übergewichtung vermeintlich „günstiger“ Aktienmärkte umschalten.

Allianz Global Investors ist davon überzeugt, dass dynamisches Risikomanagement – ein Gesamtsteuerungsansatz für institutionelles Vermögen auf Basis von Diversifikation und dynamischer Asset Allocation (DAA) – eine nachhaltig überlegene Lösung dargestellt. Dynamische, systematische Allokationsstrategien ähneln bei oberflächlicher Betrachtung einer TAA, da hier ebenfalls die Gewichtung der Anlageklassen fortwährend angepasst wird. Der entscheidende Unterschied ist jedoch, dass dynamische Risikomanagement-Strategien, anders als TAA, explizit für das Ziel der effizienten Risikosteuerung konzipiert worden sind. Risikomanagement durch Diversifikation und DAA und Alpha-Beiträge durch TAA müssen sich keineswegs gegenseitig ausschließen. Diese Strategien können kombiniert werden, um das Rendite-Risiko-Profil zu verbessern.

Um die beiden wichtigsten Ziele von institutionellen Investoren – Risikoschutz und Partizipation an Renditechancen – zu erreichen, muss eine effiziente dynamische Asset Allocation gleichzeitig zwei Dimensionen adressieren: die Wertentwicklung relativ zur strategischen Asset Allocation des Investors und das jeweilige Risikobudget. Ein solcher Ansatz ist also eng abgestimmt auf die individuellen Ziele

eines Versorgungswerkes und befördert diese auf eine systematische Weise, so dass die Notwendigkeit von taktischen „Wetten“ auf Renditeprognosen von Anlageklassen entfällt.

Für eine solche dynamische Risikomanagement-Strategie wird das Risikobudget definiert auf Basis von Verlustrisiken oder Risiken im Bedeckungsgrad (Funding Ratio-Verlust), nicht jedoch als Tracking Error oder Standardabweichung. Die Allokationstrategie kann dann als regelgebundene Umschichtungslogik zwischen renditeorientierten Anlageklassen (wie Aktien) und defensiven Anlageklassen beschrieben werden, vor allem mit Bezug auf zwei Input-Größen, welche mit Sicherheit gemessen werden können:

- die Wertentwicklung des Portfolios relativ zur „statischen“ strategischen Asset Allocation des Investors
- die Wertentwicklung des Portfolios im Vergleich zur Zielrendite / erwarteten Rendite (entspricht der Veränderung des Risikobudgets).

Für die praktische Umsetzung wichtig ist auch die folgende Eigenschaft: das dynamische Risikomanagement von Allianz Global Investors ist komplementär zur existierenden Anlagestruktur eines Versorgungswerks und unabhängig vom Management in den einzelnen Anlageklassen, da es in der Regel als derivatives Overlay aufgesetzt wird. Hierbei kommen hochliquide, effizient gepreiste Futures, Währungs-Forwards, Swaps und Index-CDS zum Einsatz, so dass ein solches Overlay die kostengünstigste Implementierung zur Anpassung der wirtschaftlichen Gewichtung in den Anlageklassen darstellt.

### **Zwei bewährte Konzepte in intelligenter Kombination: Prozyklik und Antizyklik**

Dynamischer Risikoschutz ist in seiner einfachsten, bekanntesten Version lediglich prozyklisch: die Gewichtung von Risiko-Anlageklassen wird reduziert, wenn die Märkte sich abschwächen und Risiko-Exposure wird in steigenden Märkten aufgebaut. Ein solcher rein prozyklischer Ansatz nutzt nur teilweise die in der empirischen Forschung beschriebene Zyklizität der Wertentwicklung von Anlageklassen. Die meisten Anlageklassenrenditen weisen sowohl trendfortsetzendes Verhalten als auch „Mean-Reversion“-Muster (trendumkehrende Rückkehr zum Mittel) auf. Zyklizität kann am besten mit einer verfeinerten Version des dynamischen Risikomanagements genutzt werden, welche mit einer intelligenten Kombination von pro- und antizyklischen Strategieelementen auf die Renditedynamik der Anlageklassen reagiert.

Prozyklik basiert auf der Erkenntnis „der Trend ist Dein Freund“: ein prozyklischer Ansatz erhöht Risiko-Exposure in starken Märkten und führt diese Portfoliorisiken zurück in schwachen Märkten. Antizyklik knüpft an der „Mean-Reversion“-Eigenschaft von Kapitalmarktrenditen an, welche sich beispielsweise bei extremen Abweichungen von durchschnittlichen Renditen nachweisen lässt. Ein antizyklisches Strategieelement beginnt das Risiko im Portfolio zu reduzieren, obwohl sich die Märkte gut entwickelt haben – und beginnt mit dem Marktwiedereinstieg nach oder während extremer Marktrückgänge.

Mit der Kombination von pro- und antizyklischen Elementen balanciert das dynamische Risikomanagement von Allianz Global Investors die beiden Prinzipien „so viel Gewicht für renditestarke Anlageklassen wie möglich“ und „so viele defensive Anlagen wie nötig“, um die Zielrendite des Versorgungswerks unter Beachtung des Risikobudgets zu erfüllen. Die Vorteile im Rendite-Risiko-Profil für unser fiktives Versorgungswerk aus Abbildung 2 werden aus der Analyse in der folgenden Box deutlich:

### Abbildung 5: Wirkung von dynamischem Risikomanagement auf das Rendite-Risiko-Profil

Um die Vorteile einer dynamischen Allokationsstrategie zu quantifizieren, haben wir das Renditeprofil und das erwartete Verlustpotenzial für das fiktive Modellportfolio aus Abbildung 2, für das alternative Modellportfolio B aus Abbildung 3 sowie für das dynamische Risikomanagement um diesen strategischen Anker dargestellt.

|                         | Modellportfolio A<br>aus Abbildung 2 | Modellportfolio B<br>aus Abbildung 3 | Modellportfolio B aus<br>Abbildung 3<br>mit dynamischem<br>Risikomanagement |
|-------------------------|--------------------------------------|--------------------------------------|---|
| Renditeerwartung (p.a.) | 1,3%                                 | 3,1%                                 | 3,1%  |
| VaR 95% (1 Jahr)        | -9,0%                                | -11,4%                               | -6,9%   |
| CVaR 95% (1 Jahr)       | -11,9%                               | -15,4%                               | -8,4%   |

Man erkennt, dass für die renditeträchtigere Allokation B bei gleicher Renditeerwartung die Verlustrisiken auf Basis des dynamischen Risikomanagements deutlich verbessert werden können. Sogar das implizite Risikobudget, welches mit der renditearmen Allokation A verbunden ist, kann nun mit der renditereichen Allokation B eingehalten werden, der CVaR 95% reduziert sich auf nur noch -8,4%. Die Vorteile der dynamischen Strategie übertreffen damit bei Weitem den Effekt, der sich mit einer verbesserten Diversifikation durch das Modellportfolio B allein erzielen lässt.

Entscheidend ist selbstverständlich eine umfassende, fundierte Risikoquantifizierung sowie ein Set aus effizienten Algorithmen bzw. Regeln, auf denen die Allokationsveränderungen beruhen und damit vorgeben, wann Gewinne realisiert werden und wann ein teilweiser Marktwiedereintritt angestoßen wird. Wenn diese Regeln intelligent kombiniert und von einem erfahrenem Team aus Overlay-Managern zuverlässig implementiert werden, kann dynamisches Risiko-Overlay einen nachhaltigen Mehrwert für die Kapitalanlage institutioneller Investoren bewirken.

### Fazit

Im Niedrig-Zins-Umfeld fällt es vielen Versorgungswerken im Euro-Raum schwer, die Kapitalanlage strategisch so aufzustellen, dass für die nächsten Jahre angemessene Erträge zu erwarten sind. Der klassische Ansatz, auf verstärkte Diversifikation im Rahmen der strategischen Asset Allocation zu setzen, kann Verbesserungen im Rendite-Risiko-Profil bewirken, jedoch sind diese im Ausmaß eher marginal.

Dynamisches Risikomanagement, kostengünstig und unabhängig vom Management in den einzelnen Anlageklassen umgesetzt in einem professionellen Overlay, kann im Vergleich hierzu einen deutlichen Mehrwert generieren. Dieses strategische Potenzial von dynamischem Risiko-Overlay kann dazu genutzt werden, um für Kassen, welche bereits renditestark, aber risikoreich aufgestellt sind, die Stabilität in Krisenszenarien bei gleicher Renditeerwartung deutlich zu erhöhen. Im aktuell sehr weit fortgeschrittenen Stadium der wirtschaftlichen Erholung 10 Jahre nach der großen Finanzmarktkrise von 2008 ist dieser zentrale Nutzen eines dynamischen Risiko-Overlays voraussichtlich zeitgemäßer denn je.

Alternativ kann für Kassen, die im Niedrig-Zins-Umfeld eine zunehmende Lücke gegenüber den Ertragszielen für die nächsten Jahre erwarten müssen, ein dynamisches Risiko-Overlay einen strategischen Mehrwert bewirken. Für solche Versorgungswerke kann bei gleichem Risikobudget die Renditeerwartung signifikant erhöht werden. Dies wird ermöglicht durch den Übergang zu einem strategischen „Anker“, der ein höheres Gewicht an renditestarken Anlagen mit attraktiven Risikoprämien aufweist. In diesem Sinne ist dynamisches Risikomanagement gleichbedeutend mit strategischem Ertragsmanagement.



## Berenberg, Joh. Berenberg, Gossler & Co. KG

### Fragen, die Sie einem Währungsmanager stellen sollten...

Durch ausbleibende Renditen im Euroraum haben institutionelle Anleger den Fremdwährungsanteil über die letzten Jahre deutlich erhöht. Steigende Sicherungskosten, die deutliche Abwertung des USD in 2017 und erhöhte Unsicherheit seither bringen das Währungsmanagement wieder auf die Agenda.

Für Investoren stellt sich die Frage, woran sie den passenden Währungsmanager erkennen können. Harte Faktoren wie die Performance und Management Fee suggerieren oftmals eine schnelle Vergleichbarkeit der Manager, greifen jedoch in der Regel nicht weit genug. So sind neben harten auch weiche Faktoren wie Transparenz, Verlässlichkeit, Flexibilität und Stabilität von besonderer Bedeutung. Hier unterscheiden sich die einzelnen Währungsmanager häufig voneinander. Daher sollten Investoren dem Währungsmanager folgende Fragen stellen, um auch relevante weiche Faktoren im Entscheidungsprozess besser berücksichtigen zu können.

### Wie sieht der Best Execution Prozess des Währungsmanagers aus?

Ein Best Execution Prozess kann sowohl einfach als auch ausgereift sein. In einem einfachen Setup wird für jedes Geschäft eine bestimmte Anzahl an verschiedenen Preisstellern angefragt und auf den besten Preis gehandelt (direkter Wettbewerb). Hierbei wird jedoch häufig nur ein Liquiditätspool in einem immer stärker fragmentierten Marktumfeld genutzt. Dieser Prozess greift oftmals zu kurz, da indirekte Handelskosten (Market Impact Cost, Signalling Costs, Opportunitätskosten etc.) nicht berücksichtigt, gemessen und ausgewiesen werden. Diese haben jedoch unmittelbaren Einfluss auf die Handelskosten und damit die Performance. Bei einem ausgereifteren Best Execution Prozess wird vor jedem Trade anhand einer Pre-Trade Analyse das Marktumfeld bewertet. Abhängig von dem durchzuführenden Trade werden die erwarteten indirekten Kosten für unterschiedliche Handelsstrategien quantifiziert. Nach durchgeführter Analyse wird der Trade unter Berücksichtigung diverser Liquiditätspools und Handelsstrategien ausgeführt, um neben den direkten auch die indirekten Kosten zu minimieren. Im Rahmen einer Post-Trade Analyse können die Ergebnisse hinsichtlich Kurs, Kosten, Geschwindigkeit, etc. laufend evaluiert und der Prozess optimiert werden. Ein ausgereifter Best Execution Prozess kombiniert robuste, wiederholbare Resultate mit der notwendigen Flexibilität und Anpassungsfähigkeit.

Während ein vereinfachter Best Execution Prozess nebenbei aus dem Portfoliomanagement erfolgen kann, ist für eine ausgereifte Umsetzung ein spezialisiertes Team erforderlich. Währungsmanager, die über einen spezialisierten Execution Desk verfügen, signalisieren das Bewusstsein für die Bedeutung der Execution. Hierbei ist darauf zu achten, dass der Execution Desk bankenunabhängig und ausschließlich im Kundenauftrag agiert. Ein gut implementierter Best Execution Prozess sollte dem Anleger nachweisbar Kosten einsparen.

### Wie transparent ist der Währungsmanager?

In den vergangenen Jahren wurden die regulatorischen Anforderungen bereits deutlich verschärft, um die Transparenz von Asset Managern und Banken zu erhöhen. Doch insbesondere bei Devisentransaktionen sind versteckte Kosten für Anleger immer noch kaum ersichtlich. So wirken einige Währungsmanager bei der Betrachtung der harten Faktoren, wie Management Fee und transaktionsbezogene Fee, auf den ersten Blick häufig günstiger als andere. Anhand detaillierter Transaktionskostenanalysen können auch versteckte Kosten ausgewiesen und die Kostenstruktur des Managers besser bewertet werden. Eine detaillierte Kostenanalyse ist sowohl sehr schwierig wie auch aufwendig und ohne externe Hilfe für den Anleger meist nicht durchzuführen. Daher sollten Anleger den Währungsmanager auf unabhängige, externe Transaktionskostenanalysen (TCA) ansprechen. Kooperiert dieser

mit externen TCA Anbietern oder bietet der Manager seinen Kunden sogar bereits pro-aktiv und regelmäßig unabhängige TCAs an, um Kostentransparenz zu gewährleisten? Darüberhinaus sollte auch nach Referenzen der externen TCA Anbieter gefragt werden, da sich an dieser Stelle große Unterschiede in der Qualität zeigen.

### **Wie flexibel ist der Währungsmanager?**

Im Bezug auf die Implementierung einer Währungsstrategie ergeben sich für den Investor zahlreiche Ausgestaltungsmöglichkeiten mit unterschiedlichsten Vor- und Nachteilen. Verwendet der Währungsmanager bspw. einen zentralen oder einen dezentralen Ansatz? Werden außerbörslich gehandelte Devisentermingeschäfte oder börsengehandelte Futures eingesetzt? Grundsätzlich lässt sich keine pauschale Aussage über den optimalen Setup treffen. Themen wie bspw. Kontrahentenrisiko, Collateral Management, Reporting, Transparenz und Kosten müssen individuell geprüft werden. Der Anleger sollte darauf achten, dass der Währungsmanager sowohl auf ganzheitliche interne als auch externe Lösungsvarianten zurückgreifen kann, um flexibel und situativ für den Kunden den besten Setup umsetzen zu können.

### **Wie abhängig ist der Währungsmanager von Dritten?**

Bei der Wahl des Währungsmanagers stellt sich die Frage, ob dieser eigenständig – ohne die Abhängigkeit von Dritten – agieren kann. Dieses betrifft unterschiedliche Bereiche in der Aufsetzung. So kann der Anschluss an eine eigene Bank dem Währungsmanager eine gewisse Autarkie in den Prozessen bringen. Wohingegen Währungsmanager, die über keinen Anschluss an eine eigene Bank verfügen, immer von den Geschäftsentscheidungen und Prozessvorgaben Dritter abhängig sind. Der Anleger sollte jedoch darauf achten, dass im Falle einer angeschlossenen Bank, der Asset Manager die nötige Flexibilität aufweist und nicht möglichen Restriktionen der Bank unterliegt. Ist dieses der Fall, sollte der Währungsmanager in der Lage sein, auf bankenunabhängige Prozesse umzustellen. Ein solcher Setup weist die höchst mögliche Flexibilität auf, wodurch die Effektivität gesteigert und Kosten für den Anleger minimiert werden können.

In Bezug auf den Investmentansatz sollte überprüft werden, ob der Währungsmanager über ein eigenes spezialisiertes Team zur unterstützenden Entwicklung der Investmentprozesse verfügt oder auf externes Know-How zurückgreifen muss. Ist der Manager in der Lage, die komplette Wertschöpfungskette (Entwicklung, Management, Execution) selbst abzubilden und auf Veränderungen schnell zu reagieren und gleichsam operative Risiken für den Kunden zu minimieren? Speziell, ist der Manager in der Lage, schnell und angemessen auf Paradigmenwechsel zu reagieren? Tendenziell bieten Währungsmanager mit intern entwickelten Investmentansätzen und Flexibilität im operativen Aufsatz ein höheres Maß an Reagibilität und Transparenz.

### **Wie stabil ist der Investmentprozess?**

Bei der Implementierung einer Währungssicherungsstrategie ist die Frage nach der Verlässlichkeit und Stabilität des Investmentprozesses von besonderer Relevanz. Dieser sollte dem Anleger Gewissheit über eine klare Performance Charakteristik geben. Hierbei sollte der Währungsmanager in der Lage sein, den vollständigen Investmentprozess transparent offen zu legen. Nur ein transparenter Investmentprozess kann Anlegern Sicherheit geben, dass die historisch gezeigte Performance auch in Zukunft von Relevanz ist und die Risiken eines überoptimierten Ansatzes minimiert wurden (Robustheit und Stabilität). Anleger sollten hinterfragen, wie abhängig der Investmentprozess von einzelnen Schlüsselpersonen ist. Hier heben sich in erster Linie quantitative und regelbasierte Investmentansätze hervor, da diese unabhängig von Emotionen und Entscheidern agieren. Zudem sollte hinterfragt werden, in wie fern der Investmentprozess einer unabhängigen internen und externen Risikokontrolle unterzogen wird. Kann der Währungsmanager Ihnen beispielsweise einen externen Report über die Verlässlichkeit und Effektivität interner Kontrollen vorweisen?

## **Erfolgt eine fundierte Risikoanalyse?**

Eine Kernfrage vieler Investoren bei der Erstellung von Anlagerichtlinien ist die Frage nach der optimalen Sicherungsquote oder Benchmark der Sicherungsstrategie. Die Erfahrung zeigt, dass Anleger hier oftmals nur pauschale Antworten erhalten. Hierzu zählen beispielsweise: „Aktien tendenziell unge-sichert“ und „Renten tendenziell gesichert“ oder aber die Empfehlung einer 50% Sicherung als Sicherungsquote mit der neutralsten Positionierung. Obwohl diese pauschalen Aussagen richtungsweisend sein können, werden keine individuellen / Portfolio spezifischen Charakteristika berücksichtigt. So kann beispielsweise eine geringe Sicherungsquote / Benchmark bei einem Emerging Markets Renten Portfolio durchaus risikodiversifizierend wirken. Währungsmanager sollten in der Lage sein, eine detaillierte und fundierte Analyse über die Auswirkung der Sicherungsstrategie auf das Portfolio durchzuführen und eine objektive Empfehlung der optimalen Sicherungsquote / Benchmark auszusprechen. Die Risikoanalyse stellt einen zentralen Faktor für den Erfolg der implementierten Währungsstrategie dar und sollte dementsprechend einen hohen Stellenwert erhalten.

Darüberhinaus sollte der Anleger hinterfragen, wie beim Währungsmanager nach der Implementierung die tägliche Risikoberechnung erfolgt. Verwendet der Währungsmanager einen einfachen, automatisierten Risikoanalyseprozess, bei dem lediglich die Fremdwährungsbestände, wie von der KVG oder der Depotbank reportet, addiert werden oder erfolgt eine detaillierte Analyse? Hierbei wird der Fokus auf das wahre ökonomische Fremdwährungsrisiko gelegt in dem beispielsweise ein „Look Thru Prinzip“ oder ein „Remapping“ von Währungsrisiken erfolgt. Der Währungsmanager analysiert die in einem Wertpapier tatsächlich gehaltenen Währungsrisiken. Ein typisches Beispiel ist ein ETF auf den MSCI World, der in USD notiert, sich tatsächlich aber aktuell aus 14 Währungen zusammensetzt. Der Währungsmanager sollte in der Lage sein, das Anlegerrisiko detailliert zu betrachten.

## **Verwendet Ihr Manager eine faire Benchmark?**

Unabhängig von der gewählten Sicherungsstrategie sollte der Anleger darauf achten, dass der Manager eine faire und transparente Benchmark verwendet. Anleger sollten Ihren Manager fragen, ob dieser selbst errechnete bzw. gehandelte Preise als Benchmark verwendet oder diese transparent mittels öffentlicher Preise, wie beispielsweise dem WMR oder dem Bloomberg Fixing, berechnet werden. Nur hierdurch kann eine transparentere und objektive Beurteilung der Managerleistung erfolgen. Besonders bei einem passiven Währungsmanagement ist dieses von Bedeutung.

## **Zusammenfassung**

Die Erfahrung zeigt, dass die beschriebenen Kernfragen Anleger dabei unterstützen, ein detailliertes Bild bei der Auswahl oder Überprüfung von Währungsmanagern zu erhalten. Wichtige Themen wie Transparenz, Best Execution, Flexibilität, Stabilität und Risikoanalyse werden oftmals nur oberflächlich hinterfragt und beantwortet, da der Fokus in der Regel auf den offensichtlicheren harten Faktoren liegt. Sie stellen jedoch einen zentralen Bestandteil für die erfolgreiche Implementierung einer Währungsstrategie dar.

Ein guter Währungsmanager sollte in der Lage sein, die oben genannten Fragestellungen umfänglich und abschließend zu beantworten.

#### Wichtige Hinweise

Bei dieser Information handelt es sich um eine Marketingmitteilung. Bei diesem Dokument und bei Referenzen zu Emittenten, Finanzinstrumenten oder Finanzprodukten handelt es sich nicht um eine Anlagestrategieempfehlung im Sinne des Artikels 3 Absatz 1 Nummer 34 der Verordnung (EU) Nr. 596/2014 oder um eine Anlageempfehlung im Sinne des Artikels 3 Absatz 1 Nummer 35 der Verordnung (EU) Nr. 596/2014 jeweils in Verbindung mit § 85 Absatz 1 WpHG.

Als Marketingmitteilung genügt diese Information nicht allen gesetzlichen Anforderungen zur Gewährleistung der Unvoreingenommenheit von Anlageempfehlungen und Anlagestrategieempfehlungen und unterliegt keinem Verbot des Handels vor der Veröffentlichung von Anlageempfehlungen und Anlagestrategieempfehlungen.

Diese Information soll Ihnen Gelegenheit geben, sich selbst ein Bild über eine Anlagemöglichkeit zu machen. Es ersetzt jedoch keine rechtliche, steuerliche oder individuelle finanzielle Beratung.

Ihre Anlageziele sowie Ihre persönlichen und wirtschaftlichen Verhältnisse wurden ebenfalls nicht berücksichtigt. Wir weisen daher ausdrücklich darauf hin, dass diese Information keine individuelle Anlageberatung darstellt. Eventuell beschriebenen Produkte oder Wertpapiere sind möglicherweise nicht in allen Ländern oder nur bestimmten Anlegerkategorien zum Erwerb verfügbar. Diese Information darf nur im Rahmen des anwendbaren Rechts und insbesondere nicht an Staatsangehörige der USA oder dort wohnhafte Personen verteilt werden.

Diese Information wurde weder durch eine unabhängige Wirtschaftsprüfungsgesellschaft noch durch andere unabhängige Experten geprüft. Die in diesem Dokument enthaltenen Aussagen basieren entweder auf eigenen Quellen des Unternehmens oder auf öffentlich zugänglichen Quellen Dritter und spiegeln den Informationsstand zum Zeitpunkt der Erstellung der unten angegebenen Präsentation wider.

Nachträglich eintretende Änderungen können in diesem Dokument nicht berücksichtigt werden. Angaben können sich durch Zeitablauf und/oder infolge gesetzlicher, politischer, wirtschaftlicher oder anderer Änderungen als nicht mehr zutreffend erweisen. Wir übernehmen keine Verpflichtung, auf solche Änderungen hinzuweisen und/oder eine aktualisierte Information zu erstellen.

Wir weisen darauf hin, dass frühere Wertentwicklungen, Simulationen oder Prognosen kein verlässlicher Indikator für die künftige Wertentwicklung sind und dass Depotkosten entstehen können, die die Wertentwicklung mindern. Zur Erklärung verwandter Fachbegriffe steht Ihnen auf [www.berenberg.de/glossar](http://www.berenberg.de/glossar) ein Online-Glossar zur Verfügung.

Stand: Oktober 2019



H&A  
GLOBAL INVESTMENT  
MANAGEMENT

## H&A Global Investment Management GmbH

### Risikomanagement wird wichtiger – „Triple Safe“ Risiko-Overlay

Das Thema „Managen von Risiken“ gewinnt mit zunehmend fortgeschrittenem Zyklus der globalen Wirtschaft – wir befinden uns im elften Jahr des Aufschwungs – immer mehr an Bedeutung.

Ein gemischtes Bild an Quartalsberichten für das 2. Quartal 2019 (Gewinn wie Umsatz) deuteten auf einen Peak in den Unternehmensgewinnen hin. Negative Gewinnrevisionen aus den Sektoren Chemie und Automobilindustrie unterstreichen dies aktuell. Makroseitig zeichnen sich keine nennenswerten Verbesserungen der konjunkturellen Lage ab. Zwar waren die Konjunkturdaten aus den USA zuletzt etwas besser als erwartet, die Grundtendenz einer sich abschwächenden Weltkonjunktur bleibt jedoch bestehen. Kapitalmarkturbulenzen sind daher für das zweite Halbjahr 2019 jederzeit möglich, begründet durch den schwelenden Handelsstreit zwischen den USA und China, die anhaltende Brexit-Debatte, Iran-Konflikt, Stabilität der Eurozone (Italien und Frankreich).

Dies ließ sich zuletzt spürbar am Ende des Jahres 2018 ablesen, bei dem der VDAX-NEW im Dezember mit einem Niveau über 25 für neue Sorgenfalten auf den Gesichtern der Investoren sorgte. Eine Jahresendrally blieb für viele Investoren mit einem Minus von knapp 18 % im Deutschen Leitindex somit aus. Der Risikoparameter Maximum Drawdown lag schlusskursbasiert sogar bei über 23 %, bezogen auf das Jahreshoch/-tief im Jahr 2018.

Dies bedeutet für viele institutionelle Anleger ein erhöhtes Augenmerk hinsichtlich Ihrer gewünschten Risikobudgets, Verlusttoleranz und der Stabilität des Planvermögens, was bilanzinduziert nach IFRS/HGB Mark to market bewertet wird. Damit gewinnen intelligente Risikomanagement-Systeme zunehmend an Bedeutung. Viele der am Markt befindlichen Modelle liefern zwar ein Signal, wenn Verlusttoleranzen erreicht oder überschritten werden, jedoch nicht, wann der Marktteilnehmer wieder investieren sollte. Diese Lücke in vielen Modellen versucht das Risikooverlay „H&A Triple Safe“ zu schließen.

Die H&A Global Investment Management GmbH (HAGIM) hat daher mit seinem vierköpfigen Risikomanagement-Team in München ein Drei-Säulen-Overlay-Konzept namens „Triple-Safe“ entwickelt, welches – individuell mit dem Anleger abgestimmte – Investitionsschwellen ansteuert und die drei wichtigsten Risikoparameter berücksichtigt. Das Overlay ist sowohl auf Direktinvestitionen, Investmentfonds, Alternative Investments und komplette Masterstrukturen anwendbar.

Beim Risiko-Overlay „Triple Safe“ werden parallel drei Säulen (Risikoparameter) berücksichtigt:

- 1. Säule: Value at Risk mit 95%igen Konfidenzniveau auf Sicht von 6 Monaten**
- 2. Säule: Rollierender ex-ante Drawdown**
- 3. Säule: Risikobudget des Investors pro Kalenderjahr**

## H&A Risikomanagement Unser optionales Overlay „Triple Safe“

Liefert Ein + Ausstiegssignal!



Warum drei Säulen? Die Säulen erfüllen unterschiedliche Aufgaben, die erst durch ihr Zusammenspiel die risikoreduzierende Wirkung entfalten. So werden über die Konstruktion der VaR-Säule und Drawdown-Säule nicht nur Signale zur Deinvestition, sondern auch zur Reinvestition gegeben. Dies ist ein entscheidender Unterschied zu vielen angebotenen Modellen am Markt. Aus der Praxis wissen wir jedoch, das z.B. ein rollierender Drawdown systemisch am häufigsten anspricht, gegenüber dem Value at Risk oder dem maximalen Risikobudget.

Die Investitionsquote je Risikoparameter wird in der Regel in vier Stufen festgelegt und täglich unabhängig voneinander berechnet. Sie liefert somit eine maximale Investitionsquote zwischen 0 % und 100 %. Um alle Risikovorgaben zu erfüllen, ist dann die kleinste der drei Quoten im Triple-Safe-Konzept umzusetzen.

**Parameter für Triple-Safe**

|                    | Limit | Inv.-Quota |
|--------------------|-------|------------|
| VaR                | 19,0% | dynamic    |
| Drawdown Level 1   | -3,0% | 85,0%      |
| Drawdown Level 2   | -5,0% | 75,0%      |
| Drawdown Level 3   | -6,0% | 60,0%      |
| Drawdown Level 4   | -7,0% | 55,0%      |
| Riskbudget Level 1 | -3,0% | 85,0%      |
| Riskbudget Level 2 | -4,0% | 65,0%      |
| Riskbudget Level 3 | -6,0% | 24,6%      |
| Riskbudget Level 4 | -7,0% | 0,0%       |

Der Clou: Ein hoher Verlust/Drawdown z. B. zum Jahresanfang/ersten Halbjahr stellt Anleger – wie auch den Asset Manager – möglicherweise ungewollt zu früh an die Außenlinie des Spielfelds. Damit würde der Anleger von einer Partizipation an der möglichen positiven Kapitalmarktentwicklung am Ende des Kalenderjahres nicht mehr profitieren, wie man am Beispiel des Jahres 2016 erkennen kann.



Dem wirken dem bei der HAGIM aktiv mit einer Aufteilung des verfügbaren Risikobudgets nach Kundenwünschen, wie z.B. 6% Budget für das erste Halbjahr und 4 % im zweiten Halbjahr, individuell entgegen. Das Risikomanagement berechnet täglich die Verlustschwellen des Portfolios und meldet diese Werte (aktuell/maximal) an die jeweils zuständigen Portfoliomanager.

Wichtig dabei: Als Asset Manager des Portfolios - oder reiner Signal Provider - besprechen wir proaktiv mit unseren Kunden weitere Schritte. Unsere Vorgehensweise ist daher nicht - sofern nicht vorher mit dem Investor vereinbart - automatisiert, was von vielen unserer Kunden sogar explizit bevorzugt wird. Dies kann zur Folge haben, dass wir trotz Signal vom Risikomanagement, Rücksprache mit dem Investor halten und als Ergebnis nicht eingreifen bzw. nur gezielt bestimmte Teilsegmente (z.B. Spread-induziert bei Unternehmensanleihen) rebalancieren. Der Mehrwert des Risiko-Overlays lässt sich am unten aufgeführten Beispiel des EuroStoxx 50 festmachen.



### Rendite-/Risikokennzahlen<sup>1</sup> im Vergleich

| Jahr | Triple-Safe | EuroStoxx 50 |
|------|-------------|--------------|
| 2000 | -7,26%      | -1,70%       |
| 2001 | 1,02%       | -19,15%      |
| 2002 | -7,84%      | -36,11%      |
| 2003 | 2,62%       | 18,42%       |
| 2004 | 7,05%       | 9,38%        |
| 2005 | 21,93%      | 24,30%       |
| 2006 | 15,26%      | 18,05%       |
| 2007 | -6,87%      | 9,59%        |
| 2008 | -7,42%      | -42,40%      |
| 2009 | 9,73%       | 25,65%       |
| 2010 | 0,13%       | -2,81%       |
| 2011 | -7,13%      | -14,10%      |
| 2012 | 7,53%       | 18,06%       |
| 2013 | 13,54%      | 21,51%       |
| 2014 | -0,11%      | 4,01%        |
| 2015 | 5,40%       | 6,42%        |
| 2016 | 2,52%       | 3,72%        |
| 2017 | 4,73%       | 9,15%        |
| 2018 | -7,23%      | -12,03%      |

#### Unser Mehrwert für Sie:

|                         |                |                |
|-------------------------|----------------|----------------|
| Performance cum.        | 50,24%         | 5,17%          |
| <b>Performance p.a.</b> | <b>2,19%</b>   | <b>0,27%</b>   |
| Volatility              | 8,60%          | 23,46%         |
| <b>Max. Drawdown</b>    | <b>-19,37%</b> | <b>-64,64%</b> |

Die Ergebnisse sprechen für sich, wie man an der oben aufgeführten Vergleichsgrafik (mit Ausgangsbasis 30.12.1999) erkennen kann. Durch den Einsatz des „Triple Safe Overlays“ lassen sich diese zweidimensional interpretieren:

I.) Es verringert sich der max. Drawdown des Eurostoxx 50 von -64,64 % auf -19,37 %, was einer Reduzierung auf lediglich 1/3 entspricht.

