

GIPS-Tag_

Global Investment Performance Standards

30. Oktober 2007
DVFA Center
Frankfurt/Main

Veranstalter: GAMSC - German Asset Management Standards Committee
bestehend aus:



Bundesverband Investment und Asset Management e.V.



German CFA Society



Deutsche Vereinigung für Finanzanalyse und Asset Management

30. Oktober 2007

9:30 - 11:00 _____

Entwicklungen der GIPS

Martin Schliemann | Ernst & Young

- Neue Richtlinien: Portfolio Recordkeeping, Performance Examination, Calculation Methodology
- GIPS und die MiFID

11:30 - 12:30 _____

Aktuelle Trends und Ausblicke

Dr. Stefan Illmer | Credit Suisse Asset Management

- Entwicklungsprozess der GIPS Standards
- Aktueller Stand der GIPS Standards
- Ausblick auf GIPS 2010

14:00 - 15:00 _____

Fallstricke bei Rendite- und Risikokennzahlen

Thomas Kieselstein | Union PanAgora Asset Management

- Time-weighted versus money-weighted
- Outperformance Maße
- Risikoadjustierte Maße

15:00 - 16:00 _____

Performance-abhängige Gebührenstrukturen

Dr. Norbert Tolksdorf | Oppenheim Research

- Anreizstruktureller Hintergrund
- Stand der Wissenschaft in Thesenform
- Implikation für die Anlagepraxis/the Dos and Don'ts

16:00 - 17:00 _____

Einsatz von Composites

Michaela Krahwinkel | Union Asset Management

- Traditionelle Anwendungen: Marketing
- Moderne Einsatzgebiete: Internes Controlling
- Strukturgrundlage für Management Informationssysteme

© 2007 DVFA

Das Werk einschließlich aller Abbildungen ist urheberrechtlich geschützt. Jede Verwertung außerhalb der Grenzen des Urheberrechtsgesetzes ist ohne Zustimmung der DVFA unzulässig und strafbar. Das gilt insbesondere für Vervielfältigungen, Übersetzungen, Mikroverfilmungen und die Einspeicherung und Bearbeitung in elektronischen Systemen.

GIPS® News

September 2007



Dear Clients and Business Associates,

Since the Revised GIPS came into force in 2006, the GIPS organizational structure has been refined and new initiatives have been launched. Work on the GIPS 2010 edition has already started. This edition of the E&Y GIPS® News will give you an overview of the latest developments and set the focus on new growing, markets, such as Poland and China.

You will also find a short comparative analysis on GIPS and the European Markets in Financial Instruments Directive (MiFID).

We hope you enjoy the current issue.

Susanne Klemm
Head of Investment Performance
Services, Switzerland
susanne.klemm@ch.ey.com

Current Status of the GIPS® Initiatives

The GIPS® Organization

Since the GIPS 2005 edition came into force in January 2006, the GIPS governance organization has been restructured in an intense effort of consultation between the country sponsors and CFA Institute (CFAI). The new organizational structure gives the country sponsors more room than before to promote the development of the GIPS standards in their respective countries. Currently, there are 27 countries which have adopted the GIPS standards.

The current organizational structure of the GIPS governing bodies consists of the **GIPS Executive Committee (EC)**, a standing committee of the CFA Institute's Centre for Financial Market Integrity. This is the main body which develops, interprets, promotes and implements the GIPS standards. Its nine members comprise the chairpersons of the EC standing subcommittees, the chairman of the GIPS Council and the three chairpersons of the Regional Investment Performance

subcommittees. The EC is chaired by Dr. Stefan Illmer and its Executive Director is Jonathan Boersma of the CFA Institute's Centre for Financial Market Integrity.

The **GIPS Council** is headed by an elected GIPS Council Chair, Hans-Joerg von Euw, and consists of 27 country sponsor representatives and three Regional Investment Performance Subcommittee (RIPS) chairpersons.

There are three **Regional Investment Performance Subcommittees (RIPS)** headed by an elected **RIPS Chair** bringing together the country sponsors in each region, i.e. Americas, EMEA and Asia-Pacific.

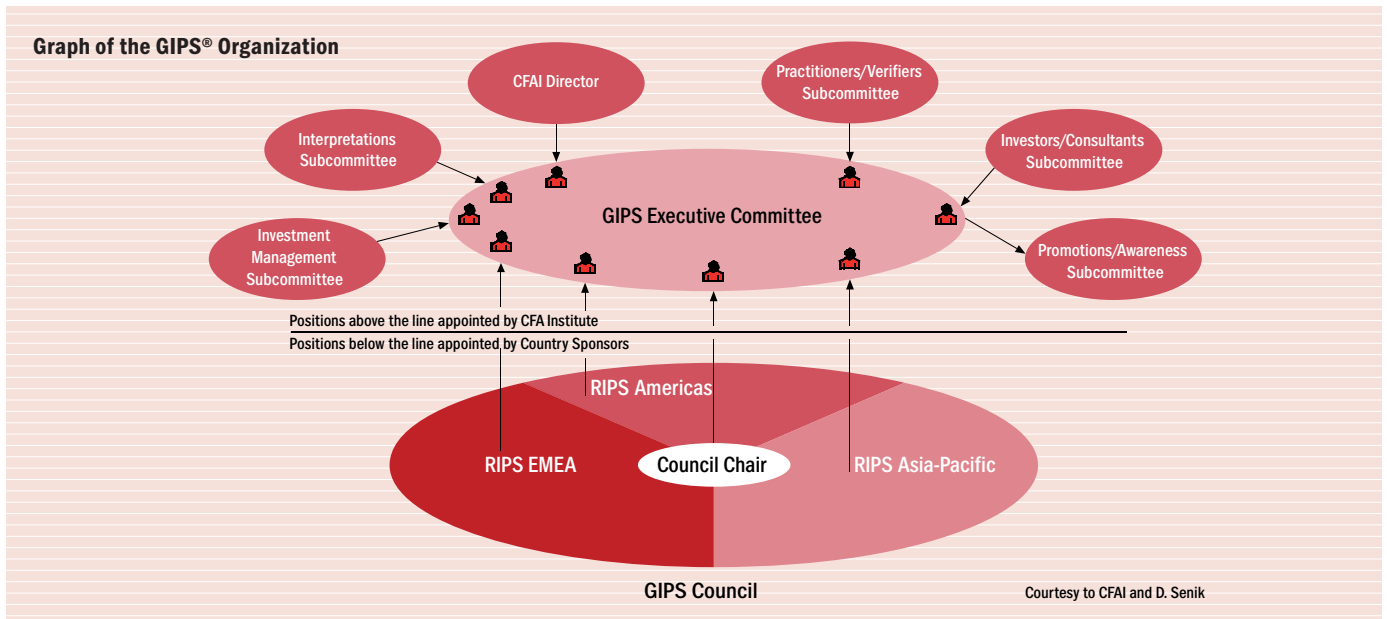
The GIPS EC has established different **Standing Subcommittees** which are represented in the EC and include: the GIPS Council, the Investors/Consultants Subcommittee, the Investment Management Subcommittee, the Verification/Practitioners Subcommittee, and the Interpretations Subcommittee. Additional subcommittees, such as the Promotion

In this issue:

- 1 Editorial
Susanne Klemm
- 1 Current Status of the GIPS® Initiatives
- 3 New GIPS® Guidance Statements
- 4 GIPS® and MiFID
- 4 The Case for GIPS® in China
- 7 GIPS® Implementation at ING in Poland,
Interview with *Wojciech Jachimiak*
- 8 Upcoming GIPS® Conferences and Seminars
- 9 Contacts

www.ey.com/ch/fs

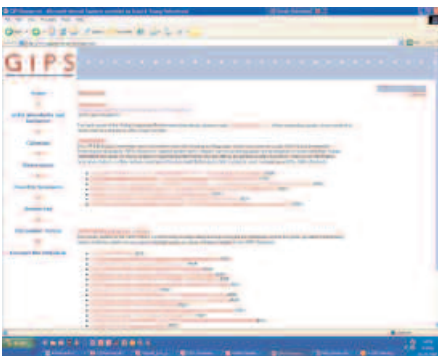
GIPS® is a trademark owned by CFA Institute.



and Awareness Subcommittee have been created. The different GIPS bodies meet regularly in person or via conference calls.

New GIPS® Web page

There is a new dedicated GIPS Web page: <http://www.gipsstandards.org>, featuring the GIPS standards, guidance statements and a Q&A database. The agendas and meeting materials of the GIPS EC are also available. Questions can be sent via e-mail to the GIPS Helpdesk at gips@cfainstitute.org and additional resources and articles are available under the heading «GIPS Toolkit Library of Articles».



New GIPS® Logo

The terms of use of the new GIPS logo by country sponsors are now developed

as GIPS Standards Branding Guidelines. At the last GIPS Council meeting in March 2007, CFAI was also asked to develop these terms of use for individual firms claiming GIPS compliance due to significant demand for a GIPS logo.



Status of the open GIPS® Guidance Statements

The Guidance Statement on Record Keeping Requirements has been finalized and was approved by the EC in July 2007. This Guidance Statement becomes effective on October 31, 2007 (see the article on p. 3). **The Guidance Statement on Error Correction** is still under review by the GIPS Interpretations Subcommittee and is expected to be submitted for approval to the GIPS EC by the end of 2007. The calculation examples of the **Draft Guidance Statement on Leverage and Derivatives** have been posted on the GIPS Web site as Q&As.

The GIPS® 2010 Project

The GIPS EC has already started discussions for the **GIPS 2010** edition with

the aim of reviewing the current GIPS standards and taking into account the changing needs of the industry, investors and users of GIPS. A survey was sent out to country sponsors in July to determine whether present recommendations should be upgraded to requirements and whether the implementation dates for proposed future GIPS requirements are still in line with the industry. There is still an ongoing discussion as to whether third-party verification, which is strongly encouraged today, should become mandatory with the GIPS 2010 edition. The inclusion of additional areas into the GIPS 2010 edition, e.g. risk measures, performance fees and hedge funds, is under consideration as well. New working groups will focus on alternative investment strategies (e.g. hedge funds) and risk. Additional groups will review the real estate and private equity provisions in the context of the GIPS 2010 Project and examine how GIPS could be used or leveraged with respect to ongoing client performance reporting. A first draft of the GIPS 2010 will be prepared in 2009 and a public comment period will follow. Approval by the GIPS EC is scheduled for early 2010. ■ susanne.klemm@ch.ey.com

New GIPS® Guidance Statements

GIPS® Guidance Statement on Record Keeping Requirements

To better explain GIPS standards Provision 1.A.1 which states that «all data and information necessary to support a firm's performance presentation and to perform the required calculations must be captured and maintained», a new Guidance Statement on Record Keeping Requirements was adopted in July 2007 by the GIPS Executive Committee. It will be effective as of October 31, 2007. A retroactive application is not required. The guiding principles contained in this Guidance Statement are the following:

For each performance period presented in the GIPS-compliant presentation, a firm must maintain:

- Sufficient records that allow for the recalculation of portfolio level returns
- Sufficient records that allow for the recalculation of composite level returns and data
- Records to support the reason why a portfolio was assigned to a specific composite, or was excluded from all composites
- Records to support the claim of compliance on a firm-wide basis
- All policies and procedures (both current and previous versions) that support the claim of compliance
- Any additional records that support a firm's claim of compliance

In addition, a firm must ensure that the records and information provided by a third-party service provider (such as a subadvisor, custodian, external performance measurer, etc.), meet the requirements of the standards.

It is important to note that all records deemed necessary by the firm must be maintained for each year that is presented in a GIPS-compliant presentation. For example, if the composite has a 25-year track record and only 15 years

are presented in the compliant presentation, the firm must maintain records to support the 15 years presented.

The guidance statement contains examples and additional «Questions and Answers» to further explain the interpretations given and can be accessed at <http://www.gipsstandards.org/standards/guidance/develop/pdf/recordkeeping.pdf>

GIPS® Guidance Statement on Performance Examinations

An investment firm may want to have the GIPS compliance of a specific composite presentation confirmed through a further, more extensive, specifically focused examination (or performance audit) of a specific composite and its presentation. This detailed review performed by an independent third-party verifier is called a **performance examination**. The GIPS Guidance Statement on Performance Examinations was adopted on October 30, 2006, with effect as of December 31, 2006.

Performance examinations are currently neither recommended nor required under the GIPS standards. However, certain parts of the investment management industry request composite-specific performance examinations to provide them with additional and specific assurance that a particular composite has been independently examined with respect to the GIPS standards.

The performance examination covers whether the firm has constructed and calculated the composite in compliance with the GIPS standards, and whether the firm presents the composite in compliance with the standards.

The GIPS standards do not specify any particular format for the performance examination report issued by verifiers. It generally includes the following information:

- The report is for a performance examination
- The name of the composite that was examined
- The time period covered by the report
- A statement that the procedures have been performed in accordance with the GIPS Guidance Statement on Performance Examinations
- The verifier's opinion that the composite was constructed, calculated, and presented in compliance with the GIPS standards

Without the performance examination report from the verifier, the firm cannot state that the composite has been examined with respect to the GIPS standards. The underlying composite presentation that is examined must be incorporated in the verifier's performance examination report.

The Guidance Statement further specifies the required minimum procedures when conducting a performance examination. These procedures do not necessarily overlap with the GIPS verification procedures but where the two can be combined, this would be more efficient for the verifier and the verified firm.

Please refer to http://www.gipsstandards.org/standards/guidance/archive/pdf/guidance_statement_perfexam.pdf for additional information. ■

susanne.klemm@ch.ey.com and hermin.hologan@fr.ey.com

GIPS® and MiFID

Does a GIPS® performance presentation have to be compliant with MiFID?

What is MiFID?

The Markets in Financial Instruments Directive (MiFID) is a major part of the European Union's Financial Services Action Plan (FSAP). It makes significant changes to the European regulatory framework and is intended to take account of developments in financial services and markets since the Investment Services Directive (ISD), which it replaces, was implemented in 1995. MiFID will be introduced in all member countries of the European Economic Area as of November 1, 2007. MiFID is focusing on two paramount objectives – market transparency and protection for the retail investor.

Does a GIPS®-compliant performance presentation fall within the scope of MiFID?

To answer this question we have to consider whether a performance presentation can be viewed as a means of «marketing communications» as defined in MiFID. According to Article 19(2) of MiFID «all information, including marketing communications, addressed by the investment firm to clients or potential clients shall be fair, clear and

not misleading». Furthermore, «marketing communications shall be clearly identifiable as such». Both statements indicate that the term «marketing communications» could be understood as a means of providing clients or potential clients with particular information for marketing reasons.

Now let us consider the objectives and the addressees of a GIPS performance presentation. The article 0.A.11 of GIPS states that «firms must make every reasonable effort to provide a compliant presentation to all prospective clients». This statement clearly shows that GIPS presentations are aimed at prospective clients, as marketing communications are. Furthermore, the minimum requirements for the content of a GIPS-compliant performance presentation are designed to support the prospective client in his or her decision on the choice between otherwise comparable investment firms.

To sum up, a GIPS performance presentation can be viewed as «marketing communications» and as such falls within the scope of MiFID.

What are the MiFID requirements on «marketing communications»?

Article 27 of the Implementing Directive states the conditions the information

(e.g. a marketing communication) must comply with in order to be fair, clear and not misleading. The table on page five includes a discussion on whether these conditions are covered by GIPS.

Are any MiFID requirements in conflict with GIPS®?

From our point of view, the MiFID regulations do not conflict with the GIPS standards. However, the process of conversion of MiFID into national law is still not completed in some countries. The conversion into national law could result in national regulations being in conflict with GIPS. If this is the case, according to GIPS art. 4.A.9, firms must disclose the manner in which the local laws and regulations conflict with the GIPS standards.

Do GIPS® help in fulfilling MiFID requirements?

GIPS presentations can be very helpful in supporting MiFID compliance since some of the MiFID regulations are covered by the GIPS standards (e.g. annual performance figures, minimum five years of compliant history, fees disclosures), as detailed in the enclosed table on page 5. ■

malgorzata.oganisyan@de.ey.com

The Case for Global Investment Performance Standards in China

Young industry. Even though everyone is talking about how impressive the Chinese equities markets are at the moment, one must not forget that the Chinese asset management industry was created only ten years ago when the local regulator, the China Securities Regulatory Commission (CSRC), authorized the launch of the first closed-end funds. At that time, the underlying securities markets were still emerging. Stock

exchanges saw blatant price manipulation from existing investors. Bond markets were still not in existence. In less than ten years, the industry has grown from zero to a staggering size of USD 265 billion at the end of June 2007.