Nicht zu vernachlässigen ist dabei die Komponente der Volatilität, welche gerade bei Investoren von Bedeutung ist, die bilanziell mark-to-market bewerten müssen. Ihnen ist an einer stabilen - nicht stark volatilen - Allokation gelegen, die verlässlich Performance und ordentliche Erträge wie Kupons und Dividenden liefert. Dies soll zwar über eine stabile strategische (SAA) und taktische (TAA) Allokation erfolgen, doch greift bei starker Korrelation der Assetklassen alleine der Effekt einer Diversifikation oft nicht ausreichend genug. Genau hier setzt das HAGIM Triple-Safe Overlay an, um Kunden vor unvorhersehbaren „Black Swan“ Extremverlusttrisiken trotz guter SAA zu schützen.

II.) Die Performance, die bei einem Investment in z.B. einen Eurostoxx 50 ETF kumuliert bei lediglich 5,17 % gelegen hätte. Mit einem intelligenten Risikomanagementtool wie Triple Safe wären im selben Zeitraum 50,24 % an Wertentwicklung erzielt worden. Dies gelingt uns durch Ein- und Ausstiegssignale - welche beide - anhand der Konstruktion der VaR-Säule und Drawdown-Säule generiert werden. Dies unterscheidet Triple Safe von vielen anderen Modellen, so das Feedback unserer Kunden. Denn oft wird z.B. von der bestehenden KVG lediglich ein Exit Signal geliefert, und der Kunde muss selbst entscheiden, wann er wieder in den Markt investiert.

Wichtig bleibt auch zu erwähnen, dass es sich dabei nicht um ein rein quantitatives Instrument handelt, welches autonom Verkaufs-/Kaufentscheidungen für den Investor trifft. Es bleibt immer in der Entscheidungshoheit der jeweiligen Portfoliomanagers/ Investors, erhaltene Signale zum VaR, Drawdown und Risikobudget auf Plausibilität zu prüfen. Erfolgt ein Signal durch das Overlay, tritt der HAGIM Portfoliomanager im nächsten Schritt mit dem Investor in Kontakt, um einzelne Teilsegmente/ Emittenten zu besprechen, die derzeit adäquat für eine aktives Handeln sind. Auf diese Weise ist der aktive Austausch mit dem Investor gewährleistet, um rechtzeitig Gegenmaßnahmen zu treffen.



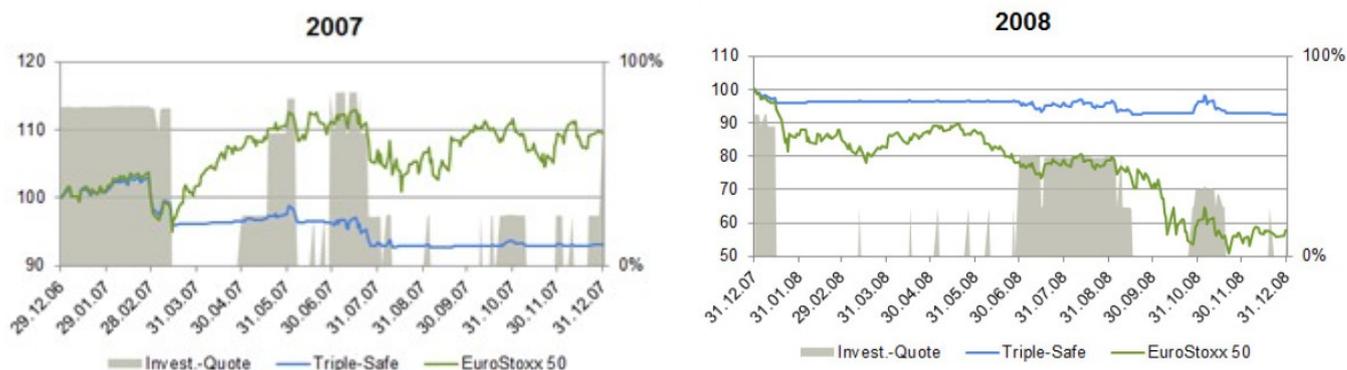
**„Das Triple-Safe Risiko Overlay kann einen echten Mehrwert für den Kunden schaffen“, so Herr Sohr (Head of Risk Management, HAGIM).**

### Wie kann das Triple-Safe Overlay eingesetzt werden?

Die Betrachtung des Overlays ist aus Sicht des Investors - bezogen auf den intendierten Effekt - aus zweierlei Perspektive möglich:

- 1.) Optimierung des Verlusts: Als Absicherung von angestrebten Verlustschwellen bei einer gegebenen Allokation und Risikoparametern (z.B. Risikobudget 10 %), um den maximalen Verlust nicht zu überschreiten.
- 2.) Optimierung des Ertrages: Es wird bewusst die Risikoquote im Portfolio übersteuert (z.B. über Aktien, Aktienanleihen), um - nach Greifen der Wertabsicherung durch das „Triple-Safe Overlay“ - beim gewünschten maximalen Risikobudget anzugelangen.

„There is no free lunch“, dies trifft natürlich auch auf ein Overlay-Modul zu, denn eine rasche oder durch starke Volatilität ausgelöste Aufwärtsbewegung nach einer Baisse-Phase, wird im Zweifel nicht vollumfänglich antizipiert. Dies ist z.B. im Jahr 2007 passiert, als die Märkte Anfang des Jahres auf Talfahrt gingen, infolge des Börsencrashes in China, um darauf folgend im Juli neue All-Time-Highs zu erklimmen. Viele long-only Anleger wurden jedoch auf dem falschen Fuss erwischt, denn die Subprime-Krise 2007/2008 schickte anschließend die Börsenkurse für längere Zeit auf eine Talfahrt.



## Wie wird „Triple-Safe“ in der HAGIM Praxis eingesetzt?

Im Rahmen von z.B. Multi Asset-Mandaten der HAGIM kann auf Kundenwunsch auch ein sog. Triple-Safe-Modell eingesetzt werden. Das Modell arbeitet unabhängig vom Portfoliomanagement, wird täglich berechnet und kann an nahezu alle Portfoliokonstrukte modular angebaut werden. Triple-Safe ist rein quantitativ und arbeitet nicht mit Renditeschätzungen oder Prognosen. Daher ist es bewusst unabhängig von den Markteinschätzungen des verantwortlichen Portfolio Managers.

Grundlage des Anlageprozesses ist die Erstellung einer Vermögensstrukturanalyse, mit der die für den Kunden optimale Vermögensstruktur erarbeitet wird. Hier ermitteln wir, zusammen mit dem Kunden seine Zielrendite und seine Risikobereitschaft und leiten aus diesem Rendite-Risiko-Profil für jeden Einzelnen ein individuell optimiertes und effizientes Portfolio ab. Damit steht die strategische (oder auch neutrale) Asset Allokation fest – sie ist jedoch nicht unveränderlich, sondern hängt von Veränderungen der Kundenziele und von Veränderungen wichtiger Marktparameter wie Ertrags- und Risikoerwartungen ab. In Kombination mit Triple-Safe kann auch eine höhere strategische Aktienquote gewählt werden, denn durch Vorgabe von Risikoparametern werden die Verluste nach unten begrenzt. Im Rahmen der taktischen Asset Allokation werden dann ausgehend vom strategischen Portfolio Abweichungen in der Gewichtung der jeweiligen Assetklassen vorgenommen, mit dem Ziel, aktive Erträge (also eine Outperformance) zu erzielen. Hierzu bedient sich HAGIM quantitativer und qualitativer Modelle. Sie dienen dem Zweck, die globalen Aktien- und Rentenmärkte sowie die europäischen Credit-Märkte hinsichtlich ihrer kurzfristigen Ertragsperspektiven zu analysieren und um Über- und Untergewichtungen gegenüber der neutralen, strategischen Allokation ableiten zu können. Das Quantitative Asset Allocation Modell (QAAM) etwa wird gefüttert von einem Makro-Indikator (der fundamentalen Komponente), von Momentumfaktoren der globalen Aktien- und Rentenmärkte (der Trendkomponente) sowie einem Volatilitätsindikator (der Risikokomponente). Dieses Modell liefert monatliche Signale (siehe Grafik) zur Gewichtung globaler Aktien in einem so genannten „Balanced Portfolio“ (50 % Welt- & Europa-Aktien, 50 % Europa-Renten).

Die regelmäßigen Asset Allocation Sitzungen dienen der Indikatoren-Überprüfung dieser Modellsignale: Diese qualitative Überprüfung orientiert sich ebenfalls an einem Scoring-Modell und findet im Zweiwochenturnus statt, bei Bedarf auch ad hoc. es werden zusätzlich aktuelle Risiko- und Sentimentfaktoren sowie gegebenenfalls exogene Ereignisse (z.B. unerwartete politische oder wirtschaftliche Entwicklungen) analysiert.

Dies kann dazu führen, dass vom quantitativen Asset Allocation-Modellsignal abgewichen werden kann. So zur Zeit (August 2019): die besondere Betonung von Risikofaktoren (Brexit, Handelsstreit, unsichere Konjunkturlage oder der Iran-Konflikt) führen dazu, dass die eigentlich vom QAAM vorgeschlagene Aktiengewichtung nicht umgesetzt wird, sondern eine leichte Untergewichtung von Aktien besteht. Insgesamt werden fünf Bewertungskriterien von den Sitzungsmitgliedern eingeschätzt, die dann ein Gesamtsignal ergeben. „Risiko & Sentiment“ umfasst die Einschätzung der Sitzungsmitglieder über die aktuellen (politischen) Risikofaktoren und dem derzeitigen Anlegerverhalten. Eine Orientierung bietet der eigens zusammengestellte Risk & Sentiment Indikator, der Teilindikatoren von Risiko- und Sentimentkomponenten aggregiert. „Risk“ beinhaltet Kreditausfallrisiken, Zinsspreads, finanzielle Bedingungen sowie währungsbezogene Risiken. „Sentiment“ umfasst die Komponenten Investoren Sentiment, PutCall Verhältnisse, Volatilität oder relative Stärke Indizes. Bewegen sich beide Teilindikatoren in die gleiche Richtung, verändert sich der Gesamtwert.

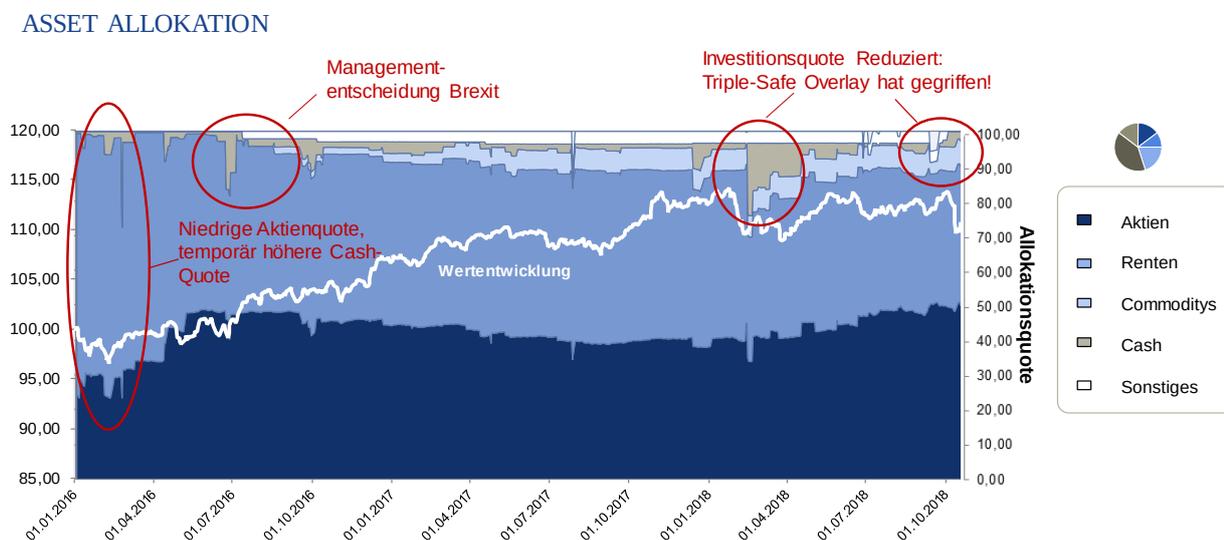
Der letzte Punkt, „Sonstiges“, beinhaltet alle sonstigen Einflussfaktoren, wie z. B. Geo-Politik. Aus den gemittelten fünf Bewertungskriterien wird ein Gesamtscore gebildet, der dann unter Berücksichtigung der quantitativen Ergebnisse in die Aktienquotenentscheidung miteinfließt. Im Anschluss erfolgt die Bekanntmachung des Beschlusses und eine Umsetzung in den Musterportfolien, sonstigen Fonds (Spezial- und Publikumsfonds) und vermögensverwaltenden Produkten.

Beim Einsatz eines Triple-Safe-Ansatzes kann die Asset Allokation vom Modell übersteuert werden. Dabei erfolgt die Risikosteuerung über die maximale Investitionsquote, die den Anteil risikobehafteter Anlagen im Portfolio angibt.

Welcher der drei Parameter zuerst greift und eine Absenkung der Investitionsquote empfiehlt, hängt zum einem von der Parametrisierung und zum anderem von der Marktsituation ab. Bei starken Kursverlusten reagiert das Modell zunächst über den Faktor Drawdown-Limit. Darauf folgen Value at Risk und Risikobudget. Das Modell empfiehlt dann einen maximalen Investitionsgrad, der Verluste bei langandauernden Abwärtsphasen im Portfolio begrenzt. Bei einem volatilen Markt mit kurzen aber starken Abwärtsbewegungen besteht dabei die Gefahr, dass bei der im Anschluss erfolgenden Erholung der Wertpapierkurse die Investitionsquote zu niedrig ist. Die Aufgabe des Portfoliomanagements besteht also darin, die Risikopositionen in volatilen Marktphasen so zu steuern, dass das TS nicht eingreifen muss. Gelingt dies nicht, ist der Verlustpotential für Anleger begrenzt.

Bestes Beispiel für richtige Portfoliomanagement-Entscheidung lieferte die Brexit-Abstimmung aus dem Jahr 2016. Die Risikoassets wurden im Vorfeld reduziert, das Triple-Safe griff aufgrund der geringen potentiellen und realisierten Verluste bei den betroffenen Mandaten nicht ein. Nach den relativ hohen Verlusten auf den Aktienmärkten wurden die Risikoassets wieder erhöht.

### Beispiel anhand eines Live Multi-Asset-Spezialmandats:



Anders verhielt es sich Anfang 2018 als die globalen Aktienmärkte rund 10 % nachgaben. In dieser Phase griff das TS erfolgreich ein. Die Verluste bei Risikoassets konnten auf diese Weise begrenzt werden. Die scharfe Gegenbewegung an den Aktienmärkten trat nicht ein, sodass die Risikoprämie resultierend aus der geringen Investitionsquote in diesem Fall die Performance der Mandate nicht deutlich belastete.

Aus Portfoliomanagement-Sicht ergibt das Triple-Safe also insbesondere in den Marktphasen Sinn, in denen eine deutliche Korrektur erfolgt und die Ursache der Korrektur im Vorfeld vom Portfolio Manager nicht erkannt wurde. Wichtig ist dabei, eine bewusste Parametrisierung von VaR, Drawdown-Limit und Risikobudget vorzunehmen. Werden diese Parameter zu eng gefasst, schlägt das Triple-Safe in regelmäßigen Abständen ein und die Generierung der Performance in volatilen Marktphasen wird deutlich erschwert.

In diesem Sinne wünschen wir Ihnen eine allzeit gute Anlageentscheidung, und gerne einen persönlichen Austausch mit der H&A Global Investment Management GmbH zum Thema Risikomanagement. Unsere Vertriebskollegen stehen ihnen hierfür jederzeit gerne zur Verfügung.

**Disclaimer:**

Diese Werbemitteilung im Sinne des Wertpapierhandelsgesetzes wird ausschließlich zu Informationszwecken zur Verfügung gestellt. In diesem Dokument enthaltene Angaben stellen keine Anlageberatung dar, sondern dienen ausschließlich der Beschreibung von Anlagestrategien oder Anlageprodukten, die ohne unsere Vorankündigungen wieder geändert werden können. Wir haben uns bemüht, alle Angaben sorgfältig zu recherchieren und zu erarbeiten. Dabei wurde zum Teil auf Informationen Dritter zurückgegriffen. Einzelne Angaben können sich, insbesondere durch Zeitablauf oder infolge von gesetzlichen Änderungen, als nicht mehr zutreffend erweisen. Für die Richtigkeit, Vollständigkeit und Aktualität sämtlicher Angaben kann daher keine Gewähr übernommen werden.

Sofern Aussagen über Marktentwicklungen, Renditen, Kursgewinne oder sonstige Vermögenszuwächse sowie Risikokennziffern getätigt werden, stellen diese lediglich Prognosen dar, für deren Eintritt wir keine Haftung übernehmen. Insbesondere sind frühere Wertentwicklungen, Simulationen oder Prognosen kein verlässlicher Indikator für die zukünftige Wertentwicklung. Vermögenswerte können sowohl steigen als auch fallen. Die hier diskutierten Anlagemöglichkeiten können, je nach den speziellen Anlagezielen und Finanzpositionen, für bestimmte Anleger ungeeignet sein und kann eine individuelle anlage- und anlegergerechte Beratung nicht ersetzen. Dieses Informationsdokument richtet sich weder an US-Bürger noch an Personen mit ständigem Wohnsitz in den USA, noch darf es in den USA verbreitet werden.

# Helaba Invest

## HELABA INVEST KAPITALANLAGEGESELLSCHAFT MBH

### Risiko-Overlay – risk management beyond diversification

#### Trend zu offensiveren SAA-Strukturen ungebrochen

Die Strategische Asset Allokation (SAA) institutioneller Investoren ist im Zeitablauf zunehmend offensiver geworden. So ist im Zuge des anhaltenden Niedrigzinsumfelds nicht nur der Anteil an Creditprodukten und Real-Assets am gesamten Anlagevermögen sukzessive gestiegen. Auch der Internationalisierungsgrad der Portfolios ist parallel zu dieser risikoreicheren Ausrichtung gewachsen. In Folge dessen ist davon auszugehen, dass auch die Währungsrisiken weiter zunehmen werden. Als Konsequenz muss damit auch ein höheres Risikobewusstsein einhergehen.

In diesem Zusammenhang kommt einem strategischen Overlay Management eine zentrale Bedeutung zu. Im Folgenden sollen die wesentlichen Aspekte in Bezug auf die Herausforderungen für das Risikomanagement beleuchtet werden.

#### Die Strategische Asset Allokation bildet die Basis

Risikomanagement beginnt bereits bei der Strukturierung der Strategischen Asset Allokation (SAA). Durch eine möglichst breite Streuung über Assetklassen, Risikoprämien und Regionen gilt es schon im ersten Schritt, nicht entlohnte Konzentrationsrisiken (idiosynkratische Risiken) weitestgehend zu eliminieren. Um die Intention der SAA nicht zu konterkarieren, sollte ein Risiko-Overlay grundsätzlich eine hohe Partizipation an der strategischen Anlageposition ermöglichen. Die SAA-Struktur sollte also nur so offensiv ausgestaltet sein, dass sie ohne permanente Eingriffe einer Wertsicherungsstrategie aufrechterhalten werden kann. Der Einfluss der Risikosteuerung bleibt damit auf wenige, aber sehr wirkungsvolle Eingriffe beschränkt.

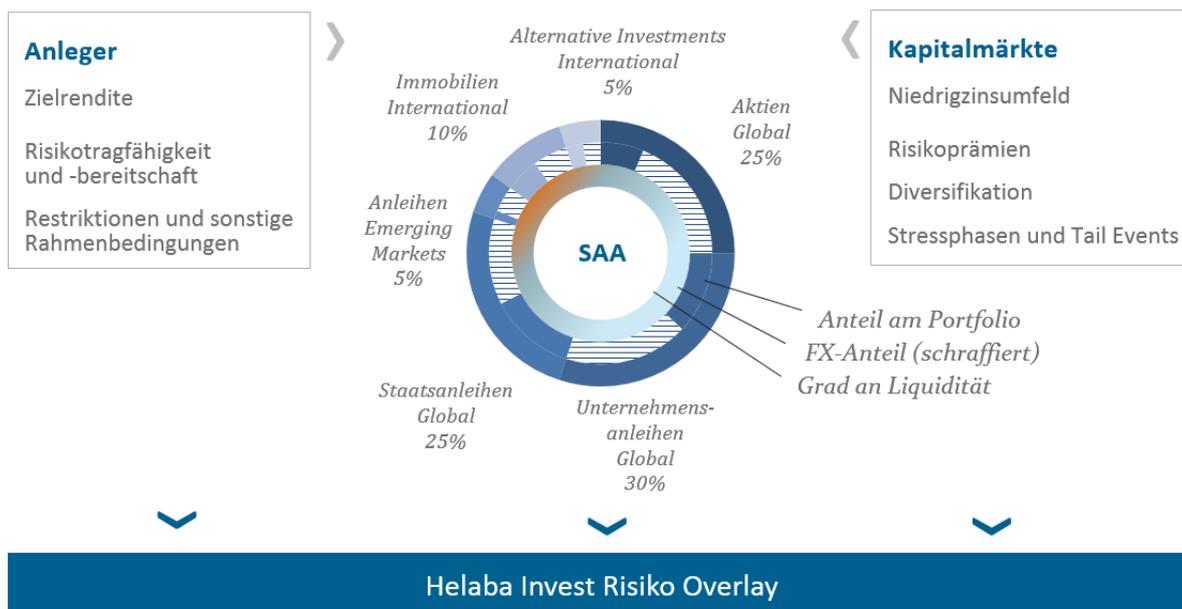


Abb.1: Von der Strategischen Asset Allokation (SAA) zum Risiko Overlay

## Know your Risk - Risiken identifizieren und effektiv steuern

Damit ein Risiko-Overlay die gewünschten Sicherungseffekte im Bedarfsfall auch wirksam entfalten kann, ist es essenziell, die allokierten Risiken vorab genau zu identifizieren. Hier spielt die SAA eine wesentliche Rolle: Bereits bei der Investition in die SAA-Struktur sollte darauf geachtet werden, wie die Risiken eindeutig adressiert und effektiv abgesichert werden können.

Für liquide Anlageklassen steht ein breites Spektrum an Sicherungsinstrumenten zur Verfügung. Börsengehandelte Futures und Optionen ermöglichen eine kostengünstige wie effektive Steuerung von Marktrisiken. Dies gilt insbesondere für die Risikofaktoren Aktien, Staatsanleihen und Währungen.

Dagegen muss für illiquide Vermögenspositionen vorab ein separiertes Risikobudget definiert werden, um Schockszenarien und Liquiditätslöcher auffangen zu können. Das gilt übrigens auch für andere, generell gut sicherbare Anlageklassen, die bei Marktturbulenzen dazu neigen, Illiquiditätsprämien aufzubauen. Im Creditbereich lässt sich die Gefahr der Materialisierung von Liquiditätskrisen aber dadurch eindämmen, dass ein bestimmter Anteil der Creditrisiken nicht physisch, sondern synthetisch abgebildet wird.

Ein Aspekt, der liquide und illiquide Assets gleichermaßen betrifft, ist der Umgang mit Fremdwährungsrisiken. FX-Risiken lassen sich grundsätzlich gut sichern. Im Extremfall können Sicherungskosten die Überrendite eines Non-Euro-Investments allerdings wieder vollständig aufzehren. Beispielsweise ist der US-Dollarmarkt seit geraumer Zeit von hohen Absicherungskosten geprägt.

Sofern einzelne Assetklassen mit einem aktiven Managementansatz bewirtschaftet werden, muss für das aktive Abweichungsrisiko (Tracking-Error) und das Manager-Alpha ein zusätzliches Budget reseruiert werden. Schließlich sollen aktive Positionen durch ein Risiko-Overlay nicht wieder vollständig immunisiert werden.

### Definition der Absicherungsziele

Quantitative Overlay-Konzepte sind naturgemäß sehr gut skalierbar und lassen sich an die individuellen Risikobudgets anpassen. Ein höheres Risikobudget geht hierbei grundsätzlich auch mit einem höheren Performancepotenzial einher. Die Wertuntergrenze ist allerdings nicht der einzig relevante Parameter bei der Gestaltung einer passgenauen Absicherungsstrategie. Denn auch die Absicherungsgüte hat wesentlichen Einfluss auf die Ertragserwartung.

Für Investoren mit engen Risikobudgets ist die Einhaltung einer festen Wertuntergrenze zum Geschäftsjahresende meist unabdingbar. Häufig erfordern auch regulatorische Rahmenbedingungen den „Vollkasko-Schutz“ für das Portfolio. Die Portfolios von Investoren mit hoher Risikotragfähigkeit sind hingegen mit einer festen Wertuntergrenze häufig überversichert. Hier ist eine strategische Ausrichtung auf ein asymmetrisches Auszahlungsprofil – im Sinne einer Teilkaskoversicherung – meist zielführender. In jedem Fall sollte ein Overlay-Manager über ein breites Toolkit verfügen, um den höchst unterschiedlichen Anlegerbedürfnissen gerecht zu werden. Im Folgenden gehen wir auf drei mögliche Ausgestaltungsvarianten ein.

### Feste Wertuntergrenze

Der Klassiker unter den Wertsicherungsstrategien ist die feste Wertuntergrenze. Diese Strategie zielt darauf ab, ein festes Risikobudget auf Basis des Geschäfts- oder Kalenderjahres nicht zu unterschreiten. Das Risikobudget sollte dabei im Einklang mit der Allokation der entsprechenden Risikofaktoren stehen und kommt in der Regel bei bilanziellen Fragestellungen und jährlichen Budgets innerhalb der Risikotragfähigkeit in Betracht. Kann das Risikobudget nicht durchgehalten werden, wird das Marktrisiko der SAA derivativ auf ein adäquates Risiko-Level reduziert.

### Vereinfachende Illustration Einhaltung einer festen Wertuntergrenze in 2008

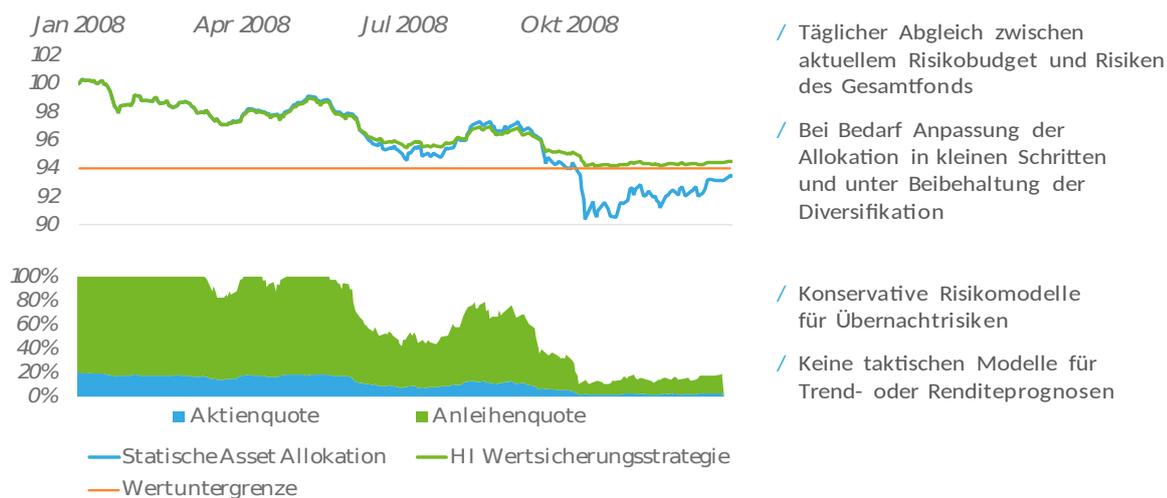


Abb.2: Vereinfachte Illustration der Einhaltung einer festen Wertuntergrenze in 2008

Dies bringt die Restriktion mit sich, dass möglichst in liquide Instrumente investiert wird und Abweichungs- und Illiquiditätsrisiken möglichst gering ausfallen. Denn nur, wenn die Basisrisiken möglichst gering ausfallen, können die Derivate im Rahmen des Risiko-Overlays die gewünschte Wirkung erzielen.

### Weiche Wertuntergrenze

Falls keine starre Vorgabe für das Jahresrisikobudget definiert ist, kommt die Risikosteuerung auf Basis einer weichen Wertuntergrenze in Frage. Diese bezieht sich ebenfalls auf das Kalenderjahr, hat jedoch eine geringere Absicherungskonfidenz bei einem gleichzeitig höheren Renditepotenzial.

Eine weiche Wertuntergrenze bietet sich insbesondere auch dann an, wenn das zugrunde liegende Portfolio in größerem Umfang nicht-hedgebare sowie Abweichungs- und Illiquiditätsrisiken aufweist. In der Regel wird hier keine vollständige Absicherung angestrebt. Die maximale Absicherungsquote liegt typischerweise bei ca. 80%, da auf Grund der bestehenden Basis- und Abweichungsrisiken eine vollständige Immunisierung des Portfolios nicht möglich ist. Das Problem des Cashlock wird somit wirkungsvoll umgangen. Gleichzeitig ist ein systematischer Wiedereinstieg mit geringerer Partizipation gegeben.

### Asymmetrisches Auszahlungsprofil

Sofern die Situation auf Anlegerseite keine periodische Risikobudgetierung erfordert, kommen Verfahren zum Einsatz, die ein asymmetrisches Auszahlungsprofil modellieren.

Dies trifft häufig insbesondere bei langfristig orientierten Pensionsinvestoren zu, die eine Verlustbegrenzung nicht auf einen expliziten (jährlichen) Stichtag ausrichten möchten, sondern vielmehr eine durchgängige Risikosteuerung wünschen.

Das Portfoliorisiko wird anhand der Risikokennzahlen VaR, CVaR, Volatilität oder Verlusttoleranz determiniert. Durch die dynamische Steuerung der Investitionsquoten im Zeitablauf auf Basis von Volatilität und Drawdown wird das angestrebte asymmetrische Auszahlungsprofil erreicht. Ein Ausstoppen ist durch die rollierende Betrachtung der Strategie quasi ausgeschlossen und der Wiedereinstieg gelingt automatisch. Die Notwendigkeit, eine feste Wertuntergrenze und einen Stichtag zu festzulegen, entfällt.

Aufgrund der offensiven Grundausrichtung eignen sich diese Strategien insbesondere für Anleger, die sich die Frage stellen, ob auf Grund der langfristigen Orientierung überhaupt ein Risiko-Overlay sinnvoll erscheint.

## Umsetzung einer wirksamen Risikosteuerung

Bei der Umsetzung des Wertsicherungsziels wird gemeinhin zwischen statischen und dynamischen Verfahren unterschieden. Statische Verfahren, die auf der Absicherung mit Optionen beruhen, bieten einen harten Risikotransfer vom Portfolio auf das Absicherungsinstrument und ermöglichen so eine Absicherung unter Bewahrung des Upside-Potenzials. Gerade in Marktphasen mit geringer Volatilität lassen sich optionsbasierte Absicherungsstrategien kostengünstig umsetzen und das niedrige Volatilitätsniveau kann „eingelockt“ werden. Umgekehrt ist die Implementierung oder der Rollover in den nächsten Wertsicherungszeitraum in Hoch-Volatilitätsphasen vergleichsweise teuer.

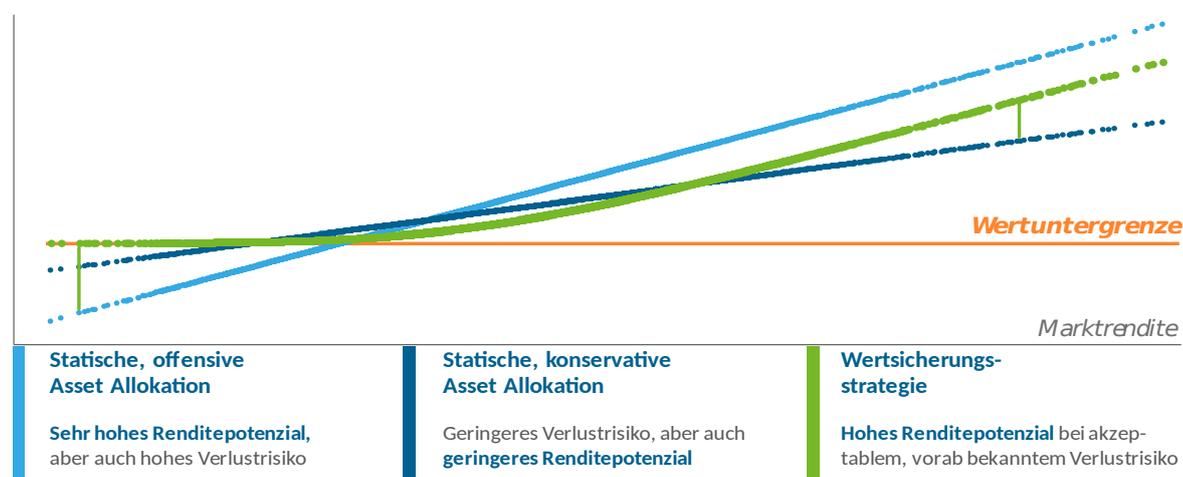
Dynamische Strategien sowie Delta-Hedging sind hier flexibler. Sie lassen sich mittels linearer Absicherungsinstrumente auch auf ein deutlich größeres Anlageuniversum anwenden. Da dynamische Strategien das Volatilitätslevel zum Zeitpunkt ihrer Implementierung nicht fixieren, lassen diese sich jederzeit flexibel an neue Risikobudgets anpassen. Daher unterliegen sie aber auch einer deutlichen Pfadabhängigkeit, die sich - wie sich insbesondere im Jahr 2018 gezeigt hat – auch nachteilig in der Performance niederschlagen kann.

Als wichtig bleibt festzuhalten: Die Pflichtaufgabe, nämlich die Einhaltung eines zuvor definierten Risikobudgets, lässt sich grundsätzlich mit beiden Ansätzen effektiv erreichen. Die Kür besteht nun darin, sich die positiven Eigenschaften beider Strategien zu Nutze zu machen und durch die Kombination von statischen und dynamischen Verfahren eine möglichst effiziente Ausgestaltung des Risiko-Overlays zu erreichen.

## Fazit

Overlay-Management ist keineswegs ein hochkomplexes Thema. Mit einem stringenten Vorgehen lassen sich Portfoliorisiken transparent machen und effektiv steuern. Die Wirksamkeit der Risikosteuerung hängt dabei wesentlich vom Ausmaß beherrschbarer Risiken im Rahmen der offensiveren SAA-Strukturen ab. Damit die Konzeption und Umsetzung einer für den Investor passgenauen Absicherungsstrategie tatsächlich gelingt, ist es aber elementar, dass ein Overlay-Manager gleichermaßen über die Expertise und Erfahrung von der Analyse der strategischen Asset Allokation bis hin zum Management dynamischer und optionsbasierter Absicherungsstrategien verfügt.

Portfoliorendite



Schematische Darstellung

Abb.3: Risikokontrollierte Nutzung von Renditechancen

Wie wichtig ein konsequentes Risikomanagement ist, zeigt sich gerade auch in positiven Marktphasen. Denn ein Overlay eröffnet hier Handlungsspielräume, die in ungesicherten Portfolios über weite Strecken ungenutzt bleiben (Vgl. Abb. 3). Die Erfahrung zeigt, dass die Angst vor steigenden Zinsen dazu führte, dass institutionelle Portfolios ab 2010 häufig zu defensiv positioniert waren und teilweise nur mit halber Duration an der Kursentwicklung globaler Anleihen partizipieren konnten.

Die Chance auf Entfaltung des gesamten Potenzials von Risiko-Overlay-Strategien wird spätestens die nächste Marktkrise liefern. Wer sich in ruhigen Börsenzeiten aber bereits mit der passenden Risikostrategie gewappnet hat, dürfte dem nächsten „schwarzen Schwan“ zumindest etwas gelassener entgegensehen.

# METZLER

## *Asset Management*

### **METZLER ASSET MANAGEMENT GMBH**

## **Metzler Risiko Overlay – Unverzichtbar und hocheffizient**

Aktuell ist es wichtiger denn je, Verluste konsequent zu begrenzen. Mit der Optionsreplikation lassen sich viele der Vorteile einer physischen Sicherung über Optionen mit der dynamischen Sicherung über Futures verbinden. Metzler Asset Management sichert nach diesem Prinzip Multi-Asset-Portfolios: Über den dynamischen Einsatz vieler liquider Futures auf verschiedene Märkte und Asset-Klassen wird das Auszahlungsprofil und damit die Absicherungswirkung physischer Put-Optionen repliziert. Das über Jahre weiterentwickelte Werkzeug ist mit pro- und antizyklischen Elementen sehr flexibel auch bei komplexen Portfolios – zu relativ geringen Absicherungskosten.

### **Effektive Risikosteuerung mit hoher Priorität**

Zehn Jahre nach der Lehman-Pleite ist die Sorge der Finanzmarktakteure vor einer neuen Rezession so greifbar wie lange nicht mehr, vor allem aufgrund der zahlreichen politischen Risiken: Die populistische Regierung in Italien, ein harter Brexit, ein militärischer Konflikt im Nahen Osten und eine Eskalation des Handelskonflikts bergen alleine schon jeweils das Risiko, größere Turbulenzen an den Finanzmärkten auszulösen. Darüber hinaus gibt es substanzielle systemische Risiken. Auf der Suche nach Anlagemöglichkeiten investieren systemrelevante Anleger vermehrt in riskante und illiquide Anlagen. Das Ausmaß der dadurch möglichen neuen Ansteckungseffekte im Falle einer Rezession lässt sich kaum abschätzen.

Trotz gestiegener Rezessionsrisiken wächst die Weltwirtschaft immer noch einigermaßen ordentlich. Wenn Verwerfungen ausbleiben gibt es durchaus gute Anlagechancen an den Finanzmärkten. Zumindest mittelfristig ist es aber ein Muss, Verluste zu begrenzen, ohne sich von steigenden Märkten abzukoppeln. Metzler Risiko Overlay bietet mit dem Prinzip der Optionsreplikation eine effiziente Möglichkeit, Rückschläge auf ein vordefiniertes Niveau zu begrenzen, ohne das Erreichen der mittelfristigen Ertragsziele zu gefährden.

### **Optimale Allokation in jeder Marktphase**

Metzler Risiko Overlay nutzt für Multi-Asset-Portfolios mit fester Wertuntergrenze die Technik der Optionsreplikation. Idee ist, über kostenminimale symmetrische Derivate – vorwiegend Futures — ein gewünschtes Auszahlungsprofil durch, wenn nötig, tägliche Anpassung zu replizieren, also in vielen kleinen Schritten (s. Abb. 1). Ziel ist es, die Rendite der strategischen Asset-Allokation (SAA) mit möglichst geringen Wertsicherungskosten und klar begrenztem Risiko zu erreichen. Das Ertragsziel wird dabei in Einklang mit SAA und Risikobudget gebracht.

Das Absichern eines über viele Asset-Klassen gestreuten Portfolios mit physischen Optionen (Put-Optionen) hat einige Vorteile, ist aber zur Einhaltung einer festen Wertuntergrenze zu teuer und unflexibel. Insbesondere lassen sich bei einem Multi-Asset-Portfolio Korrelationseffekte, die die Wertsicherungskosten senken, nicht nutzen; Aktien- und Rentenoptionen müssen getrennt voneinander gekauft werden. Daher war es uns bei der Entwicklung der Strategie wichtig, dass wir die Vorteile physischer Optionen nutzen können, aber gleichzeitig einen Overlay-Ansatz haben, der flexibler ist und auch geringere Wertsicherungskosten verursacht.

Die Optionsreplikation verbindet für Multi-Asset-Portfolios die Vorteile der physischen Sicherung über Optionen mit der dynamischen Sicherung über Futures (s. Abb. 2 auf S. 14): Wir replizieren das Auszahlungsprofil, also die Absicherungswirkung physischer Put-Optionen, über den dynamischen Einsatz vieler liquider Futures auf verschiedene Märkte und Asset-Klassen. Die Grundidee ist, täglich die Sensitivität des – theoretisch mit optimalen Optionen abgesicherten – Portfolios gegenüber der Bewegung der Aktien- und Rentenmärkte zu ermitteln und diese Sensitivität über Futures zu replizieren.

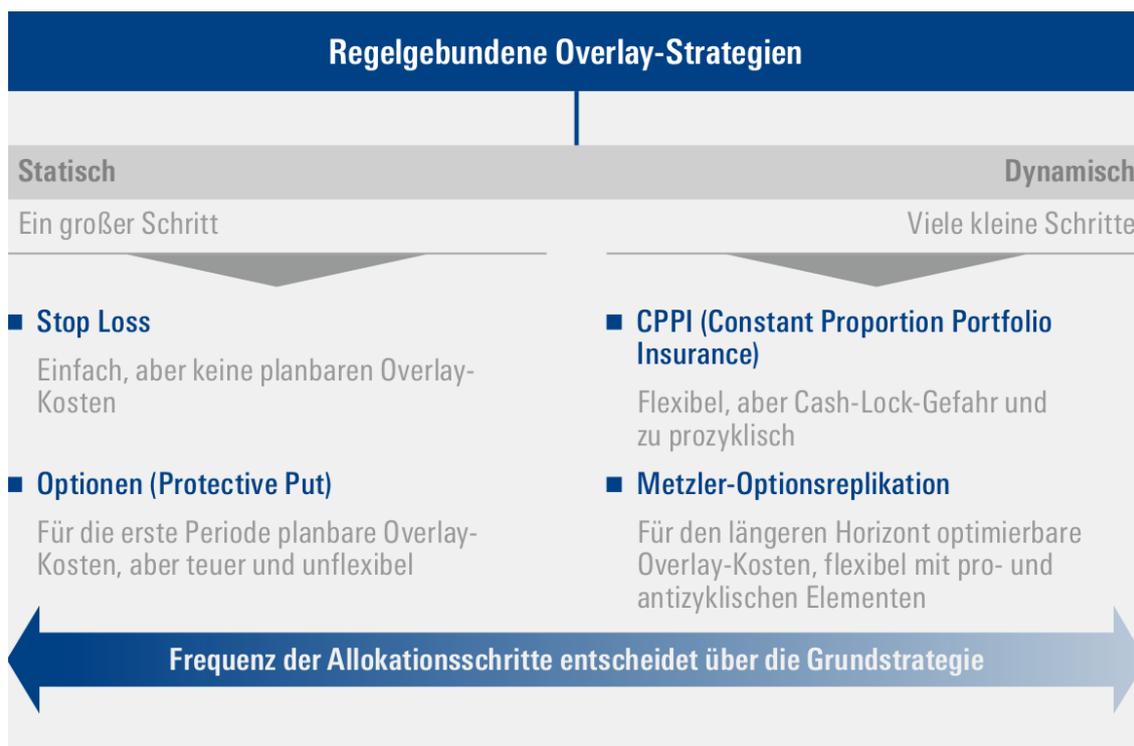
Eine Sensitivität des mit Optionen abgesicherten Portfolios gegenüber der Aktienmarktentwicklung von 30 % (technisch ausgedrückt ein Delta von ungefähr 0,3) würde einer (über Futures) allokierten Aktienquote von 30 % entsprechen. Bei sinkenden Aktienkursen würde die Absicherungswirkung der theoretischen Optionen stärker und die Sensitivität auf beispielsweise 10 % sinken. In diesem Fall reduziert die Optionsreplikation dann auch die Aktienquote auf 10 % (s. Abb. 3 auf S. 15). Beim täglichen Einsatz dieser Technik lässt sich das Auszahlungsprofil des mit Put-Optionen abgesicherten Portfolios replizieren, ohne die (höhere) Optionsprämie entrichten zu müssen.

### Automatische Anpassung der Allokation an jedes Szenario

Entscheidend ist, dass die Optionsreplikation als tägliche Optimierung der Allokation auf ein gewünschtes Auszahlungsprofil verwendet werden kann – beispielsweise zum Einhalten einer Wertuntergrenze oder für einen stetigen Zieelertrag. So lässt sich das Portfolio völlig prognosefrei auf jedes Marktszenario durch eine Änderung der Allokation in kleinen Schritten ausrichten.

Dadurch, dass bei der Bestimmung der Sensitivitäten im Zusammenhang mit der Optionsreplikation täglich das Gesamtportfolio bewertet wird, können auch Diversifikationseffekte bei der Absicherung berücksichtigt werden. Die Strategie verursacht relativ geringe Wertsicherungskosten, zumal bei der Optionsreplikation der Preisaufschlag der (relativ teuren) physischen Optionen wegfällt. Da man bei der Optionsreplikation keine physischen Optionen mit höheren Geld-Brief-Spannen handeln muss, können wir uns mit dieser dynamischen Steuerung über Futures auch vollkommen flexibel und kostengünstig auf Änderungen einstellen, beispielsweise der Wertuntergrenze oder der strategischen Asset-Allokation.

**Abb. 1: Überblick Risiko-Overlay-Strategien**



### In zwei Stufen zum Allokationssignal

Seit 2001 entwickeln wir die Optionsreplikation als Absicherungsinstrument stetig weiter. Inzwischen können wir auch aufgrund der Flexibilität des Werkzeugs nicht nur die Absicherungswirkung einer Put-Option effizient auf ein komplexes Multi-Asset-Portfolio übertragen, sondern auch antizyklische Elemente integrieren, um das Auszahlungsprofil abzurunden. Damit werden mögliche Sicherungskosten weiter gesenkt; gleichzeitig steigt die Wahrscheinlichkeit, den Zieelertrag zu erreichen.

Das Allokationssignal wird in zwei Stufen erzeugt. Die erste Stufe ist unser Optionsreplikationsmodell, das entsprechend dem Risikobudget und Ertragsziel parametrisiert ist. Wir errechnen die Deltas für die einzelnen Asset-Klassen als Replikationsgewichte. Im zweiten Schritt werden die Replikations-

Copyright © 2019 TELOS GmbH Metzler Asset Management GmbH

gewichte (die bereits über die Replikation eines Long Puts einer Risikosteuerung unterliegen) nochmals auf Value-at-Risk (VaR) und Overnight-Risiken greift. Die Abweichungen des realen Risikos zur Normalverteilung (Berücksichtigung von zum Beispiel Schiefe und Fat Tails) werden darüber in das Risikomanagement integriert.

**Abb. 2: Für ein Multi-Asset-Portfolio verbindet die Metzler-Optionsreplikation das Beste aus zwei Welten**

| Statisch über Optionen  | Metzler Optionsreplikation                                      | Dynamisch über Futures (z. B. CPPI)                    |
|---|---|--|
| + Wertsicherung   | + Wertsicherung   | + Wertsicherung  |
| – Weder Zielrendite noch SAA stehen im Mittelpunkt                            | + SAA steht im Vordergrund, dann Zielrendite                    | + SAA steht im Vordergrund, dann Zielrendite           |
| + Geringere Pfadabhängigkeit; bekanntes Auszahlungsprofil                     | + Geringere Pfadabhängigkeit                                    | – Große Pfadabhängigkeit                               |
| – Stark abhängig vom aktuellen Volatilitätslevel; höhere Sicherungskosten     | + Geringere Cash-Lock-Gefahr; geringere Sicherungskosten        | – Höhere Cash-Lock-Gefahr; höhere Sicherungskosten     |
| – Keine börsengehandelten Optionen auf alle globalen Märkte liquide handelbar | + Alle liquiden globalen Märkte und Optionsstrukturen umsetzbar | + Alle liquiden globalen Märkte über Futures steuerbar |
| – Korrelation zwischen Asset-Klassen wird nicht genutzt                       | + Korrelation zwischen Asset-Klassen wird ausgenutzt            | + Korrelation zwischen Asset-Klassen wird genutzt      |
| – Große Geld-Brief-Spannen  | + Kleinere Geld-Brief-Spannen                                   | + Kleinere Geld-Brief-Spannen                          |

**\* Bitte beachten Sie die Risikohinweise am Ende des Beitrags!**

Hierzu erfolgt eine Echtzeitberechnung der beiden Risikoparameter VaR und Overnight-Risiko, die beide direkt in die Risikosteuerung einfließen.

- Die VaR-Steuerung zielt auf Risiken im Laufe des Kalenderjahres. Hierzu wird auf Basis der aktuellen Portfoliostruktur das Risiko ermittelt, mit dem der Portfoliowert zum Stichtag unter der Wertuntergrenze\* liegt. Bei zu hoher Abweichung dieses Risikos von vorab festgelegten Werten wird das Risiko durch Transaktionen in Futures reduziert.
- Die Overnight-Steuerung zielt auf kurzfristige Risiken, beispielsweise durch außergewöhnlich starke Marktbewegungen. Hierzu erfolgen eine tägliche Analyse vordefinierter Szenarien und eine Auswertung der Ergebnisse in Bezug auf die Möglichkeit, die Wertuntergrenze\* einzuhalten. Wenn mindestens ein Szenario Probleme bei der Einhaltung der Wertuntergrenze\* anzeigt, wird das Risiko durch Futures-Transaktionen in den jeweiligen Asset-Klassen reduziert.

Insgesamt soll sichergestellt werden, dass die Allokation nicht nur auf das jeweilige Rendite-Risiko-Profil optimiert ist, sondern auch robust gegenüber starken kurzfristigen Marktbewegungen.

### Risikosteuerung einer komplexen Kapitalanlage

Um ein komplexes Portfolio auch in Krisenzeiten erfolgreich steuern zu können, muss geklärt werden, welche Risiken sich robust absichern lassen – zum Beispiel Aktien, Kredit- und Durationsrisiken. Bei anderen Bestandteilen besteht nur ein Scheinzusammenhang zwischen verfügbaren Sicherungsinstrumenten und dem Portfolio, beispielsweise bei Alternative Investments; bei einer dritten Kategorie,

so beim Manager-Alpha, ist eine Sicherung durch das Risiko-Overlay nicht wünschenswert.

Bei einem breit gestreuten Portfolio mit vielen Asset-Klassen kann der Großteil des Risikos in der Regel über ein Risiko-Overlay mit Futures abgesichert und dynamisch gesteuert werden. Entscheidend ist, alle Risiken zu kennen, im Zeitablauf zu überwachen und mit einem Risikobudget abzudecken.

Konzeptionell zerlegen wir dafür die Risiken des Gesamtportfolios in einen hedgebaren und einen nicht hedgebaren (oder auch „nicht dynamisch steuerbaren“) Teil, weisen den hedgebaren Risiken Risikobudgets zu und separieren täglich deren Budgetentwicklung. So können wir jederzeit die Risiken im Portfolio und die dazugehörigen Risikobudgets quantifizieren und schaffen dadurch zusätzliche Transparenz. Denn das Ziel ist die Einhaltung der Wertuntergrenze\* für das Gesamtportfolio.

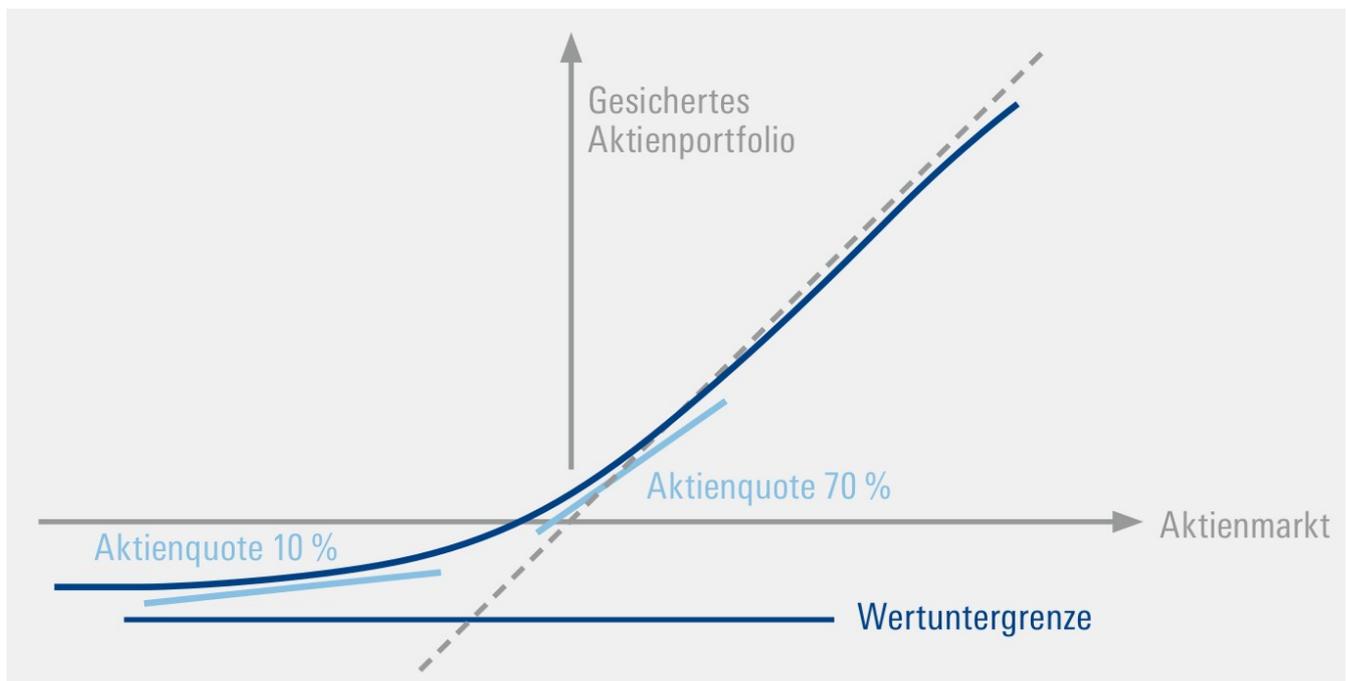
### Prozyklische und antizyklische Sicherung für das optimale Rendite-Risiko-Profil

Ziel ist ein für den Kunden optimales Rendite-Risiko-Profil, das wir aus der strategischen Asset-Allokation und der Wertsicherungsstrategie individuell entwickeln. Mit Blick auf mögliche Szenarien der Marktentwicklung muss in jedem Fall die Risikotragfähigkeit des Anlegers erhalten werden; gleichzeitig soll das Portfolio attraktive Renditen liefern können.

Dazu stellen wir die konzipierte Wertsicherung in 10.000 hypothetischen Marktentwicklungen über eine Monte-Carlo-Simulation auf den Prüfstand. Die Wertuntergrenze soll robust eingehalten werden; gleichzeitig sollen attraktive und möglichst stetige Renditen erzielt werden. Abbildung 4 zeigt die 10.000 Einzeljahre als Punktwolken. Jeder Punkt visualisiert die Performance des ungesicherten Portfolios im Vergleich zur Performance des Portfolios bei Implementierung eines Risiko-Overlays. In beiden Graphen geht es um die Einhaltung einer Wertuntergrenze\* von 90 % (also eines maximalen Verlustes von 10 %). Der linke Graph zeigt die Ergebnisse der rein prozyklischen Wertsicherung, der rechte Graph die um antizyklische Elemente erweiterte Strategie. Durch Verzicht auf einen Teil der Gewinne bei stark steigenden Kursen verbessert sich die Performance in normalen Märkten. Dieses Auszahlungsprofil replizieren wir bei Metzler über die Optionsreplikation.

### Abb. 3: Grundidee der Optionsreplikation

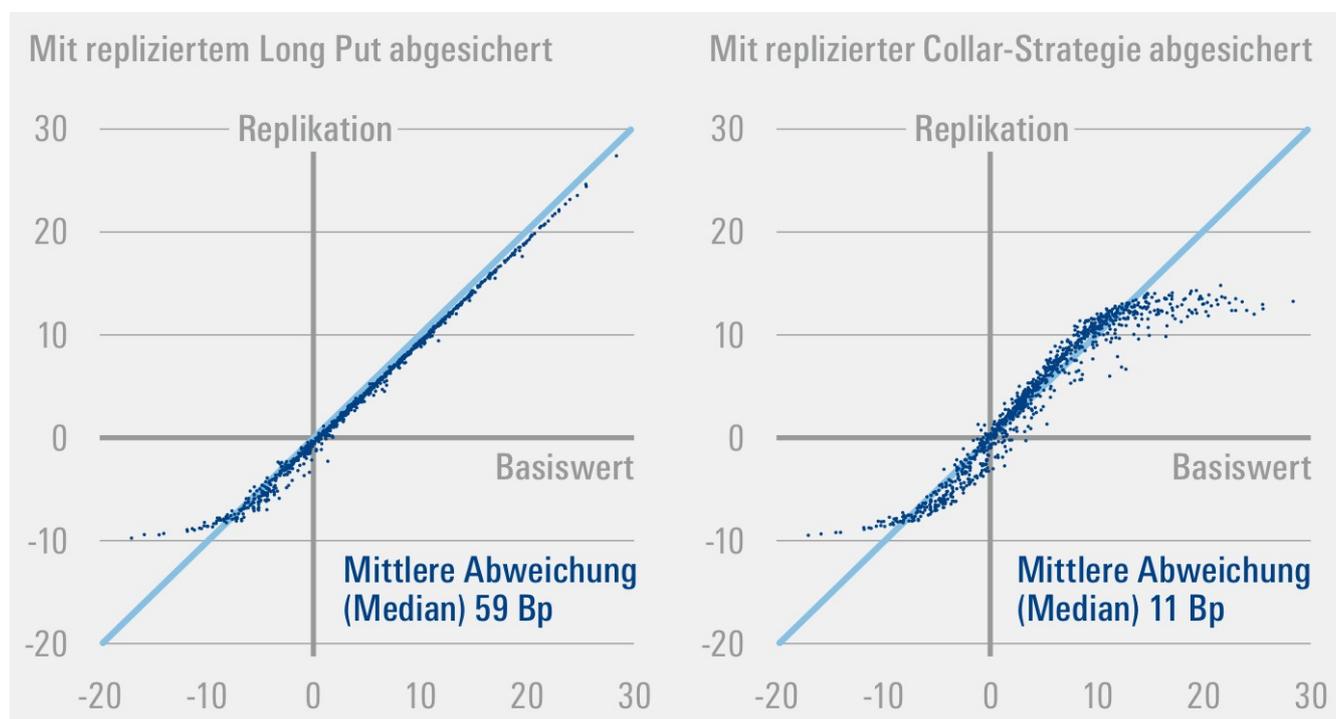
#### Beispiel: Gesichertes Aktienportfolio



\* Bitte beachten Sie die Risikohinweise am Ende des Beitrags!

#### Abb. 4: Mit Metzler Risiko Overlay lässt sich über eine Optionsreplikation das Rendite-Risiko-Profil maßschneidern

Performance-Beispiel: Absicherung eines Mischportfolios mit Wertuntergrenze 90 %; Angaben in %



**\* Bitte beachten Sie die Risikohinweise am Ende des Beitrags!**

*Mathias Weil, CFA, Leiter  
Portfoliomanagement Absolute  
Return & Wertsicherung, und  
Jonas Hettiger, Portfolio-  
manager Absolute Return &  
Wertsicherung, Metzler Asset  
Management GmbH*



**\* Risikohinweise: Es kann weder garantiert noch zugesichert oder gewährleistet werden, dass die Wertuntergrenze gehalten oder die Zielrendite erreicht wird.**

# QUANT. CAPITAL

## M A N A G E M E N T

### Quant.Capital Management GmbH

## Erfolgreich Navigieren im Magischen Dreieck: Risiko oder Rendite?

Als Investoren sind wir oft dem klassischen Zielkonflikt zwischen Rendite, Risiko und Liquidität unterworfen. In der aktuellen Zinsmalaise, die uns noch eine ganze Zeit lang begleiten dürfte, liefern liquide und zugleich sichere Anlagen geringe, ja sogar negative, Renditen. Folgen wir dem „Magischen Dreieck“, so müssen wir zur Steigerung der Portfoliorendite entweder unsere Risikobereitschaft erhöhen oder eine geringe Liquidität unseres Portfolios in Kauf nehmen.

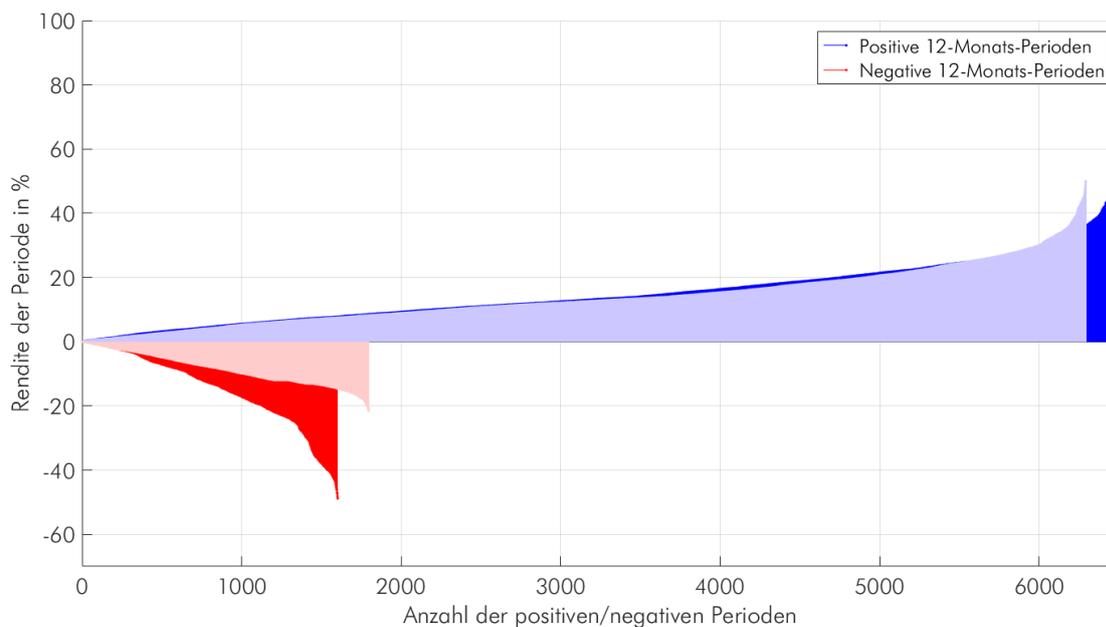
Gehen wir den Weg über illiquide Anlagen, so das „Magische Dreieck“, lässt sich die Portfoliorendite steigern ohne nennenswert zusätzliche Risiken aufnehmen zu müssen. Dieser Gedanke liegt nahe, denn das vorherrschende Risikomaß ist die Volatilität des Wertes einer Investition. Illiquide Anlageformen wie Private Equity oder Immobilien werden in der Regel nicht täglich mit realen Marktpreisen bewertet („mark-to-market“). Stattdessen werden Modellwerte herangezogen („mark-to-model“), Bewertungen nur monatlich vorgenommen o.ä. So lässt sich die augenscheinliche Wertentwicklung sehr schön glätten, und das Investment sieht ausgesprochen risikoarm aus.

Der Weg, große Anteile des Portfolios in illiquide Anlagen zu stecken, steht vielen Investoren aus unterschiedlichen Gründen nicht offen. Was, also, können Investoren tun, die die Vorteile einer täglichen Liquidität für ihr Portfolio erhalten möchten? Folgt man der bewährten Logik, ist ein Ausweg aus dem Renditekoma jetzt nur noch über eine Steigerung der Portfoliorisiken möglich. Das muss kein Problem sein, wenn man als Investor über eine sehr hohe Risikotragfähigkeit verfügt. Leider dürften jene Investoren, die unter der Zinsdepression leiden, auch jene sein, die gerade nicht über eine solche verfügen. Und genau das ist der Kern des Problems. Dynamisches Risikomanagement kann uns dabei helfen, mit diesem Zielkonflikt aktiv umzugehen.