Strong growth. Looking forward, the China's asset management market is expected to grow 25% in the next five to ten years. Large parts of the asset

management markets are still in their starting phase. The corporate pension market has started slowly, fixed-income markets have not yet developed, derivatives markets have just started and, up until now, investments have been restricted to China. At the same time, around USD 2 trillion in Chinese savings are still locked in low-yielding bank deposits. «continued on page 6»

MIFID Presentation Rules and GIPS®

Conditions according to MiFID with which information must comply in order to be fair, clear and not misleading (Article 27 of MiFID Implementing Directive).		Is this condition covered by the GIPS®?
Art. 27 (2)	The information shall include the name of the investment firm.	Yes (Definition of the Firm)
	It shall be accurate and shall not specifically emphasize any potential benefits of an investment service or financial instrument without also providing a fair and prominent indication of any relevant risks.	Needs to be specifically addressed
	It shall be sufficient for and presented in a way that is likely to be understood by the average member of the group [being either a retail client or a professional client] to whom it is directed, or by whom it is likely to be received.	Yes (Key objective of the GIPS)
	It shall not disguise, diminish or obscure important items, statements or warnings.	Yes (Covered by disclosures)
Art. 27 (3)	Where the information compares investment or ancillary services, financial instruments, or persons providing investment or ancillary services, the following conditions shall be satisfied:	
	(a) the comparison must be meaningful and presented in a fair and balanced way;	Yes
	(b) the sources of the information used for the comparison must be specified;	Needs to be specifically addressed
	(c) the key facts and assumptions used to make the comparison must be included.	Yes (disclosures)
Art. 27 (4)	Where the information contains an indication of past performance of a financial instrument, a financial index or an investment service, the following conditions shall be satisfied:	
	(a) the indication must not be the most prominent feature of the communication;	Subject to interpretation
	(b) the information must include appropriate performance information which covers the immediately preceding 5 years, or the whole period for which the financial instrument has been offered, the financial index has been established, or the investment service has been provided if less than five years, or such longer period as the firm may decide, and performance information must be based on complete 12-month periods in each case;	Yes
	(c) the reference period and the source of information must be clearly stated;	Yes
	(d) the information must contain a prominent warning that the figures refer to the past and that past performance is not a reliable indicator of future results;	No; (however, easily added to a GIPS report)
	(e) where the indication relies on figures denominated in a currency other than that of the Member State in which the retail client or potential retail client is resident, the currency must be clearly stated, together with a warning that the return may increase or decrease as a result of currency fluctuations;	Currency is presented. A specific warning may be added to the GIPS report.
	(f) where the indication is based on gross performance, the effect of commissions, fees or other charges must be disclosed.	Yes
Art. 27 (5)	Where the information includes or refers to simulated past performance, it must relate to a financial instrument or a financial index, and the following conditions shall be satisfied:	
	(a) the simulated past performance must be based on the actual past performance of one or more financial instruments or financial indices which are the same as, or underlie, the financial instrument concerned;	Yes, GIPS forbids linking simulations with real performance.
	(b) the information must contain a prominent warning that the figures refer to simulated past performance and that past performance is not a reliable indicator of future performance.	(..)
	(c) the information must contain a prominent warning that the figures refer to simulated past performance and that past performance is not a reliable indicator of future performance.	N/A
Art. 27 (6)	Provisions covering information on future performance.	N/A
Art. 27 (7)	Where the information refers to a particular tax treatment, it shall prominently state that the tax treatment depends on the individual circumstances of each client and may be subject to change in the future.	No (however, easily added to a GIPS report)
Art. 27 (8)	The information shall not use the name of any competent authority in such a way that would indicate or suggest endorsement or approval by that authority of the products or services of the investment firm.	Not covered by GIPS
Art. 29 (6)	Investment firms shall ensure that information contained in a marketing communication is consistent with any information the firm provides to clients in the course of carrying on investment and ancillary services.	Not covered by GIPS

«continued from page 4»

Foreign players and international best practices. For all these reasons, more and more foreign asset managers are coming to China to profit from the seemingly unlimited opportunities. They bring with them their best practice, i.e. years of experience in their home markets selling their services. The Chinese regulatory authorities are eager to have foreign players bringing their best practices and strategies that prompt local players to adapt, innovate and to compete against them.

Performance Issues in China

How to treat different clients fairly. In a market characterized by rapid developments and rife with irregularities, good practices must be learned or imposed. One of the main objectives of the CSRC is to protect all Chinese investors. The CSRC has highlighted repeatedly in the last few years that it aims to encourage asset managers to treat different customers in a fair manner. In this respect, the CSRC has already adopted several provisions regulating the disclosure of securities investment fund information that are very similar to some of the provisions contained in the GIPS standards.

Like the rest of the world. Past investment performance is a key purchasing decision for Chinese investors. Most of them have scant understanding about mutual funds and are focusing principally on the past performance of the fund management companies. Having previous funds with good past performance is essential to the successful launch of new funds, when most of the money is raised. Competition is very fierce in the Chinese asset management industry where 58 fund management companies are competing for the money held in commercial banks. Product and investment style differentiation is limited as the underlying secu-

rities market is quite narrow. In attracting the attention of investors, the Chinese fund management companies tend to adopt some of the issues common to performance presentation all around the world:

- Account-selected disclosures, centered on a good performance history of the fund
- Selection of the time period presented, highlighting period of overperformance
- Selection of underlying benchmarks that are known to be relatively easy to outperform
- Presentation of simulated performance

CSRC's position. In order to avoid and control any performance malpractice, the local regulator has drawn from existing good international practices, especially the GIPS standards, some provisions that have been incorporated in local laws and regulations. Information disclosure is one of the most regulated areas in the asset management industry.

A turning point has just been achieved with the recent promulgation of the Qualified Domestic Institutional Investors Trial Measures («Trial Measures») by the CSRC. In the notification attached to the Trial Measures, the CSRC explicitly requires local fund management companies to comply with GIPS-relevant standards in performance calculation and presentation.

«Trial Measures» and GIPS® development in China

Strong signals. The message sent by the regulator is clear and was reinforced by a recent GIPS conference organized in Beijing with the support of the GIPS Executive Committee and the CSRC. The Chinese authorities expect a gradual adoption of GIPS standards by all the fund management companies in the next few years. Secondly, a Chinese translation of GIPS has recently been approved by the GIPS Executive Committee. The distribution of this version will help

to promote GIPS in China. Discussions with an organization interested in becoming a GIPS Country Sponsor are presently taking place as well.

However, even if we believe that there is a strong chance that Chinese asset managers will adopt GIPS in the future, some obstacles remain.

Obstacles. The first and primary issue is the lack of understanding of GIPS. Most investors, including institutional investors, have no idea what GIPS is about. They do not know how GIPS can benefit them. Retail investors, who constitute the bulk of investors in China, have probably never heard of GIPS. Ernst & Young China is presently conducting a series of GIPS presentations to facilitate the understanding and acceptance by local investors. Secondly, the requirements set by the CSRC do not require Chinese asset managers to fully comply with GIPS. Under these circumstances, most Chinese fund management companies have taken a wait-and-see attitude.

Positive development for GIPS®. Nevertheless, we can see several factors that will accelerate the adoption of GIPS in China: The first one is that the largest asset management companies will be doing more and more business outside of China. The wide acceptance of GIPS in other countries will push Chinese companies to prepare GIPS-compliant performance reports for foreign institutional investors. On the other hand, many Chinese asset managers are jointly owned by international groups that are GIPS compliant. They will likely want to include their Chinese capabilities in their global GIPS programs. Finally, there is a clear message from the local regulators that they want Chinese companies to adopt GIPS as best practice in the next few years. ■

chengsen.yeh@cn.ey.com

GIPS® Implementation at ING in Poland, Interview with Wojciech Jachimiak



Wojciech Jachimiak, ING Investment Management (Poland)

ING Investment Management Poland was one of the first investment management companies in Poland to implement the Global Investment Performance Standards (GIPS®). Tomasz Kozłowski, manager at Ernst & Young in Poland, had the pleasure of meeting with Wojciech Jachimiak to discuss the challenges and benefits of the GIPS implementation.

Ernst & Young: Are the GIPS® standards recognized among Polish asset managers?

Wojciech Jachimiak (ING): Yes, many Polish asset management firms have heard of or are familiar with GIPS, but few of them have decided on their implementation and sustainability. This is mostly because GIPS bring many requirements, often challenging from an operational perspective, which discourage or prevent firms from achieving compliance with those standards. However, in my opinion, this is likely to change in the near future. Firstly, because of the increasing competition on the wealth management market, which will likely lead to a situation where more firms will seek alternative ways to distinguish themselves from their competitors. GIPS can potentially provide such a point of differentiation. Secondly, clients will require more transparency and comparability among financial products and the presentation of their performance. As ethical standards, GIPS could be the right tool to achieve this.

What do you think is the level of GIPS® recognition among clients?

At present, client «GIPS awareness» in

Poland is not very high. GIPS are not widely recognized in the market as a «must-have» to do business in Poland. But our clients learn fast. The awareness and need for transparency and fair presentation grows in line with the increase in wealth of the investors, who are in turn coming to the capital markets looking for returns. Poles like to compare offerings and ask questions. To such questions, you cannot imagine a better answer than a compliant performance presentation.

Why did you decide to implement GIPS®?

For us, the most important reason has always been the client perspective. We wanted to have a fair, clear and full answer to the potential client who asks about our products, experience and track record. But you have to bear in mind that any performance is generated by the interaction of 3Ps: people, processes and philosophy. Therefore, an equally important factor to go for GIPS was the internal perspective. GIPS have helped us to fully understand and document the core processes we operate, enhanced our communication within the firm and strengthened internal control over performance reporting.

How did the implementation of GIPS® at your firm change the particularities of client communication and sales process?

First of all, our sales process is more transparent, informative and structured. Clients know that they will receive a full GIPS-compliant presentation each quarter. Our compliant performance is also disclosed on our Web site, which can be accessed by any potential client. Our clients know that we do not hide anything and that our offer is fair and not misleading. This builds trust in our company and our brand name.

How long have you been in compliance with GIPS®?

ING Investment Management (Poland) as a firm started to comply with GIPS in 2000,

when we ran a project to retroactively calculate and present our track record since the firm's inception. A recent important milestone was reached last year when a new version of GIPS standards came into force. We made a decision to maintain our compliance, which meant starting a project to comply with «Gold» GIPS. Starting in January of this year, we prepared our first annual performance presentation in compliance with the amended GIPS 2005 standards. This was announced in one of our regular press conferences.

What were the biggest challenges of your transition to GIPS® 2005?

Our transition comprised three phases. In phase one we asked ourselves what we were missing to maintain GIPS compliance. The answer to this question resulted in a kind of gap analysis. Next we tried to close the identified gaps. We looked critically at our business processes and associated risks that affected performance reporting. As a result, we redesigned, improved and redocumented our business controls. Lastly, we updated and enhanced our policies and procedures. The second step was the most difficult as it affected a large part of the business starting from sales, investments departments, through the middle and back offices.

How do you convince your clients that your performance data is fair and compliant with GIPS®?

We do not have to. Our statement of compliance is subject to annual independent verification. We disclose our verification status in our presentation. The credibility of our claim is very important to us.

We recognize that not all firms claiming GIPS compliance go through the verification process, but this will have to change. GIPS envisage that from 2010 verification may become mandatory. Then, all firms wanting to claim GIPS compliance would have to get their compliance verified.

Ernst & Young would like to thank Mr. Jachimiak for this interview. ■
tomasz.kozlowski@pl.ey.com

Upcoming Conferences and Seminars

GIPS® Grundlagen-Seminar, in German

September 11, 2007 (booked out)

Zurich, Switzerland

For more information visit:

<http://www.sba.ch/aktuelle-seminare-sbvg-extern.htm>

GIPS® Seminar of the Swiss Bankers' Association

November, 13, 2007

Geneva, Switzerland

November 15, 2007

Zurich, Switzerland

Additional information to be published soon

GIPS® Standards Interactive Workshop

September 26, 2007

Chicago, Illinois, USA

For more information visit www.cfainstitute.org

GIPS® Standards Annual Conference

September 27 & 28, 2007

Chicago, Illinois, USA

For more information visit www.cfainstitute.org

GIPS® Standards Interactive Workshop

December 6, 2007

Chicago, Illinois, USA

For more information visit www.cfainstitute.org

For any questions regarding material contained in this newsletter or regarding investment performance, please contact our specialists:

Ernst & Young, Switzerland
Susanne Klemm
Phone +41 (0)58 286 69 14
susanne.klemm@ch.ey.com

Petar Monow
Phone +41 (0)58 286 44 56
petar.monow@ch.ey.com

www.ey.com/ch/fs

© Ernst & Young Ltd 2007
All rights reserved.

This publication has been carefully prepared, but it necessarily contains information in summary form and is therefore intended for general guidance only, and is not intended to be a substitute for detailed research or the exercise of professional judgment. Ernst & Young can accept no responsibility for loss occasioned to any person acting or refraining from action as a result of any material in this publication, and should not be liable for the results obtained from the use of this material or any errors and omissions.

Ernst & Young Investment Performance Services – Contacts

To learn more about how Ernst & Young Investment Performance Services practice can help you comply and compete, please contact one of our professionals:

Australia

Ernst & Young
Brett Kallio
 8 Exhibition Street
 Melbourne VIC 3000
 Australia
 Tel. +61 3 9288 8597
 Fax +61 3 8650 7710
 brett.kallio@au.ey.com

Austria

Ernst & Young
Robert Wauschek
 Wagramer Strasse 19
 IZD-Tower
 1220 Vienna
 Austria
 Tel. +43 1 211 70 12 69
 Fax +43 1 216 20 77
 robert.wauschek@at.ey.com

China

Ernst & Young Hua Ming
Chengsen Yeh
 23/F, The Center
 989 Changle Street
 Shanghai, China 200031
 Tel. +68 21 2405 2196
 Fax +68 21 2412 0043
 chengsen.yeh@cn.ey.com

Denmark

Ernst & Young
Carsten Collin
 Tagensvej 86
 2200 Copenhagen N
 Denmark
 Tel. +45 35 87 22 22
 Fax +45 35 87 22 07
 carsten.collin@dk.ey.com

France

Ernst & Young
Bernard Charrue
 Tour Ernst & Young
 Faubourg de l'Arche
 92037 Paris-La Défense
 France
 Tel. +33 1 46 93 72 33
 Fax +33 1 55 24 61 33
 bernard.charrue@fr.ey.com

Germany

Ernst & Young
Martin Schliemann
Malgorzata Oganisyan
 Mergenthalerallee 3 - 5
 65760 Eschborn
 Germany
 Tel. +49 (6196) 996 27139
 Fax +49 (181) 3943 27139
 martin.schliemann@de.ey.com
 malgorzata.oganisyan@de.ey.com

Hong Kong

Ernst & Young
Carlyon Knight-Evans
 18/F, Two International Finance Centre
 8 Finance Street
 Hong Kong
 Tel. +852 2846 9608
 Fax +852 2157 6935
 carlyon.knight-evans@hk.ey.com

Italy

Ernst & Young FBA
Emilio Maffi
 Via della Chiusa, 2
 20123 Milan
 Italy
 Tel. +39 02 7221 2203
 Fax +39 02 7221 2208
 emilio.maffi@it.ey.com

Japan

Ernst & Young ShinNihon
Yoh Kuwabara
 Kasumigaseki Bldg.
 3-2-5 Kasumigaseki
 Chiyoda-ku, Tokyo 100-6088
 Japan
 Tel. +81 3 3503 1231
 Fax +81 3 3503 1236
 kuwabara-y@shinnihon.or.jp

Japan

Ernst & Young
Nat Ruta
 Hibiya Kokusai Building, 15F
 2-2-3 Uchisaiwai-cho
 Chiyoda-ku, Tokyo 100-0011
 Japan
 Tel. +81 3 3503 1046
 Fax +81 3 3595 8380
 nat.ruta@jp.ey.com

Luxembourg

Ernst & Young
Laurent Denayer
 Parc d'Activité Syrdall 7
 5365 Munsbach
 Luxembourg
 Tel. +352 42 124 8340
 Fax +352 42 124 5 8340
 laurent.denayer@lu.ey.com

Netherlands

Ernst & Young Actuarissen BV
Paul de Beus
Tony de Graaf
 Euclideslaan 1
 3584 BL Utrecht
 P.O. Box 3053
 3502 GB Utrecht
 The Netherlands
 Tel. +31 30 259 2225
 Fax +31 30 259 2118
 paul.de.beus@nl.ey.com
 tony.de.graaf@nl.ey.com

Norway

Ernst & Young
Tor Steinfeldt-Foss
 Chr Frederiks plass 6
 00154 Oslo
 Norway
 Tel. +47 24 00 20 20
 Fax +47 24 00 24 01
 tor.steenfeldt-foss@no.ey.com

Poland

Ernst & Young
Tomasz Kozlowski
 Rondo ONZ 1
 00124 Warszawa
 Poland
 Tel. +48 22 557 7000
 Fax +48 22 557 7001
 tomasz.kozlowski@pl.ey.com

Singapore

Ernst & Young
Brian Thung
 One Raffles Quay
 North Tower, Level 18
 Singapore 048583
 Tel. +65 6309 6227
 Fax +65 6532 7662
 brian.thung@sg.ey.com

South Africa

Ernst & Young
Harold Olukune
 P.O. Box 656
 Cape Town 8000
 South Africa
 Tel. +27 21 410 5500
 Fax +27 21 425 4523
 harold.olokune@za.ey.com

Sweden

Ernst & Young
Jesper Nilsson
 Jakobsbergsgatan 24
 P.O. Box 7850
 10399 Stockholm
 Sweden
 Tel. +46 8 520 590 00
 Fax +46 8 520 513 88
 jesper.nilsson@se.ey.com

Switzerland

Ernst & Young
Susanne Klemm
 Belpstrasse 23
 3001 Bern
 Switzerland
 Tel. +41 58 286 6914
 Fax +41 58 286 6969
 susanne.klemm@ch.ey.com

United Kingdom

Ernst & Young
Matt Price
 1 More London Place
 London SE1 2AF
 United Kingdom
 Tel. +44 20 7951 2223
 Fax +44 20 7951 2358
 mprice1@uk.ey.com

USA

Ernst & Young
Todd Johnson
 5 Times Square
 New York, NY 10036
 USA
 Tel. +1 212 773 8667
 Fax +1 212 773 1124
 todd.johnson@ey.com

A Newton's cradle with five silver spheres hanging from thin wires against a blue gradient background. The spheres are arranged in a horizontal line, with the leftmost one slightly higher than the others.

Entwicklung der GIPS

Performancemessung und -reporting
Frankfurt am Main, 30 Oktober 2007

WP Martin Schliemann

Partner
Head of Asset Management Advisory
Global Financial Services
Ernst & Young, Frankfurt a. M.

Agenda

Neue Richtlinien:

1. Portfolio Recordkeeping
2. Performance Examination
3. Calculation Methodology
4. Gips und die MiFID

Aus der Arbeit des GAMSC

Neue Richtlinien ?

- Aktuelle Version der GIPS:
 - „adopted“: 4. Februar 2005
 - „effective date“: 1. Januar 2006
- No pending guidance statement

Portfolio Record Keeping Requirements I

- Basis GIPS 1.A.1:
 - All data and information necessary to support a firm's performance presentation and to perform the required calculations must be captured and maintained.
- Zeitraum: Archivierung für jede präsentierte Periode
- Form: Papier oder EDV

Aufbewahrungspflichten nach HGB

- Basis § 257 HGB: Aufbewahrung von Unterlagen.
Aufbewahrungsfristen
- Zeitraum: 10 bzw. 6 Jahre beginnend mit Schluß des Kalenderjahres, in dem der letzte Eintrag in das Dokument gemacht wurde
- Form: Papier oder EDV

Aufbewahrungspflichten: HBG versus GIPS

- GIPS ist weniger umfassend in Bezug auf die Unterlagen. Bewertungsunterlagen und Handelsbestätigungen fallen in der Regel nicht unter GIPS
- GIPS ist umfassender bezüglich der Zeiträume, da mindestens 10 Jahre aufzuheben ist, die Frist sich aber bei längeren Präsentationszeiträumen verlängert.