## Die Betrachtung einer einzelnen Assetklasse

In Gesprächen mit Investoren hören wir häufig, ein Risikomanagement „koste Geld“ bzw. wäre nur zum Bremsen gut. Das stimmt. Teilweise. Ja, ein Risikomanagementsystem dient dazu, in gewissen Situationen ihre Portfolioallokation risikoärmer zu gestalten. Doch die Effekte auf die Gesamrendite Ihrer Vermögensanlage sind komplex. Sinnvoll eingesetzt, lässt es sich auch einsetzen, um die Ertragschancen Ihres Portfolios langfristig zu steigern. Um das zu verstehen, schauen wir uns zunächst an einem konkreten Beispiel den Effekt eines dynamischen Risikomanagements auf ein einzelnes Risikoasset an. Als Beispiel dient uns der S&P 500 Index, für den Daten in ausreichender Länge und Qualität zur Verfügung stehen.

Uns interessiert zunächst, welche Rendite wir als Investoren erwarten dürfen, wenn wir im S&P 500 investieren. Als Investitionshorizont haben wir, der Einfachheit halber, einen Zeitraum von 12 Monaten festgelegt. Wir sind es ja gewohnt, uns historische Renditen in linearer Form anzusehen oder, alternativ, in Form von Jahresrenditen. Für unsere Zwecke haben wir die historischen Renditen des S&P 500 transformiert und in Grafik 1 dargestellt. Die gewählte Darstellungsform mag auf den ersten Blick ungewöhnlich erscheinen, ist aber an sich recht einfach erklärt. Folgen Sie uns noch für wenige Sätze!



| 09/1987-04/2019      | Ø 12M-Rendite | Schlechteste 12M-Rendite | Sharpe Ratio | Upside Capture | Downside Capture | RoRC           |
|----------------------|---------------|--------------------------|--------------|----------------|------------------|----------------|
| S&P 500              | 7,10%         | -49%                     | 0,38         | 100%           | 100%             | 14,5% (RK=49%) |
| mit Risikomanagement | 7,30%         | -21%                     | 0,54         | 90%            | 65%              | 34,8% (RK=21%) |
| Veränderung          | +0,2%         | +28%                     | +0,16        | -10%           | -35%             | +20,3%         |

Quellen: Factset, eigene Berechnungen

Stellen Sie sich vor, Sie kaufen an einem beliebigen Tag, sagen wir am 1. April, den S&P 500 Index. Genau ein Jahr später, am 31. März des Folgejahres, verkaufen Sie Ihre Position. Die so erzielte Rendite halten wir schriftlich fest. Nun wiederholen wir das Gedankenexperiment für den Folgetag. Wir messen also die Rendite des Index vom 2. März bis zum 1. März des Folgejahres. Diesen Vorgang wiederholen wir für jeden Handelstag seit September 1987. Insgesamt erhalten wir so ca. 8.000 Messpunkte. Diese Punkte sortieren wir nun ihrer Höhe nach. Von den niedrigsten „rollierenden“ 12-Monats-Renditen bis zu den höchsten. Das Ergebnis sehen Sie in Grafik 1: Intensiv blau sind alle positiven Renditen abgetragen, während alle negativen Renditen intensiv rot dargestellt sind.

Die Idee ist nun folgende: Die dargestellten Renditen stellen die Bandbreite und die Verteilung dar, die Sie als Investor erwarten dürfen, wenn Sie zu einem beliebigen Zeitpunkt in den S&P 500 auf Sicht von 12 Monaten investieren. Nur, welche der abgebildeten Renditen Sie erhalten werden, wissen Sie nicht im Voraus. Was Sie wissen können, ist, dass Sie darauf gefasst sein müssen, eine der Renditen im roten Bereich zu erzielen – schlimmstenfalls einen Verlust von 49%. Dieser erwartbare Maximalverlust ist daher das Verlustpotential, welches Sie aushalten können müssen, wenn Sie in diesem Asset investieren. Es stellt somit Ihre Risikokapitalanforderung für dieses Asset dar. Im Durchschnitt können Sie dafür eine Rendite von 7,1% erwarten. Dies entspricht einer Rendite auf Ihr Risikokapital („Return on Risk Capital“ = RoRC) von 14,5%.

Im nächsten Schritt wiederholen wir die Messung. Wir haben aber auf den S&P 500 Index ein einfaches, dynamisches Risikomodell angewendet. Dieses startet zu Beginn jedes Kalenderjahres mit exakt 15% Risikokapital, die Anlagestrategie kann also innerhalb eines Kalenderjahres nicht mehr als dieses Budget verlieren. Die Ergebnisse sind in den helleren Farbtönen abgebildet. Risikomanagement dient der Reduktion von Verlusten. Wie Sie erwarten können, reduziert sich das maximale Verlustpotential entsprechend deutlich. Das benötigte Risikokapital beträgt nur noch 21%. Dafür müssen Sie einen Teil der maximal erzielbaren Renditen aufgeben. In der Tabelle darunter wird dieser Zusammenhang deutlich: Die „Downside Capture“, also die Partizipation an Marktverlusten sinkt deutlich unter 100%. Dafür sinkt aber auch die Partizipation an Marktgewinnen unter 100%.

Entscheidend ist in dieser Betrachtung, dass das Verhältnis der Absenkung asymmetrisch ist. Ein Teil des Ertragspotentials muss aufgegeben werden, aber das wird durch eine stärkere Reduktion von Verlustphasen mehr als überkompensiert. Was transformiert wird, ist nicht nur die Rendite- oder Risikohöhe, sondern das Rendite-Risiko-Profil. Am besten zeigt sich das in der dramatisch gesteigerten Effizienz des Risikokapitals. Das Risikomanagement hatte keine besondere Auswirkung auf die langfristige Renditeerwartung des Assets, kann diese aber mit deutlich geringer ausgeprägten Verlusten erreichen. Die Rendite auf das Risikokapital beträgt nun 34,8%.

Das wichtigste Ergebnis aus dieser Untersuchung ist, dass schon ein einfaches Risikomanagement die Effizienz des für eine Investition benötigten Risikokapitals steigern kann.

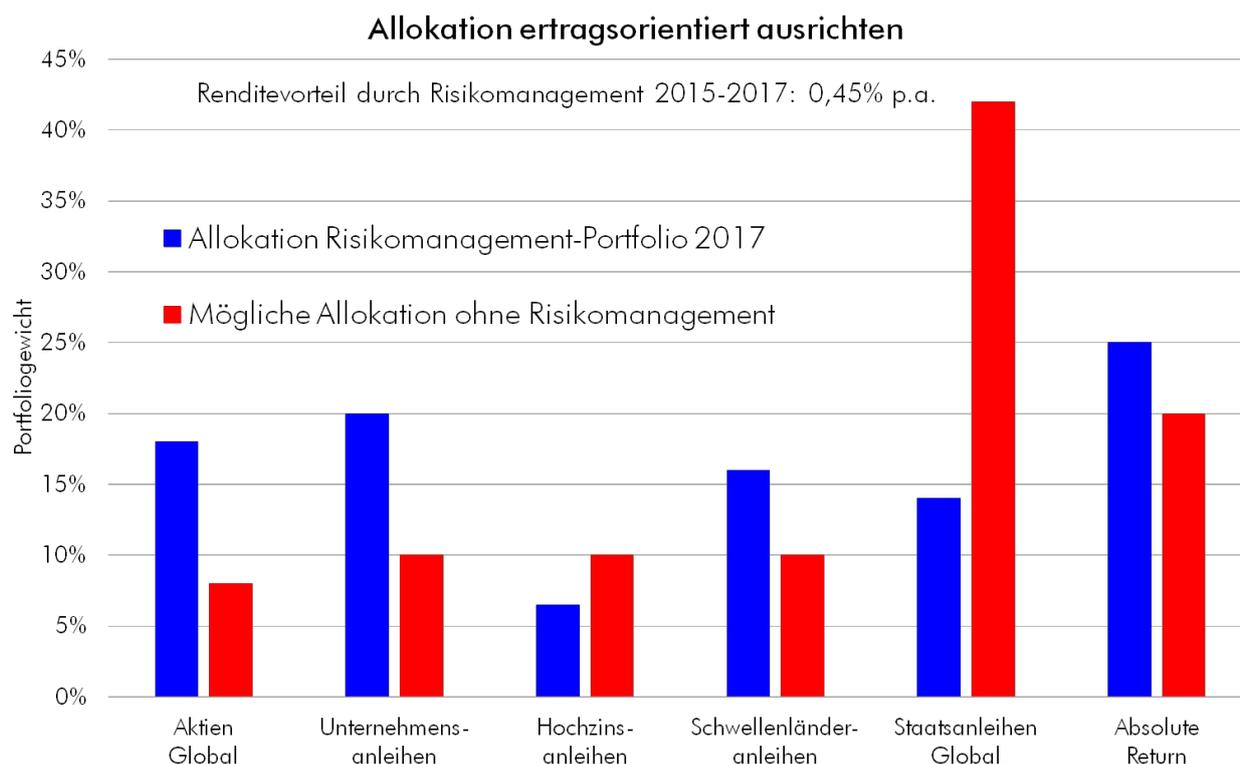
## Was bedeutet dieses Ergebnis für die Steuerung des Gesamtportfolios?

Wie wir am Modell zeigen konnten, kann das dynamische Risikomanagement, konsequent regelgebunden implementiert und langfristig genutzt, die von Investoren aus dem Aktienmarkt erzielte Rendite nachhaltig beeinflussen. Herausragendes Merkmal ist dabei die erzielte Asymmetrie des Performancebeitrags. Diese sorgt dafür, dass die Effizienz des Risikokapitals gesteigert werden kann. Genau diesen Effekt der effizienten Ausnutzung des Risikokapitals machen wir uns zunutze, um die Allokation eines gut diversifizierten Portfolios auf mehr Rendite zu trimmen. Und, die Liquidität des Portfolios wird dabei nicht verschlechtert!

Für unser Beispiel verwenden wir Daten, die sich auf real erzielte Ergebnisse von institutionellen Risikomanagement-Mandaten stützen. Am Anfang des Prozesses liegt, in der Regel, ein Portfolio vor, welches gemäß seiner strategischen Allokation investiert wurde (s. Grafik 2, rote Säulen). Wichtigste Determinanten für die strategische Allokation (SAA) sind meistens die für verschiedene Assetklassen angenommenen Renditeerwartungen sowie die für das Gesamtportfolio gesetzte Zielrendite. In die Allokationsentscheidung fließt ebenfalls mit ein, welche Verluste man aus den jeweiligen Assetklassen erwarten kann und wie groß die Verlusttoleranz für das Gesamtportfolio ist, wie groß also das verfügbare Risikokapital ist.

Wenn die Maximierung der Rendite unser einziges Ziel wäre, müssten wir das gesamte Portfolio in die eine Assetklasse allokalieren, welche die höchste Renditeerwartung hat. Liquidität ist kein Faktor in dieser Allokationsentscheidung, unter der Annahme, dass diese für alle hier betrachteten Assetklassen vergleichbar ist. Der limitierende Faktor ist allein das Risikokapital, nämlich die Tatsache, dass wir nicht bereits sind, Verluste über einer gewissen Grenze zu ertragen. Aus unserer Betrachtung für eine einzelne Assetklasse wissen wir, dass ein dynamisches Risikomanagement in der Lage ist, die Effizienz des Risikokapitals zu verbessern. Für die Allokation bedeutet dies, dass bei gleichem Risikokapital, im Vergleich zur reinen SAA ein größerer Anteil des Portfolios in Assetklassen mit höheren Renditeerwartungen allokalieren werden kann. Dieser Effekt kann zu einer sichtbar dynamischeren Portfolioallokation führen, wie wir in Grafik 2 an den blauen Säulen erkennen können.

Wie genau die dynamischere Allokation aussieht, hängt dabei von vielen Faktoren ab, nicht zuletzt von der gewählten Risikomanagement-Strategie und dem verfügbaren Risikokapital. An dieser Stelle müssen wir erwähnen, dass die Ergebnisse im Risikomanagement immer sehr stark von der konkreten Implementierung abhängen. Im Gegensatz zu standardisierten Anlagestrategien, wie zum Beispiel benchmark-orientierten Aktienfonds, müssen Strategien zum Risikomanagement an die individuellen Rahmenbedingungen des Investors angepasst werden. Ebenso wird das Ergebnis ganz maßgeblich vom Verhalten des Investors beeinflusst. Die Implementierung erfordert Disziplin und eine klare Kommunikation über die Ziele.



Quellen: Bloomberg, KVG, eigene Berechnungen

Jetzt können wir die Ergebnisse der Strategien miteinander vergleichen. Für die Betrachtung wählen wir bewusst einen Zeitraum, der positiv für Risikoassets war, wo man also typischerweise keinen Mehrwert für ein Risikomanagement vermuten würde. Die Ergebnisse der „reinen“ SAA errechnen wir über die Renditen entsprechender Benchmarks, nehmen also eine passive Anlagestrategie an. Die Ergebnisse der Risikomanagement-Strategie basieren auf echten Ergebnissen aus der Praxis. Ineffizienzen im Risikomanagement, sog. Strategiekosten, kommen dabei negativ zum Tragen. Und dennoch kann die risikogesteuerte Strategie insgesamt ein besseres Ergebnis erzielen. Die dynamischere Allokation, ermöglicht durch eine bessere Ausnutzung des Risikokapitals, kann auf der Ebene einzelner Assets entstandene Strategieverluste mehr als kompensieren.

## Fazit

Mithilfe eines dynamischen Risikomanagements können Ertragschancen am Markt effizienter genutzt werden. In der praktischen Anwendung konnte dadurch eine Mehrrendite erzielt werden, ohne zugleich das Portfoliorisiko zu erhöhen. Mehr Rendite bei gleichem Risiko? Wer sagt denn, dass es keine risikofreie Rendite mehr gibt?



## Themen treiben Kurse

*Die globalisierte Welt ist hochgradig vernetzt, auch und gerade was den Informationsfluss angeht. Nachrichten verbreiten sich in Sekundenschnelle und entwickeln sich zu Themen mit regionaler oder geopolitischer Relevanz. Ob Brexit-Diskussion, Handelskonflikt oder die genaustens beobachtete Notenbank-Kommunikation: Die Kapitalmärkte sind zunehmend mit medial verstärkten und oftmals miteinander verbundenen Themen konfrontiert. Der richtige Umgang erfordert eine noch stärkere Kompetenzverzahnung im Portfoliomanagement.*

Eine ganz normale Woche im Herbst 2019: In den USA wird über die Amtsenthebung des Präsidenten diskutiert. In Saudi-Arabien wird über die Urheberschaft eines Drohnenangriffs auf die ökonomische Lebensader des Königreichs spekuliert, mögliche militärische Vergeltungsschläge inklusive. In Kontinentaleuropa blickt man besorgt nach Großbritannien, wo wenige Wochen vor dem verschobenen Brexit-Datum immer noch kein EU-Austrittsabkommen mehrheitsfähig scheint. Und China und die USA stehen – wieder einmal – vor richtungsweisenden Gesprächen über eine mögliche Lösung des nun schon seit geraumer Zeit andauernden Handelsstreits.

Was sich liest wie die Rahmenbedingungen zu einem Wirtschaftskrimi, ist die tägliche Realität, mit der sich auch Asset Manager beschäftigen müssen. Denn jedes Thema mit seinen möglichen Wendungen hat Auswirkungen auf die Kapital- und Finanzmärkte. Schnelle Identifikation, richtige Einordnung und daraus abgeleitete Investment-Ideen sind vor diesem Hintergrund von großer Bedeutung. Deshalb wird bei Union Investment gleich in mehreren Bereichen an dieser Aufgabe gearbeitet. Zum einen ist vor allem das Multi Asset-Team im permanenten Austausch zur aktuellen Lage und passenden Trade-Ansätzen für die Fonds. Zum anderen sorgen spezielle Research-Experten und die sogenannten Desk Strategen dafür, dass auch mittel- und langfristige Trends in den Portfolios von Union Investment adäquat abgebildet werden.

## Permanenter Experten-Dialog

In der Abteilung Absolute Return – wo vorrangig jene Fonds gemanagt werden, die sich nicht an traditionellen Marktbenchmarks orientieren, sondern absoluten Ertragszielen folgen – stehen in wöchentlichen Strategie-Meetings vor allem die folgenden Fragen im Mittelpunkt: Was sind die Themen, die die Märkte kurz- und mittelfristig bewegen. Wie reagieren die verschiedenen Anlageklassen auf unterschiedliche Szenarien? Und vor allem: Von welchen Positionen kann beim positiven Ausgang eines Ereignisses profitiert und mit welchen im negativen Fall Risiko reduziert werden?

Um diesen Fragen auf den Grund zu gehen, wird in den unterschiedlichen Bereichen vernetzt und nach einem klaren Plan gearbeitet. Ausgangspunkt ist die übergeordnete Kapitalmarktmeinung von Union Investment. Dieser eher mittelfristige Blick wird ergänzt durch aktuelle Erkenntnisse aus den Bereichen Makro, Aktien, Renten, Währungen, Quant und Rohstoffe. Mit diesem vielseitigen internen Input, der gezielt durch externe Quellen, etwa von Konferenzen oder Gesprächen mit Unternehmen, ergänzt wird, geht es dann in die Ideenfindung. Wichtig dabei: Die Portfoliomanager werfen sich nicht spontan und ungeordnet die Einfälle zu. Vielmehr müssen entsprechende Vorschläge, ganz egal aus welcher Anlageklasse, gut begründet und vor allem auch skalierbar sein.

Gedacht wird dabei immer mehr im Multi Asset-Kontext und unabhängig von Instrument und Strategie. So gibt es im Multi Asset-Bereich zu jeder Anlageklasse Experten, die Investment-Ideen etwa mit Volatilitätsstrategien, alternativen Risikoprämien oder auch unter der Verwendung von Drittfonds umsetzen. In vielen Fällen wird marktneutral gedacht. Das Ziel: sich möglichst unabhängig von gängigen Marktrisiken machen. Genutzt werden etwa klassische Long-/Short-Strategien. Sind die Kollegen beispielsweise im Aktienbereich von der Outperformance eines Sektors überzeugt, gehen sie hier eine Long-Position ein. Der Gesamtmarkt wird hingegen abgesichert. Es geht also um das richtige Chance-Risiko-Verhältnis – unabhängig von der Richtung des breiten Markts. Damit wird deutlich: Absolute

Return-Investments bedeutet auch eine „virtuose“ Derivate-Nutzung. So werden die Strategien teilweise auch über Optionen mit einem asymmetrischen Auszahlungsprofil abgebildet, also begrenztes Risiko bei gleichzeitig erhöhten Chancen – Stichwort: Risikomanagement. Daneben kommen Futures und Swaps zum Einsatz. Die selbstentwickelten und technisch komplexen Lösungen zum Strategie-Swap suchen in Deutschland ihresgleichen. Mit ihnen lassen sich Themen-Ideen – wie aktuell etwa Cyber Security oder Robotics – als komplette Strategien in das Portfolio kaufen, ohne dass jeder Fondsmanager gleich alle Einzeltitel eines Aktienkorbs halten muss.

Liegen die Ideen auf dem Tisch, werden sie eingehend und häufig leidenschaftlich diskutiert. Halten die Trades bei der „Verteidigung“ vor den Kollegen stand? Gibt es Verbesserungsvorschläge aus der Runde? Am Ende steht eine einheitliche Bewertung unter den Experten. Dabei geht es nicht vordergründig darum, welche Trades dann auch tatsächlich den Weg in die Fonds finden. Das bewerten die Spezialisten je nach Portfoliosteuerung selbst. Es ist vielmehr ein finaler Stimmungsindikator, der auch einen Blick auf die taktische Ausrichtung der Fonds erlaubt.

Unterstützung erhalten die „Taktiker“ vom einem eigens geschaffenen Strategen-Team: Im Bereich Research & Investment Strategy des Portfoliomanagements werden Themen-Trades strukturiert gedacht. Trends, die den Kapitalmarkt in der mittleren und langen Frist beschäftigen, werden nicht nur tiefgreifend analysiert. Die Desk-Strategen machen diese Themen auch investierbar. Ein Beispiel: Welche Auswirkungen hat Plastikmüll auf die künftige Entwicklung des Planeten und welche Unternehmen (und damit Aktien oder Anleihen) sind von dieser Entwicklung betroffen? Während Hersteller von herkömmlichem Plastik unter Druck geraten könnten, etwa weil neue Verbote das Geschäftsmodell gefährden, könnten andere Firmen – unter anderem aus den Bereichen Recycling oder alternative Verpackungsmaterialien – die Gewinner sein.

### **Aktives Portfolio- und Risikomanagement in Reinform**

Egal, ob kurz- oder langfristig: Die Identifikation relevanter Investment-Themen, die Analyse ihrer Auswirkungen auf die Finanzmärkte und die Möglichkeit, in jedem Fall schnell handeln zu können, ist für Asset Manager ein elementarer Erfolgsfaktor. Auch deshalb bieten die enge Verzahnung und der permanente Austausch zwischen sämtlichen Bereichen des Portfoliomanagements einen klaren Mehrwert. Das Antizipieren von aktuellen Investment-Trends, die Bereitstellung von Lösungen hierfür sowie deren unmittelbare Berücksichtigung in der Portfoliokonstruktion ist aktives Portfolio- und Risikomanagement in Reinform. Damit dies funktionieren kann, bedarf es der kreativen Vernetzung aller Kompetenzträger. Nur so kann ein Zusatznutzen für die Anleger generiert werden. Natürlich kann man nie wirklich sicher sein, welchen Lauf die Dinge am Ende tatsächlich nehmen. Ob sich etwa der Handelsstreit zwischen den USA und China doch noch in Wohlgefallen auflöst, oder die Weltwirtschaft und damit die Kapitalmärkte weiter belastet. Es ist aber dennoch beruhigend, auf viele Eventualitäten bestmöglich vorbereitet zu sein. Auch das zeichnet einen verantwortungsvollen und professionellen Vermögensverwalter aus.



## Quant Lab & Portfolio Analytics

In Zeiten negativer Zinsen und schwindender Erträge aus liquiden Anlageklassen kommt dem Risikomanagement eine entscheidende Rolle zu. Mehr denn je benötigen Investoren verlässliche und robuste Verfahren zur Messung und Steuerung ihres Portfoliorisikos. Wir bieten moderne Methoden des Risikomanagements, die Investoren dabei helfen, ihr Risiko und somit das eingesetzte Risikokapital effizient zu steuern und ihre Anlageziele zu erreichen.

In diesem Zusammenhang setzen wir auf regelbasierte, quantitative Handelsstrategien, deren Fokus auf der Begrenzung von Risiken liegt. Ziel dabei ist es, die Gefahren von großen Marktabschwüngen bis hin zu Krisen am Kapitalmarkt nicht zu unterschätzen und daher bei der Portfoliosteuerung adäquat zu berücksichtigen.

Wichtige Einflussgrößen bei der Steuerung des Portfoliorisikos sind die gegenwärtige Marktphase (Regime) sowie potentiell eintretende Änderungen dieser Phase. Beispielhaft sei dabei auf ein Bullenmarkt- und ein Bärenmarktregime verwiesen. Zur Risikosteuerung bringt es insbesondere Vorteile, einen anstehenden Bärenmarkt zu identifizieren. Durch die rechtzeitige Umschichtung des Portfolios können somit größere Verluste vermieden werden. Demgegenüber soll die Allokation in einem anhaltenden Bullenmarkt nicht zu defensiv sein, um Renditechancen ausnutzen zu können.

Unglücklicherweise lassen sich die angeführten Regime nicht direkt beobachten, sondern müssen aus beobachtbaren Marktdaten (z.B. Zeitreihen historischer Renditen) abgeleitet werden. Dazu wird ein Regimemodell (Hidden-Markov-Modell) verwendet. Hidden-Markov-Modelle sind Verfahren zur Analyse von Zeitreihen, mit deren Hilfe Marktregime identifiziert und spezifische Charakteristika von Zeitreihen abgebildet werden können. Für Finanzmarktzeitreihen sind das insbesondere „heavy tails“ in den Renditeverteilungen oder abwechselnde Zeiträume hoher und niedriger Volatilität („volatility clustering“), wie sie in unterschiedlichen Marktphasen zu beobachten sind. Werden mehrere Zeitreihen gemeinsam durch ein Hidden-Markov-Modell beschrieben, können zudem Korrelationseigenschaften, wie z.B. zeitliche Korrelationsänderungen oder „Correlation Breakdowns“, abgebildet werden.

## Risikosteuerung

Für die Risikosteuerung werden mögliche Kapitalmarktverläufe mithilfe von Monte-Carlo-Simulationen ermittelt. Dabei werden sämtliche Informationen des Regime-Modells verarbeitet. Die dadurch erzeugte Renditeverteilung dient als Basis für die Portfoliooptimierung. Schließlich wird das Portfolio ermittelt, das unter Einhaltung des vorgegebenen Risikolimits die höchste Rendite verspricht.

Wir verwenden drei unterschiedliche Varianten, um das Risikolimit zu bestimmen: die einfachste Möglichkeit ist ein konstanter Value-at-Risk, der für ein bestimmtes Quantil der simulierten Renditeverteilung vorgegeben wird (z.B. 6% für das 95% Quantil). Diese Variante führt tendenziell zu einer ausgewogenen Allokation im Zeitablauf.

Eine weitere Variante ist die Limitierung eines dynamischen Risikobudgets, das sich aus der unterjährigen Wertentwicklung des Portfolios ergibt. Dabei wird ein jährliches Verlustlimit, ein Risikobudget, am Jahresanfang vorgegeben (z.B. 8%). Im Laufe des Jahres wird dieses Risikobudget dynamisch angepasst, je nachdem wie sich der Wert des Portfolios entwickelt hat. Wenn das Portfolio im Laufe des Jahres Verluste erleidet, reduziert sich das Risikobudget entsprechend und die Allokation wird konservativer. Fallen im Laufe des Jahres jedoch Gewinne an, steht mehr Risikobudget zur Verfügung und die Allokation wird risikoreicher.

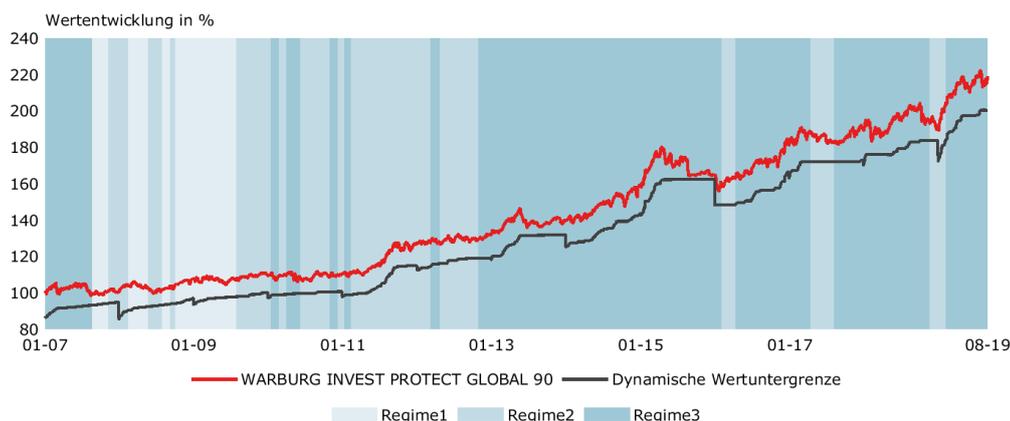
Zur Vermeidung von zu offensiven Allokationen im Jahresverlauf betrachten wir eine dritte Variante, das Risikolimit zu bestimmen, die sogenannte Höchststandsicherung. Dabei wird das jährliche Risikobudget auch unterjährig auf das am Jahresanfang vorgegebene Verlustlimit begrenzt. Verluste im Jahresverlauf führen also zu einem niedrigeren Risikobudget und einer konservativeren Allokation. Gewinne über den Wert am Jahresanfang hinaus erhöhen das Risikobudget jedoch nicht. Im Rahmen unseres Wertsicherungsprodukts verwenden wir diese Variante der Risikolimitierung.

## Warburg Invest – Modellstrategie PROTECT GLOBAL

Unsere Modellstrategie „Warburg Invest – PROTECT GLOBAL“ ist eine Ausprägungsform der oben beschriebenen Vorgehensweise mit zusätzlicher Wertsicherungskomponente. Sie kombiniert flexible Investitionen in weltweite Aktien und deutsche Renten mit einer Begrenzung der Verlustrisiken, auch bei überraschenden Marktverwerfungen. Wertsicherung bedeutet die Vermeidung des jährlichen Verlustes über eine vereinbarte Wertuntergrenze hinaus. Um im Jahresverlauf erzielte Performance abzusichern, wird die Wertuntergrenze bei steigenden Kursen dynamisch nachgezogen (Höchststandsicherung) und verringert damit auch unterjährig Wertschwankungen.

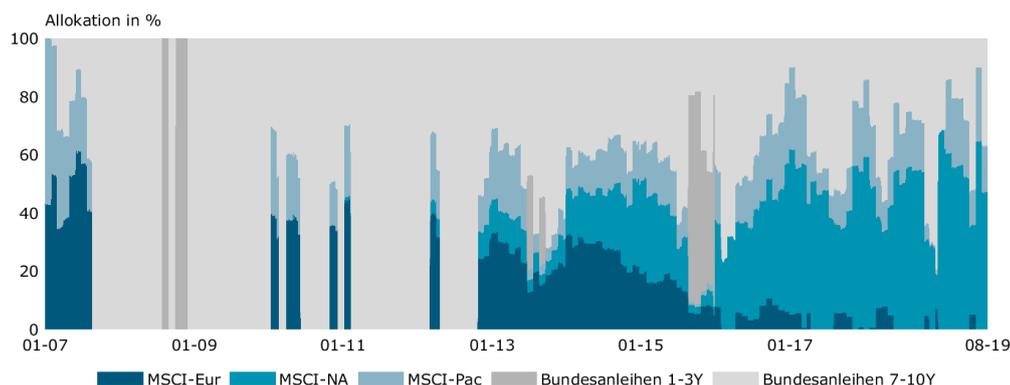
Dass sich die Risikosteuerung auf Basis des Regimemodells besonders für Wertsicherungsstrategien eignet, zeigt sich an unserer PROTECT GLOBAL Modellstrategie mit einer jährlichen Wertuntergrenze von 90%. Die Strategie liefert im Zeitablauf stabile Erträge (6,4 % Rendite p.a.), insbesondere aus Aktienmarktrenditen. Durch die Risikosteuerung wird aber auch die Wertuntergrenze jederzeit eingehalten, so dass auch in Krisenphasen höhere Verluste vermieden werden.

### Wertentwicklung unserer Modellstrategie PROTECT GLOBAL



Insbesondere am aktuellen Rand zeigt sich die Funktionsweise unserer PROTECT GLOBAL Modellstrategie. Mit dem fallenden Aktienmarkt Ende 2018 wurde die Aktienquote rechtzeitig deutlich auf etwa 20% verringert, um die Einhaltung der Wertuntergrenze zu gewährleisten. Mit Beginn des Jahres 2019 konnte die Strategie mit über 80% Aktienquote wieder am steigenden Aktienmarkt partizipieren.

### Allokation unserer Modellstrategie PROTECT GLOBAL



## Potential zur Einsparung von Risikokapital

Die Informationen aus dem Regimemodell bieten eine Vielzahl an möglichen Handelsstrategien. Eine Strategie auf Basis eines konstanten Risikolimits steht darüber hinaus im Einklang mit der im Monatsbericht der Deutschen Bundesbank vom März 2013 dargelegten Methodik zur Bestimmung des Marktpreisrisikos im Rahmen der Risikotragfähigkeitsberechnung. Dabei wird für das Risiko von Einzelpositionen üblicherweise eine Haltedauer von 250 Tagen unterstellt. Der Monatsbericht lässt allerdings explizit kürzere Haltedauern zu. Eine Möglichkeit dazu bietet ein konstantes Risikoniveau, das eine Neuinvestition in Einzelpositionen mit vergleichbarem Risikogehalt nach Abbau der ursprünglichen Position vorsieht (konstantes Risikoniveau).

Unsere Wertsicherungsstrategie passt das Portfolio monatlich an. Dabei wird eine Allokation gewählt, die das konstante monatliche Risikolimit einhält. Die Haltedauer der Marktpreisrisikopositionen ist somit monatlich. Zusätzlich werden Stressszenarien durch das Regimemodell berücksichtigt, was zur vorsichtigen Schätzung des Marktpreisrisikos beiträgt. Eine solche Strategie bietet einer Bank also potentiell die Möglichkeit, den Risikobetrachtungshorizont zu verkürzen (z.B. auf monatlich) und Risikokapital freizusetzen.