Performance Examination I

- Hintergrund
 - Verifizierung bedeutet einen Check bezüglich
 - Composite-Konstruktion
 - Prozessen und Prozeduren
 - Performance Checks (z.B. durch den Verifizierer) werden derzeit von GIPS nicht verlangt

Performance Examination II

- Performance Check klärt, ob
 - Composite-Performance in Einklang mit GIPS ermittelt und errechnet wurde
 - Ob die Präsentation des einzelnen Composite in Einklang mit GIPS steht
- Voraussetzung:
 - Firma ist GIPS „compliant“
 - Firma ist verifiziert

Performance Examination III

- Anwendungsbereich
 - Einzelner Composite: hier sollte erst mit dem Verifizierer geklärt werden, ob er nicht ohnehin rechnet
 - Single-Asset-Composite: z.B. Publikumsfonds

Calculation Methodology

- Einheitlich Methodik
 - In der Regel time weighted
 - Bei Private Equity money weighted (z.B. IRR)
- Problem: IRR ist in deutschen Verkaufsprospekten verboten

GIPS und MiFID in Kürze

- GIPS kann eine Hilfe bei der Umsetzung bestimmte MiFID-Anforderungen sein
- GIPS und MiFID stellen keine absolut widersprüchlichen Anforderungen
- Zu Details s. Synopse

Aus der Arbeit des GAMSC

- Übersetzung der GIPS
- Homepage
- Seminare
- Fachlich
 - Back-dated transactions
 - Error correction
 - Cash flow
 - Verbreitungsgrad der GIPS

Anlage 1a: Guidance Statements

- 2007
 - Portfolio Record Keeping Requirements
- 2006
 - Performance Examination
 - Calculation Methodology
 - Composite Definition
 - Definition of the Firm
 - Performance Record Portability
 - Treatment of Carve-outs
 - Treatment of significant Cash-flows
 - Supplemental Information
 - Verification

Anlage 1b: Guidance Statements

- 2005
 - Country specific taxation issues
 - Verifiers independence
 - Wrap-fees
- 2003
 - Fee provisions
 - Private Equity
 - Real Estate
- 2001
 - Euro Conversion

Anlage 2: Portfolio Record Keeping Requirements

Aufbewahrt werden müssen Unterlagen zur

- Berechnung der Performance
- Portfolio-/Composite Zuordnung
- Begründung des Compliance-Anspruches
- Alle Handbücher, Arbeitsanweisungen etc.
- SLA mit externen Dienstleistern
- Sonstige Unterlagen

Thank you for your attention!



Martin Schliemann

Partner

Head of
Asset Management

Tel.: +49 (0) 6196.996.27139

martin.schliemann@de.ey.com

GIPS® Standards - Aktuelle Trends und Ausblicke

GIPS-Tag_
Datum: 30. Oktober 2007
Erstellt durch: Dr. Stefan Illmer

Agenda

- Entwicklungsprozess der GIPS Standards
- Aktueller Stand der GIPS Standards
- Ausblick auf GIPS 2010

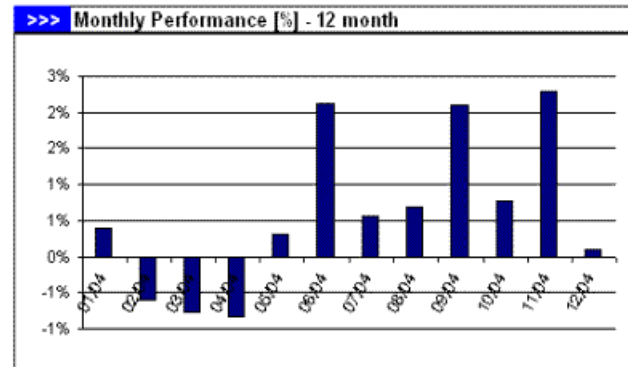
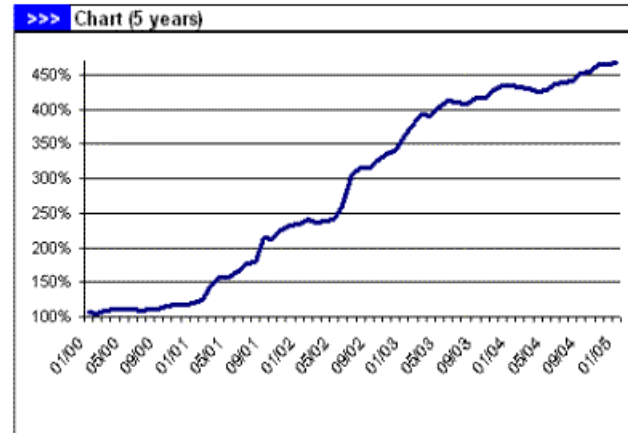
Entwicklungsprozess der GIPS Standards

Ausgangspunkt der GIPS Standards

>>> Performance	
Period	%
1 month	0,1%
3 month	3,2%
6 month	6,7%
1 year	7,3%
2 years	36,7%
3 years	100,7%
5 years	365,8%

>>> Performance Indicators	
Volatility 1 year	1,1%
Volatility 2 years	1,8%
Sharpe Ratio 1 year	6,60
Maximum Time to recover [days]	120
Maximum Drawdown [5 years period]	2,2%
Share of winning month	77,0%

>>> Conditions / Parameter Settings	
Fixed Income Investment	90,0%
Interest rate p.a. on Fixed Income	3,5%
Alternative Investment [Futures]	10,0%
Commissions per Roundturn [in EUR]	2,00
Slippage per Roundturn [in EUR]	7,00
Money Management Parameters:	
Fixed Fraction:	2,0%
Security Faktor:	1,5%
Margin Faktor:	2,0%



Ist diese "normale" Performance Präsentation auch eine "gute"?

Gründe für GIPS Standards



Ziele der GIPS Initiative

(1/2)

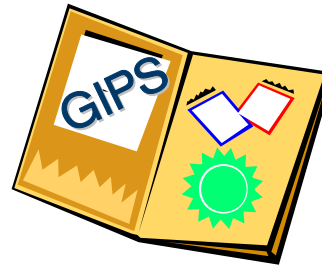
- Globale Standardisierung der Performancemessung und Performancepräsentation
- Ersatz der AIMR-PPS als "den" globalen Standard
- Ersatz der nationalen PPS
- Globale Selbstregulierung
- "Gold Standard" als der globale Standard für Performancepräsentationen

Ziele der GIPS Initiative

(2/2)

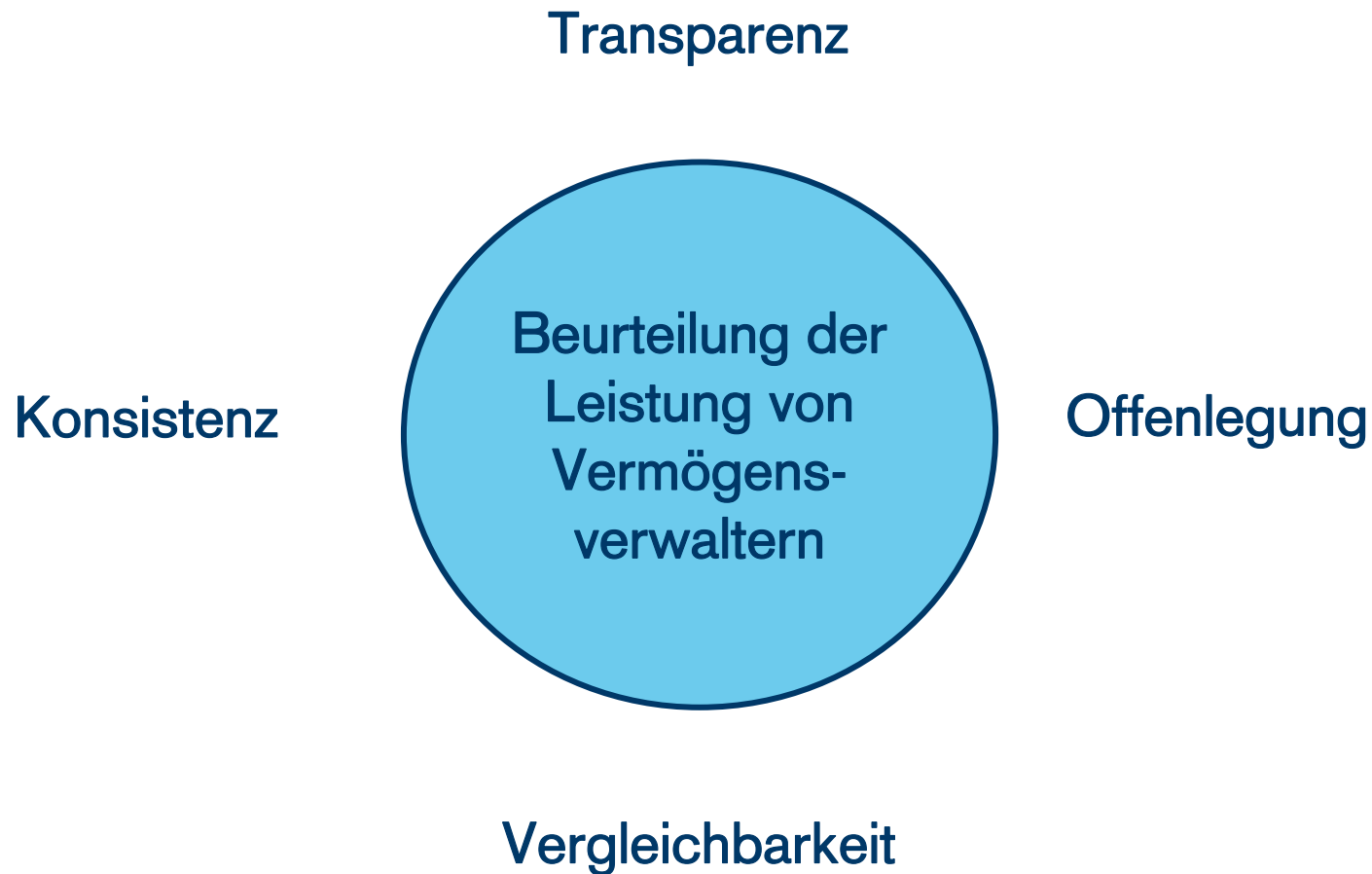
- Fördern eines "fairen" Wettbewerbs in der weltweiten Vermögensverwaltungsindustrie durch die Einführung eines

„GLOBALEN PASSPORT“,



d.h. "freier Zugang" für alle Firmen in allen Ländern bzw. die Reduktion der nationalen Zugangsbeschränkungen

Ziele der GIPS Standards



Geschichte der GIPS Standards

(1/3)

- 1991 AIMR Implementation Committee
- 1993 1. Version der AIMR-PPS
- 1995 EFFAS Permanent Commission on Performance Measurement und AIMR Global Standards Committee
- 1996 SPPS als erste PPS in Europa
- 1996 Revision der AIMR-PPS
- seit 1997 Diverse lokale PPS (DE, AU, JP, UK, etc.)
- 1999 1. Version der GIPS Standards
- 1999 Revision der AIMR-PPS
- 2000 1. IPC Meeting

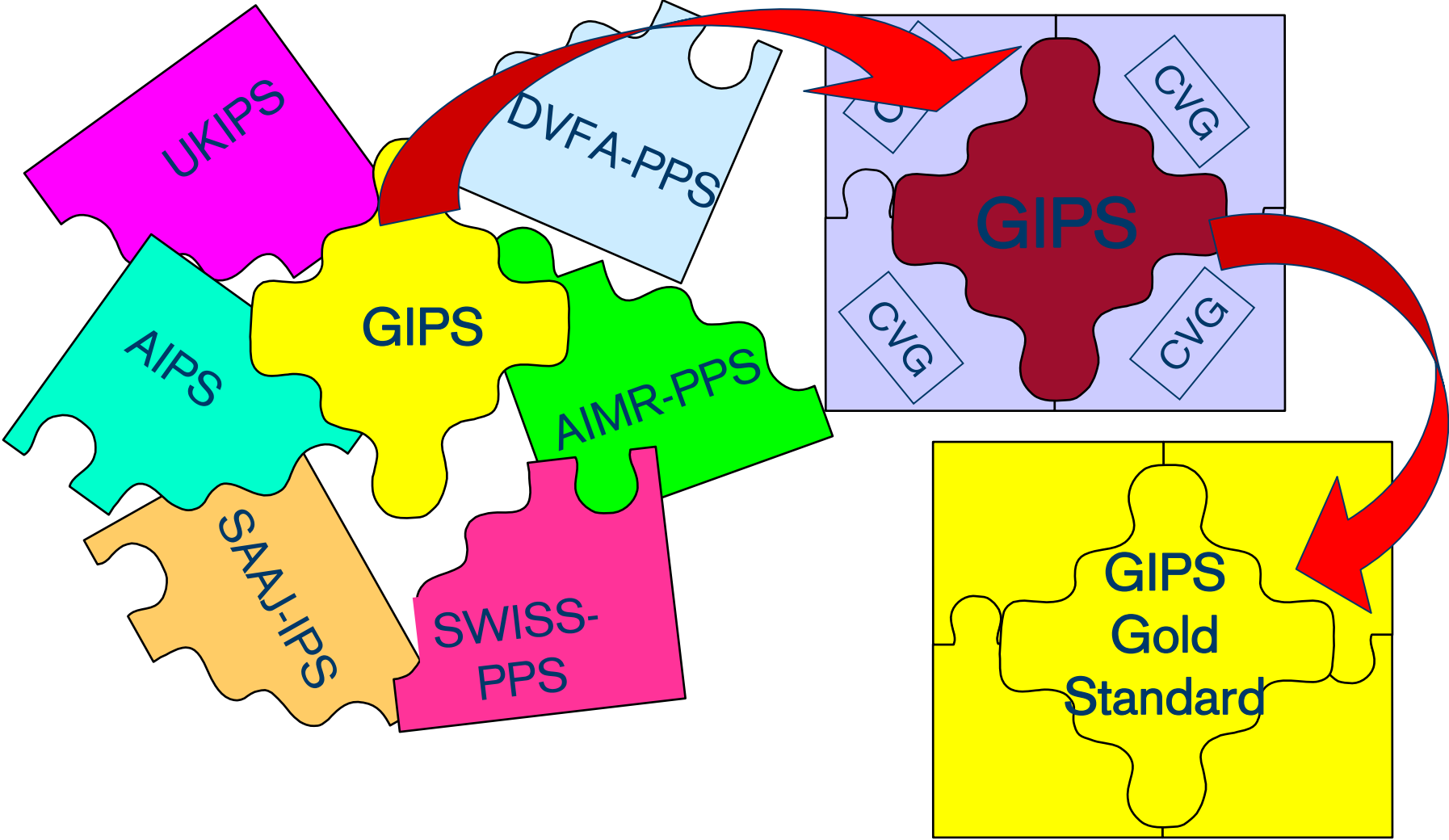
Geschichte der GIPS Standards

(2/3)

- 2000 1. EIPC Meeting
- 2001 3. Version der AIMR-PPS - "The U.S. and Canadian Version of GIPS"
- 2001 - 2005 Diverse Country-Versionen of GIPS (CVGs)
- seit 2001 Diverse Übersetzungen der GIPS Standards (TGs)
- seit 2001 Diverse Guidance Statements und Provisions
- 2005 2. Version der GIPS Standards ("Gold Standards")
- 2005 Ausarbeitung der neuen Organisationsstruktur
- 2006 1. Meetings des EC, GIPS Council and RIPS
- 2006 - 2007 CVGs wurden aufgelöst
- ~ 2010 3. Version der GIPS Standards

Geschichte der GIPS Standards

(3/3)



Aktueller Stand der GIPS Standards

GIPS Country Sponsoren

Liste der Länder mit bestätigten GIPS Country Sponsors per 30.10.2007:

- Australien
- (Belgien)
- Dänemark
- Deutschland
- Frankreich
- Hong Kong
- Irland
- Italien
- Japan
- Kasachstan
- Liechtenstein
- (Luxemburg)
- Micronesia
- New Zealand
- Niederlande
- Norwegen
- Österreich
- Pakistan
- Polen
- (Portugal)
- Schweden
- Schweiz
- Singapore
- South Africa
- Spanien
- UK
- Ukraine
- Ungarn
- USA & Kanada

Zukünftige GIPS Country Sponsoren

Liste der Länder mit hängigen Anträgen auf eine GIPS Country Sponsorship per 30.10.2007:

- Korea

aber auch China, Thailand, Malaysia, Indien, Mexiko, Brasilien, Chile, Türkei, Griechenland, Island, Finnland, etc.

Übersetzungen der GIPS Standards

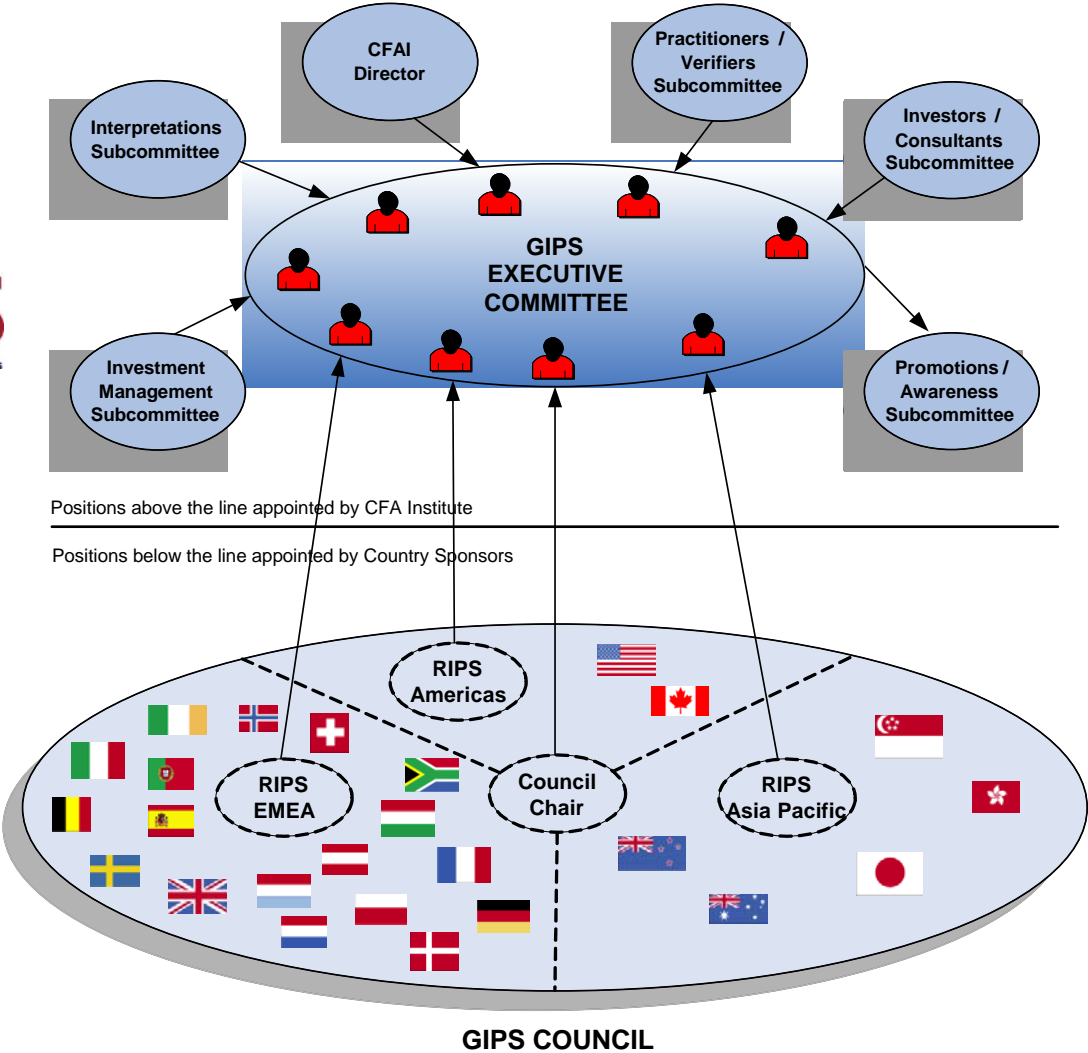
Liste der bestätigten Übersetzungen der GIPS Standards per 30.10.2007:

- Chinese TG
- Dutch TG
- Hungarian TG
- Italian TG
- Spanish TG
- Ukraine TG

plus hängige Russian TG

Organisationsstruktur der GIPS Initiative

(1/4)



GIPS Executive Committee (EC)

Regionale, technische und industrieweite Vertretung mit 4 Country Sponsor Vertretern und 5 Industrievertretern:

(Investment Manager, Verification/Practitioner, Investor/Consultant, Interpretations, GIPS Council Chair, 3 RIPS Chairmen und Executive Director)

GIPS Council

Gegenwärtig 29 Vertreter der Country Sponsoren und zusätzlich der GIPS Council Chairman sowie die 3 RIPS Chairmen

Regional Investment Performance Subcommittees (RIPS)

3 Regional Investment Performance Subcommittees mit den entsprechenden regionalen Vertretern der Country Sponsoren (Asia Pacific, Americas, EMEA) und der jeweilige RIPS Chairman

Technische Subcommittees

4 technische Subcommittees: a) Investment Manager, b) Verification/Practitioner, c) Investor/Consultant und d) Interpretations sowie zusätzlich das Promotion/Awareness Subcommittee jedoch ohne EC-Einsatz

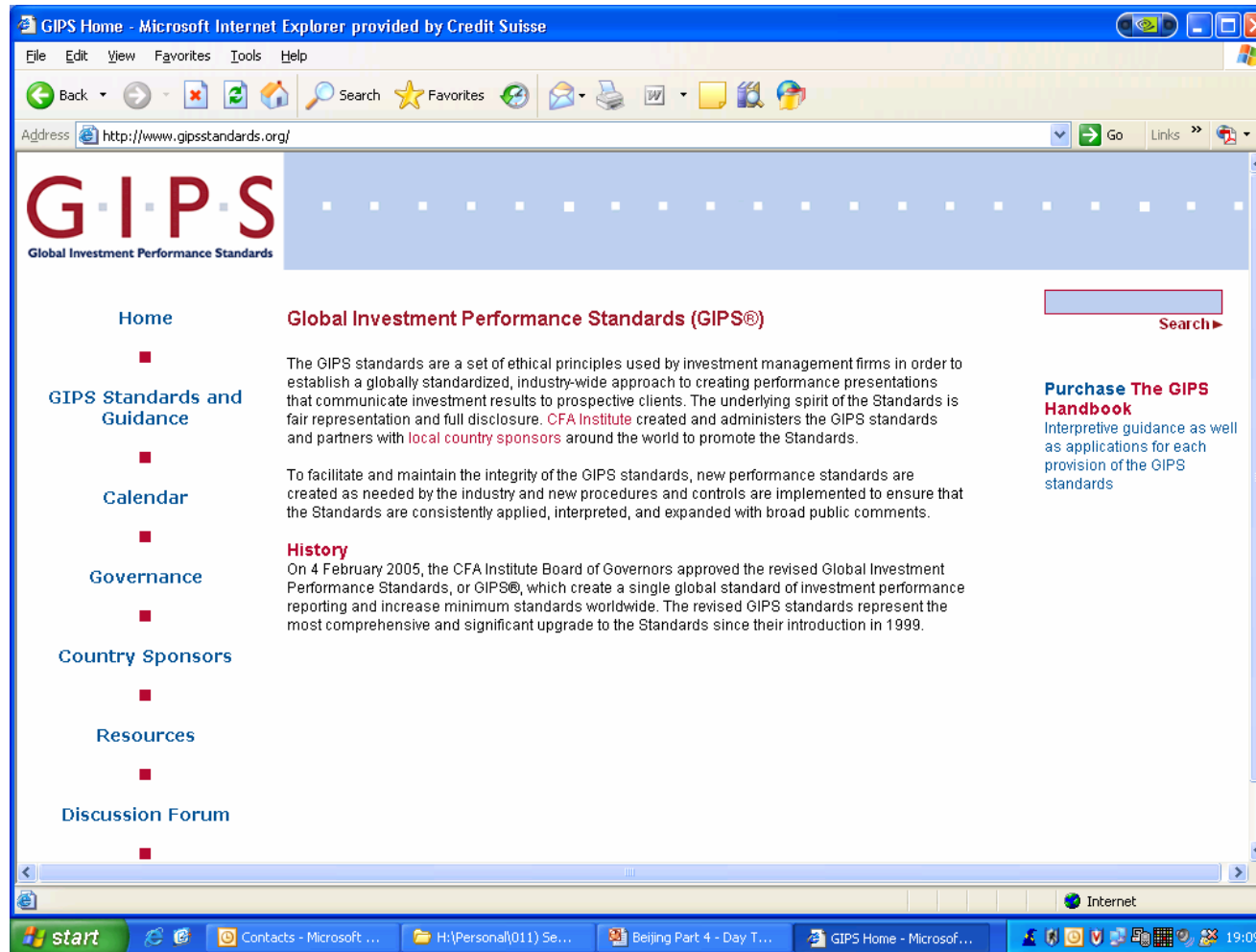
Meetings

- regelmässige Meetings und Conference Calls
- EC, RIPS and GIPS Council Agenden, Dokumente und Protokolle sind via Internet verfügbar (www.gipsstandards.org)

GIPS Helpdesk

- Fragen zu den GIPS Standards können an das GIPS Helpdesk geschickt werden
=> gips@cfainstitute.org
- Q&A Datenbank
- Email alert list
=> standards@cfainstitute.org

GIPS Internetseite: www.gipsstandards.org



Nächste Schritte bezüglich Organisationsstruktur

- Bestätigung der noch nicht bestätigten GIPS Country Sponsoren
=> bis Ende 2007
- Anpassen der GIPS EC Verfassung und der RIPS OPPs
=> bis März 2008
- Aufsetzen des Nominations Committee für das GIPS EC
=> bis Ende November 2007
- Wahl des GIPS Council Chairman und eines weiteren EC Mitglieds
=> bis Ende Juni 2008

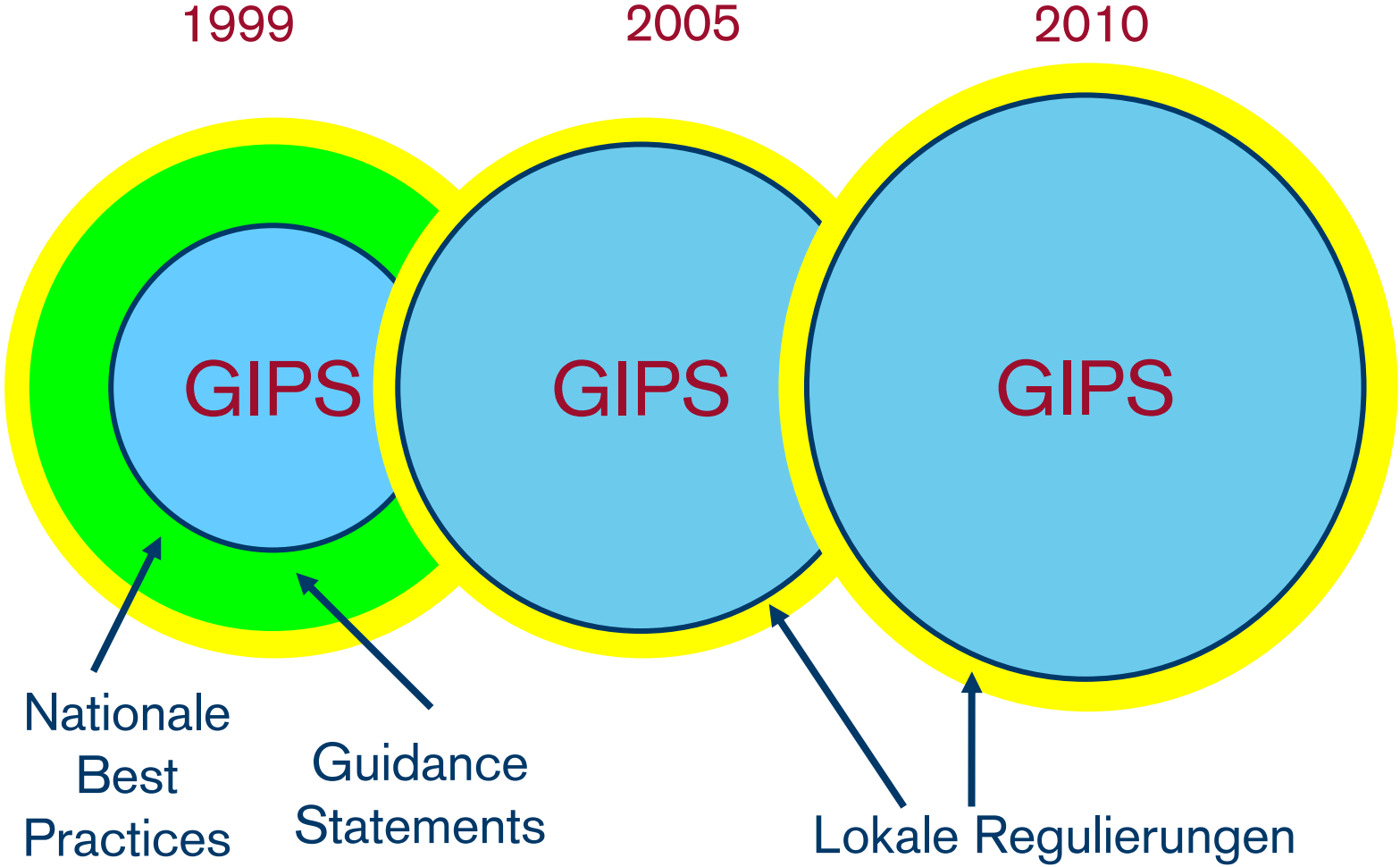
Gegenwärtige GIPS Aktivitäten

- Diverse Aktivitäten bezüglich GIPS Organisationsstruktur
- Diskussion der Änderungen und Erweiterungen der GIPS Standards im Hinblick auf die GIPS 2010
- Diskussion bezüglich "Mandatory Verification"
- Fertigstellen der hängigen Guidance Statements
- Erstellen von diversen Q&As betreffend "brennender" Fragestellungen
- Diskussion von diversen neuen Themen, wie z.B. "Performance Reporting to existing Clients", "Leveraged Strategies", oder "Risk Measures"
- ...

=> Protokolle GIPS EC sowie strategischer Plan GIPS EC

GIPS 2010

GIPS Entwicklungsprozess



Was sind die nächsten Schritte bezüglich GIPS 2010 ?

- Fertigstellen der hängigen Guidance Statements
- Durchsicht der aktuellen GIPS Standards bezüglich der gegenwärtigen Empfehlungen als potentielle Kandidaten für neue Anforderungen
- Durchsicht der aktuellen GIPS Standards bezüglich der "Effective Dates" der zukünftigen Anforderungen
- Diskussion der Anforderungen hinsichtlich einer Verifikation
- Analyse der gegenwärtigen Bedürfnisse der Stakeholders der GIPS Standards
- Erstellen von neuen Guidance Statements bzw. Q&As wo nötig

Was ist der Zeitplan für GIPS 2010 ?

- Juni 2006: Start der Diskussionen über GIPS 2010
- Dezember 2006: GIPS EC bestimmt ein Projektteam für GIPS 2010 und startet offiziell das GIPS 2010 Projekt
- 2007: Review der gegenwärtigen GIPS Standards und Bedürfnisse der Kunden bzw. der Industrie
- 2008: erster Entwurf der GIPS 2010
- 2009: Public Comment Periode für die GIPS 2010
- 2009: Fertigstellen und Verabschieden der GIPS 2010
- 2010: Effective Date wird der 1. Januar 2010 sein mit einer Implementierungsphase von 12 Monaten
- Ab 2011: Performancezahlen müssen gemäss den GIPS 2010 präsentiert werden

Änderungen vorbehalten

Wichtige Empfehlungen der gegenwärtigen GIPS (1/7)

- 0.B.1 "Firms are encouraged to adopt the broadest, most meaningful definition of the firm. The scope of this definition should include all geographical (country, regional, etc.) offices operating under the same brand name regardless of the actual name of the individual investment management company."
- 0.B.2 "Firms are encouraged to undertake the verification process, defined as the review of a firm's performance measurement processes and procedures by an independent third-party verifier..."

Wichtige Empfehlungen der gegenwärtigen GIPS (2/7)

- 0.B.3 "Firms that have been verified are encouraged to add a disclosure to composite presentations or advertisements stating that the firm has been verified. Firms must disclose the periods of verification if the composite presentation includes results for periods that have not been subject to firm-wide verification...."
- 1.B.1 "Accrual accounting should be used for dividends (as of the ex-dividend date)."
- 1.B.2 "When presenting net-of-fees returns, firms should accrue investment management fees."
- 1.B.3 "Calendar month-end valuations or valuations on the last business day of the month are recommended."

Wichtige Empfehlungen der gegenwärtigen GIPS (3/7)

- 2.B.1 "Returns should be calculated net of non-reclaimable withholding taxes on dividends, interest, and capital gains. Reclaimable withholding taxes should be accrued."
- 2.B.2 "Firms should calculate composite returns by asset weighting the member portfolios at least monthly."
- 2.B.3 "Firms should value portfolios on the date of all large external cash flows."
- 3.B.1 "Carve-out returns should not be included in single asset class composite returns unless the carve-outs are actually managed separately with their own cash balance."

Wichtige Empfehlungen der gegenwärtigen GIPS (4/7)

- 3.B.2 "To remove the effect of a significant external cash flow, the use of a temporary new account is recommended (as opposed to adjusting the composite composition to remove portfolios with significant external cash flows)."
- 3.B.3 "Firms should not market a composite to a prospective client who has assets less than the composite's minimum asset level."
- 4.B.1 "If a parent company contains multiple defined firms, each firm within the parent company is encouraged to disclose a list of the other firms contained within the parent company."

Wichtige Empfehlungen der gegenwärtigen GIPS (5/7)

- 4.B.2 "Firms should disclose when a change in a calculation methodology or valuation source results in a material impact on the performance of a composite return."
- 4.B.3 "Firms that have been verified should add a disclosure to their composite presentation stating that the firm has been verified and clearly indicating the periods the verification covers if the composite presentation includes results for periods that have not been subject to firm-wide verification."

Wichtige Empfehlungen der gegenwärtigen GIPS (6/7)

- 5.B.1 "It is recommended that firms present the following items:
 - a. composite returns gross of investment management fees and administrative fees and before taxes (except for non-reclaimable withholding taxes)
 - b. cumulative returns for composite and benchmarks for all periods,
 - c. equal-weighted mean and median returns for each composite,
 - d. graphs and charts presenting specific information required or recommended under the GIPS standards,
 - e. returns for quarterly and/or shorter time periods,
 - f. annualized composite and benchmark returns for periods greater than 12 months,
 - g. composite-level country and sector weightings."
-

Wichtige Empfehlungen der gegenwärtigen GIPS (7/7)

- 5.B.2 "It is recommended that firms present relevant composite-level risk measures, such as beta, tracking error, modified duration, information ratio, sharpe ratio, treynor ratio, credit ratings, value at risk (VaR), and volatility, over time of the composite and benchmark."
- 5.B.3 "After presenting the required 5 years of compliant historical performance, the firm is encouraged to bring any remaining portion of its *historical* track record into compliance with the GIPS standards...."

=> obiges ohne Empfehlungen Private Equity und Real Estate

Wichtige "Effective Dates" in den gegenwärtigen GIPS

- 6.A.1 "Real estate valuation" ab dem 1/1/2008
- 1.A.3 "Valuation at large cash flows" ab dem 1/1/2010
- 1.A.4 "Valuation at calendar month-end" ab dem 1/1/2010
- 2.A.6 "Monthly asset weighting" ab dem 1/1/2010
- 3.A.7 "Carve outs with cash allocation" ab dem 1/1/2010

Was sind sonstige Änderungsmöglichkeiten?

- Verifikation => "Mandatory Verification" bzw. Erweiterung des Compliance Statements
- Hedge funds
- Reporting to existing clients
- Risikokennzahlen
- Leverage & Derivatives bzw. Leveraged Strategies
- Performance fees
- ...

Wichtig für den deutschen Finanzplatz!

- => Feedback geben entweder a) direkt zuhanden CFA Institute oder b) indirekt über den deutschen Country Sponsor.
- => nur dies stellt sicher, dass Ihre Bedürfnisse oder Bedenken hinsichtlich der GIPS Standards gehört und unter Umständen berücksichtigt werden.

Fragen?