## Fazit

Die angeführte Wertsicherungsstrategie zeigt die Vorteile des Regimemodells: bei der Ermittlung der Renditeverteilung wird die Möglichkeit aller Marktregime berücksichtigt. Auch in Aufschwungphasen werden Krisenwahrscheinlichkeiten nicht „vergessen“ und fließen somit in jede Allokationsentscheidung ein. Darüber hinaus wurde ausgeführt, dass unsere regelbasierte Steuerung die Möglichkeit bietet, den Risikobetrachtungshorizont im Rahmen der Berechnung der Risikotragfähigkeit zu verkürzen und somit Risikokapital für Neugeschäft freizusetzen.

## *Asset Manager und Master KVG*





## Allianz Global Investors GmbH

### Adresse

|                         |  |
|-------------------------|--|
| <b>Strasse + Nummer</b> | Bockenheimer Landstraße 42-44  |
| <b>Stadt / City</b>     | Frankfurt  |
| <b>PLZ</b>              | 60323  |
| <b>Land</b>             | Deutschland  |
| <b>Gründungsjahr</b>    | 1955 (damals als dit, Fondsgesellschaft der Dresdner Bank)                       |
| <b>webpage</b>          | <a href="http://www.allianzglobalinvestors.de">www.allianzglobalinvestors.de</a> |

### Kontakte / Ansprechpartner



|                           |  |
|---------------------------|--|
| <b>Geschäftsbereich</b>   | Institutionell   |
| <b>Vorname, Name</b>      | Sven Treu  |
| <b>Titel und Funktion</b> | Director, Head of Risk Management Advisory                       |
| <b>Telefonnummer</b>      | +49 89 1220 7760   |
| <b>E-Mail</b>             | <a href="mailto:sven.treu@risklab.com">sven.treu@risklab.com</a> |



|                           |  |
|---------------------------|--|
| <b>Geschäftsbereich</b>   | Institutionell   |
| <b>Vorname, Name</b>      | Andreas Töpfer   |
| <b>Titel und Funktion</b> | Vice President, Investment Advisor   |
| <b>Telefonnummer</b>      | +49 89 1220 7772   |
| <b>E-Mail</b>             | <a href="mailto:andreas.toepfer@risklab.com">andreas.toepfer@risklab.com</a> |

### Anlagevehikel

Spezialfonds

## Services / Strategien im Themengebiet Risikomanagement

|                                  | Anlageregion / Assetklasse                              | seit wann? | Bemerkung / Hinweis  |
|----------------------------------|---|------------|--|
| <b>Risk Management Overlay</b>   | global, Multi-Asset inkl. Alternatives oder rein Aktien | 2005       | Derivatives Management der Beta-Risiken  |
| <b>Dynamic Tail Risk Hedging</b> | global, Aktien  | 2011       | Derivatives Management der Beta-Risiken über Aktien-Optionen   |
| <b>Portfolio Insurance Plus</b>  | global, Multi Asset, auch rein Aktien bzw. Renten       | 1997       | Management der Beta- und Alpha-Risiken von Multi-Asset-Portfolios im Rahmen eines kombinierten Gesamtmandats |

### Das Unternehmen als Asset Manager zum Thema Risikomanagement

Allianz Global Investors managt aktive Risiko- und Allokationsstrategien bereits seit 1997.

Zu Beginn strebten wir die Risikoreduzierung durch einen rein prozyklischen Ansatz bei der Asset-Allokation an. Dieser Ansatz war zwar hinsichtlich der Erreichung der Risikoziele sehr erfolgreich. Jedoch stellten wir zwei Verbesserungspotentiale fest: In Phasen anhaltend schwacher Märkte, in denen die Risikobudgets nahezu aufgebraucht waren, bestand aufgrund der strikten, einseitigen Konzentration auf die Risikovermeidung nicht genügend Flexibilität, um wieder neue Positionen am Markt einzugehen und so an einer Erholung teilzuhaben. Außerdem birgt eine rein prozyklische Strategie die Gefahr, während einer Korrektur im Anschluss an eine sehr positive Marktentwicklung einen erheblichen Teil der zuvor erzielten Outperformance wieder zu verlieren.

Aufgrund dieser Unzulänglichkeiten integrierten wir antizyklische Komponenten in die Strategie, die wir seit dem Jahr 2005 in Kundenportfolios umsetzen. Diese Erweiterung zielt auf die Gewinnmitnahme nach einem starken Kursanstieg ab und gibt uns die nötige Flexibilität, nach deutlichen Kursrückgängen wieder in den Markt einzusteigen. Sowohl bei der Umsetzung von Risikomanagementstrategien im Overlay, als auch bei der Kombination von pro- und antizyklischen Komponenten nahm Allianz Global Investors seit 2005 eine Vorreiterrolle ein und kann auf eine sehr erfreuliche Entwicklung der Assets under Overlay auf heute über 40 Mrd. Euro zurückschauen.

Im Rahmen der Evaluierung unserer dynamischen Risikomanagementstrategie sowie zur Ermittlung von Risikobudgets stellen wir bewusst nicht auf historische Backtests, sondern auf eine zukunftsorientierte Simulation ab. Das entsprechende Szenario-Set enthält typischerweise 10.000 Pfade und wird auf Basis eines proprietären Modells in unserem Haus erstellt, dem risklab Capital Markets Model. Die Grundlage für das risklab Capital Markets Model ist ein Kaskadenmodell, das explizit den Einfluss fundamentaler makroökonomischer Variablen berücksichtigt, um die Entwicklung von bspw. Zinssätzen oder Aktienrenditen zu beschreiben. Dieser Ansatz erlaubt eine integrierte Modellierung von Finanzmärkten und liefert ökonomisch sinnvolle und konsistente Szenarien. Unser Risikomodell ist seit 2003 im Einsatz, wurde in Zusammenarbeit mit der Technischen Universität München entwickelt und seitdem kontinuierlich weiterentwickelt. Das Risikomodell zeichnet sich u.a. durch die Berücksichtigung von schweren Rändern (Fat Tails), asymmetrischen Verteilungen (keine Normalverteilung), Stresskorrelationen in turbulenten Marktphasen und seine flexible Erweiterbarkeit aus.

Risk Management Overlay Portfolios werden bei Allianz Global Investors im Team Multi Asset Europe Overlay Strategies gemanagt, ebenso wie dynamische Tail Risk Management Portfolios. Das Portfolio-managementteam arbeitet eng mit den Experten von risklab, einer Tochter von Allianz Global Investors, zusammen. risklab ist Investment- und Risikoberatungsexperte und das Kompetenzzentrum für Risikomanagement von Allianz Global Investors.

## Wichtige Entwicklungen im Risikomanagement für institutionelle Investoren

Das veränderte Marktumfeld mit deutlich niedrigeren Zinsniveaus hatte bereits in den letzten Jahren sichtbare Auswirkungen auf die Strategische Asset Allokation von institutionellen Anlegern. Insbesondere nach den weiteren Zinsrückgängen in 2019 werden wir hier in naher Zukunft noch weitaus deutlichere Veränderungen in den Strategischen Asset Allokationen sehen. Das im Vergleich zur Vergangenheit stark veränderte Marktumfeld sowie die veränderten Strategischen Asset Allokationen müssen künftig von einem Risikomanagement zentral adressiert werden können.

Erste und deutlichste Folge ist eine Erhöhung risikobehafteter Anlageklassen in der Strategischen Asset Allokation, insbesondere Aktien und renditeorientierter und mit deutlichem Spread-Risiko behafteter Anlageklassen. Sich schnell ausweitende Spreads von Rentenanlageklassen sowie deutliche Aktienrückgänge stellen im Rahmen einer größeren zyklischen Krise ein substantielles Risiko dar. Diese Risiken müssen im Rahmen einer detaillierten zukunftsgerichteten Risikomessung analysiert und somit im Rahmen der Risikosteuerung adressiert werden können, rein historische Risikomodelle sind hier kein adäquater Rahmen.

Eine weitere Folge sind zunehmende Allokationen von illiquiden alternativen Anlageklassen in der Strategischen Asset Allokation. Zur konsistenten und ganzheitlichen Definition und Kontrolle von Risikobudgets im Rahmen der gesamten Strategischen Asset Allokation müssen illiquide alternative Anlageklassen ebenfalls im zukunftsgerichteten Risikomodell mit ihrem ökonomischen Risiko abgebildet werden können. Das Risikomanagement bzw. die Risikosteuerung muss im Rahmen eines klaren Prozess mit diesen Risiken umgehen können. Das bedeutet keineswegs, dass illiquide alternative Anlageklassen von einer vorhandenen Risikosteuerung aktiv gemanagt werden sollten, diese wäre aus unserer Sicht sogar weniger sinnvoll. Aber die grundsätzlichen Rendite- und Risiko-Charakteristika dieser Anlageklassen müssen im Risikomanagement bzw. einer Risikosteuerung integriert berücksichtigt werden.

Wenn wir einen Blick in die weiter entfernte Zukunft wagen, dann werden auch Marktumfelder mit steigenden Zinsen als ein Risikofaktor, der über die letzten Jahre kaum Relevanz hatte, wieder ins Zentrum der Strategischen Asset Allokation rücken. Angesichts der stark negativen Wirkung auf durationsbehaftete Anlageklassen im Portfolio sollte dieses Risiko ebenfalls über eine zukunftsgerichtete Risikomessung erfasst werden und von einem Risikomanagement adressiert werden. Eine rein historische Betrachtung des Risikofaktors Zins liefert keinen adäquaten Aufschluss über das inhärente Risiko künftiger Zinsanstiege.

# BANTLEON

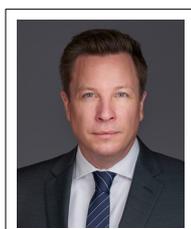
Institutional Investing

## BANTLEON

### Adresse

|                         |                     |
|-------------------------|---------------------|
| <b>Strasse + Nummer</b> | Aegidientorplatz 2a |
| <b>Stadt / City</b>     | Hannover            |
| <b>PLZ</b>              | 30159               |
| <b>Land</b>             | Deutschland         |
| <b>Gründungsjahr</b>    | 1991                |
| <b>webpage</b>          | www.bantleon.com    |

### Kontakte / Ansprechpartner



|                           |   |
|---------------------------|---|
| <b>Geschäftsbereich</b>   | Institutionell  |
| <b>Vorname, Name</b>      | Ulf Möller  |
| <b>Titel und Funktion</b> | Leiter Relationship Management Institutionelle Investoren |
| <b>Telefonnummer</b>      | +49 (0) 511 288 798 0                                     |
| <b>E-Mail</b>             | ulf.moeller@bantleon.com                                  |

### Anlagevehikel

#### Spezialfonds

### Services / Strategien im Themengebiet Risikomanagement

|                           | Anlageregion /<br>Assetklasse | seit wann? | Bemerkung / Hinweis |
|---------------------------|-------------------------------|------------|---------------------|
| <b>Overlay Management</b> | Anleihen/<br>Aktien           | 2008       | k.a.                |
| <b>Wertsicherung</b>      | Anleihen/<br>Aktien           | 2008       | k.a.                |

## Das Unternehmen als Asset Manager zum Thema Risikomanagement

Historisch tiefe Zinsen weit unterhalb der Inflationsrate, hohe Volatilitäten an den Finanzmärkten, hohe Korrelationen und gestiegene aufsichtsrechtliche Anforderungen stellen institutionelle Investoren vor besondere Herausforderungen. BANTLEON bleibt ein Spezialist für das Thema Kapitalerhalt. Aufgrund des globalen Strukturwandels ist Kapitalerhalt aber nicht mehr zwingend nur mit Anleihen verbunden. Vor allem der demografische Trend und der technologische Umbruch werden die Finanzmärkte auch künftig prägen. Entsprechend werden sich auch die Kapitalanlagen institutioneller Investoren weiterhin verändern. Es ist unser strategisches Ziel, diesen Wandel zu begleiten und die dafür geeigneten Anlagelösungen zur Verfügung zu stellen. Dazu können institutionelle Anleger bei BANTLEON aus vier Bereichen wählen: »Anleihenmanagement«, »Aktien- und Alternative Lösungen«, »Quant Lab« sowie »Taktische Asset Allocation«. Jede dort zugrundeliegende Managementmethode ist auf die Bedürfnisse institutioneller Investoren optimiert – mit einem selektiven Anlageuniversum, einem strukturierten Managementprozess, optimiertem Ertrag-Risiko-Profil und hoher Transparenz.

Im Rahmen von Spezialfondsmandaten setzt BANTLEON neben geläufigen Risikomanagementmethoden, wie z.B. Overlay-Management, auf die Strategie BANTLEON MANAGED RISK. Der Ansatz berücksichtigt individuelle Risikobudgets, indem die Risiken des Portfolios nur so groß sein dürfen, dass ein möglicherweise eintretender Verlust nicht mehr als das gewählte Risikobudget aufzehrt. Je nach vorhandenem Risikopolster werden die Investmentrisiken erhöht (auf Wunsch auch gehebelt) oder reduziert.

Ausgehend von den strategischen Vorgaben des Investors ermitteln wir für jede Anlageklasse das Verlustrisiko basierend auf historischen Daten. Für jedes Anlageinstrument legen wir die adäquate Haltedauer in Verbindung mit dem gewünschten Value-at-Risk-Konfidenzniveau zugrunde und bestimmen daraus den Risikobeitrag. Bei der Risikoeinschätzung aller im Portfolio befindlichen Anlageinstrumente werden zudem Korrelationseffekte konsequent ausgeblendet und alle Einzelrisiken addiert. Die Wertuntergrenze wird dadurch erhalten.

Investoren profitieren von einer dynamischen Steuerung der Risikoinvestments, die sich durch die Multi-Perioden-Optimierung der Risikokapitalrendite auszeichnet. Auf Basis der fundamentalen Marktprognosen erstellt unser Portfolio Management am Anfang jeder Wertsicherungsperiode eine strategische Asset Allocation und ermittelt den Risikobedarf des gesamten Portfolios. Das Portfoliorisiko wird mit dem zur Verfügung stehenden Risikobudget abgeglichen. Daraus ergibt sich der »Risikoskalierungsfaktor«. Benötigt die Asset Allocation mehr Risikobudget, als verfügbar ist, was einem Risikoskalierungsfaktor von kleiner 100% entspricht, so wird die strategische Zielausrichtung proportional reduziert. Sollte das vorhandene Risikobudget größer sein als das erforderliche Risikobudget und demzufolge der Risikoskalierungsfaktor größer als 100%, so wird die Zielausrichtung vollständig umgesetzt.



**BERENBERG**  
PRIVATBANKIERS SEIT 1590

## Berenberg, Joh. Berenberg, Gossler & Co. KG

### Adresse

|                         |                        |
|-------------------------|------------------------|
| <b>Strasse + Nummer</b> | Neuer Jungfernstieg 20 |
| <b>Stadt / City</b>     | Hamburg                |
| <b>PLZ</b>              | 20354                  |
| <b>Land</b>             | Deutschland            |
| <b>Gründungsjahr</b>    | 1590                   |
| <b>webpage</b>          | www.berenberg.de       |

### Kontakte / Ansprechpartner



|                           |                                     |
|---------------------------|-------------------------------------|
| <b>Geschäftsbereich</b>   | Institutionell                      |
| <b>Vorname, Name</b>      | Uwe Schwedewsky                     |
| <b>Titel und Funktion</b> | Head of Institutional Sales Germany |
| <b>Telefonnummer</b>      | +49 40 35060 235                    |
| <b>E-Mail</b>             | uwe.schwedewsky@berenberg.de        |



|                           |                             |
|---------------------------|-----------------------------|
| <b>Geschäftsbereich</b>   | Institutionell              |
| <b>Vorname, Name</b>      | Jens Rotterdam              |
| <b>Titel und Funktion</b> | Product Specialist Overlay  |
| <b>Telefonnummer</b>      | +49 40 35060 8244           |
| <b>E-Mail</b>             | jens.rotterdam@berenberg.de |

### Anlagevehikel

Spezialfonds

### Services / Strategien im Themengebiet Risikomanagement

|                   | Anlageregion /<br>Assetklasse | seit wann? | Bemerkung / Hinweis |
|-------------------|-------------------------------|------------|---------------------|
| Overlaymanagement | Währungen                     | 2006       |                     |
| Overlaymanagement | Aktien                        | 2006       |                     |
| Overlaymanagement | Zinsen                        | 2006       |                     |

## Das Unternehmen als Asset Manager zum Thema Risikomanagement

### Berenberg

#### „Verantwortungsvolles Handeln ist unser Prinzip“

Berenberg wurde 1590 gegründet und gehört heute mit den Geschäftsbereichen Wealth and Asset Management, Investment Banking und Corporate Banking zu den führenden europäischen Privatbanken. Mit festem Bezug zu unserer Tradition tragen rund 1.600 Mitarbeiter unseren Geschäftserfolg in die Zukunft. Das verwaltete Vermögen beträgt 36,7 Mrd. Euro per 31.12.2018.

Seit unserer Gründung vor 429 Jahren wurde Berenberg lediglich von 38 persönlich haftenden Gesellschaftern geführt. Auch die heutigen Partner Dr. Hans-Walter Peters und Hendrik Riehmer blicken beide auf eine über 20-jährige Tätigkeit bei Berenberg zurück. Sie gehören neben der Familie v. Berenberg zu den wichtigsten Gesellschaftern. Heute ist Berenberg in Europa und Amerika vertreten.

### Unsere Geschäftsbereiche



#### Wealth and Asset Management

- Persönliche Beratung und aktive Investmentlösungen für langfristig orientierte Anleger
- Renommiertes Aktien-Team
- Vermögensverwaltende Multi-Asset-Strategien
- Quantitative Strategien
- Overlay Management
- Exklusive Side Investments

#### Investment Banking

- Equities
- Corporate Finance
- Financial Markets

#### Corporate Banking

- Firmenkunden
- Structured Finance
- Infrastructure & Energy
- Shipping
- Immobilien
- Payment Services
- Kreditfonds

#### Weitere Dienstleistungen

- Real Estate

#### Tochtergesellschaften

- Berenberg Asset Management LLC (New York)
- Berenberg Capital Markets LLC (New York, Boston, San Francisco)

## **Kernkompetenzen im Asset Management**

Unser Asset Management konzentriert sich sehr bewusst auf ausgewählte Bereiche, in denen wir über ausgesprochene Kompetenz verfügen und einen klaren Mehrwert liefern können. Dabei vereinen wir verschiedene aktive Investmentstile – diskretionär und quantitativ – unter einem Dach. Die Umsetzung für institutionelle Anleger erfolgt in Publikumsfonds, Spezialfonds und individuellen Strategien.

### **Aktien**

Renommiertes Aktienfondsmanagement-Team mit bewährtem Ansatz: fundamentale Einzeltitelanalyse, langfristiger Investmenthorizont und kontinuierliches Risikomanagement unter Einbezug von ESG-Kriterien.

### **Multi Asset**

Global anlegende vermögensverwaltende Strategien sowie opportunistische Ansätze: entscheidungsstarke und nachvollziehbare Umsetzung der Kapitalmarktmeinung – auch antizyklisch und abseits von Benchmarks.

### **activeQ**

Quantitative Selektionsstrategien für Aktien, Anleihen und Multi Asset mit einem klar strukturierten Investmentprozess und objektiven, transparenten Anlageentscheidungen.

### **Liquid Alternatives**

Systematische, über verschiedene Anlageklassen diversifizierte Risikoprämienstrategien zur Erwirtschaftung weitgehend marktneutraler Erträge.

### **Overlay Management**

Maßgeschneiderte Risikomanagementstrategien zur systematischen und transparenten Absicherung von Zinsänderungs-, Aktienmarkt- und Währungsrisiken.

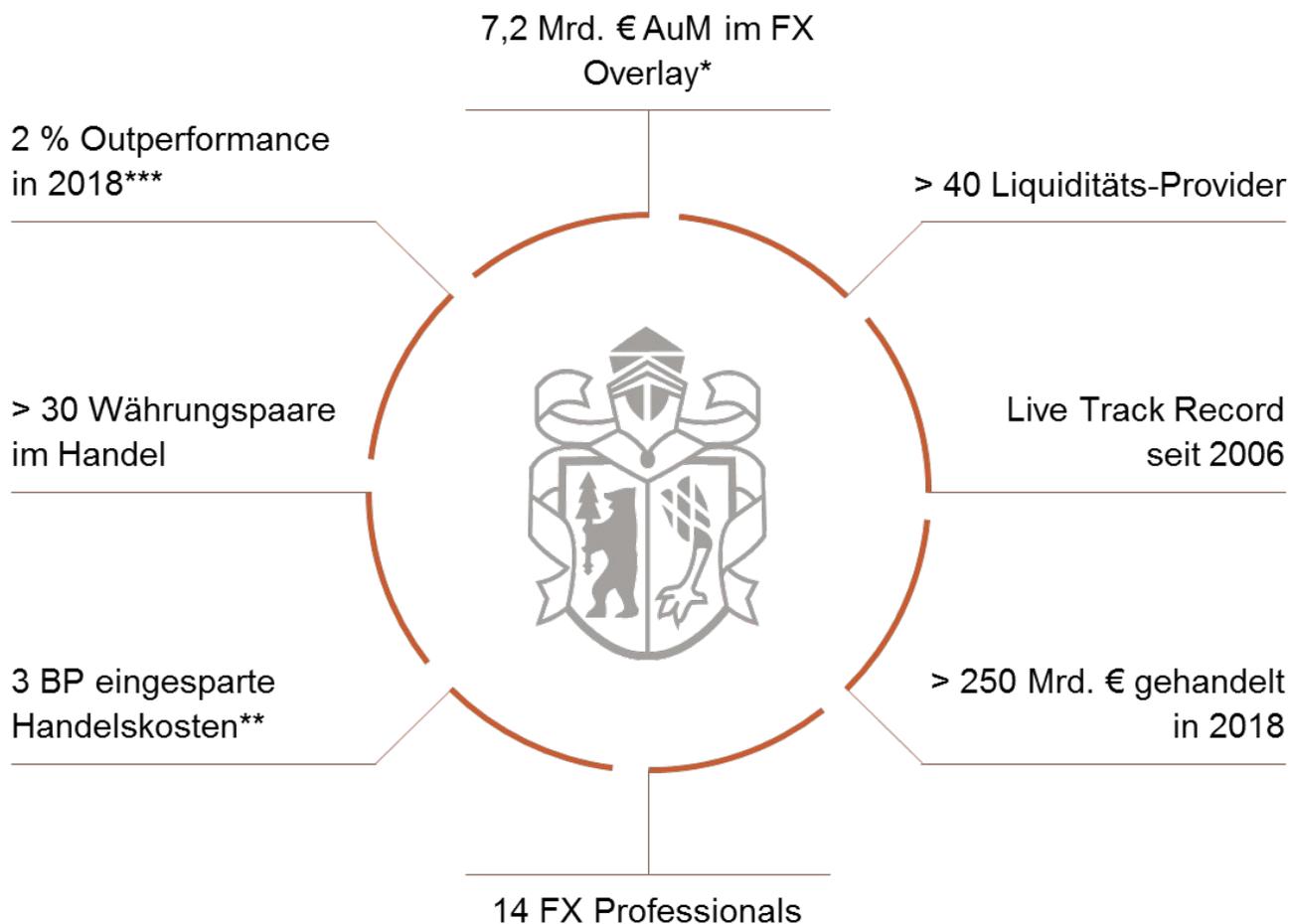
### **Kreditfonds**

Das Kredit-Know-how und Netzwerk von Berenberg ermöglichen einen attraktiven Zugang zu Private-Debt-Märkten.

### **Immobilien**

Wertorientiertes strategisches Management und Steuerung von Wohn- und Gewerbeimmobilien in erstklassigen Lagen – vorrangig in Deutschland – vom Ankauf über das Asset Management bis hin zum Exit.

## Währungsmanagement bei der ältesten Bank Deutschlands



### Dafür steht das Berenberg Overlay Management

#### 1. Flexibilität in der Implementierung

Mit unserer langjährigen Erfahrung haben wir unterschiedlichste Aufsatzlösungen mit unseren Kunden erfolgreich umgesetzt. Dabei ist eine reibungslose Anbindung zu den relevanten Asset Managern ebenso entscheidend wie ein aussagekräftiges Reporting, welches sich nahtlos in Ihr bestehendes Risikomanagement eingliedert.

#### 2. Qualität im Handel

Der Ausweis indirekter Kosten ist eine notwendige Bedingung, um nachhaltig Transaktionskosten einzusparen. Die Leistung unseres Agency Execution Desks wird durch einen von uns unabhängigen Spezialisten (BestX) evaluiert. Die Ergebnisse stellen wir unseren Kunden quartalsweise zur Verfügung und bieten somit maximale Transparenz.

#### 3. Stabiler Investmentprozess

Im Rahmen eines Risikomanagements ist eine klare und verlässliche Performance-Charakteristik erforderlich. Unser hauseigenes Quantitative Research Team ist in enger Zusammenarbeit mit dem Portfoliomanagement für die Forschung und Entwicklung robuster systematischer Modell-Setups verantwortlich. Somit sind wir sowohl unabhängig von einzelnen Schlüsselpersonen, als auch von externen Dienstleistern.

\* per 30.08.2019

\*\* Durchschnittliche Einsparung gegenüber dem Risikotransfer Preis in G10 Währungen; Quelle: BestX, Berenberg

\*\*\* Im Vergleich zu einer monatlich rollierenden statischen EURUSD Sicherung.

## Wichtige Entwicklungen im Risikomanagement für institutionelle Investoren

**„It’s all about cash!“**

### Herausforderungen im Währungsmanagement illiquider Investments

Bei illiquiden Investments handelt es sich in der Regel um Vermögensanlagen in Immobilien, Infrastruktur, Private Equity oder Private Debt. Diese Investments weisen bestimmte Merkmale auf, die sie von Investments in liquide Kapitalanlagen deutlich unterscheiden. Die Unterschiede bestehen primär in der Anlagestruktur, dem Fehlen eines effizienten Sekundärmarkts, einem langen Anlagehorizont und einem erhöhten Risiko aufgrund ungenauer und nicht kontinuierlicher Bewertungen.<sup>1</sup>

Berücksichtigt man die aufgeführten spezifischen Merkmale illiquider Kapitalanlagen wird die facettenreiche Aufgabe des Währungsmanagement internationaler Investitionen noch komplexer. Ein effektiver Umgang mit dem damit verbundenen Währungsrisiko setzt zwingend gute Kenntnisse über die spezifischen Merkmale dieser Anlageklasse voraus. Denn obwohl die Währungsposition gewissermaßen nur ein Nebenprodukt der Investitionsentscheidung ist, können Wechselkursschwankungen den Gesamterfolg des Investments signifikant beeinflussen. Aus diesem Grund sollte dieses Risiko nicht vernachlässigt, sondern vielmehr sorgfältig gesteuert werden. Dabei entstehen die zu berücksichtigenden ökonomischen Währungsrisiken, sobald der Underlying Manager die vereinbarten Kapitalzusagen des Investors abrufen. Das abgerufene, eingesetzte Eigenkapital des Anlegers spiegelt sich im NAV des Investments über den gesamten Anlagezyklus wider. Unsere Gespräche und Erfahrungen mit institutionellen Investoren zeigen, dass sich der jeweils aktuelle NAV des Investments als relevante Größe für die Absicherung, am besten eignet.

In Abbildung 1 wird exemplarisch anhand eines Privat Debt Projekts in USD die NAV Entwicklung sowohl in USD als auch ungesichert in EUR über den gesamten Anlagezyklus dargestellt. Gut erkennbar ist, dass der NAV der Investition in EUR fortlaufend durch die EURUSD–Wechselkursschwankungen beeinflusst wird und dieser damit unmittelbare Auswirkungen auf den Gesamterfolg der Kapitalanlage hat. Besonders die kontinuierliche Aufwertung des EUR gegenüber dem USD in den Jahren 2002 bis 2007 sowie in 2017 zeigt deutlich das ökonomische Risiko einer ungesicherten Währungsposition auf den zu bewertenden Erfolg des Investments. Aufgrund eines negativen Ergebnisbeitrags aus der Wechselkursentwicklung kann ein an sich positiver Beitrag aus dem Underlying in USD zu einer aggregierten negativen Jahresperformance des Investments in EUR führen.

<sup>1</sup> Die Besonderheiten der Anlagestruktur und Investitionsphasen illiquider Investments haben wir in unserer Publikation „Währungsmanagement für illiquide Kapitalanlagen“ ausführlich diskutiert und erörtert.

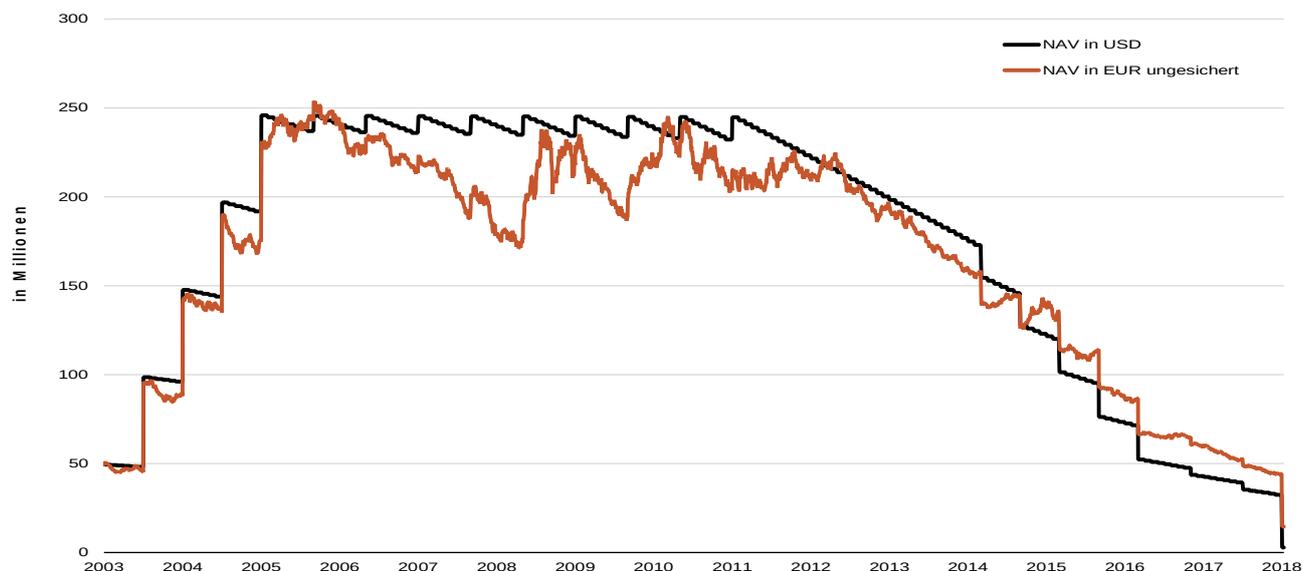


Abbildung 1: Exemplarische NAV Entwicklung eines Private Debt Projektes in USD und ungesichert in EUR. Quelle: Berenberg, Bloomberg.

Das Beispiel verdeutlicht, dass zur Minimierung des ökonomischen Risikos das Thema Währungsmanagement bei illiquiden Investments aus Investorensicht nicht unberücksichtigt gelassen werden sollte. Bereits 2016 haben wir uns in der Publikation „Währungsmanagement für illiquide Kapitalanlagen“ ganzheitlich der Materie gewidmet. Aufgrund der anhaltend hohen Nachfrage nach dieser Anlageform und den Erfahrungen aus zahlreichen Gesprächen mit Investoren und Managern in den letzten Jahren, möchten wir die Thematik erneut aufgreifen. Dabei stellen wir das Thema in den Mittelpunkt unserer Betrachtung, welches sich in vergangenen Gesprächen regelmäßig als größte Herausforderung bei der Implementierung eines Währungsmanagements abgezeichnet hat.

### Worin besteht die größte Herausforderung beim Währungsmanagement für illiquide Investments?

Die größte Herausforderung ist die strukturelle Illiquidität – im Gegensatz zur temporären Illiquidität, von der andere Asset-Klassen von Zeit zu Zeit betroffen sind. Investitionen in illiquide Anlagen werden oft über geschlossene Fondsstrukturen getätigt, die nicht ohne weiteres gekauft oder veräußert werden können, da ein effizienter Sekundärmarkt nicht vorhanden ist. Ein Investor, der ein internationales Aktien- oder Anleiheportfolio absichern will, kann zur Deckung seines Liquiditätsbedarfs aus einer Devisensicherung einen Teil seiner ausländischen Anlagen verkaufen. Das ist bei geschlossenen Beteiligungen in der Regel nicht möglich. Diese haben üblicherweise keine großen Barreserven, da sie voll investiert bleiben wollen, was enorme Auswirkungen auf das Währungsmanagement hat. Dieser Aspekt muss unbedingt berücksichtigt werden, da jegliche aus dem Hedging-Programm resultierende Liquiditätserfordernisse (s. Abbildung 2) nicht durch das zugrundeliegende Investment gedeckt werden können.