Fallstricke bei Rendite- und Risikokennzahlen

Thomas Kieselstein, CFA

Head of Equities, Union PanAgora Asset Management GmbH

- **Rendite: Time-weighted versus money-weighted**
 - Geldgewichtete Rendite (Interner Zinsfuß)
 - Zeitgewichtete Rendite, BVI-Methode
 - GIPS-Anforderungen bezüglich Renditeberechnung
 - Fallstricke bei Renditeberechnung
- **Outperformance Maße**
 - Definition einer Benchmark
 - Aktive Rendite
 - Volatilität, Tracking Error, β -Faktor
- **Risikoadjustierte Maße**
 - Sharpe Ratio
 - Information Ratio
 - Jensen Alpha

Geldgewichtete Rendite (Interner Zinsfuß)

■ Money-weighted Rate of Return (Interner Zinsfuß):

$$\sum_{i=1}^{N^E} E_i * (1 + ROI)^{T-t_i^E} = I_1$$

N^E - Anzahl der erfolgten Einbringungen / Entnahmen E_i

ROI - interner Zinsfuß pro Zeiteinheit $\frac{1}{T}$

t_i^E - Zeitpunkt der i-ten Einbringung / Entnahme

I_1 - Endwert der Investition

Berechnung:

Ermittlung der Nullstelle eines Polynoms mittels eines iterativen Verfahrens

Geldgewichtete Rendite (ROI) - Beispiel



■ Beispiel Spezialfonds:

Zeitpunkt	Ereignis	Zahlung	T-t	$(1+ROI)^{(T-t)}$	Ei aufgezinster
31.12.05	Fondsauflegung	100.0 Mio	2.00 Jahre	1.26	125.6 Mio
30.06.06	Ausschüttung	-5.0 Mio	1.50 Jahre	1.19	-5.9 Mio
31.12.06	Aufstockung	90.0 Mio	1.00 Jahre	1.12	100.9 Mio
30.06.07	Ausschüttung	-10.0 Mio	0.50 Jahre	1.06	-10.6 Mio
31.12.07	Schließung *	-210.0 Mio	0.00 Jahre	1.00	-210.0 Mio
ROI (Interner Zinsfuß)		<u>12.09%</u>			
Summe aufgezinster Zahlungen (muss immer null sein)					0.0 Mio

* bzw . Fondsw ert zum Ende (immer im "minus")

- Die Berechnung des ROI erfolgt in Excel mit der Funktion `XINTZINSFUSS(Zahl.flüsse, Zeitpunkte, Schätzung)`

■ Time-weighted Rate of Return (Zeitgewichtete Rendite):

$$R^{tw} = \sqrt[T]{(1 + R_1) * (1 + R_2) * \dots * (1 + R_{n+1})} - 1 = \sqrt[T]{\prod_{i=1}^{n+1} (1 + R_i)} - 1$$

n - Anzahl der erfolgten Mittelbewegungen

R_i - Rendite in der Periode zwischen der Mittelbewegung $i - 1$ und i

Berechnung:

Geometrische Verknüpfung der Renditewerte der Perioden zwischen zwei Mittelbewegungen.

Problematik:

An jedem Stichtag muss eine Portfolio-Bewertung erfolgen.

Zeitgewichtete Rendite - Beispiel

- Die zeitgewichtete Rendite ergibt sich durch Multiplikation der Einzelperioden-Renditen:

Zeitpunkt	Ereignis	Rendite
31.12.05	Fondsauflegung	
30.06.06	Ausschüttung	0.0%
31.12.06	Aufstockung	-10.0%
30.06.07	Ausschüttung	0.0%
31.12.07	Schließung *	33.3%
Produkt der Sub Perioden Renditen		120.0%
Anzahl Jahre		2.00
Time weighted Return = Geometr. Mittel		9.54%

Anmerkung: Arithmetisches Mittel 11.67%
("Durchschnitt" der Halbjahres-Renditen, annualisiert)

■ Die BVI-Methode dient der Bereinigung von Ausschüttungen:

$$R = \frac{I_{n+1} * \prod_{i=1}^n \left(1 + \frac{A_i}{I_i}\right) - I_0}{I_0}$$

I_0 - Anteilswert des Fonds zu Beginn der Periode

I_1, \dots, I_n - Anteilswerte des Fonds an den Tagen der Ausschüttungen A_1 bis A_n

I_{n+1} - Anteilswert des Fonds am Ende der Periode

* Nach B. R. Fischer: Performanceanalyse in der Praxis, 2. Auflage, Oldenbourg Verlag, 2001, S. 22

BVI-Methode - Beispiel

- In der Regel sind Fondspreise nach Ausschüttung und die Ausschüttung je Anteil gegeben:

	(Theoret.) Fondspr. <u>vor</u> Ausschüttung	Ausschüttung je Anteil	Realer Fondspr. (<u>nach</u> Ausschüttung)	Bereinigungs Faktor 1+A/I	Fondspreis Index
31.12.05	100.00		100.00	1	100.00
30.06.06	100.00	5.00	95.00	1.052631579	100.00
31.12.06	85.50		85.50	1	90.00
30.06.07	85.50	5.00	80.50	1.062111801	90.00
31.12.07	107.33		107.33	1	120.00
Geometrische Rendite (annualis. unter Berücksichtig. des Zeitraums von 2 Jahren)					<u>9.54%</u> = $\sqrt[2]{\frac{120}{100}} - 1$

Berücksichtigung von Mittelbewegungen: Modifizierte Dietz-Methode

■ Keine Fondsbewertung zum Zeitpunkt der Mittelbewegung

- Die „modified Dietz“ Methode gehört zu den Näherungsverfahren bei der Berechnung der zeitgewichteten Rendite. Die Formel lautet:

$$R^{md} = \frac{I_{n+1} - I_0 - M^S}{I_0 + M^*}$$

wobei mit M^S die Summe aller exogenen Mittelbewegungen:

$$M^S = \sum_{i=1}^n M_i$$

und mit M^* die Summe aller linear-zeitgewichteten exogenen Mittelbewegungen bezeichnet wird:

$$M^* = \sum_{i=1}^n \frac{T - t_i}{T} * M_i$$

* Nach B. R. Fischer: Performanceanalyse in der Praxis, 2. Auflage, Oldenbourg Verlag, 2001, S. 40f

GIPS-Anforderungen bezüglich Renditeberechnung



■ GIPS - Definition der zeitgewichteten Rendite - TIME-WEIGHTED RATE OF RETURN:

Calculation that computes period-by-period returns on an investment and removes the effects of EXTERNAL CASH FLOWS, which are generally client-driven, and best reflects the FIRM'S ability to manage assets according to a specified strategy or objective.*

■ GIPS - Anforderungen betreffend Berechnung der Rendite von Portfolios:

2.A.2 TIME-WEIGHTED RATES OF RETURN that adjust for EXTERNAL CASH FLOWS MUST be used. Periodic returns MUST be geometrically linked. EXTERNAL CASH FLOWS MUST be treated in a consistent manner with the FIRM'S documented, COMPOSITE-specific policy. At a minimum:

- a. For periods beginning 1 January 2005, FIRMS MUST use approximated rates of return that adjust for daily-weighted EXTERNAL CASH FLOWS.
- b. For periods beginning 1 January 2010, FIRMS MUST value PORTFOLIOS on the date of all LARGE EXTERNAL CASH FLOWS.

* Global Investment Performance Standards (GIPS®)

- **GIPS - Näherungsverfahren bei der Berechnung der zeitgewichteten Rendite:**

Calculating a true time-weighted rate of return is not an easy task and may be very cost intensive. For these reasons, firms may use an approximation method to calculate the total return of the individual portfolios for the periods and sub-periods. The most common approximation methods combine specific rate of return methodologies (such as the original Dietz method, the Modified Dietz method, the original Internal Rate of Return (IRR) method, and the Modified IRR method) for sub-periods and incorporate the time-weighted rate of return concept by geometrically linking the sub-period returns. The main difference between the various methods is the calculation of the average capital invested, which is the denominator used to calculate the return of a specific sub-period. Depending on the specific method, the average invested capital is based on different weights of the cash flows.*

* Global Investment Performance Standards (GIPS®) – Guidance Statement on Calculation Methodology

- **GIPS - Definition der geldgewichteten Rendite - INTERNAL RATE OF RETURN, IRR (PRIVATE EQUITY):**

(IRR) is the annualized implied discount rate (effective compounded rate) that equates the present value of all the appropriate cash inflows (PAID-IN CAPITAL, such as drawdowns for net investments) associated with an investment with the sum of the present value of all the appropriate cash outflows (such as DISTRIBUTIONS) accruing from it and the present value of the unrealized residual PORTFOLIO (unliquidated holdings). For an interim cumulative return measurement, any IRR depends on the valuation of the residual assets.*

- **GIPS - Anforderungen betreffend Berechnung der Rendite von Private Equity Investitionen:**

7.A.2 FIRMS MUST calculate the annualized since-inception INTERNAL RATE OF RETURN (SI-IRR).

7.A.3 The annualized SI-IRR MUST be calculated using either daily or monthly cash flows and the period-end valuation of the unliquidated remaining holdings. Stock DISTRIBUTIONS MUST be valued at the time of DISTRIBUTION.*

* Global Investment Performance Standards (GIPS®)

Arithmetisches vs. geometrisches Mittel der Rendite

■ Arithmetisches Mittel

2002	- 12.5%
2003	- 9.0%
2004	18.7%
2005	- 11.3%
2006	14.1%
Mittel (arith.)	0.0%

■ Geometrisches Mittel

2002	- 12.5%
2003	- 9.0%
2004	18.7%
2005	- 11.3%
2006	14.1%
Mittel (geom.)	-0.9%

$$R_A = \frac{(-12.5\%) + (-9.0\%) + 18.7\% + (-11.3\%) + 14.1\%}{5} \quad R_G = \sqrt[5]{(1-12.5\%) * (1-9.0\%) * (1+18.7\%) * (1-11.3\%) * (1+14.1\%)} - 1$$

- Das geometrische Mittel ist immer niedriger.
- Je größer die Schwankungen in den Teilrenditen, desto größer der Unterschied.

Fallstricke bei Renditeberechnung

■ Verzerrung der Renditekennzahlen bei Mittelbewegungen am Tag mit größeren Kursschwankungen

Portfoliowert am 24.10.2007 - 18 Uhr - offizielle Bewertung	100.0
Mittelzufluss investiert am 25.10.2007 - 12 Uhr	10.0
Portfoliowert am 25.10.2007 - 12 Uhr - keine offizielle Bewertung	99.5
Portfoliowert am 25.10.2007 - 18 Uhr -offizielle Bewertung	111.0

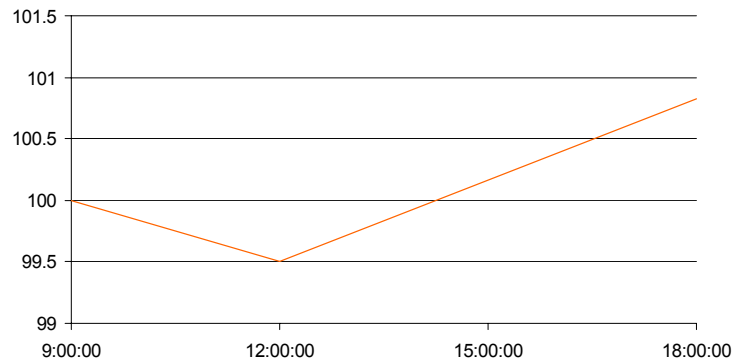
$$R_{\text{offiziell}} = \frac{111}{100 + 10} - 1$$

Rendite offiziell 0.91%

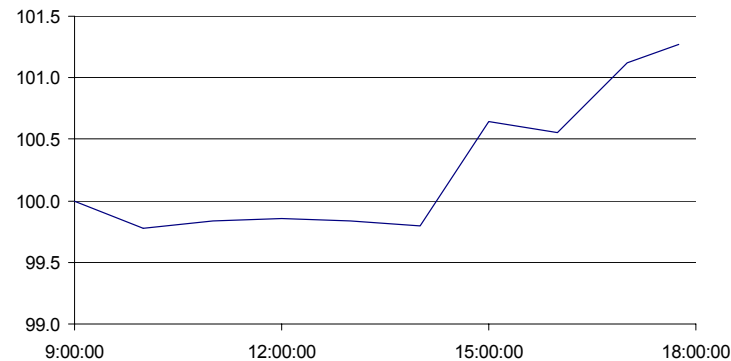
$$R_{\text{wirklich}} = \frac{99.5}{100} * \frac{111}{99.5 + 10} - 1$$

Rendite wirklich 0.86%

Wertentwicklung des Beispielportfolio



Wertentwicklung des DAX am 18.09.2007



■ Eigenschaften einer validen Benchmark*:

- **Eindeutig**
Klare und veröffentlichte Regel zur Zusammensetzung der Benchmark und zu den Gewichten der Bestandteile.
- **Investierbar**
Man kann das aktive Management aufgeben und in die Benchmark investieren.
- **Messbar**
Die Rendite der Benchmark kann in sinnvoll kurzen Abständen berechnet werden.
- **Angemessen**
Konsistent mit dem Managementstil.
- **Möglichkeit der Bewertung der Bestandteile**
Manager soll die Bestandteile der Benchmark bewerten/beurteilen können.
- **Festgesetzt im Voraus**
Festgesetzt vor dem Start der Performancemessung.
- **Berücksichtigung**
Benchmark soll Teil des Managementprozesses sein.

* J.V. Bailey, T. M. Richards, D. E. Tierney: "Evaluating Portfolio Performance," *Managing Investment Portfolios: A Dynamic Process*, 3rd edition, CFA Institute, 2007

■ Trade-Offs bei Konstruktion und Auswahl der Benchmark:

- Vollständigkeit vs. Investierbarkeit
- Häufigkeit der Anpassungen vs. Umsätze
- Häufigkeit des Rebalancing vs. Umsätze
- Objektive und Transparente Konstruktionsregeln vs. Urteil

■ Definition und Berechnung

Abweichung der Portfoliorendite von der Benchmarkrendite wird als aktive Rendite (RA) bezeichnet. Sie kann additiv oder multiplikativ ermittelt werden.

	Portfolio	Benchmark
Anfangswert	100	100
Endwert	110	121
Rendite	10%	21%

Multiplikativ ermittelte Rendite $RA_{multiplikativ} = \frac{121-110}{110} - 1 = 10\%$ (DPG-Methode)

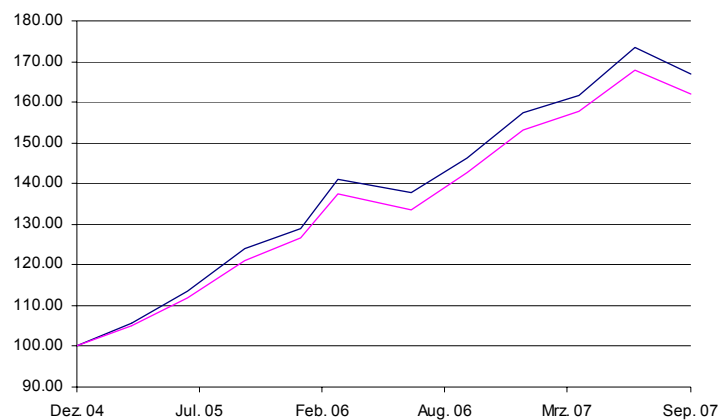
Additiv ermittelte Rendite $RA_{additiv} = 21\% - 10\% = 11\%$ (Marktüblich)

- In der Regel wird die aktive Rendite RA annualisiert ausgedrückt.

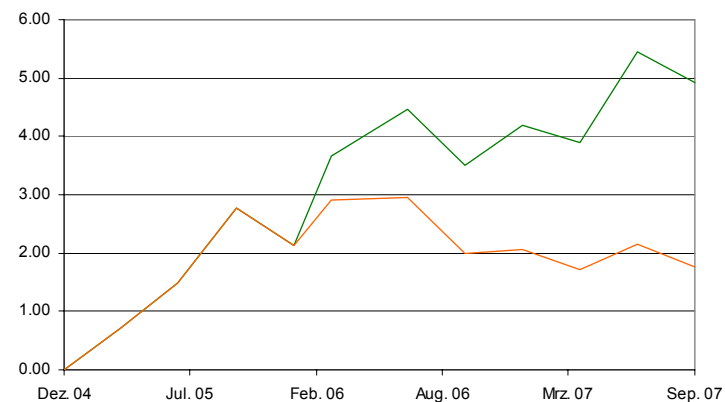
Aktive Rendite - Beispiel

Datum	Portfolio %	Benchmark %	Aktive Rendite %	Wertentwicklung Portfolio	Wertentwicklung Benchmark	Aktive Rendite kumuliert %	Aktive Rendite p.a. %
Mrz. 05	5.72	5.01	0.71	105.72	105.01	0.71	0.71
Jun. 05	7.32	6.64	0.69	113.47	111.98	1.48	1.48
Sep. 05	9.27	8.24	1.02	123.98	121.21	2.77	2.77
Dez. 05	3.92	4.55	-0.62	128.84	126.73	2.12	2.12
Mrz. 06	9.51	8.46	1.06	141.10	137.44	3.66	2.92
Jun. 06	-2.27	-2.92	0.65	137.90	133.43	4.47	2.96
Sep. 06	6.00	6.92	-0.92	146.17	142.67	3.51	1.99
Dez. 06	7.59	7.30	0.29	157.27	153.08	4.19	2.07
Mrz. 07	2.71	2.97	-0.26	161.53	157.63	3.90	1.72
Jun. 07	7.38	6.58	0.80	173.45	168.00	5.45	2.15
Sep. 07	-3.84	-3.64	-0.19	166.80	161.88	4.92	1.76

Wertentwicklung im Vergleich — PF — BM



Aktive Rendite — kumuliert % — p.a. %



■ Volatilität eines Portfolios

- Volatilität wird in der Praxis zur Messung des absoluten Risikos (Gesamtrisiko, Kursschwankung) eines Portfolios verwendet.

$$\mu = \frac{1}{n} * \sum_{i=1}^n R_i$$

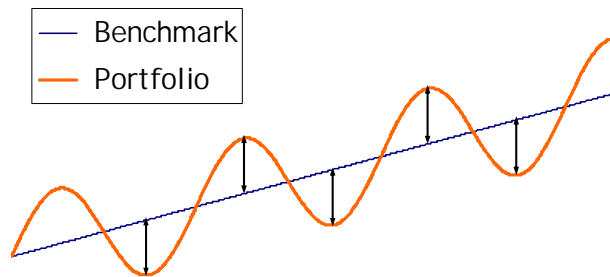
$$S = \sqrt{\frac{1}{n-1} * \sum_{i=1}^n (R_i - \mu)^2}$$

Wenn R_1 bis R_n die Renditen eines Portfolios für n Perioden darstellen und μ den Mittelwert dieser Renditewerte bezeichnet, dann ist S die empirische Standardabweichung der Renditewerte.