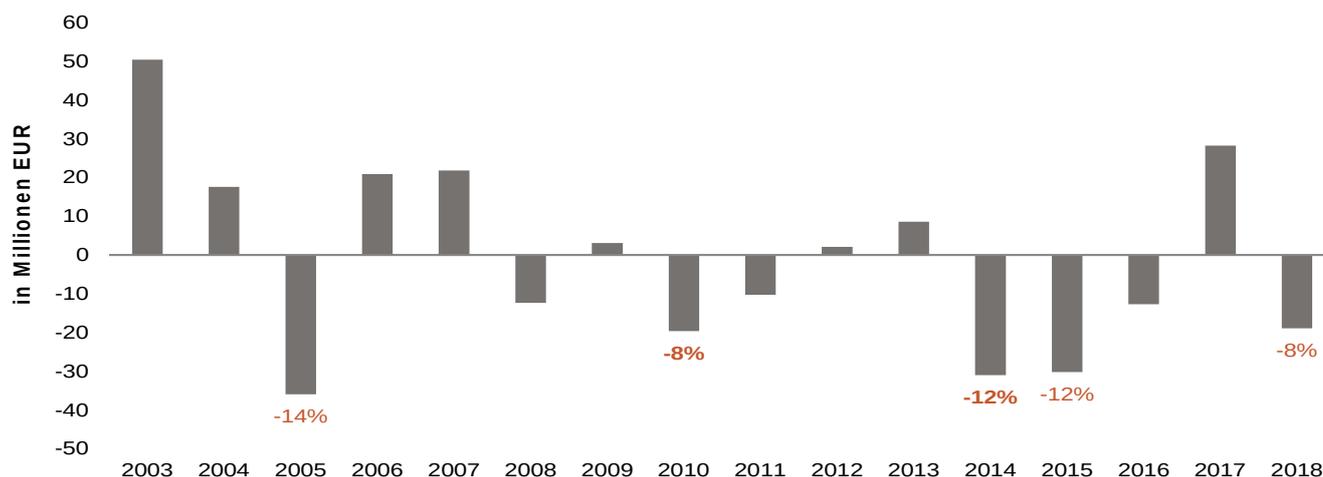


Abbildung 2: Historische Liquiditätseffekte in EUR einer statischen EURUSD Sicherung über 250 Mio. US. Quelle Berenberg, Bloomberg.

Liquiditätsrisiken treten auf, wenn Sicherheiten gestellt oder Hedging-Geschäfte durch Barausgleich erfüllt werden müssen. Wertet im oben skizzierten USD-Private Debt Projekt beispielsweise der USD gegenüber dem EUR auf, so erhöht dies den Buchwert des Projekts für den Investor aus der Eurozone. Dieser Effekt bleibt jedoch liquiditätsunwirksam, bis die Beteiligung wieder zurückgezahlt wird. Geht der Investor zusätzlich eine USD-Devisensicherung ein, nehmen die Sicherungsgeschäfte aufgrund der USD-Aufwertung einen negativen Marktwert an. Devisensicherungen werden üblicherweise über einen relativ kurzen Zeitraum abgeschlossen, um hohe Aufschläge für Ausfallrisiken oder geringe Liquidität bei langen Laufzeiten zu vermeiden. Die Sicherungsposition wird durch eine kontinuierliche Prolongation permanent aufrechterhalten, wodurch am Tag der Verlängerung ein potenzieller negativer Marktwert der Sicherung ausgeglichen werden muss. So hätte ein Investor beispielsweise für das Kalenderjahr 2018 ca. 8 % des gesicherten Fremdwährungsexposures aufbringen müssen, um den Liquiditätsbedarf aus den eingegangenen statischen Sicherungen bedienen zu können.

**Aus diesem Grund müssen Liquiditätsquellen zur Bedienung der Cashflows vorhanden sein, was die Liquiditätsanforderungen in den Mittelpunkt jeglicher Hedging-Überlegungen rückt.**

### Woher kann die notwendige Liquidität beschafft werden?

Dies hängt von der Frage ab, auf welcher Ebene die Devisensicherung angesetzt ist: Beim spezialisierten Underlying Manager oder dem Investor. Findet das Währungsmanagement auf der Ebene des Underlying Managers statt, so könnte dieser einen gewissen Anteil des abgerufenen Kapitals zurückhalten und nicht investieren, um auf diese Weise mögliche negative Cashflows bedienen zu können. Er könnte zum gleichen Zweck auch Teile der anfallenden Ausschüttungen einbehalten. Auch die Vereinbarung einer Nachschusspflicht seitens der Investoren kann dem spezialisierten Manager die notwendige Sicherheit geben, dem Liquiditätsbedarf aus der Währungssicherung jederzeit nachkommen zu können. All diese Vorgehensweisen führen jedoch dazu, dass das ursprünglich vom Investor angestrebte Renditeziel nicht erreicht werden kann. Unterschiedliche regulatorische Anforderungen und interne Restriktionen der Investoren können auf dieser Ebene ebenfalls nicht berücksichtigt werden. Des Weiteren sind Underlying Manager illiquider Anlagen nicht selten hoch spezialisiert und konzentriert auf ihre Kernkompetenz. Werden sie zudem mit dem Risikomanagement bestehender Fremdwährungspositionen beauftragt, neigen sie erfahrungsgemäß zu einer aus ihrer Sicht vermeintlich schnellen und einfachen Umsetzung. Dabei werden für das Währungsmanagement wesentliche Erfolgsfaktoren, insbesondere die Qualität und Transparenz in der Exekution, oftmals nicht ausreichend berücksichtigt und umgesetzt.

Erfolgt die Devisensicherung auf der Ebene des Investors, kann sich der Underlying Manager ausschließlich auf seine Kernkompetenz, die Selektion und Verwaltung attraktiver illiquider Investments, konzentrieren. Darüber hinaus ergibt sich auf dieser Ebene neben mehr Flexibilität auch mehr Individualität in der Ausgestaltung der Sicherungsstrategie. So können der Aufsatz im Direktbestand des

Anlegers oder innerhalb einer bestehenden Masterfondsstruktur Optionen sein, die Liquidität effizient zu steuern. Im Rahmen eines zentralen Währungsmanagements werden die vorhandenen Barmittel über verschiedene Anlageklassen eingesetzt bzw. liquide Assets können bei Bedarf kurzfristig veräußert werden. Bei der Ausgestaltung der Sicherungsstrategie können in diesem Fall sämtliche Fremdwährungen sowie die individuelle Risikoneigung des Investors berücksichtigt und mögliche Nettingeffekte genutzt werden. Ein professioneller Währungsmanager verfügt zudem über einen separaten Execution Desk, der auf die Ausführung sämtlicher Devisentransaktionen im Auftrag des Investors spezialisiert ist. Erfolgt die Anschaffung und die Sicherung der Fremdwährung aus einer Hand, kann das Risiko einer zeitweisen Über- oder Untersicherung eliminiert werden. Beide Transaktionen implizieren zudem indirekte nicht ausgewiesene Kosten, deren Einfluss regelmäßig unterschätzt wird. Ein transparenter Kostenausweis, beispielsweise über das Heranziehen einer unabhängigen Benchmark, ist daher notwendig, um die Qualität der Währungssicherungsstrategie umfänglich beurteilen zu können.

### **Wie kann der Liquiditätsbedarf minimiert werden?**

In Abbildung 1 wird eine passive Sicherung unterstellt, die statisch permanent das gesamte Fremdwährungsvolumen sichert. Um den Liquiditätsbedarf zu managen bzw. reduzieren, kann auf eine Vielzahl unterschiedlicher Sicherungsstrategien zurückgegriffen werden. Es gibt jedoch nicht die eine ultimative Lösung für dieses Problem. Aus diesem Grund ist es entscheidend, immer eine genaue Analyse der jeweiligen Situation und den individuellen Anforderungen des Investors durchzuführen. Nachstehend sind eine Reihe möglicher Lösungsansätze aufgeführt, die zu einer besseren Steuerung herangezogen werden können.

Eine Absicherung mit Devisenoptionen bietet eine Vielzahl unterschiedlicher Ausgestaltungsmöglichkeiten, um einen effizienten Schutz vor fallenden Kursen zu erhalten. Hierzu werden regelmäßig Geschäfte mit gegenläufigen Auszahlungsprofilen zu komplexen Strukturen kombiniert. Allerdings ist der Preis dieser Versicherung (Optionsprämie) verhältnismäßig hoch und wird auch dann fällig, wenn die Option wertlos verfällt.

Im begrenzten Umfang kann auch ein Cashflow Management die Höhe und Häufigkeit der negativen Cashflows kontrollieren, ohne einen effektiven Schutz bieten zu können. Wird ein vorab vereinbarter maximal negativer Betrag aus dem Sicherungsgeschäft erreicht, wird dieses sofort geschlossen. Auf diese Weise kann verfügbare Liquidität (bspw. aus regelmäßigen Ausschüttungen) mit den Zahlungsverpflichtungen aus der Währungssicherung verbunden werden. Der Wirkungsgrad dieser Strategie wird durch die Vereinbarung eines (täglichen) Austauschs von Sicherheiten hinfällig.

Ein weitaus effizienterer Ansatz ist ein aktives Währungsmanagement. Dabei wird die Sicherungsquote des Fremdwährungsvolumens dynamisch an die jeweilige Marktentwicklung angepasst. Ziel ist es, das Portfolio vor negativen Einflüssen des Wechselkurses zu schützen und an einer positiven Entwicklung zu partizipieren. Dies kann erreicht werden, indem die Sicherungsquote bei einer Abwertung der Fremdwährung erhöht und bei einer Aufwertung reduziert wird. Das Auszahlungsprofil ist dabei grundsätzlich ähnlich zu dem einer Option - jedoch in der Regel deutlich günstiger.

### **Zusammenfassung und Fazit**

Die unverwechselbaren Merkmale illiquider Kapitalanlagen - insbesondere die Einschränkungen der Marktliquidität – müssen zwingend bei der Implementierung einer Währungssicherungsstrategie berücksichtigt werden. Entscheidend beim Umgang mit den Liquiditätseinschränkungen dieser Anlageklasse ist die Ebene, auf der die Währungssicherungsstrategie implementiert wird. Erfolgt diese beim Investor selbst ergeben sich deutlich mehr Ausgestaltungsmöglichkeiten. Für die anschließende Umsetzung ist es von grundlegender Bedeutung, die mit den einzelnen Investitionsphasen verbundenen Risiken genau zu analysieren und zu verstehen. Ein effizientes Währungsmanagement kann auf lange und kurze Sicht den Einfluss von Wechselkursbewegungen auf die Investitionserträge reduzieren. Wechselkursschwankungen können sich erheblich auf den Gesamterfolg einer Kapitalanlage auswirken und müssen daher angemessen gesteuert werden, um das ökonomische Risiko sowie das Cashflow Risiko zu mindern.



H&A  
GLOBAL INVESTMENT  
MANAGEMENT

## H&A Global Investment Management GmbH

### Adresse

|                         |   |
|-------------------------|---|
| <b>Strasse + Nummer</b> | mainBuilding<br>Taunusanlage 19                                   |
| <b>Stadt / City</b>     | Frankfurt am Main   |
| <b>PLZ</b>              | 60325   |
| <b>Land</b>             | Deutschland   |
| <b>Gründungsjahr</b>    | 01.10.2018 (1796, ehem. H&A Privatbankers AG<br>Asset Management) |
| <b>webpage</b>          | <a href="https://www.hagim.de/">https://www.hagim.de/</a>         |

### Kontakte / Ansprechpartner



|                           |                                 |
|---------------------------|---------------------------------|
| <b>Geschäftsbereich</b>   | Institutionell                  |
| <b>Vorname, Name</b>      | Matthias Deutsch                |
| <b>Titel und Funktion</b> | Director – Senior Sales Manager |
| <b>Telefonnummer</b>      | +49 69 8700 847 362             |
| <b>E-Mail</b>             | Matthias.Deutsch@ha-gim.com     |



|                           |                               |
|---------------------------|-------------------------------|
| <b>Geschäftsbereich</b>   | Institutionell                |
| <b>Vorname, Name</b>      | Dr. Wolfgang Kirschner        |
| <b>Titel und Funktion</b> | Geschäftsführer               |
| <b>Telefonnummer</b>      | +49 89 6931094                |
| <b>E-Mail</b>             | wolfgang.kirschner@ha-gim.com |

### Anlagevehikel

**Spezialfonds**

H & A Rendite Plus

**Publikumsfonds**

Individuell nach Kundenwünschen, MF + SF

**Andere Vehikel**

Triple-Save Overlay

## Services / Strategien im Themengebiet Risikomanagement

|                                       | Anlageregion /<br>Assetklasse  | seit wann? | Bemerkung / Hinweis   |
|---------------------------------------|--|------------|---|
| <b>Overlaymanagement</b>              | Für alle Hüllen<br>anwendbar<br>(Master-,<br>Spezialfonds,<br>Pufos oder<br>Einzelwerte) | 2004       | „Triple-Safe Risikooverlay“<br>Liefert das Ein + Ausstiegssignal VaR,<br>Drawdown, Budget |
| <b>Wertsicherungs-<br/>strategien</b> | Spezialfonds   | 2004       | Individuell nach Risikobudget   |

## Das Unternehmen als Asset Manager zum Thema Risikomanagement

### Vorstellung Firma und Risikomanagement HAGIM

Die H&A Global Investment Management GmbH (HAGIM) ist ein Joint Venture der 1796 gegründeten Privatbank Hauck & Aufhäuser Privatbankiers AG, der Taunus Group S.A. (Frankfurter Leben Gruppe), als Konsolidierungsplattform für den deutschen Lebensversicherungs- und Pensionskassenmarkt, sowie dem multinationalen Investor Fosun International Ltd. Die Assets under Management der HAGIM belaufen sich aktuell auf über 12 Mrd. Euro.

Die Muttergesellschaft beider o.g. Gesellschaften ist die Fosun International Ltd. (Fosun), als größter börsengehandelter Konzern, in überwiegendem Privatbesitz, in der Volksrepublik China. Das Gesamtvermögen beläuft sich auf 81,1 Mrd. Euro per 31.12.2018. Das Unternehmen Fosun wurde 1992 von vier Universitäts-Absolventen der Fudan-Universität in Shanghai gegründet, und notiert seit 2007 an der Börse Hongkong.

Die HAGIM als aktiver Asset Manager - mit über 80% institutionellen Kundenanteil -, hat das Ziel, regulierten Investoren in den für sie relevanten Assetklassen einen Mehrwert zu liefern. Dazu zählen eine fundierte Marktmeinung, umfangreiches Research und klar definierte, erfolgreiche Investmentprozesse. Neben professionellen Investoren werden Vermögen von Privat- und Unternehmerkunden in der Vermögensverwaltung sowie Publikumsfonds verwaltet.

Kernkompetenzen sind die Bereiche Fixed Income inklusive High Yield, Europäische Small & Mid Caps, und Multi Asset Lösungen. Ethisch-nachhaltige Investments (Track Record seit 1995) und Private Debt. Effiziente Risikomanagement Lösungen spielen hierbei - Assetklassen übergreifend - eine wichtige Rolle für uns.

### Wie wir Risikomanagement leben...

Hier profitieren unsere Kunden von einem der wichtigsten Hauck & Aufhäuser-Grundsätze der Historie: Unsere Relationship- und Portfoliomanager handeln im Interesse der Kunden und stimmen die Anlagestrategie mit ihnen auf ihre Bedürfnisse individuell ab. Die Anlageentscheidungen werden mit einem Höchstmaß an Objektivität getroffen, hinsichtlich der strategischen (SAA) und taktischen Asset Allokation (TAA).

Auch nach der Portfolio-Optimierung wird der Kunde dauerhaft begleitet: Durch ein stringentes Risiko- und Vermögensmanagement sichern wir das Erreichen der definierten Ziele. Wesentlicher Bestandteil der Zusammenarbeit ist somit der regelmäßige, persönliche Dialog mit dem Kunden, in dem wir mit ihm über dessen Erwartungen an uns, die Risikobereitschaft sowie die Bedürfnisse und Ziele sprechen.

Alle gängigen Risikokennzahlen der SAA und TAA werden auf Tagesbasis berechnet, so z.B. Volatilität, Tracking Error, VaR, Drawdown, Information-Ratio, Sharpe-Ratio. Zusätzlich können auf Kundenwunsch auch andere Risikomaße wie Calmar-Ratio oder Sortino-Ratio ermittelt werden. Bei Anlagefonds wird jeweils zum Monatsultimo für alle Fonds eine Risikoattribution durchgeführt. Die hierbei ermittelten ex-ante Kennzahlen ermöglichen die Identifizierung und Quantifizierung von absoluten und relativen Risiken über alle Assetklassen hinweg (Aktien, Renten, Währungen, Derivate,...). Portfoliobezogene Risikoberichte werden generiert und dem Fondsmanagement direkt zur Verfügung gestellt.

Portfolioindividuelle Restriktionen wie z.B. Wertuntergrenzen, Bandbreiten für Kennzahlen etc. werden in definierten, geeigneten Perioden (täglich, wöchentlich oder monatlich) kontrolliert und ggf. Informations- oder Korrekturprozesse angestoßen. Liquiditätsrisiken werden im monatlichen Turnus überwacht.

### **Managementkonzept der Einzelrisiken und des Gesamtrisikos im Teilsegment...**

Im Allgemeinen steuert der Portfoliomanager das Teilsegment (z.B. Aktien, Renten, risikoadjustiert etc.) primär auf der Ebene des Gesamtrisikos. Wir wollen die (natürliche) Diversifikation so breit wie möglich gestalten. Das Prinzip der "Risikominderung durch gute Diversifikation" ist aus unserer Sicht der geeignetste Weg zur Steigerung der Portfolio-Effizienz. Um Risiken zu vermeiden, vermeiden wir "Cluster-Risiken" wie z.B. in Bezug auf Länder, Währungen, Emittenten oder Produkte.

Die folgenden Grundsätze werden daher verfolgt:

I) Begrenzung und kontinuierliche Überwachung akzeptabler Portfolioschwankungen durch ein VaR-Limit. Für den Fall, dass diese auch aufgrund von Marktveränderungen überschritten werden sollte, wird der Portfoliomanager vom Risk Manager (unabhängiges Team, Reporting-Line direkt an die Geschäftsführung) beraten, das Risiko zu reduzieren.

II) Darüber hinaus ermöglichen unsere monatlichen Performance- und Risikoattributionsanalysen dem Portfoliomanager den Überblick über die Quellen der Performance (ex post) und der Risikoorientierung (ex ante). Dadurch sind er sowie das Risikocontrolling jederzeit in der Lage, die entscheidenden Einflussfaktoren auf die Portfolioentwicklung zu beobachten und bei unerwünschten Abweichungen wirksame Korrekturen einzuleiten oder einzuleiten.

Angesichts der in den letzten Jahren immer häufiger auftretenden "Jo-Jo"-Effekte an den Börsen, raten wir von gut diversifizierten Segmentstrategien ab, die sich - ausschließlich - an quantitative Stop-Loss-Regeln halten. Hintergrund, die daraus resultierenden prozyklischen Portfolioanpassungen sind aus unserer Sicht mit zu hohen impliziten Kosten verbunden.

### **Risiko-Overlay "Triple Safe"- dreifach abgesichert**

Das "Triple-Safe Risikooverlay" von H&A Global Investment Management GmbH basiert auf der Idee, verschiedene Kennzahlen in der Kombination zu verwenden. Ziel ist es, die Ergebnisse im Hinblick auf die erzielte Rendite und das damit verbundene Risiko zu optimieren. Da jede der Kennzahlen verschiedene Aspekte betrachtet, ermöglicht die Interaktion ein umfassenderes Risikomanagement. Abhängig von der Risiko-/Renditeerwartung können diese Kennzahlen für jeden Investor individuell festgelegt werden.

Somit berücksichtigen wir individuelle Parameter des Investors für "Value at Risk", "Drawdown Limit" oder "Risk Budget". Als Signalgeber werden ex ante Value at Risk, ex ante Drawdown und ein Risikobudgetierungssystem verwendet. Die täglich berechneten Ergebnisse aller drei Stufen werden zusammengeführt und resultieren in einer risikoadjustierten Investitionsquote, die vom Portfoliomanage-

ment umzusetzen ist. Das Ergebnis sind anhand des Beispiels des Eurostoxx 50 Indizes (u.a.), eine deutlich reduzierte Volatilität, niedrigere Drawdowns, höhere Erträge und ein besserer Schutz vor Extremrisiken. Unser Risiko-Overlay unterscheidet sich dahingehend von anderen Modellen, da es dem Investor/ Portfoliomanager sowohl ein Signal für den Aus- und Wiedereinstieg liefert.

TRIPLE SAFE anhand von Beispielpportfolios: [Eurostoxx 50 Index](#)

## EuroStoxx 50 im Vergleich: Deutliche Verbesserung des Chance-/ Risikoprofiles durch Einsatz des TRIPLE SAFE-Konzeptes



**Parameter für Triple-Safe**

|                    | Limit | Inv.-Quota |
|--------------------|-------|------------|
| VaR                | 19,0% | dynamic    |
| Drawdown Level 1   | -3,0% | 85,0%      |
| Drawdown Level 2   | -5,0% | 75,0%      |
| Drawdown Level 3   | -6,0% | 60,0%      |
| Drawdown Level 4   | -7,0% | 55,0%      |
| Riskbudget Level 1 | -3,0% | 85,0%      |
| Riskbudget Level 2 | -4,0% | 65,0%      |
| Riskbudget Level 3 | -6,0% | 24,6%      |
| Riskbudget Level 4 | -7,0% | 0,0%       |

Benchmark: 100% EuroStoxx 50

**Rendite-/Risikokennzahlen<sup>1</sup> im Vergleich**

| Jahr | Triple-Safe | EuroStoxx 50 |
|------|-------------|--------------|
| 2000 | -7,26%      | -1,70%       |
| 2001 | 1,02%       | -19,15%      |
| 2002 | -7,84%      | -36,11%      |
| 2003 | 2,62%       | 18,42%       |
| 2004 | 7,05%       | 9,38%        |
| 2005 | 21,93%      | 24,30%       |
| 2006 | 15,26%      | 18,05%       |
| 2007 | -6,87%      | 9,59%        |
| 2008 | -7,42%      | -42,40%      |
| 2009 | 9,73%       | 25,65%       |
| 2010 | 0,13%       | -2,81%       |
| 2011 | -7,13%      | -14,10%      |
| 2012 | 7,53%       | 18,06%       |
| 2013 | 13,54%      | 21,51%       |
| 2014 | -0,11%      | 4,01%        |
| 2015 | 5,40%       | 6,42%        |
| 2016 | 2,52%       | 3,72%        |
| 2017 | 4,73%       | 9,15%        |
| 2018 | -7,23%      | -12,03%      |

**Unser Mehrwert für Sie:**

|                         |                |                |
|-------------------------|----------------|----------------|
| Performance cum.        | 50,14%         | 1,05%          |
| <b>Performance p.a.</b> | <b>2,16%</b>   | <b>0,05%</b>   |
| Volatility              | 8,56%          | 23,40%         |
| <b>Max. Drawdown</b>    | <b>-19,37%</b> | <b>-64,64%</b> |

Quelle: HAGIM, Stand: 09.08.2019; Berechnung auf Assetklassen Ebene 1) Jahresangaben, vor Kosten und Steuern

### HINWEIS:

**WIR HABEN DIESES OVERLAY UND DIE PRAKTISCHE ANWENDUNG IM KAPITEL „FACHBEITRÄGE“ DIESES TELOS KOMPEDIUMS FÜR SIE DETAILLIERT DARGESTELLT!**

## HELABA INVEST KAPITALANLAGEGESELLSCHAFT MBH

### Adresse

|                         |                      |
|-------------------------|----------------------|
| <b>Strasse + Nummer</b> | Junghofstr. 24       |
| <b>Stadt / City</b>     | Frankfurt            |
| <b>PLZ</b>              | 60311                |
| <b>Land</b>             | Deutschland          |
| <b>Gründungsjahr</b>    | 1991                 |
| <b>webpage</b>          | www.helaba-invest.de |

### Kontakte / Ansprechpartner



|                           |                                |
|---------------------------|--------------------------------|
| <b>Geschäftsbereich</b>   | Institutionell                 |
| <b>Vorname, Name</b>      | Markus Rauch                   |
| <b>Titel und Funktion</b> | Direktor,<br>Produktspezialist |
| <b>Telefonnummer</b>      | 069/29970-650                  |
| <b>E-Mail</b>             | Markus.Rauch@helaba-invest.de  |



|                           |   |
|---------------------------|---|
| <b>Geschäftsbereich</b>   | Institutionell                            |
| <b>Vorname, Name</b>      | Dr. Marc Hennies                          |
| <b>Titel und Funktion</b> | Abteilungsleiter Vertrieb/Kundenbetreuung |
| <b>Telefonnummer</b>      | 069/29970-145                             |
| <b>E-Mail</b>             | Marc.Hennies@helaba-invest.de             |

### Anlagevehikel

#### Spezialfonds

### Services / Strategien im Themengebiet Risikomanagement

| Anlageregion /<br>Assetklasse | seit wann? | Bemerkung / Hinweis |
|-------------------------------|------------|---------------------|
| Overlaymanagement             | 2007       |                     |
| Wertsicherung                 | 2007       |                     |
| Chancen<br>Management         | 2007       |                     |

## Das Unternehmen als Asset Manager zum Thema Risikomanagement

Die Helaba Invest bietet seit 2007 ein derivativebasiertes, regelgebundenes Overlay Management an und betreut derzeit ein Volumen von ca. 11,0 Mrd. € in entsprechenden Overlay Mandaten. Als Full-Service-Dienstleister bietet die Helaba Invest mit den drei Säulen „Master-KVG“, „Asset Management Wertpapiere“ und „Immobilien & Alternative Assetklassen“ ein komplettes Leistungsspektrum rund um die Administration und das Management institutioneller Vermögen. Das Overlay Management als elementarer Bestandteil des Full-Service-Angebotes bildet die Brücke zwischen Master-KVG und Asset Management.

### Risikokontrollierte Nutzung von Renditechancen

Eine passgenaue Risiko Overlay Lösung sollte die Kapitalanlagesituation des Anlegers möglichst ganzheitlich erfassen, um die Ziele des Risiko Overlay individuell ermitteln und festlegen zu können. Das bedeutet, dass neben der Risikotragfähigkeit bzw. -präferenz insbesondere die (langfristigen) Ertragsziele der Strategischen Asset Allokation (SAA) in die Konzeption des Risiko Overlay einfließen sollten. Darüber hinaus können bilanzielle Risiken berücksichtigt werden, wie z. B. die bilanzielle Bewertung der Pensionsverpflichtungen bei Pensionsinvestoren, die durch ihre Abhängigkeit von Kapitalmarktgrößen ebenso Kapitalmarktschwankungen und damit erhöhten Risiken unterworfen sind. Das Risiko Overlay der Helaba Invest ermöglicht es dem Anleger, einerseits eine möglichst hohe Partizipation an seiner SAA zu erzielen sowie andererseits das Risiko seiner Kapitalanlage jederzeit in Einklang mit einem vorgegebenen Risikobudget zu halten. Denn Risikomanagement beginnt letztendlich mit der SAA. Die Umsetzung des Risiko Overlays erfolgt in der Regel in einem separaten Overlaysegment des Masterfonds, in dem durch Einsatz von derivativen Absicherungsinstrumenten das Gesamtrisiko des Fonds ohne Eingriff in die physischen Anlagen des Masterfonds gesteuert wird.

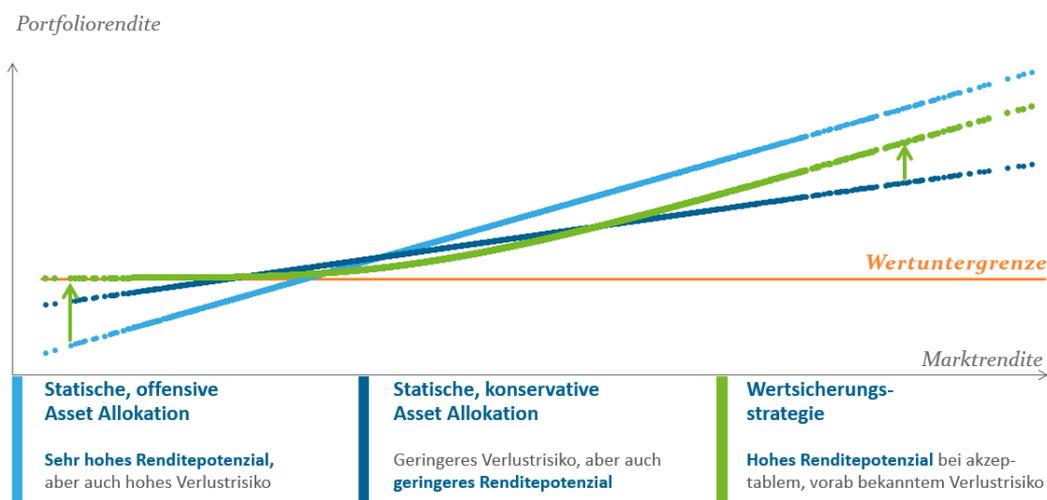


Abb. 1: Risikokontrollierte Nutzung von Renditechancen

Der Prozess der Risikosteuerung zeichnet sich im Kern durch die folgenden Elemente aus:

1. eine optimale Risikokontrolle durch maßgeschneiderte Risikobudgets sowie
2. eine dynamische, regelgebundene und prognosefreie Asset Allokation.

Ziel des Risiko Overlays ist die stabile Erreichung der Renditeziele durch den effizienten Einsatz des Risikobudgets. Das bedeutet, dass die Risikosteuerung auch nur dann aktiv wird, wenn dies aus ganzheitlicher Sicht erforderlich ist. Daher kommt der Wahl des Risikobudgets eine entscheidende Bedeutung zu.

## Optimale Risikokontrolle durch maßgeschneiderte Risikobudgets

Damit die Renditeziele je nach Anlegersituation risikokontrolliert erreicht werden können, ist es im ersten Schritt wichtig, ein nach Art und Höhe maßgeschneidertes Risikobudget zu identifizieren. Für einige Anleger ist dies eine feste Wertuntergrenze auf Basis des Kalenderjahres. Dieses Risikobudget kommt in Frage, wenn tatsächlich ein festes Jahresrisikobudget eingehalten werden soll. Das bedeutet als Anforderung an die Kapitalanlage und Implementierung der Assetklassen, dass möglichst in liquide Instrumente investiert wird und Abweichungs- und Illiquiditätsrisiken möglichst gering ausfallen. Nur so können die Derivate im Rahmen des Risiko Overlays möglichst passend mit wenigen Basisrisiken eingesetzt werden. Soll das Jahresrisikobudget nicht so starr definiert sein, ist eine „weiche“ Wertuntergrenze ausreichend, die sich ebenfalls auf das Kalenderjahr bezieht.

Die weiche Wertuntergrenze hat eine geringere Absicherungskonfidenz bei einem gleichzeitig höheren Renditepotenzial. Eine weiche Wertuntergrenze bietet sich an, wenn das zugrunde liegende Portfolio in größerem Umfang eingeschränkte bzw. nicht-sicherbare Risiken aufweist. Die Fragestellung des Wiedereinstiegs lässt sich in diesem Fall derart lösen, dass in der Regel keine vollständige Absicherung angestrebt wird. Die maximale Absicherungsquote liegt typischerweise bei ca. 80%, da auf Grund der bestehenden Basis- und Abweichungsrisiken eine vollständige Immunisierung der Risiken nicht möglich ist. Diese Vorgehensweise steht immer im Einklang mit der risikokontrollierten Erreichung des Renditeziels.

Manche Investoren unterliegen nicht einer periodischen Risikobudgetierung, sondern haben stattdessen eine durchgängige Risikosteuerung auf Basis von Drawdown- oder ex-ante Risikovorgaben als Ziel. Dies trifft häufig bei langfristig orientierten Pensionsinvestoren zu. Im Falle einer dynamischen Risikosteuerung mittels Drawdown Control werden größere Drawdowns des Portfolios ohne explizite Wertuntergrenze abgedeckt. Diese Strategie empfiehlt sich für Anleger, die eine Verlustbegrenzung nicht auf einen expliziten (jährlichen) Stichtag ausrichten möchten, sondern vielmehr eine durchgängige, rollierende Risikosteuerung wünschen. Dabei wird die Höhe des Drawdowns im Vorfeld festgelegt und wächst in Auf- sowie Abwärtsphasen des Portfolios mit. So werden einerseits entstandene Gewinne mit Blick auf die Erreichung des Renditeziels zum Teil abgesichert. Andererseits wird auch in Verlustphasen der Drawdown entsprechend angepasst. Damit ist ein Ausstoppen der Strategie ausgeschlossen und der Wiedereinstieg gelingt automatisch.

Die größte Flexibilität bietet die Variante Volatility Control, bei der eine laufende Risikosteuerung auf ein vorgegebenes Volatilitätsziel erfolgt. Gerade bei Anlegern, die sich die Frage stellen, ob auf Grund der langfristigen Orientierung überhaupt ein Risiko Overlay sinnvoll oder erforderlich ist, bietet diese Art des Risikobudgets den Vorteil, dass die angestrebte Rendite und die Zielvolatilität des Portfolios weitestgehend eingehalten werden können und eine Steigerung der risikoadjustierten Rendite erreicht werden kann. Häufig ist zu beobachten, dass auch bei langfristig orientierten Anlegern aus unterschiedlichen Gründen eine Vorsorge gegenüber schwarzen Schwänen gewünscht und getroffen wird.

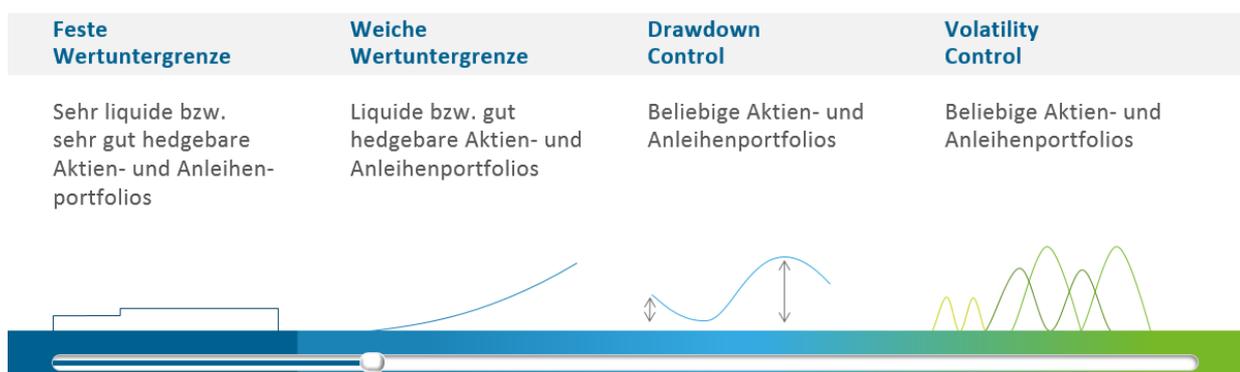


Abb. 2: Wertsicherung: Alternative Verfahren der Risikokontrolle

Durch das Angebot dieser unterschiedlichen Arten von Risikobudgets bietet die Helaba Invest ihren Kunden sowohl (a) eine maßgeschneiderte Risikokontrolle gemäß der individuellen Risikotragfähigkeit, um auf turbulente Phasen an den Kapitalmärkten vorbereitet zu sein, als auch (b) einen effizien-

ten Einsatz des Risikobudgets, um die Renditeziele auch angesichts des anhaltenden Niedrigzinsumfeldes in Zukunft zu erreichen.

### **„Full Service“ auch wenn KVG-Funktion und Overlay Management nicht in einer Hand liegen**

Unabhängig davon, ob der Anleger eine Lösung aus einer Hand bevorzugt oder die Zusammenarbeit mit einer externen KVG erfolgen soll, ist es Anspruch der Helaba Invest an das Overlay Management, eine passgenaue Lösung mit hohem Qualitätsstandard anzubieten.

Häufig verwendet der Overlay Manager die Online-Reporting Systeme von KVG und / oder Verwahrstelle, um relevante Fondsinformationen zu erhalten. Typischerweise ist dabei mit einem Zeitverzug zu rechnen, da die entsprechenden Buchungen und Fondsbewertungen zunächst bei KVG und Verwahrstelle umgesetzt werden müssen. Daher muss u. U. mit Qualitätseinbußen hinsichtlich der Schnelligkeit der Reaktionsfähigkeit gerechnet werden.

Eine Alternative zur Verwendung der Fondsinformationen kann für den Overlay Manager darin bestehen, die Vermögensbasis zu abstrahieren. Dabei wird auf Basis von Benchmark-Daten das Fondsvolumen bzw. das Risiko-Exposure ermittelt. Der Vorteil dieser Vorgehensweise ist eine hohe Reaktionsgeschwindigkeit auf Grund der zeitnah verfügbaren Marktdaten. Der Nachteil ist ein abstraktes Risikobild, da lediglich die Marktentwicklung der Benchmarks in die Gesamteinschätzung einfließt. Risiken im Fonds, wie Basis- und Abweichungsrisiken, bleiben dem Overlay Manager vorenthalten, was in der Regel eine Verringerung der Leistungsfähigkeit, Flexibilität und somit der Qualität des Risiko Overlay Konzeptes bedeutet.

Overlay Management bei der Helaba Invest bedeutet, dass der Spezialfonds bzw. die für das Risiko Overlay relevanten Teile des Fonds immer vollständig in den Systemen der Helaba Invest geführt werden. Im Falle der Zusammenarbeit mit einer externen KVG werden alle betreffenden Transaktionen nachvollzogen und in einer Schattenbuchhaltung nachrichtlich gebucht - eben so, als wäre der Fonds bei der Helaba Invest. Dabei kann auf die umfassenden Erfahrungen in der Zusammenarbeit mit den führenden KVGs und Verwahrstellen zurückgegriffen und die Infrastruktur einer Full-Service-KVG vollständig genutzt werden. Das bedeutet, dass insbesondere die hohen Qualitätsstandards und das Know-how aus den Bereichen Prozess- und Systemintegration zur Nutzung der benötigten Datenschnittstellen sowie des Fondsservice zur Nutzung einer vollständigen Schattenbuchhaltung zur Entfaltung kommen. Die Helaba Invest nutzt als Overlay Manager die etablierten Datenflüsse zwischen Asset Manager, Verwahrstelle und KVG. Erst durch eine zeitnahe, vollständige Sicht auf den Fonds ist es möglich, die Reaktionsschnelligkeit, den hohen Qualitätsanspruch und die operative Sicherheit an ein Overlay Management zu erfüllen. Das bedeutet eine möglichst lückenlose Risikoanalyse des Fonds auf täglicher Basis sowie eine Analyse der Aktivitäten der Asset Manager zur Einschätzung von Basis- und Abweichungsrisiken. Letztendlich gelingt so die Implementierung einer Risiko Overlay Lösung, die passgenau auf die Bedürfnisse des Anlegers zugeschnitten ist.

# METZLER

*Asset Management*

## METZLER ASSET MANAGEMENT GMBH

### Adresse

|                         |                   |
|-------------------------|-------------------|
| <b>Strasse + Nummer</b> | Untermainanlage 1 |
| <b>Stadt / City</b>     | Frankfurt am Main |
| <b>PLZ</b>              | 60329             |
| <b>Land</b>             | Deutschland       |
| <b>Gründungsjahr</b>    | 1987              |
| <b>webpage</b>          | www.metzler.com   |

### Kontakte / Ansprechpartner



|                           |                             |
|---------------------------|-----------------------------|
| <b>Geschäftsbereich</b>   | Institutionell              |
| <b>Vorname, Name</b>      | Philip Schätzle             |
| <b>Titel und Funktion</b> | Leitung Institutional Sales |
| <b>Telefonnummer</b>      | 069 / 2104 1533             |
| <b>E-Mail</b>             | PSchaetzle@metzler.com      |



|                           |                      |
|---------------------------|----------------------|
| <b>Geschäftsbereich</b>   | Institutionell       |
| <b>Vorname, Name</b>      | Dr. Rainer Matthes   |
| <b>Titel und Funktion</b> | Geschäftsführer, CIO |
| <b>Telefonnummer</b>      | 069 / 2104 252       |
| <b>E-Mail</b>             | RMatthes@metzler.com |

### Anlagevehikel

Publikumsfonds für unterschiedliche Wertuntergrenzen

Spezialfonds

Komplexe Master-KVG Strukturen

## Services / Strategien im Themengebiet Risikomanagement

|  | seit wann? |
|--|------------|
| Risiko-Overlay für komplexe Vermögensanlagen               | 2000       |
| Aktien-Overlay zur Steuerung von Zielertag und Volatilität | 2008       |
| Zins-Overlay auch für Direktanlagenbestände                | 2000       |
| Maßgeschneiderte Wertsicherungskonzepte                    | 2000       |
| Währungsoverlay für zusätzliche Performancevorteile*       | 2014       |

\*über Metzler Capital Markets

### Wichtige Entwicklungen im Risikomanagement für institutionelle Investoren

Erfolgreiches Risikomanagement muss ganzheitlich und verlässlich funktionieren

Ein ausgewogenes Risikomanagement ist im aktuellen Marktumfeld wichtiger denn je. In den letzten Jahren stark gestiegene Aktienmärkte und historisch niedrige Zinsniveaus erhöhen bei den klassischen Anlagearten Aktien und Renten die Gefahr für erhebliche Kurskorrekturen. Um Ihre Zielrendite zu erwirtschaften waren Anleger gezwungen, höhere Risiken einzugehen. Auf der Suche nach Rendite wurde der Fokus auf internationale und alternative Anlageklassen ausgeweitet, was zu zusätzlichen Währungsrisiken in den Anlegerportfolien führte.

#### Optimierung von Sicherheit und Performance

Risikomanagement- oder Wertsicherungsstrategien sind aus unserer Sicht unabdingbar, um aktuell überhaupt investieren zu können. In einem zentral gesteuerten Portfolio lassen sich sämtliche Risikostrukturen eines Portfolios quantifizieren und transparent machen. Das ist nötig, um stets richtig reagieren und so das Portfolio rechtzeitig vor Krisen schützen zu können. Für uns hat sich in den letzten beiden Dekaden immer wieder gezeigt: Es ist wichtiger, Verluste konsequent zu begrenzen, als mit unkontrolliertem Risiko jede Ertrags- oder Kurssteigerung mitnehmen zu wollen. Denn wenn es ausschließlich um Performance geht, können Anleger in Crashphasen so viel verlieren, dass sie Jahre brauchen, um die Verluste zu kompensieren. Risikomanagement kann also auch der Performanceoptimierung dienen.

Wir sehen drei essenzielle Anforderungen an das Risikomanagement der Kapitalanlagen, die aus unserer Sicht beim Aufsatz eines langfristig erfolgreichen Risikomanagements abgedeckt sein müssen:

#### 1. Ganzheitliche Risikosteuerung:

Bei der Wahl des Risikomanagements sollte die gesamte Kapitallage mit einbezogen werden. Ziel eines jeden Anlegers ist, sein Gesamtportfolio vor großen Verlusten zu schützen, aber dennoch eine attraktive Performance zu erzielen.

Gutes Risikomanagement fängt bei der Ausgestaltung und Diversifikation der Strategischen Asset Allokation an. Diversifikation alleine reicht nicht aus, um in Marktturbulenzen das Portfolio zu stabilisieren. Jedoch kann durch Nutzung sämtlicher Diversifikationseffekte zwischen Asset-Klassen, Einzeltiteln und Investmentstilen das robusteste und performanceoptimalste Risikomanagement etabliert werden. Die langfristige Performance des Gesamtportfolios bleibt dabei immer genauso wichtig wie die Verlustbegrenzung.

Auftrag eines jeden Risikomanagements ist es deshalb, das Rendite-Risiko-Profil der Gesamtkapitalanlage zu optimieren und in Einklang mit den Performancezielen des Anlegers und seiner Risikotragfähigkeit zu bringen. Zu einem guten Risikomanagement gehört ein bewusster Umgang mit Sicherungskosten. Risikostruktur und Risikoausbeute sind zwei Aspekte, die bei der Optimierung zu beachten sind. Einerseits dürfen Risikomanagementstrategien nicht zu hohe Wertsicherungskosten verursachen; andererseits müssen sie die nötige Sicherheit ins Portfolio bringen und auch attraktive Performance ermöglichen.

Ob man nun eine zentrale Risiko-Overlay-Strategie oder verschiedene aufeinander abgestimmte Risikomanagementstrategien implementieren sollte, hängt von den genauen Zielen und der Struktur der Kapitalanlage ab. Wichtig bleibt aber, dass es eine Instanz gibt, die das Risikomanagement der Gesamtkapitalanlagen überblickt und überwacht.

## **2. Risiko und Risikostruktur müssen (auch im Zeitablauf) transparent gemacht werden**

Risiko ist nichts Statisches; die Risikostruktur eines Portfolios kann sich erheblich verändern. So können sich z. B. Korrelationseffekte zwischen Asset-Klassen verschieben und damit die gewünschte Diversifikation versagen. Aufgabe eines guten Risikomanagements ist es, dem Anleger den Status quo und die Entwicklung vollkommen transparent zu machen, um dann darauf richtig zu reagieren. Dazu gehört es, Risiken aus verschiedenen Blickwinkeln zu betrachten, dafür verschiedenste Risikomaße zu verwenden und sich nicht alleine auf die Historie der Märkte als mögliche Zukunftsszenarien zu verlassen. Denn wir wissen: „Die Vergangenheit ist kein zuverlässiger Indikator für die Zukunft.“ So muss man für die Betrachtung auch Szenarien heranziehen, die im aktuellen Umfeld als höchst unwahrscheinlich eingestuft werden. Denn „schwarze Schwäne“ sind leider genauso performancerelevant bzw. sogar noch performancerelevanter für ein Portfolio als die hochwahrscheinlichen Szenarien. Ein notwendiges Verfahren ist hier die Monte Carlo-Simulation, mit der auch solche noch nie da gewesenen „Fat Tail“-Szenarien transparent gemacht werden können.

## **3. Handlungssicherheit und Handlungsklarheit der Risikomanagementstrategie**

In den vergangenen zehn Jahren haben wir viele „Fast Markets“ erlebt, also sehr kurzfristige Situationen mit großen Kursbewegungen und hohen Umsätzen – zum Beispiel nach der Trump-Wahl und nach dem Brexit-Votum. In solchen Fällen braucht man eine Infrastruktur, mit der man sehr schnell auf Marktbewegungen reagieren kann. Aus unserer Sicht sind regelgebundene und dynamische Strategien dafür die beste Lösung, d. h., durch eine systematische Strategie werden klare Handelsregeln für jede mögliche Marktsituation definiert, um immer schnell und transparent handlungsfähig zu sein. Dies erreicht man, indem die Risikomanagementstrategie anhand der zentralen Parameter Kursentwicklung, Risiko, Risikobudget und Zielrendite gesteuert wird.

Eine dynamische Risikosteuerung lässt sich auch als – wenn nötig tägliche – Optimierung des Portfolios auf das aktuelle Marktumfeld in vielen kleinen Schritten interpretieren. Dass man für ein ausgefeiltes dynamisches Real-time-Risikomanagement eine entsprechende Infrastruktur und verschiedenste Risikomaße benötigt, versteht sich von selbst.

Ein Vorteil einer solchen regelgebundenen Strategie ist, dass man sie vorab für alle erdenklichen Szenarien simulieren und der Anleger entsprechend das für ihn passende Rendite-Risiko-Profil auswählen kann.

# QUANT. CAPITAL

## MANAGEMENT

### Quant.Capital Management GmbH

#### Adresse

|                         |  |
|-------------------------|--|
| <b>Strasse + Nummer</b> | Speditionstr. 17   |
| <b>Stadt / City</b>     | Düsseldorf   |
| <b>PLZ</b>              | 40221  |
| <b>Land</b>             | Deutschland  |
| <b>Gründungsjahr</b>    | 2007   |
| <b>webpage</b>          | <a href="http://www.quantcapital.de">www.quantcapital.de</a> |

#### Kontakte / Ansprechpartner



|                           |  |
|---------------------------|--|
| <b>Geschäftsbereich</b>   | Institutionell   |
| <b>Vorname, Name</b>      | Dr. Dieter Falke   |
| <b>Titel und Funktion</b> | Geschäftsführer  |
| <b>Telefonnummer</b>      | +49 211 6355 120   |
| <b>E-Mail</b>             | <a href="mailto:dfalke@quantcapital.de">dfalke@quantcapital.de</a> |



|                           |  |
|---------------------------|--|
| <b>Geschäftsbereich</b>   | Institutionell   |
| <b>Vorname, Name</b>      | Thorsten Dierich   |
| <b>Titel und Funktion</b> | Direktor Vertrieb  |
| <b>Telefonnummer</b>      | +49 211 6355 120   |
| <b>E-Mail</b>             | <a href="mailto:tdierich@quantcapital.de">tdierich@quantcapital.de</a> |

#### Anlagevehikel

**Spezialfonds** z.B. in Master-Fonds-Strukturen

**Andere Vehikel** Kundenindividuelle technische Lösungen

## Services / Strategien im Themengebiet Risikomanagement

| Anlageregion / Assetklasse | seit wann? | Bemerkung / Hinweis  |
|----------------------------|------------|--|
| Overlaymanagement          | 2011       | Dynamisches Risikomanagement für Aktien-, Zins-, Spread- und Währungsrisiken |
| <b>Wertsicherung</b>       |            |  |
| Advisory                   |            |  |
| <b>Risk-Reporting</b>      |            |  |
| Risk Consulting            |            |  |

### Das Unternehmen als Asset Manager zum Thema Risikomanagement

Wir sind Experten für umfassendes, quantitatives Risikomanagement. Ob Währungs-, Aktien-, Spread- oder Zinsrisiken, im Rahmen unseres ganzheitlichen Ansatzes führen wir Ihr Portfolio durch unsichere Marktphasen. Transparent, kostenschonend, dynamisch.

Unser Ziel ist die Erhaltung und der Ausbau Ihres Kapitals durch die Erzielung positiver risikoadjustierter Renditen. Zur Erreichung unserer Ziele können wir auf langjährige Kapitalmarkterfahrung und Asset-Management-Kompetenz, mathematisch-statistisches Expertenwissen sowie eine hochmoderne technische Infrastruktur zurückgreifen.

Die methodische Grundlage unserer Anlagestrategien bilden mathematisch-statistische Ansätze. Regelgebundene, datenbasierte Methoden erlauben eine systematische Entwicklung und Überprüfung von Anlagestrategien und -konzepten sowie ihre disziplinierte Umsetzung und Kontrolle im täglichen Investmentprozess. So erreichen wir auch ein hohes Maß an Transparenz, frei von subjektiven Einflussfaktoren.

Als spezialisierter Anbieter rund um das Thema Risiko bieten wir neben dem klassischen Overlaymanagement weitere, spezialisierte Dienste rund um das Thema an, in den Bereichen Analyse, Research, Reporting / Controlling und Beratung.

### Wichtige Entwicklungen im Risikomanagement für institutionelle Investoren

Die größte Herausforderung dürfte für die meisten institutionellen Investoren das weiterhin vorherrschende Niedrigzinsumfeld sein. Schwerer als die Tiefe der aktuellen Zinsen wiegt dabei, dass dieser Zustand über lange Zeit anhält und aller Voraussicht nach weiter anhalten wird.

Vor allem Investoren, die eine Passivseite zu bedienen haben, müssen sich auf Änderungen in ihrer Anlagepolitik und im Risikomanagement einstellen. Je länger die Zinsmisere anhält, desto schwieriger wird es für diese Investoren, über sichere festverzinsliche Wertpapiere eine ausreichende Rendite mit der notwendigen Duration auf der Aktivseite zu halten. Eine Zeit lang kann man mit dem Auslaufen alter, ausreichend verzinsten Bestände die Duration abschmelzen lassen, immer in der Hoffnung, dass die Zinssituation sich bessern möge. Aber früher oder später wird man die Durationsschere wieder schließen müssen.

Wenn über die Zinsseite keine auskömmlichen Renditen zu erwirtschaften sind, wird man sich anderen Renditequellen, z.B. Spreads oder Dividenden, zuwenden müssen. Während in einer Zeit auskömmlicher Anleiherenditen das Zinsrisiko die entscheidende Steuerungsgröße für das Risikomanagement darstellte, werden Investoren in naher Zukunft in ihrem Risikomanagement den Spreadrisiken und wohl auch den Aktienmarktrisiken mehr Aufmerksamkeit widmen müssen.



## Union Investment Gruppe

### Adresse

|                         |                         |
|-------------------------|-------------------------|
| <b>Strasse + Nummer</b> | Weißfrauenstrasse 7     |
| <b>Stadt / City</b>     | Frankfurt               |
| <b>PLZ</b>              | 60311                   |
| <b>Land</b>             | Deutschland             |
| <b>Gründungsjahr</b>    | 1956                    |
| <b>webpage</b>          | www.union-investment.de |

### Kontakte / Ansprechpartner



|                           |   |
|---------------------------|---|
| <b>Geschäftsbereich</b>   | Institutionell  |
| <b>Vorname, Name</b>      | Nicolas Freyer  |
| <b>Titel und Funktion</b> | Managing Director, Zentrales und Internationales Account Management |
| <b>Telefonnummer</b>      | +496925671495   |
| <b>E-Mail</b>             | nicolas.freyer@union-investment.de                                  |



|                           |  |
|---------------------------|--|
| <b>Geschäftsbereich</b>   | Institutionell   |
| <b>Vorname, Name</b>      | Daniel Theilen   |
| <b>Titel und Funktion</b> | Senior Account Manager, Institutionelle Großkunden Deutschland |
| <b>Telefonnummer</b>      | +496925672733  |
| <b>E-Mail</b>             | daniel.theilen@@union-investment.de                            |

### Anlagevehikel

Publikumsfonds

In Summe 154 Mandate / >EUR 25 Mrd.

Spezialfonds

## Services / Strategien im Themengebiet Risikomanagement

Risikomanagement ist integraler Bestandteil aller Asset Management Leistungen von Union Investment und findet in alle Produkte Eingang. In der folgenden Übersicht fokussieren wir auf Lösungen, in denen Risikomanagement zentraler Performancetreiber ist.

|   | Anlageregion / Assetklasse                      | seit wann? | Bemerkung / Hinweis                                     |
|---|---|------------|---|
| Overlaymanagement                             | Global inkl. EM, für alle liquiden Assetklassen | 1995       | Unterschiedliche Konfidenzniveaus, je nach Kundenwunsch |
| Wertsicherung                                 | Global inkl. EM, für alle liquiden Assetklassen | 1995       | Unterschiedliche Konfidenzniveaus, je nach Kundenwunsch |
| Asymmetrische Strategien ohne Wertuntergrenze | Global inkl. EM, für alle liquiden Assetklassen | 2010       |   |

## Das Unternehmen als Asset Manager zum Thema Risikomanagement

Die Begrifflichkeiten im Bereich Risikomanagement werden im Markt nicht einheitlich verwendet. Aus diesem Grund möchten wir zuerst die Begriffe, die innerhalb der Union Investment Gruppe verwendet werden, definieren und zueinander abgrenzen.

### Definition Risikomanagement und Risikocontrolling

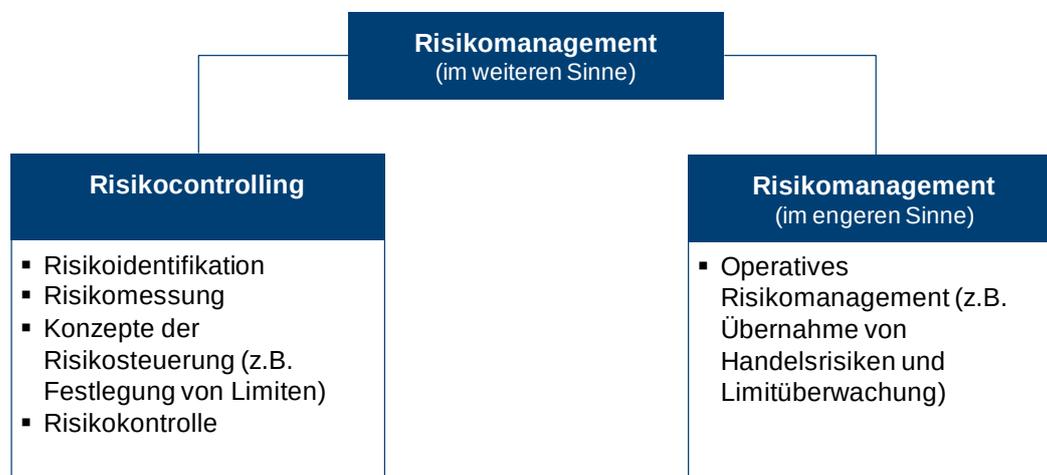


Abbildung 1

Somit bezieht sich der Begriff „Risikocontrolling“ auf die Tätigkeiten, die durch Einheiten innerhalb von Union Investment wahrgenommen werden, die vom Portfoliomanagement unabhängig sind.

Unter „Risikomanagement“ verstehen wir die enge Auslegung, gemäß dem vorstehenden Schaubild, also alle Tätigkeiten innerhalb des Investmentprozesses, die einer bewussten Steuerung der Portfoliorisiken dienen.

In unserem Hause ist die vom Portfoliomanagement unabhängige Abteilung „Risikocontrolling“ für die ex-ante und ex-post Anlagegrenzprüfung zuständig.

Darüber hinaus haben wir Risikomanagement als Bestandteil des Investmentprozesses im Portfoliomanagement implementiert. Diese Risikomanagement-Funktion wird vom Portfoliomanager selbst durchgeführt.

Weiterhin haben wir eine Risikomanagementeinheit auf Unternehmensebene, die sich mit unternehmensübergreifenden Risikomanagementthemen beschäftigt.

Im Folgenden finden Sie beispielhaft für den **Aktienbereich** das Risikomanagement im Rahmen der Portfoliokonstruktion.

Jeder Portfoliomanager ist verantwortlich für die Kontrolle und Überwachung der Risiken in den von ihm gemanagten Portfolios, wie im nachfolgenden Schaubild dargestellt:

### Risikoadjustierung im Überblick

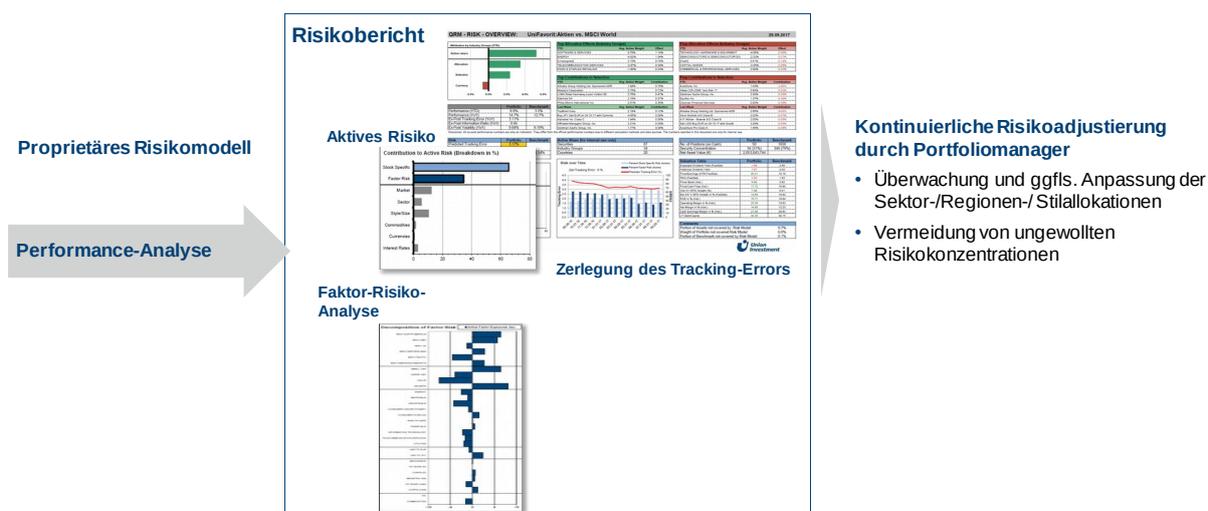


Abbildung 2

Jedem Portfoliomanager wird als Standard ein wöchentlicher Bericht für jedes seiner Portfolios von den quantitativ orientierten Portfoliomanagern im Aktienteam zur Verfügung gestellt. Bei Bedarf erfolgen die Auswertungen auch täglich.

Der Bericht enthält sowohl Ex-post-Risikokennzahlen und Attributions-Analysen wie Top/Flop Kontributionen und Allokationen Titel als auch ex ante Schätzungen des Gesamtrisikos eines Portfolios sowie der individuellen Risikotreiber.

Für die Ex-ante-Analysen verwenden wir ein proprietäres Risikomodel, welches Zusammenhänge zwischen 30 Risikofaktoren und den in den Portfolios enthaltenen Einzeltiteln schätzt. Anhand dieses Modells führen wir eine detaillierte Faktorrisikoanalyse sowie eine Zerlegung des Tracking Errors durch. Die Faktorrisikoanalyse erfolgt auf verschiedenen Ebenen wie Indices, Marktkapitalisierung, Stile, Sektoren, Währungen, Zinsen und Rohstoffen. Bei der Zerlegung des Tracking Errors haben die Analysen nach Sektoren, Ländern, Währungen, Marktkapitalisierung und Einzeltiteln die größte Relevanz.

Diese Analysen aus verschiedenen Blickwinkeln geben dem Portfoliomanager einen fundierten Überblick über die Sensitivitäten des Portfolios gegenüber exogenen Parametern. Auf dieser Grundlage kann er nun im Falle einer ungewollten Risikokonzentration bewusst gegensteuern.

Auf der **Rentenseite** werden Risiken ebenfalls in allen Schritten des Investmentprozesses kontrolliert. Schon während der Analyse haben wir ein Auge auf das potentielle Risiko einer Anleihe. Dieses wird auch bei der Betrachtung der relativen Attraktivität einer Anleihe berücksichtigt. Im Fall von Covered Bonds bedürfen zudem insbesondere die Deckungs-Pools einer fortlaufenden Überwachung, um eine Verschlechterung seiner Qualität frühzeitig zu erkennen. Nur auf diesem Wege lassen sich Rating-Verschlechterungen frühzeitig erkennen und vermeiden.

Das Risikomanagement erfolgt dabei auf verschiedenen Ebenen: Wie in der folgenden Abbildung dargestellt, haben wir verschiedene Maßnahmen sowohl auf Ebene der einzelnen Anleihe, wie auch auf Ebene des gesamten Portfolios installiert. Zusätzlich dazu erfolgt ein Risikomanagement auf der Ebene einzelner Trade-Empfehlungen für das Leitportfolio.

## Risikomanagement

### Einzeltitlebene

- **Stoppliste** für akutes Ausfallrisiko
- Aktive Überwachung der **Kredit- und Counterparty-Risiken**
- Begrenzung der **Emittentenrisiken** (<5 %) – i. d. R. unter 1,5 %
- Hinreichende **Emissionsgröße** – i. d. R. über 500 Millionen Euro
- Begrenzung der **Gesamtbestände** innerhalb von Union Investment – i. d. R. nicht mehr als 10 % einer Emission

### Portfolioebene

- **Performance-Review** auf wöchentlicher Basis
- **Kontinuierliche Überwachung** der Gesamtrisiken (Beta, Tracking Error, Value-at-Risk, Duration Times Spread)
- Überwachung der **aktiven Positionierungen** gegenüber Benchmark auf Branchen- und Einzeltitlebene
- Überwachung **sonstiger Risikofaktoren** (Zins-, Kurven-, Swap-, Währungsrisiken)

+ Risikomanagement auf Ebene einzelner Tradeempfehlungen für unser Leitportfolio

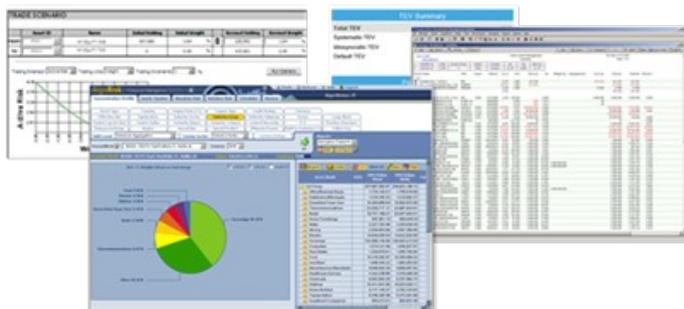
Abbildung 3

Aktive Risikopositionen in unseren Portfolios beobachten wir über unsere Systeme, die eine kontinuierliche Überwachung der relevanten Risikoparameter wie bspw. Tracking Error, Value at Risk (VaR) und Faktorrisiken (Zinsen, Kreditqualität, Sektor und Währungen) erlauben.