- Die Volatilität σ ist die empirische Standardabweichung der auf den Zeitraum von einem Jahr bezogenen Renditewerte.
- In der Praxis wird die Volatilität wie folgt errechnet:

$$\sigma = \begin{cases} \sqrt{12} * \sqrt{\frac{1}{n-1} * \sum_{i=1}^n (R_i - \mu)^2} & \text{Wenn } R_i \text{ auf Monatsbasis vorliegen.} \\ \sqrt{52} * \sqrt{\frac{1}{n-1} * \sum_{i=1}^n (R_i - \mu)^2} & \text{Wenn } R_i \text{ auf Wochenbasis vorliegen.} \end{cases}$$

■ Tracking Error eines Portfolios



Der Tracking Error eines Portfolios gegenüber der Benchmark ist die Standardabweichung (oder Volatilität) der Renditedifferenz zwischen Portfolio und Benchmark. Daneben ist auch die Tracking Error Varianz als Quadrat des Tracking Errors (d.h. als Varianz der Renditedifferenzen) definiert.

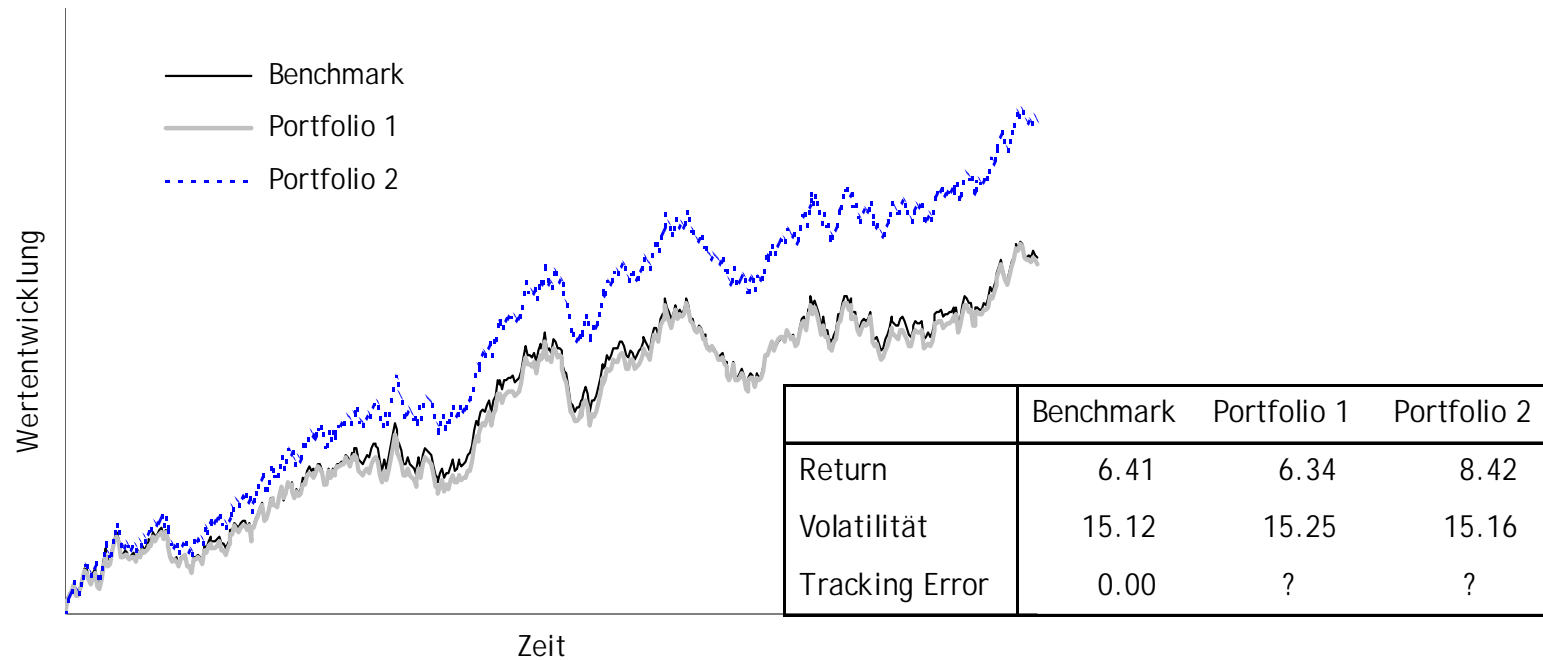
$$TE = \sigma_{(RA)} = \sqrt{12} * \sqrt{\frac{1}{n-1} * \sum (RA - \mu_{RA})^2}$$

Anm.: Diese Definition des Tracking Error ist empirisch nur ex post bestimmbar. Ex Ante ergibt sich der Tracking Error aus dem Unterschied in den Portfolio-gewichten und der Kovarianzmatrix.

- Tracking Error ist ein **relativer Risikomaßstab** für die durch **aktives Management** erzeugten Abweichungen von der BM.

Tracking Error - Beispiel

■ Welchen Tracking Error haben diese beiden Portfolios ?



■ β-Faktor als Risikomaß für Aktienportfolios

- β wird häufig als Maß zur Bestimmung des systematischen Risikos eines Aktienportfolios im Vergleich zum Markt (in der Praxis Benchmark) verwendet.
- Das Portfoliobeta wird wie folgt charakterisiert:

$$\beta_P = \frac{\text{Cov}(\tilde{R}_P, \tilde{R}_{BM})}{\sigma_{BM}^2}$$

β ist die Kovarianz zweier Variablen: Rendite der Benchmark \tilde{R}_{BM} und Rendite des Portfolios \tilde{R}_P geteilt durch Varianz der Benchmarkrendite σ_{BM}^2 .

Risikoadjustierte Performancemaße: Sharpe Ratio

■ Sharpe Ratio als Performancemaß

- Sharpe Ratio (SR) ist einer der geläufigsten Maße für eine risikoadjustierte Rendite.
- SR eines Portfolios ist der Quotient aus der Überschussrendite und dem gesamten (historischen) Risiko:

$$SR = \frac{R_P - R_f}{\sigma_P}$$

Überschussrendite (Differenz zwischen gemessener Rendite des Portfolios R_P und Rendite der risikolosen Anlage R_f) bezogen auf das gesamte (historische) Risiko σ_P (Standardabweichung der Renditewerte des Portfolios).

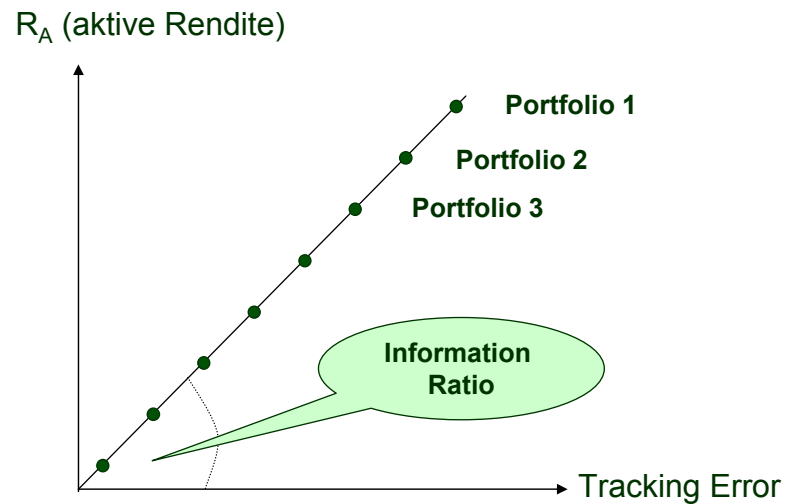
- Die Sharpe Ratio bezieht sich immer auf absolute Rendite und absolutes Risiko (Volatilität).
- Daher geeignet insbesondere für Vergleich von Asset Klassen (Aktien, Renten etc.) und für Total Return Mandate.

■ Information Ratio als Gütemaßstab des aktiven Managements:

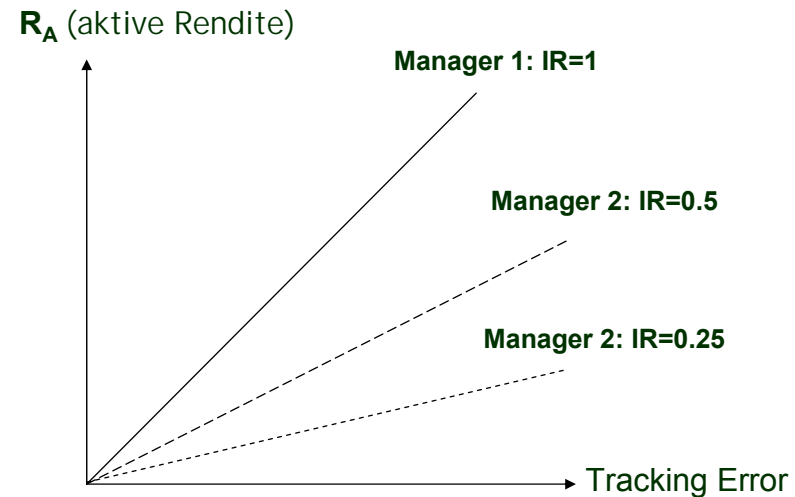
- Analog der Sharpe Ratio misst die Information Ratio den erzielten Mehrertrag eines aktiven Managers in Relation zum aktiven Risiko = Tracking Error.
- Sie ist also ein Performancemaß für aktives Management.
- Wir definieren die IR hier als gesamter aktiver Return des Portfolios dividiert durch den Gesamt-Tracking Error.

$$IR = \frac{RA}{TE}$$

■ Bedeutung der Information Ratio



Die Investitionsmöglichkeiten eines aktiven Managers, abhängig von der Risikoaversion des Kunden



Risk / Return für unterschiedliche Manager

Jensen Alpha

- Bereinigung der aktiven Rendite um ein evtl. vom Index abweichendes Marktrisiko β .
- Berechnung folgender Regressionsgleichung:

$$(R_P - R_f) = \alpha + \beta \times (R_{BM} - R_f)$$

α - Jensen Alpha des Portfolios

β - Beta Faktor (Marktrisiko des Portfolios)

- Genau wie jedes andere Renditemaß sind die ermittelten Werte zu annualisieren!

SAL. OPPENHEIM

Oppenheim Research GmbH

OPPENHEIM RESEARCH GMBH

Performance-abhängige Gebührenstrukturen

Reflexionen zur aktuellen Diskussion

Dr. Norbert Tolksdorf (Head of Quantitative Research)

Frankfurt, 30/10/2007

Inhaltsverzeichnis

1. Motivation und Ausgangslage	Seite 4
2. Anreizstruktureller Hintergrund	Seite 14
3. Stand der Wissenschaft in Thesenform	Seite 22
4. Implikationen für die Anlagepraxis	Seite 31

1. Motivation und Ausgangslage

1. Motivation und Ausgangslage

2. Anreizstruktureller Hintergrund

3. Stand der Wissenschaft in Thesenform

4. Implikationen für die Anlagepraxis

Agenda des Vortags

- Aufzeigen der *grundsätzlichen* Wesensmerkmale und Argumentationslinien
- Darstellung eines *weit umfassenden* Abrisses des Problemkontextes
- Vermittlung der Erkenntnis, dass Performance-abhängige Vergütungen als *zentraler Innovationstreiber* interpretiert werden kann (Risikomodellierung)
- Entwicklung des Gespürs, dass mit Performance-abhängigen Vergütungen auch substanziell erhöhte Prinzipal- und Agenten-Risiken verbunden sein können und *Missbrauchspotential* durch Gestaltungsspielraum vorliegt
- Darlegung des Sachverhalts, dass ein unmittelbarer *Zusammenhang mit der Strategischen Asset Allocation-Beratung* vorliegt (Benchmark-Definition)

Definitionen: Zwei Perspektiven, zwei zentrale Erkenntnisse

„The fee structure is a cost to the investor which could be avoided by investing in an index fund or other passively managed asset.“

(Goetzmann/Ingersoll/Ross, 2003)

- › Entscheidungsrelevant: Kostendifferenz \Rightarrow Referenzpunktwahl!
- › Entscheidungsrelevant: Geschick minus (zusätzlicher) Kosten des Geschicks!

„An incentive fee is a reward structure that makes management compensation a function of investment performance relative to some benchmark“

(Elton/Gruber/Blake, 2003)

- › Semantische „Einheit“ zwischen Performance Fee und Benchmark
- › „Zwei Seiten der gleichen Münze“

Zwischen Kosten und Vergütung: Trendbehafteter Strukturwandel (1/3)

- Schlechte absolute Performance zwischen 2000-2003 führt zu
 - › Erhöhter Kostensensitivität der Investoren (geringere Risikobudgets)
 - Eigenständiger Optimierungsgegenstand neben dem Rendite/Risiko-Profil (passiv) und aktiven risikoadjustierten Renditen
 - › Erhöhte β -Sensitivität der Gebühren durch asymmetrische Anlagekonzepte (CPPI) in Verbindung mit *inadäquaten* Benchmarks
- Zunehmende Transparenz in der Transaktionskostenanalyse, speziell beim Ausweis expliziter Kosten
 - › Trend zu Master-KAG-Funktionalitäten durch Dekomposition der Wertschöpfungskette
 - › Verschärfung des Wettbewerbsdrucks: Weg von „Marktpreisen“, hin zu kalkulierten Preisen für qualitativ unterschiedliche Dienstleistungen
 - › Definitionsschärfe von „Total Expense Ratio“

Zwischen Kosten und Vergütung: Trendbehafteter Strukturwandel (2/3)

- Verschiebung des Optimierungspotenzials hin zur Kostenseite und weg vom Ertrag – und jetzt wieder zurück...
 - › Gesteigerte Informationseffizienz (verkleinerter α -Kuchen)
 - › Zunehmende Bedeutung der Strategischen Asset Allocation
 - › Innovationen bzgl. des „Separationsproblems“ der Performance-Messung (α versus β ; Risikoadjustierung)
 - › Erkenntnis der Bedeutung impliziter Kosten und subtiler Kostenebenen durch Strukturierung (Zertifikate)
 - › Erkenntnis, dass es in der Theorie keine benchmarklosen Konzepte gibt und in der Praxis somit auch nicht geben sollte...
- Steigende *Management Fee* durch Übergang von All-In-Fee auf Clean Fee
 - › Verringerung der Quersubvention bei Spezialfonds
 - › Weniger spezifische Anreize selektiver Kostenwahrnehmung
 - › Verbesselter Anleger-Schutz: Weniger Moral Hazard/Adverse Selektion
 - › Annäherung an reiferes, internationales Niveau

Zwischen Kosten und Vergütung: Trendbehafteter Strukturwandel (3/3)

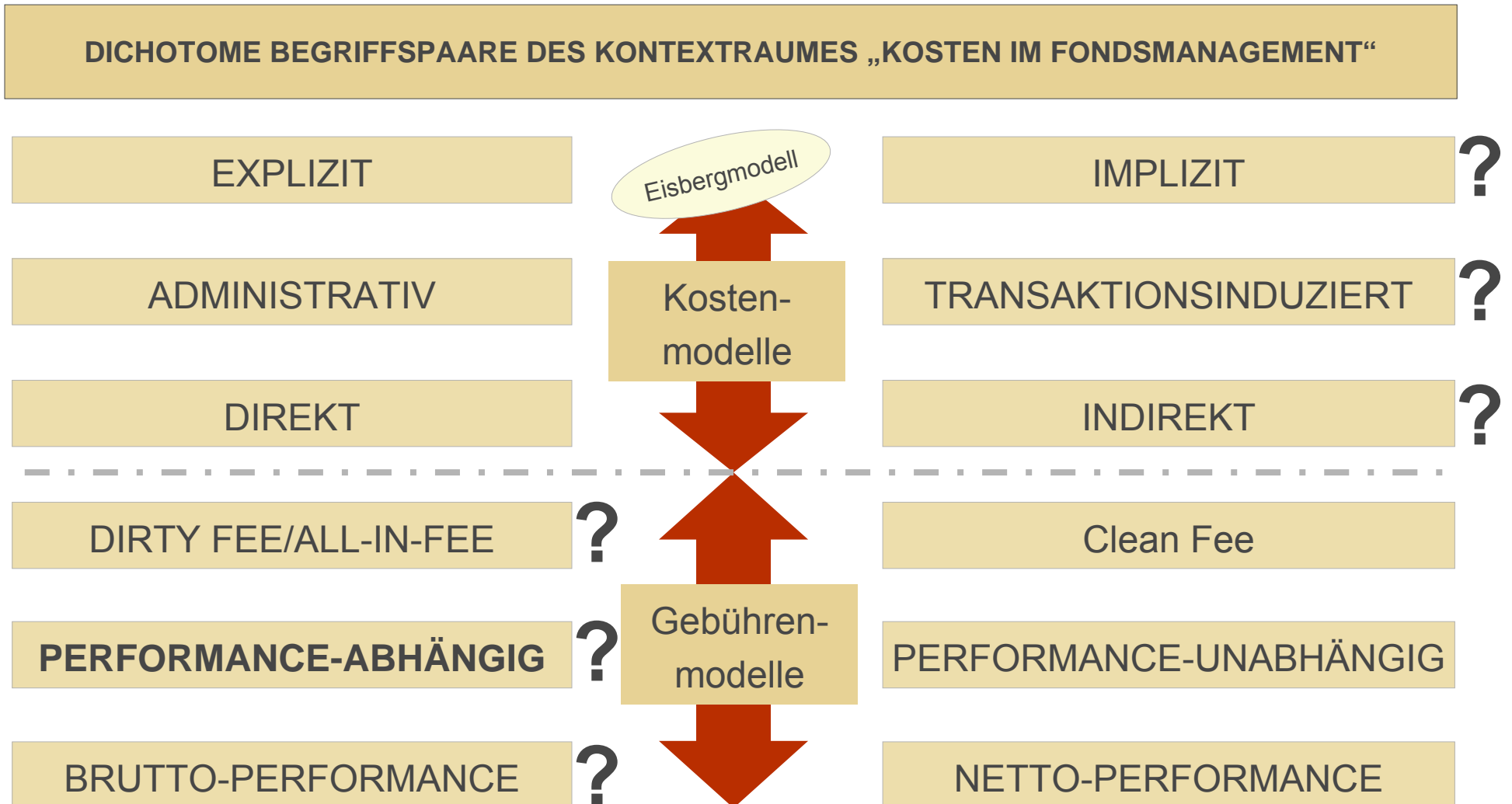
- Steigender Anteil der Performance Fees bei Aktien-Spezialfonds in D: 2002: 2%, von 2003-2005: von 10% auf 17%, 2007: ~23% (Feri Rating & Research; Lipper Fitzrovia)
- Sukzessive Übertragung der Modelle, wie man sie bei Hedge-Fonds kennt
 - › Latente Konvergenz der Gebührenmodelle seit längerem erkennbar
 - › Verdrängungswettbewerb durch erste Wachstumsgrenzen (Setzt sich das Bessere durch?)
- Reduzierung der Dead Weight Costs durch Core/Satellite-Ansätze
 - › Anpassung der Management Fees an die Alpha-Potenziale
 - › Performance-abhängige Vergütung mit Fokus auf leicht handhabbare α -Bausteine
- Publikumsfonds: Sinkende Ausgabeaufschläge, steigende (verdeckte) Vertriebsprovisionen als Anteil der „Management“-Gebühr, aber fallende Total Expense Ratio
 - › Annäherung an internationales Niveau erwartet (EU-Finanzmarktrichtlinie MiFID)

Man könnte zufrieden sein...