Die zugrunde liegenden Daten, Zinskurven und Korrelationsmatrizen werden täglich aktualisiert.

## Risikobudgetierung und Szenarioanalyse

- Nutzung komplexer Risikomanagementsysteme
- Vermeidung von Ausfällen
- Steigerung der Performance



### Charles River Investment Management System

- Pre-order Compliance-Prüfung

### Algorithmics

- Positionsführung
- VAR Reports
- Szenario Analysen, Stresstests
- What-If Szenarien

### Global Credit Platform

- Coverage Analyse, Axes, Relative Value

### PORT

- Risiko-Rendite-Simulation

Abbildung 4

Der Portfoliomanager hat durch sein Front-End-System einen aktuellen und vollständigen Blick auf alle Risiken des Portfolios und die Möglichkeit gezielte, systematische Simulationen und Stresstests durchzuführen.

Der Risikobeitrag jeder Position oder Anlageklasse kann innerhalb eines Portfolios berechnet werden und gegen eine Benchmark gestellt werden.

Zusätzlich zu dem oben beschriebenen Risikomanagement durch den Portfoliomanager, wird jedes Portfolio auch ex-post überwacht. Ex-post Risikocontrolling erfolgt durch die, vom Portfoliomanagement unabhängigen, Einheiten im Risikocontrolling und beinhaltet unter anderem die Einhaltung der Anlagegrenzen, Value-at-Risk-Berechnungen gemäß Derivateverordnung und Performanceanalysen.

## **Wichtige Entwicklungen im Risikomanagement für institutionelle Investoren**

Einmal im Jahr befragt unser Haus institutionelle Investoren nach ihren Anlagepräferenzen. Das Ergebnis der aktuellen Untersuchung aus dem November 2018 ließ aufhorchen: Zwar ist die Sicherheit der Kapitalanlage für deutsche Investoren nach wie vor von großer Bedeutung. Jedoch steht dieser Aspekt nur noch für 58 Prozent der Befragten an erster Stelle, ein Rückgang um 14 Prozentpunkte gegenüber 2017. Stattdessen setzt der Renditedruck den Anlegern offenbar immer mehr zu. So gaben 28 Prozent der Befragten an, dass die Erzielung von Renditen für ihre Anlageentscheidung gegenwärtig die höchste Bedeutung habe: eine Steigerung um sieben Prozentpunkte gegenüber dem Vorjahr und der höchste Wert seit Beginn der Investorenbefragung im Jahr 2005.

Mehr Rendite bei weiterhin hohem Sicherheitsbedürfnis und dies unter großen Herausforderungen, die das aktuelle Kapitalmarktumfeld bereithält: Die globale Konjunktur befindet sich im Spätzyklus. Die Wachstumsraten schießen nicht mehr in die Höhe, sondern sind auf dem Rückzug und könnten mittelfristig sogar in eine Rezession münden. Wie die Notenbanken vor diesem Hintergrund ihre Zinspolitik steuern ist von zentraler Bedeutung, bleibt allerdings mit Unsicherheiten behaftet. Große Fragezeichen gibt es auch in Sachen Protektionismus. Ob sich der Handelsstreit vor allem zwischen den USA und China zu einem Handelskrieg auswächst, ist weiterhin ungewiss. Ebenso wie die Entwicklung in Europa. Wie wird sich der Brexit auf die europäische Wirtschaft auswirken? Es gibt also genug dunkle Wolken, die das Kapitalmarktumfeld gegenwärtig verdüstern.

Ein chancenorientiertes Risikomanagement ist daher unverzichtbar. Denn nach wie vor gibt es erfolgversprechende Investmentstrategien, die risikokontrolliert für einen Mehrertrag genutzt werden können. So zum Beispiel konzentrierte Aktienportfolios oder aktive Selektionsansätze im Rentenmanagement. Beide Konzepte können einen Beitrag leisten, um den Renditedruck zu mildern. Auch nachhaltige Investments spielen nicht nur aus regulatorischer Sicht eine zunehmend wichtigere Rolle, sondern können auch für risikokontrollierte Erträge genutzt werden.



WARBURG

INVEST

## WARBURG INVEST AG

### Adresse

|                         |                          |
|-------------------------|--------------------------|
| <b>Strasse + Nummer</b> | An der Börse 7           |
| <b>Stadt / City</b>     | Hannover                 |
| <b>PLZ</b>              | 30159                    |
| <b>Land</b>             | Deutschland              |
| <b>Gründungsjahr</b>    | 1999                     |
| <b>webpage</b>          | www.warburg-invest-ag.de |

### Kontakte / Ansprechpartner



|                           |   |
|---------------------------|---|
| <b>Geschäftsbereich</b>   | Institutionell                                      |
| <b>Vorname, Name</b>      | Andreas Schapeit                                    |
| <b>Titel und Funktion</b> | Generalbevollmächtigter /<br>Leiter Kundenbetreuung |
| <b>Telefonnummer</b>      | 0511 12354 120                                      |
| <b>E-Mail</b>             | andreas.schapeit@warburg-invest-ag.de               |



|                           |  |
|---------------------------|--|
| <b>Geschäftsbereich</b>   | Institutionell   |
| <b>Vorname, Name</b>      | Gerd Lückel  |
| <b>Titel und Funktion</b> | Generalbevollmächtigter /<br>Leiter Produkt- & Portfoliomanagement |
| <b>Telefonnummer</b>      | 0511 12354 118   |
| <b>E-Mail</b>             | gerd.lueckel@warburg-invest-ag.de                                  |

### Anlagevehikel

Publikumsfonds

Spezialfonds

### Services / Strategien im Themengebiet Risikomanagement

|                          | Anlageregion /<br>Assetklasse | seit wann? | Bemerkung / Hinweis  |
|--------------------------|-------------------------------|------------|----------------------|
| <b>Overlaymanagement</b> | Aktien, Renten<br>global      | 01.07.2016 | liquide Assetklassen |
| <b>Wertsicherung</b>     | Aktien, Renten<br>global      | 01.07.2016 | liquide Assetklassen |

## Das Unternehmen als Asset Manager zum Thema Risikomanagement

Als Full-Service-Anbieterin verfügt die Warburg Invest AG über das komplette Leistungsspektrum rund um das Risikomanagement institutioneller Kapitalanlagen, wobei das Overlay Management einen elementaren Bestandteil unseres Angebotes darstellt. Es bildet die Brücke zwischen Master-KVG und Asset Management und ist daher unerlässlicher Teil des Angebotes einer modernen Kapitalverwaltungsgesellschaft.

Eine kundenindividuelle Lösung für das Overlay Management sollte die Eigenschaften der Kapitalanlage des Investors möglichst in der Gänze zu erfassen, um die exakte Ausgestaltung und die Zielsetzung des Risikooverlays maßgeschneidert ermitteln und festlegen zu können.

Hierzu müssen diverse Parameter wie beispielsweise die Risikotragfähigkeit bzw. –präferenz des Anlegers sowie die aus der Strategischen Asset Allokation (SAA) abgeleiteten Ertragsziele gemeinsam mit dem Kunden erörtert und beim Aufsatz des Overlays berücksichtigt werden. Das Ziel dieser präzisen Konzeption ist hierbei, im Rahmen der individuellen Vorgaben eine möglichst hohe Partizipation an der Wertentwicklung der Risikoassets bei gleichzeitiger Einhaltung vorgegebener Risikobudgets belastbar zu ermöglichen.

Das bedeutet, dass durch die geschickte Balancierung der Risiken auf Ebene des Masterfonds eine chancenreichere Allokation bei konstantem Risiko umgesetzt und somit eine zu defensive Allokation vermieden werden kann.

Häufig finden im Markt für die Umsetzung eines Risikooverlays prognosefreie Modelle Anwendung, welche nicht die Aufteilung des Risikobudgets auf Segmente vorsehen, sondern ein Risikobudget für die gesamte Allokation verwenden.

Oft werden die Portfoliorisiken in diesen Modellen jedoch in einer Art und Weise abgesichert, dass sich die Absicherung an der (Abwärts-)bewegung des Marktes orientiert, was zu einem prozyklischen Verhalten führt und somit möglicherweise eine vollständige Partizipation an entsprechenden Erholungen des Marktes verhindert wird.

Um dieses Problem zu adressieren, nutzt die Warburg Invest AG ein selbstentwickeltes, dynamisches und modular aufgebautes Risikomanagementmodell, das auf modernen Verfahren aus dem Bereich des maschinellen Lernens aufgebaut ist und eine integrierte Steuerung von Risiken im Gesamtportfolio möglich macht.

Als zentrale Steuerungsgröße dient die Vorgabe eines entsprechenden Risikobudgets. Als Standardmaß verwenden wir dazu den Value-at-Risk. Ergänzend ist auch eine Vorgabe von Investitionsbandbreiten und Wertuntergrenzen möglich. Das Angebot des Overlay Managements ist in der Warburg Invest AG derzeit ausschließlich für liquide Assetklassen verfügbar.

Im Zuge der Umsetzung des Overlays erfolgt dann die Steuerung mithilfe von Derivaten in einem separaten Overlaysegment, wodurch das Gesamtrisiko des Fonds ohne Eingriff in die physischen Anlagen des Masterfonds gesteuert wird. Um den strukturellen Aufbau zu visualisieren, zeigt folgende Grafik ein Risikooverlay für ein idealtypisches Gesamtvermögen.



Abb 1. Risiko-Overlay Management eines idealtypischen Gesamtvermögens

Prinzipiell zeichnet sich der Risikosteuerungsprozess durch zwei wesentliche Elemente aus. Auf der einen Seite durch die Gewährleistung einer optimalen Risikokontrolle unter Einhaltung der abgestimmten Risikobudgets, auf der anderen Seite durch die Umsetzung einer regelgebundenen, dynamischen und prognosefreien Steuerung. Durch diese Komponenten kann eine verlässliche Erreichung der Renditeziele bei effizienter Nutzung des vorhandenen Risikobudgets erreicht werden.

Zur Entwicklung ihrer Systeme für das Overlay Management verfügt die Warburg Invest AG mit ihrer von einer unabhängigen Ratingagentur als sehr gut eingestuften Organisationseinheit QuantLab & Portfolio Analytics über eine eigene dedizierte Entwicklungseinheit, welche ebenfalls die notwendigen Software-Lösungen entwickelt.

Das Team ist organisatorisch an die Abteilung Produkt & Portfoliomanagement angebunden. Als Inputgeber für die nach dem regelgebundenen quantitativen Prozess gemanagten Strategien arbeitet die Einheit QuantLab & Portfolio Analytics im Tagesgeschäft sehr eng mit dem Portfoliomanagement der Warburg Invest AG zusammen. Das Portfoliomanagement der Warburg Invest AG erreichte erst kürzlich für die Performance (Rang 2) und die Prozesse im Portfoliomanagement (Rang 1) in der Gruppe der „Mittelgroßen Asset Manager“ Spitzenplätze in der TELOS Zufriedenheitsstudie 2019/2020.

Die vom QuantLab entwickelten und eingesetzten Modelle werden zudem standardmäßig von der Abteilung „Risk Management & Investment Controlling“ geprüft und abgenommen.

Die Abteilung ist darüber hinaus für die Überprüfung potentieller Verletzungen der Anlagegrenzen verantwortlich und setzt hierfür das 2015 bei der Warburg Invest AG eingeführte Investment Management System XENTIS ein. XENTIS ermöglicht eine fortlaufende Überprüfung der für die Fonds und Mandate festgelegten Anlagegrenzen. Im Falle des möglichen Unterschreitens des Risikobudgets erfolgt eine Warnmitteilung, mit dem Ziel über einen so genannten „Cash Lock“ die Einhaltung der Anlagegrenzen sicherzustellen.

Die Warburg Invest AG ist somit in der Lage, ihren Kunden das gesamte Angebot, also sowohl die Wahrnehmung der KVG-Funktion als auch die Umsetzung des Overlay Managements durch ihr eigenes Portfoliomanagement anzubieten. Sollte jedoch beispielsweise die Zusammenarbeit mit einem externen Overlay Manager gewünscht sein, so unterstützen wir diesen in mehreren Richtungen. Neben der Bereitstellung des Reportings für das eigens eingerichtete Segment überwachen wir die Gesamtstruktur des Mandates hinsichtlich der Einhaltung der Vorgaben des Anlegers. Zusätzlich bieten wir Schnittstellen für eine möglichst kurzfristige Informationsübermittlung an den Asset Manager an.

Overlay Management bedeutet für die Warburg Invest AG mehr als ein Investment- bzw. Risikokonzept, da die individuelle Ausgangslage sowie die regulatorischen Leitplanken des Investors den zentralen Punkt darstellen.

Erst ein tiefgehendes und umfassendes Verständnis der Kundenanforderungen ermöglicht die Planung und die Umsetzung eines maßgeschneiderten Overlays. Die gemeinsame Erarbeitung eines entsprechenden Konzeptes gemeinsam mit dem Kunden führt zu einer Intensivierung der Partnerschaft und passt zum Selbstverständnis der Warburg Invest AG als langfristig orientierter und enger Partner des Kunden sowohl im Bereich Asset Management als auch im Bereich Asset Servicing.

## Wichtige Entwicklungen im Risikomanagement für institutionelle Investoren

In Zeiten negativer Zinsen und schwindender Erträge aus liquiden Anlageklassen bei gleichzeitig stetig hohem Ertragsdruck für institutionelle Investoren sind effiziente, stringente und transparente Lösungswege zur Adressierung der aus dem aktuellen Kapitalmarktumfeld resultierenden Herausforderungen gesucht. In diesem Umfeld kommt dem Risikomanagement eine entscheidende Rolle zu.

Als Folge des bestehenden Ertragsdrucks wenden sich immer mehr Investoren verstärkt sowohl liquiden als auch illiquiden Risikoassets zu, was zu entsprechend höheren Risiken führt. Daher benötigen Investoren mehr als je zuvor verlässliche und robuste Verfahren zur Messung und Steuerung ihres Portfoliorisikos.

Es stellt sich folglich die Frage, wie Investoren dabei unterstützt werden können, die nächste Marktverwerfung rechtzeitig zu erkennen und Lösungen für diese Situation bereitzustellen zu können. Als ein geeigneter Weg stellt sich die Implementierung eines Risikooverlays dar, welches unbedingt auf die speziellen Bedürfnisse des jeweiligen Investors individuell anpassbar sein muss.

Zu diesem Zweck bietet die Warburg Invest AG ihren Kunden moderne Methoden des Risikomanagements an, welche dabei helfen, das Risiko und somit das eingesetzte Risikokapital effizient zu steuern und die Anlageziele zu erreichen. Damit die Erreichung der Renditeziele risikokontrolliert und zielgerichtet angesteuert werden kann, ist es notwendig, zunächst sowohl die Höhe als auch die Art des Risikobudgets anlegerindividuell abzustimmen.

Für die Bestimmung des Risikolimits sind hierbei unterschiedliche Varianten denkbar. Die einfachste Möglichkeit ist ein konstanter *Value-at-Risk*, der für ein bestimmtes Quantil der simulierten Renditeverteilung vorgegeben wird, was tendenziell zu einer ausgewogenen Allokation im Zeitablauf führt.

Eine weitere Möglichkeit besteht in der Limitierung eines *dynamischen Risikobudgets*, welches sich aus der unterjährigen Wertentwicklung des Portfolios ergibt. Hier wird im Laufe des Jahres das Risikobudget dynamisch angepasst, je nachdem wie sich der Wert des Portfolios entwickelt hat.

Durch die Möglichkeiten der unterschiedlichen Arten der Risikobetrachtung bietet die Warburg Invest AG ihren Kunden sowohl eine maßgeschneiderte Risikokontrolle gemäß der individuellen Präferenzen als auch eine effiziente Ausnutzung des Risikobudgets, um ihr Rendite-Risiko-Profil zu optimieren und die Renditeziele zu erreichen.



WARBURG

INVEST

## WARBURG INVEST AG

### Adresse

|                         |  |
|-------------------------|--|
| <b>Strasse + Nummer</b> | An der Börse 7   |
| <b>Stadt / City</b>     | Hannover   |
| <b>PLZ</b>              | 30159  |
| <b>Land</b>             | Deutschland  |
| <b>Gründungsjahr</b>    | 1999   |
| <b>webpage</b>          | <a href="http://www.warburg-invest-ag.de">www.warburg-invest-ag.de</a> |

### Kontakte / Ansprechpartner



|                           |  |
|---------------------------|--|
| <b>Vorname, Name</b>      | Andreas Schapeit   |
| <b>Titel und Funktion</b> | Generalbevollmächtigter /<br>Leiter Kundenbetreuung  |
| <b>Telefonnummer</b>      | 0511 12354 120   |
| <b>E-Mail</b>             | <a href="mailto:andreas.schapeit@warburg-invest-ag.de">andreas.schapeit@warburg-invest-ag.de</a> |



|                           |  |
|---------------------------|--|
| <b>Vorname, Name</b>      | Gerd Lückel  |
| <b>Titel und Funktion</b> | Generalbevollmächtigter /<br>Leiter Produkt- & Portfoliomanagement                       |
| <b>Telefonnummer</b>      | 0511 12354 118   |
| <b>E-Mail</b>             | <a href="mailto:gerd.lueckel@warburg-invest-ag.de">gerd.lueckel@warburg-invest-ag.de</a> |

## Auftritt

|   |  |
|---|--|
| <b>Beginn des Marktauftritts</b>  | 1999   |
| <b>AuA Gesamt</b>   | 24,55 (per 28.06.2019)   |
| <b>Erhaltene Auszeichnungen / Ratings</b>   | <ul style="list-style-type: none"> <li>- TELOS 2016: Performance Renten Global Rang 1 (kleinere Asset Manager)</li> <li>- TELOS 2016: Performance Unternehmensanleihen Rang 1 (kleinere Asset Manager)</li> <li>- TELOS 2017: Kundenloyalität Rang 1 (kleinere Asset Manager)</li> <li>- TELOS 2017: Beste Master-KVG Rang 3 (kleinere Asset Manager)</li> <li>- TELOS 2018: Reporting Rang 1 (kleinere Asset Manager)</li> <li>- TELOS 2018: Kundenbetreuung Rang 1 (kleinere Asset Manager)</li> <li>- SCOPE-Studie 2018 (Kapitalanlageverhalten institutioneller Investoren): Kundenbetreuung – Platz 2; Portfoliomanagement – Platz 2 (Gruppe: Institutionelle Vermögensverwalter bis 100 Mrd. EUR)</li> </ul> |
| <b>Zielkunden, mit denen Sie Erfahrungen haben (z.B. Versicherungen, Versorgungswerke, Corporates, sonstiges, etc.)</b> | <ul style="list-style-type: none"> <li>-Versicherungsgesellschaften</li> <li>-Kreditinstitute</li> <li>-Altersversorgungseinrichtungen</li> <li>-Private Organisationen ohne Erwerbszweck</li> <li>-Produzierende Unternehmen, Industriestiftungen</li> <li>-Sonstige (Family Offices, Finanzdienstleister, Gebietskörperschaften, Gewerkschaften, Warburg Invest AG Publikumsfonds, Stiftungen und Verbände)</li> </ul>   |
| <b>Anzahl Mitarbeiter in der Kundenbetreuung</b>  | 6  |
| <b>Anzahl Mitarbeiter Gesamt</b>  | 91   |

## Services zum Themengebiet Risikomanagement

|  | Anlageregion / Assetklasse     | seit wann? | Bemerkung / Hinweis   |
|--|--------------------------------|------------|---|
| <b>Value at Risk (qualifizierter Ansatz)</b> | Sämtliche liquide Assetklassen | Ende 2005  | „Triple-Safe Risikooverlay“<br>Liefert das Ein + Ausstiegssignal<br>VaR, Drawdown, Budget |
| <b>Stresstesting (parametrisch)</b>          | Sämtliche liquide Assetklassen |            |   |
| <b>Stresstesting (prognosebasiert)</b>       | Sämtliche liquide Assetklassen |            | Basis sind volkswirtschaftliche Prognosen   |
| <b>Leverage</b>                              | Sämtliche liquide Assetklassen |            |   |
| <b>Liquiditätsrisiko</b>                     | Sämtliche liquide Assetklassen |            |   |

## Das Unternehmen als Master KVG zum Thema Risikomanagement

Das vom Fondsmanagement unabhängige Risikomanagement der Warburg Invest AG ist Teil der Abteilung Risk Management & Investment Controlling. Sie ist in vier Teams organisiert und umfasst insgesamt 15 Mitarbeiterinnen und Mitarbeiter, davon einen Abteilungs- und zwei Gruppenleiter.

Im Risikomanagement wird der RiskManager4 ASP von RiskMetrics genutzt. Der Warburg Invest AG liegen entsprechend umfangreiche Marktdatenlizenzen für liquide Assets (insbesondere Zeitreihen für Aktien, Renten, FX, Volatilitäten, etc.) vor. Zur Datenanlieferung/-validierung und Weiterverarbeitung der RiskManager-Ergebnisse und Reports wird eine Eigenentwicklung der Warburg Invest AG (Risk-Management Tool) verwendet, in welchem auch die Liquiditätsrisiko- und Leverageberechnung stattfindet. Die Leverageberechnung erfolgt nach der sogenannten Bruttomethode (Artikel 7 AIFM-VO) und nach der sogenannten Commitmentmethode (Artikel 8 AIFM-VO). Weiterhin wird die Einhaltung des 4-Augenprinzips konsequent innerhalb des RiskManagement Tools kontrolliert. Dies ermöglicht eine durchgängige Dokumentation und liefert einen hohen Grad an Transparenz. Ergänzt wird der System- und Datenhaushalt in diesem Bereich durch diverse Datenanbieter wie Bloomberg, Thomson Reuters, etc.

Zur Sicherstellung der dauerhaften hohen Qualität der verwendeten Markt- und Stammdaten werden zum einen Marktführer (z.B. Bloomberg, Thomson Reuters, MSCI, WM-Stammdaten) lizenziert, welche selbst eine hinreichend gute Datenqualität sicherstellen als auch eigene Marktdatenkontrollen für originäre oder abgeleitete Daten im Rahmen des täglichen Reportingprozesses durchgeführt.

Das Risikomodell wird komplett von der Warburg Invest AG parametrisiert. Auf der Basis des qualifizierten Ansatzes der DerivateV wird täglich ein Value-at-Risk mit Hilfe einer historischen Simulation ermittelt (99%, 10 Tage Haltedauer). Der Value at Risk kann auf verschiedene Risikofaktoren aufgeteilt werden. Zusätzlich wird täglich ein parametrischer Stresstest durchgeführt. Die Durchschau auf Einzeltitel für interne Zielfonds ist innerhalb der einzelnen Reports möglich. Je nach Kundenwunsch können auf Basis dieser Anwendung weitere Simulationen wie z.B. prognosegestützte Stresstests, andere What-If-Szenarien oder Pull-to-Par-Effekte berechnet werden. Dies kann auch mit kundenspezifischen Szenarien erfolgen.

Für die Berechnung von prognosebasierten Stresstests werden auf Basis der gegenwärtigen politischen und volkswirtschaftlichen Entwicklungen sowie der aktuellen Kapitalmarktsituation Szenarien definiert, die bis zum Jahresresulto bzw. innerhalb der folgenden zwölf Monate auftreten könnten. Ein gruppenweiter Expertenkreis aus Mitarbeitern der Bereiche Volkswirtschaft, Kapitalmarkt und Risikomanagement diskutiert viermal im Jahr einen volkswirtschaftlich fundierten Vorschlag, in dem die aktuelle Risikoeinschätzung aus Sicht unserer Kapitalmarktexperten eingebracht wird. Daraus werden drei bis vier volkswirtschaftliche Szenarien inklusive der jeweils daraus zu erwartenden Entwicklungen der wichtigsten Kapitalmarktfaktoren abgeleitet.

Wir bieten ein selbst entwickeltes Modell zur Berechnung von Marktpreisrisiken auf langen Haltedauern an. Im Gegensatz zur Skalierung mit der „square-root-of-time“-Regel zeichnet sich das Modell dadurch aus, dass eine dynamische, markphasenabhängige Skalierung für ein Portfolio ermittelt und somit ein überzeichneter Risikobeitrag in vielen Phasen vermieden wird. Gestützt wird das Modell durch ein Backtesting für Aktienindizes über einen Zeitraum von 20 Jahren.

Die Anlagegrenzprüfung erfasst und erstellt IT-gestützt die Anlagerichtlinien. Hierbei werden mit der selbst entwickelten Anwendung „Portfolio Navigator“ mehr als 95% der Anlagegrenzen automatisiert im Grenzprüfungssystem erzeugt. Dies ermöglicht eine flexible und schnelle Umsetzung und gewährleistet u.a. durch Pre-Trade- sowie Post-Trade-Compliance-Checks die Einhaltung der gesetzlichen und vertraglichen Vorschriften. Das Grenzprüfungssystem ermöglicht auch eine statische und dynamische Limitüberwachung in Abhängigkeit von Benchmarkindizes oder anderen Datenquellen. Es ist ebenfalls möglich individuell festgelegte Grenzen zu implementieren und zu überwachen. Auch die Überwachung von ESG-Kriterien durch Erstellen von Positiv- oder Negativlisten wird bereits in vielen unserer Mandate angewandt.

Die Abteilung Risk Management & Investment Controlling unterstützt unsere Kunden auch bei aufsichtsrechtlichen Reportings. So werden für verschiedene Fonds die Standard Basel II Zinsschocks (+/- 200 BP) gerechnet und die für das Solvency II Reporting benötigten SCR-Kennzahlen auf Einzeltitelebene innerhalb der Abteilung berechnet.

Die Vorgehensweise der Risikoberechnung ist in den Risk Management Policy Guidelines sowie in den einschlägigen Arbeitsanweisungen der Warburg Invest AG dokumentiert. Die relevanten Passagen der Dokumente können Ihnen gerne zur Verfügung gestellt werden. Der Bereich Risk Management ist darüber hinaus ein fester Bestandteil der Jahresabschlussprüfungen durch den Wirtschaftsprüfer. In diesem Zusammenhang erfolgt die Prüfung der Ordnungsmäßigkeit der Vorgehensweise der Risikoberechnung. Auch wird das Risikomodell über ein täglich durchgeführtes Backtesting intern kontrolliert und auf möglichen Anpassungsbedarf analysiert.

Die Warburg Invest AG bietet die Bewertung und Marktgleichheitsprüfung aller in den von ihr betreuten Fonds und Mandaten enthaltenen Assets auf Basis selbst entwickelter und qualitätsgesicherter EDV-Lösungen an.

Als Grundlage für die Bewertung und Marktgleichheitsprüfung dient ein umfangreicher Datenpool tagesaktueller Marktdaten der gängigen Datenanbieter (z.B. Bloomberg, Thomson Reuters, Markit, ICE BofAML oder Stoxx), die in einem automatisierten Prozess durch ein selbst entwickeltes Bewertungstool verarbeitet werden. Um eine hohe Qualität der Bewertung nach gesetzlichen Vorgaben sicherzustellen, durchlaufen die gelieferten Daten zunächst strenge automatisierte Qualitätskontrollen und werden außerdem täglich stichprobenartig manuell geprüft und validiert. Neben der Bewertung von liquiden Assets können mithilfe des Tools außerdem auch illiquide Wertpapiere, Darlehensforderungen und strukturierte Produkte bewertet werden. Dies erfolgt mithilfe von State-of-the-Art-Methoden, welche von Spezialisten im Tool implementiert wurden und laufend überprüft und weiterentwickelt werden.

## **Das Thema Risiko und Risikomanagement im Reporting**

Über unser online verfügbares eReporting werden verschiedene Risikokennzahlen täglich reportet. Hierzu gehören die Effective Duration auf Einzeltitel sowie auf aggregierter Ebene (Asset Gruppe und Fonds). Die Modified und die Macaulay Duration werden täglich auf aggregierter Ebene (Asset Gruppe und Fonds) ausgewiesen.

Weiterhin werden im eReporting die Standardabweichungen (Sigma, BVI-Sigma) ausgewiesen. Ein Report mit Volatilitäten von Fonds / Segmenten und Benchmarks kann separat aufgesetzt werden.

Weitere standardmäßig zur Verfügung gestellte Kennzahlen sind Sharpe Ratio, Tracking Error und Information Ratio.

Im Risikocockpit werden die täglich ermittelten Value-at-Risk-, Stresstesting-, Leverage- und Liquiditätskennzahlen veröffentlicht. Beim Value-at-Risk werden neben dem Fondsergebnis auch die Auslastung zum Vergleichsvermögen und ein durch Addition der Einzeltitel berechneter korrelierter Value-at-Risk ausgewiesen.

Die Stresstestergebnisse werden auf Risikofaktorebene dargestellt und es gibt eine Zusammenfassung der aktuell verwendeten Szenarien. Der Leverage wird sowohl nach Bruttomethodik als auch nach Nettomethodik im eReporting ausgewiesen.

Eine Risikoattribution im Sinne einer detaillierten Darstellung der Risikobeiträge der einzelnen Risikofaktoren des Fonds sowie ein Marginal VaR-Report, der die isolierten Risikobeiträge der einzelnen Positionen darstellt, kann Ihnen bei Bedarf gerne separat zur Verfügung gestellt werden.

Darüber hinaus ist es selbstverständlich möglich, individuelle Kennzahlen/Reports gemäß Kundenanforderungen in enger Abstimmung zwischen unseren Experten und dem Anleger individuell und über mehrere Distributionskanäle bereitzustellen.

## **Disclaimer**

Diese Informationen richten sich ausschließlich an professionelle Anleger und Finanzberater und nicht an Privatkunden. Sie sind nicht zur Weitergabe an Dritte bestimmt.

Alle Rechte vorbehalten. Dieses Kompendium beruht auf Fakten und Informationen, deren Quellen wir für zuverlässig halten, ohne jedoch deren Richtigkeit und/oder Vollständigkeit garantieren zu können. TELOS GmbH übernimmt keine Haftung für Verluste oder Schäden aufgrund von fehlerhaften Angaben. Weder die dargestellten Kennzahlen noch die bisherige Wertentwicklung ermöglichen eine Prognose für die Zukunft. Die in diesem Kompendium dargestellten Auswertungen stellen kein Angebot und keine Empfehlung oder Aufforderung zum Kauf dar.



## IMI – Investment-Manager.Info

Das online Informationsportal für institutionelle Investoren

Sie suchen Informationen über **Asset Manager**, **Master-** und **Service-KVGen** oder **Verwahrstellen**?

Dann besuchen Sie unser online Informationsportal

[www.investment-manager.info](http://www.investment-manager.info)



Asset Manager



Master- und Service-KVGen



Verwahrstellen

Man braucht nicht unbedingt 429 Jahre Erfahrung,  
um für Qualität ausgezeichnet zu werden.  
Aber es hilft.

Auch als traditionsreiches Haus muss man immer wieder neue Traditionen begründen:

**Bester Asset Manager Aktien Deutschland 2018**

Citywire Deutschland Awards

**Beste Gesamtkundenzufriedenheit – Kleinere Asset Manager 2018**

Telos Zufriedenheitsstudie

**Best Private Bank in Germany 2011-2018**

Global Private Banking Awards (Financial Times Group)

**Best Investment Bank in Germany 2018**

Euromoney Awards for Excellence

Wir sind stolz darauf und gönnen uns auch nach 429 Jahren keine Pause.

Aus Überzeugung und für unsere Kunden.

Für einen persönlichen Kontakt wenden Sie sich gern an:

Uwe Schwedewsky (040) 350 60-235 · [www.berenberg.de](http://www.berenberg.de)



**BERENBERG**  
PRIVATBANKIERS SEIT 1590