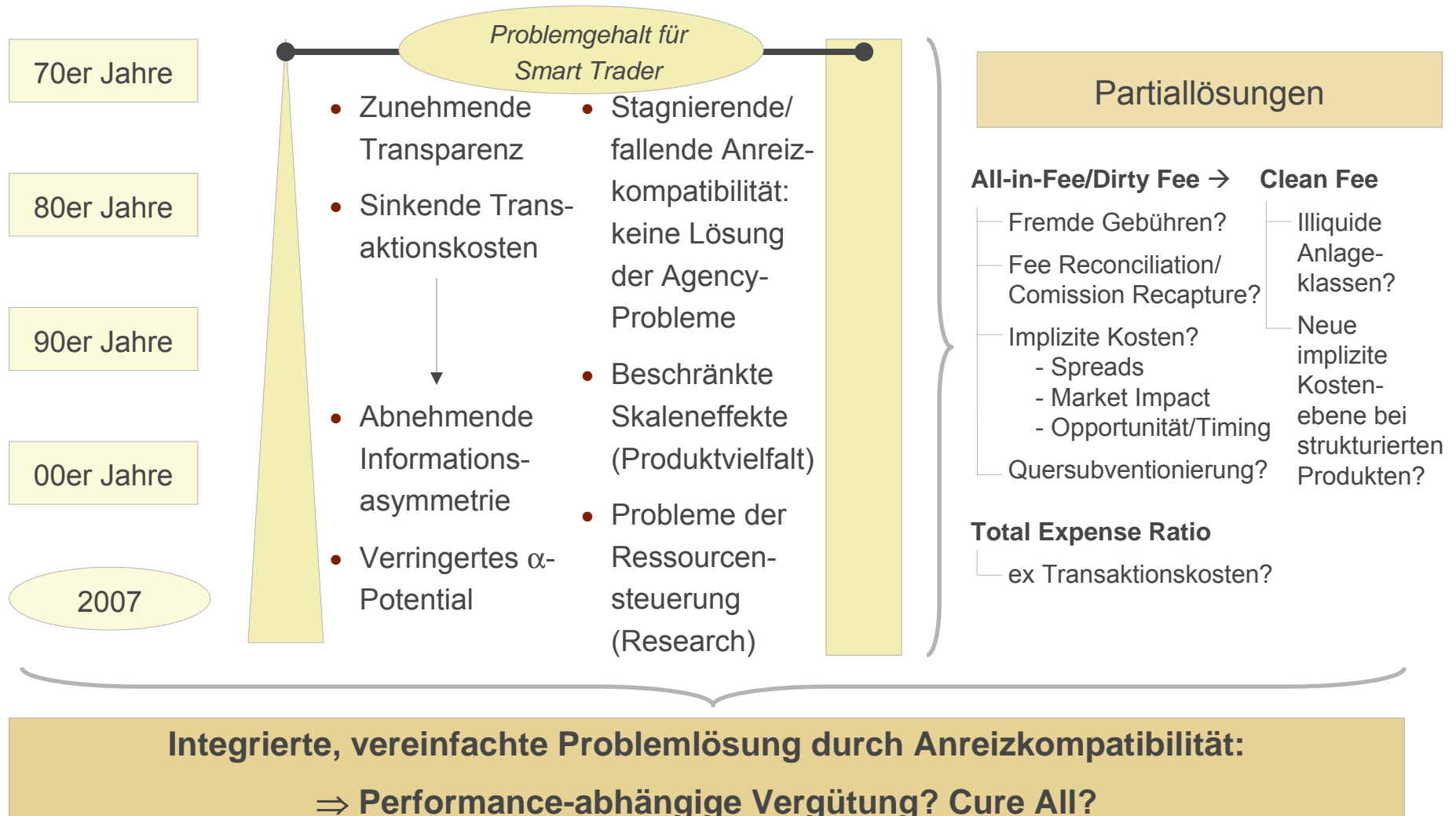
...dennoch lautet der Status Quo: Operation gelungen, Patient tot!

Warum?

Weiterhin offene Fragen bei der Erfassung von Kostenbestandteilen und der Bestimmung effizienter Gebührenstrukturen: Ein Blick auf Begriffspaare



Stand der Diskussion aus historischer Perspektive



Zwischen Netto- und Brutto-Performance (1/2)

Trivial per intuitiver Definition...

$$\text{Brutto-Performance} - \text{Kosten} = \text{Netto-Performance}$$

Welche Kosten?



Kosten als Residualgröße?

... oder etwa doch nicht?

Adressaten-Problem der Performance Messung*

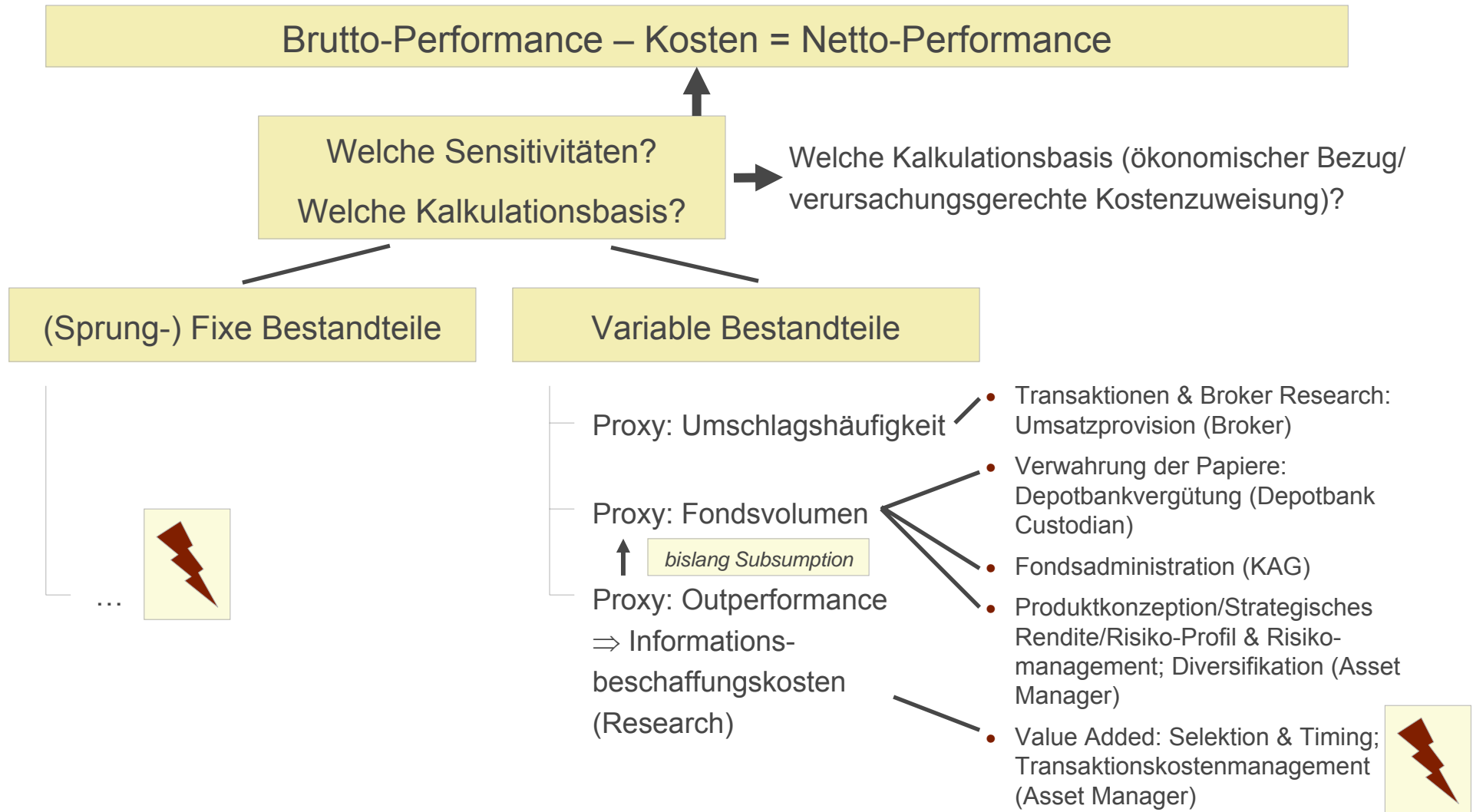
Anreiz-
struktureller
Hintergrund



- Sponsor als Adressat:
 - › Umfassender Kostenbegriff
 - › Idealtypische Transparenzanforderung: „Ausweis *aller* beeinflussbaren Kostenbestandteile“
- Fondsmanager als Adressat
 - › Eingeschränkter Kostenbegriff
 - › Idealtypische Transparenzanforderung: „Ausweis aller von ihm selbst beeinflussbaren Kostenbestandteile“

*vgl. Time Weighted vs. Money Weighted Returns

Zwischen Netto- und Brutto-Performance (2/2)



2. Anreizstruktureller Hintergrund

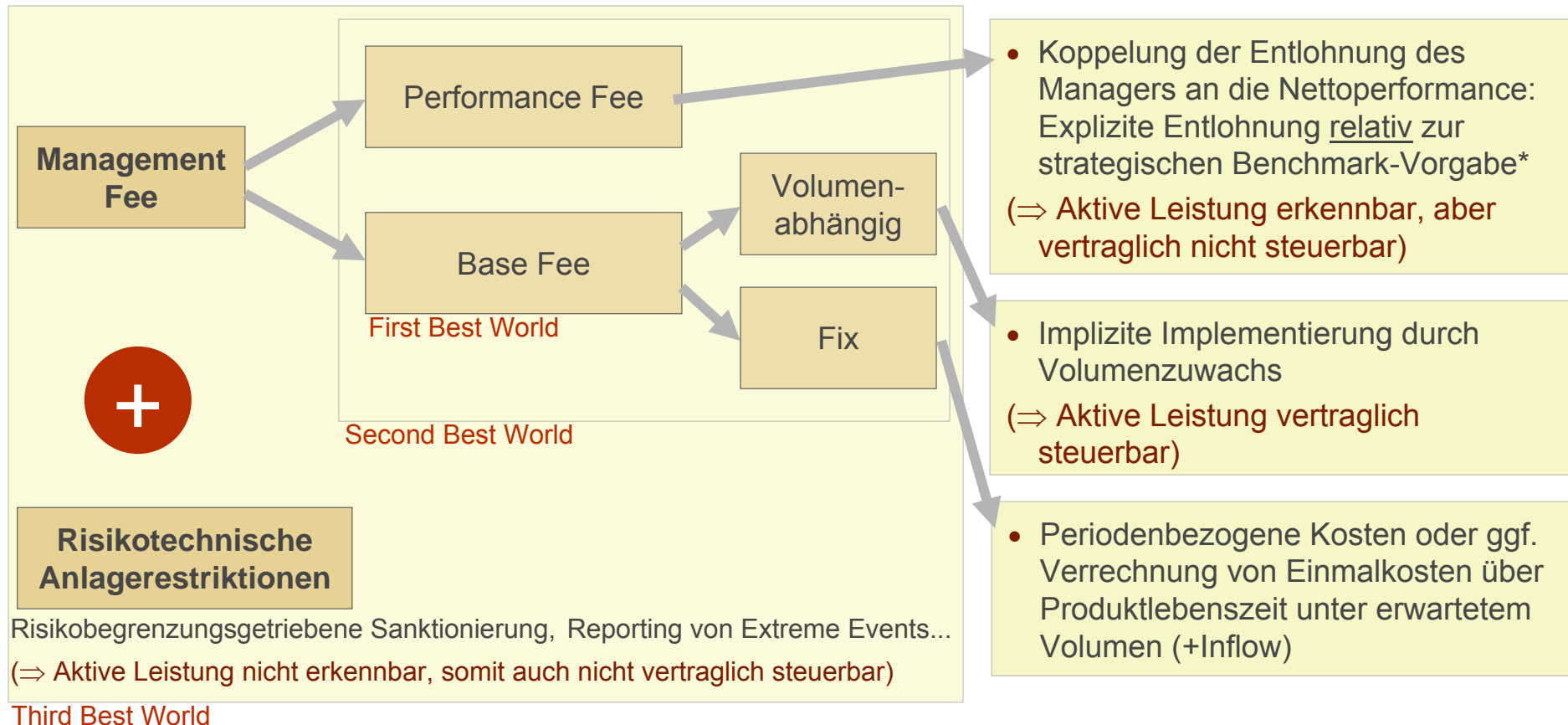
1. Motivation und Ausgangslage

2. Anreizstruktureller Hintergrund

3. Stand der Wissenschaft in Thesenform

4. Implikationen für die Anlagepraxis

Was bedeutet „Anreizkompatibilität“ bei Performance-abhängiger Vergütung?



* Idealtypisch sogar endogen

Was lehrt uns die Hedge Fund-Branche?

- Zusammenhang zwischen Anlageerfolg (Performance) und Performance-abhängiger Vergütung (Incentive Contracts)
 - Principal/Agent-Probleme werden allgemein durch (mindestens) vier Faktoren getrieben
 1. Vertragsmäßige Leistungsanreize
 2. Eigentümerstrukturen
 3. Marktkräfte
 4. Regulierung seitens des Gesetzgebers
-
- The diagram shows two yellow boxes on the right. The top box is labeled 'Hedge Fonds' and is connected to the first two items of the list (1. Vertragsmäßige Leistungsanreize and 2. Eigentümerstrukturen) by a right-facing curly bracket. The bottom box is labeled 'Spezialfonds und Publikumsfonds' and is connected to the last two items of the list (3. Marktkräfte and 4. Regulierung seitens des Gesetzgebers) by a right-facing curly bracket.

Die ideale Fondskonzeption führt die Interessen des Sponsors
mit denen des Investors zusammen.

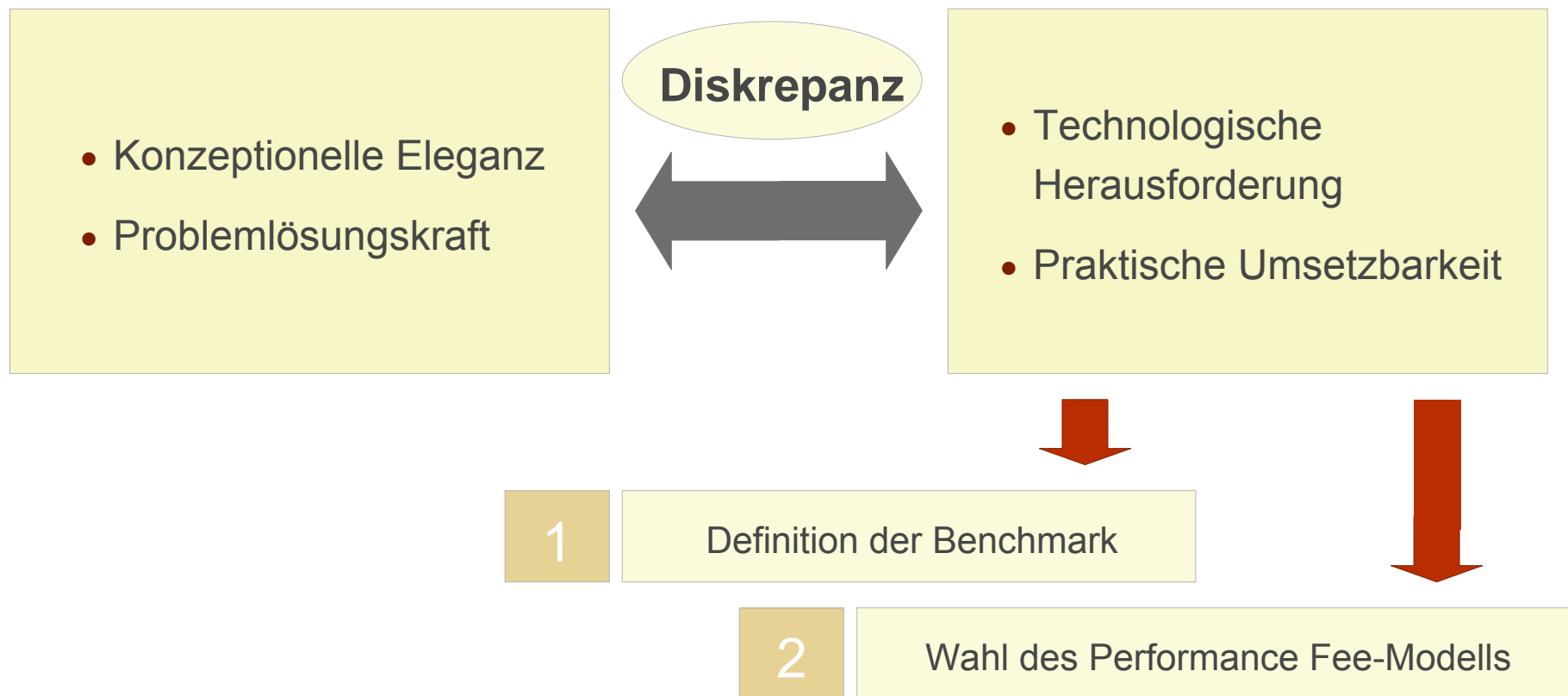
(Grundprinzip von Ross, 1974)

- Relativ einfache Problemlösung: Hedge Fund-Manager sind an ihren eigenen Fonds beteiligt (Abbau potentieller Interessenkonflikte)

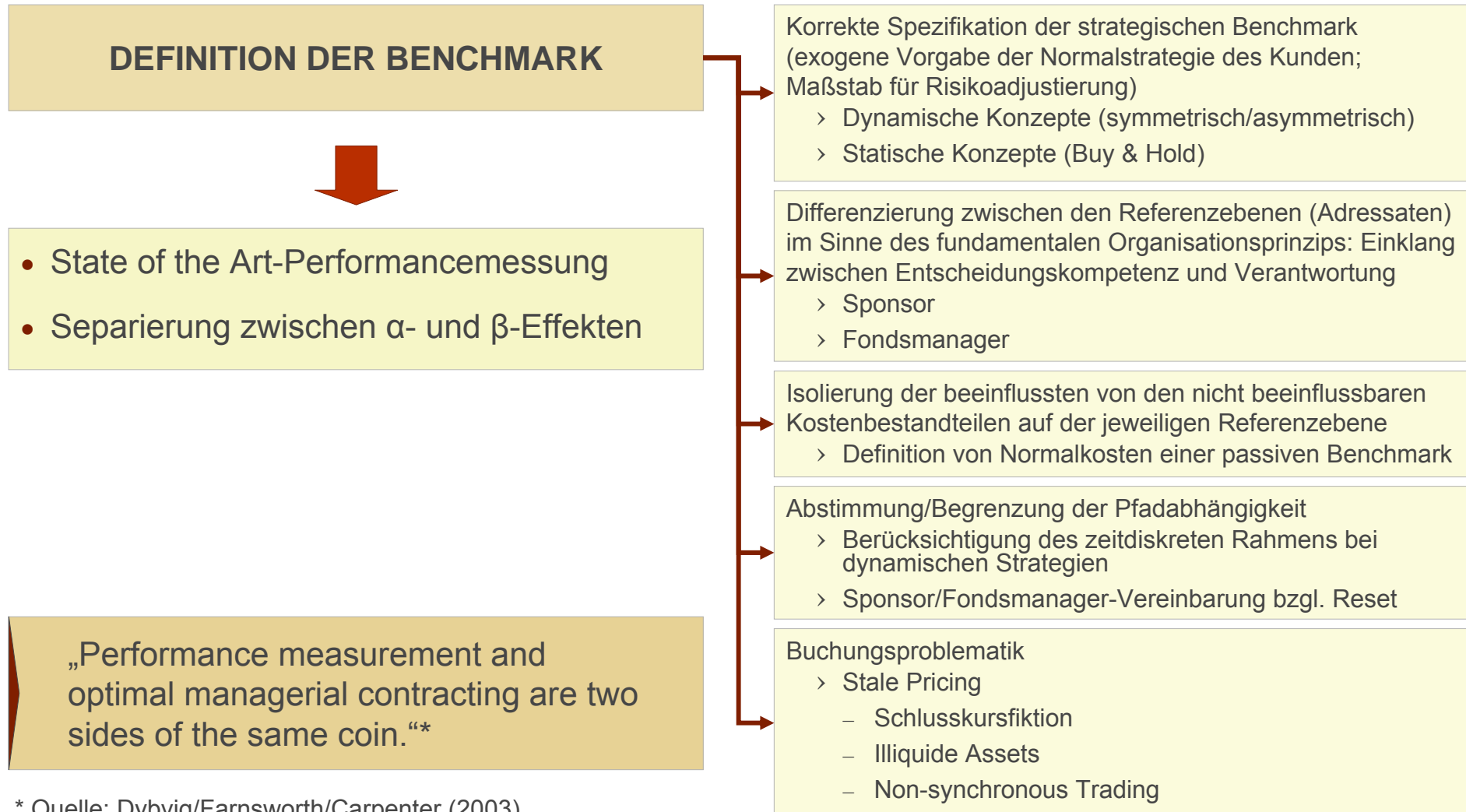
Potenziell vier Lösungsansätze der Principal/Agent-Probleme „Moral Hazard“ & „Adverse Selection“ bei Fonds

- Bewertung der Entlohnung unter Risikoadjustierung
 - › Was ist Performance? Nur Rendite? Relative oder absolute Rendite?
 - › Exakte (!) Benchmark-Definition erforderlich
 - › Risikonutzenfunktionen müssen/sollten bekannt sein (lösbar unter repräsentativen Annahmen!)
- Beteiligung des Fondsmanagers am Fonds
 - › Risikonutzenfunktion von Sponsor und Fondsmanager müssen identisch sein
 - › Leider wenig praktikabel für Spezialfonds und Publikumsfonds...
- Förderung *impliziter* Anreizsetzung (Wirkung der Flow of Funds: gute Fonds erhalten die Mittelzuflüsse)
 - › Hohe Transparenz und Objektivität in der Performance
 - › Keine Trägheit der Sponsoren
 - › Ausreichend hohe Fluktuation bei Fondsmanagern
 - › Nur bei liquiden Produkten
- Erhöhung staatlicher Regulierung (symmetrische Entlohnung zur Risikobegrenzung)
 - › Reaktion: Bevorzugung keiner performance-abhängigen Entlohnung statt symmetrischer (1970, USA)

Technologieproblem der Performance-abhängigen Vergütung (1/3)



Technologieproblem der Performance-abhängigen Vergütung (2/3)



Technologieproblem der Performance-abhängigen Vergütung (3/3)

WAHL DES PERFORMANCE FEE-MODELLS



Anreizkompatibilität

- › Verzerrungsfreiheit bzgl. Risk Taking



Erwartungsnutzenneutralität gegenüber dem Status Quo der bisherigen Vergütungsvereinbarung

- › Realistische Schätzung der Prognosequalität
- › Idee: unverändertes Management Fee-Volumen



Ausgleich zwischen Risikonutzen des Sponsors und dem des Fondsmanagers (KAG)

Psychologisches Problem der Performance-abhängigen Vergütung

DOMINANZ DER INTELLEKTUELLEN BARRIERE

„... zumindest psychologisch gesehen ist es fatal, eine erfolgsabhängige Vergütung zu fordern, wenn der Fonds 20% verloren hat, nur weil der Gesamtmarkt 25% verloren hat.“*



Zentrale Frage: Soll der Fondsmanager nur α -Risiken managen oder/und auch β -Risiken steuern?

⇒ Abhängig von der Definition der exogenen strategischen Benchmark-Vorgabe (Fondsprofil)!

Ja, im Beispiel des obigen Zitats ist eine erfolgsabhängige Vergütung zu fordern, wenn das Fondsprofil den Fonds als α -Generator ausweist! Eine Hurdle Rate wäre relativ zu definieren.

* Quelle: Hanno Beck, FAZ vom 11.09.2007, Nr. 211, S.23

3. Stand der Wissenschaft in Thesenform

1. Motivation und Ausgangslage

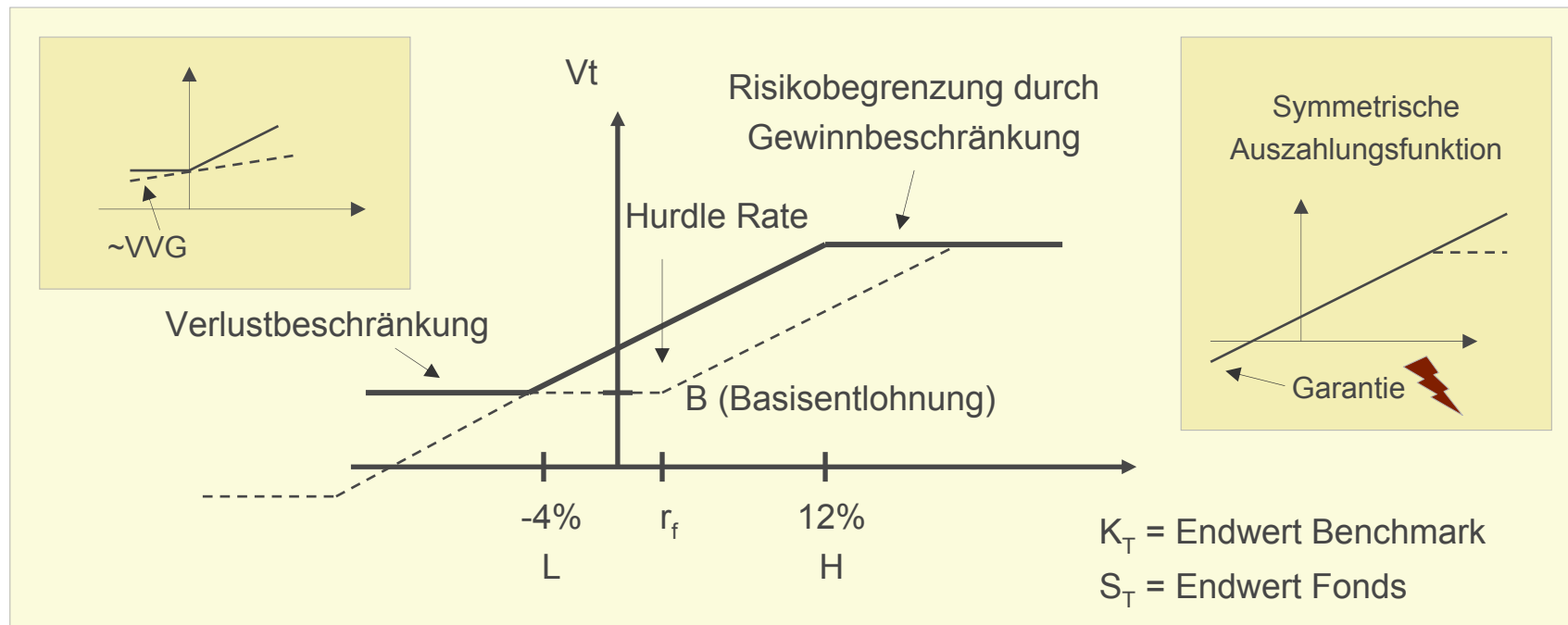
2. Anreizstruktureller Hintergrund

3. Stand der Wissenschaft in Thesenform

4. Implikationen für die Anlagepraxis

Varianten abschnittsweise linear definierte Auszahlungsfunktionen

Asymmetrische Grundtypen im Überblick (Grinblatt/Titman 1987,1989)



⇒ Zwei Call-Optionen mit unterschiedlichen Basispreisen L, H

Bewertung: $V_t = B + \alpha (\max \{0, S_T - K_T - L\} - \max \{0, S_T - K_T - H\}) = f(\text{Volatilität})$

Probleme des Grundtypus (Grinblatt/Titman, 1989, S.809)

1. Gefahr der Neutralisation durch Gegengeschäfte seitens des Fondsmanagers
„If he desires, the portfolio manager can capture the value of these options risklessly by hedging in his personal portfolio.“
2. Kann eine Marktbewertung der Erfolgsbeteiligung über den Optionswert vorgenommen werden, sind bessere Informationen (~aktive Erwartungsbildung) nicht mehr relevant*. Folglich geht in diesem Fall von Erfolgsbeteiligungen keine Anreizwirkung aus.
=> Problem wird evident bei Blue Chip-Portfolios!
3. Ferner sind auf friktionslosen Märkten Konstellationen modellierbar, so dass die ursprünglich gegebene Anreizwirkung infolge des Haltens von Fondsanteilen seitens des Fondsmanagers durch nicht-lineare Erfolgsbeteiligung zerstört wird.

Modelle auf friktionslosen Märkten begrenzen oder negieren die Vorteilhaftigkeit bestimmter Formen von Erfolgsbeteiligungen

*Hinweis: Excess Return-Erwartungen sind nach Black/Scholes – bei denen Optionspreise auch in einer risikoneutralen Welt berechnet werden können – nicht bewertungsrelevant für eine Option.

Elemente der Entlohnungsfunktion (1/2)

- High Water Mark: Fondsmanager partizipiert erst dann an einer Weiterentwicklung, wenn der Fonds Höchststände überschreitet („Verlustvortrag“, „unbeschränkte Verrechnung“)
➡ Anreiz, hohe Risiken einzugehen
- Hurdle Rate: Modifikation einer verlustbeschränkten Entlohnungsfunktion bei der der Fondsmanager erst ab einer Mindestwertentwicklung des Fonds (sichere Anlage, „beliebiger“ Rendite $> r$) partizipiert.
➡ Anreiz, hohe Risiken einzugehen
- Implizite Maßnahme der Risikobegrenzung: Turnusmäßiger Reset (Bestimmung der Bezugsperiode für die Entnahme der Entlohnung) & Begrenzung pfadabhängiger Effekte in einer zeitdiskreten Welt
➡ nicht zu lang, nicht zu kurz (zu hohe Risiken versus zu geringe Anreizwirkung)

Elemente der Entlohnungsfunktion (2/2)

- Krümmung und Nichtlinearität der Entlohnungsfunktion
 - › Verbot gemäß Investment Advisor Act (1940, 1970) von nichtlinearen und fixen Elementen (pro Fondsanteil)
 - › Erkenntnis, dass gerade konvexe Entlohnungsfunktion förderlich für informationsbasierten Handel sind (steilere Lernkurve, bessere Selbstselektion, aber auch höhere Risikonahme)
- Relation zwischen impliziter und expliziter Anreizsetzung
 - › Performance-abhängige Gebühren sorgen (in Kombination mit einer Base Fee) für einen Ausgleich in dem negativen Zusammenhang zwischen Kapitalzufluss und Performance („Kapitalverwässerung durch Kosten“, α -Erschöpfung)
 - Scaling-Problem
 - Produktlebenszyklus-Frage
 - Performance-abhängige Gebühr setzt Anreiz für effiziente Bewirtschaftung eines begrenzten α -Potenzials (Hedge Fonds: High Water Mark)

Besondere Effekte

- Alters- und Karrierefrage des Fondsmanagers:
 - › Alter = Proxy für Präferenz von Performance-abhängiger Vergütung (versus karrieremäßiger Risikobetrachtung) und Proxy für Unsicherheit gegenüber eigenen Fähigkeiten
 - › Junge Fondsmanager haben Anreiz, höhere Risiken einzugehen (hohe Inflows im Falle exzessiv positiver Renditen; Schwierigkeit zwischen ‚Skill‘ und ‚Luck‘ zu unterscheiden; mangelnde Berücksichtigung von Konfidenzaussagen zu α - oder Timing-Fähigkeit)
- Herding
 - › Definition: Gleichgerichtetes Verhalten unter Ignorieren der eigenen (ggf. besseren) Information
 - › Robuste sequenzielle Gleichgewichtszustände möglich
 - › Anti-Herding als Gleichgewichtszustand möglich („Konsensus Aversion“)
- Churning
 - › Definition: Informationsloser Handel (~ Noise Trading)
 - › Eine Frage der Austarierung: Wie schreckt man Noise Trader ab, ohne den Smart Tradern gleichzeitig Churning-Anreize zu setzen?
 - › Zielkonflikt durch Risikobegrenzung (z.B. Strafen bei einer Tracking Error-Überschreitung)

Offene Kausalitätsfrage

- Performance-abhängige Vergütungen können bessere Performance bewirken und die besseren Fondsmanager attrahieren.
- Mit Performance-abhängigen Vergütungen kann aber auch bloß ein Signalling seitens eines Smart (?) Managers vorliegen, um Inflows zu generieren, weil die Sponsoren vermuten dürfen, dass in diesem Fall der Fondsmanager auch hohe Prognosefähigkeiten aufweist.

„Schauen Sie in das Fondsprofil und fragen Sie Ihren Risk Controller...“

Ein Überblick zur empirischen Evidenzlage Performance-abhängiger Vergütung bei „Mutual Funds“*

1. Attrahierung besserer Manager führt zu besserer Aktienselektion (Information Ratio steigt)
2. Abweichungen zur vorgegebenen Benchmark steigen (R^2 aus einer Sharpe'schen Style-Analyse steigt)
3. Das Beta gegenüber der Benchmark sinkt, ist aber größer als bei Fonds ohne Performance-abhängiger Vergütung.
4. Der Tracking Error steigt (plus steigender Information Ratio: α steigt signifikant).
5. Anstieg der Risikonahme nach einer schlechten Periode (versus Benchmark)
6. Rückgang der Risikonahme nach einer guten Periode (versus Benchmark)
7. Zunahme des Mittelzuflusses (Marketing-Strategie)
8. Total Expense Ratio sinkt.
9. Risikoadjustierte Performance steigt.



Leider nicht die ganze Story...

Risikoveränderung über die Zeit

* in Anlehnung an Elton/Gruber/Blake

Fazit zum Stand der Wissenschaft

Alle bekannten, in der Praxis eingesetzten Features der Entlohnungsfunktion sind in bestimmten Konstellation problematisch.

In anderen Konstellation können Sie hingegen genau die gewünschte Wirkung haben.

Es gibt zumindest mit dem Blick auf „die“ Theorie keine universell gültigen Aussagen. Fraglich ist, ob die empirische Evidenzlage eindeutiger ist.

Die Freiheitsgrade bei der Ausgestaltung sollten groß sein (Spielraum des Wettbewerbs).

Das Schadenspotenzial für die Fondsmanager bei inadäquatem Einsatz Performance-abhängiger Gebühren kann beträchtlich sein.

Die gewonnenen Erkenntnisse über Performance-abhängige Gebühren lassen sich nicht ohne weitere Überlegungen von der Hedge Fund-Industrie auf die Long Only-Welt übertragen.

Bei der Wahl der richtigen Entlohnungsfunktion bahnt sich erheblicher Beratungsbedarf an. Die Forschung wirft noch einige offene Fragen auf.

Jenseits von Vertriebsaspekten ist der Einsatz von Performance-abhängiger Vergütung mit Bedacht vorzunehmen und an bestimmte Voraussetzungen zu koppeln.

4. Implikationen für die Anlagepraxis

1. Motivation und Ausgangslage
2. Anreizstruktureller Hintergrund
3. Stand der Wissenschaft in Thesenform
- 4. Implikationen für die Anlagepraxis**

Implikation für die Anlagepraxis (1/5)

- Bei Publikumsfonds wird die Bewertung des Fondsmanagers unter Rückrechnung der Netto-Performance zur Brutto-Performance (zunächst) erschwert/behindert, sofern das Vergütungsmodell nicht bekannt ist.
 - › Massive β -Effekte unter asymmetrischen Entlohnungen verzerren die risikoadjustierte Bewertung der Netto-Performance.
- In der Übergangsphase sollten *komparative* Vorteile tatsächlich dort zu finden sein, wo Performance-abhängige Vergütung eingeführt wird (positive Anreizeffekte für gute Fondsmanager)
 - › Fraglich ist jedoch, wie der langfristige Effekt im Mittel über alle Fonds und Manager aussieht.

Implikation für die Anlagepraxis (2/5)

- **Hauptvorteile** sind eher auf *vermeintlichen* Nebenschauplätzen zu finden
 - › Zwang zur klaren Benchmark-Definition (z.B. „Konzept der dynamische Normalallokation“ im Overlay Management; Sharpe'sche Style-Analyse, etc.) als Voraussetzung adäquater Risikoadjustierung
 - Leider immer noch keine Selbstverständlichkeit...
 - › Bessere Abstimmung der aktiven Risiken auf die passiven Risiken (Erweiterter Aufgabenkreis der Strategischen Asset Allocation)
 - › Standardannahmen zu Transaktionskosten sinnvoll
 - › Klareres Verständnis der Risikonutzenfunktion des Sponsors notwendig
 - Steigende Qualität der Strategischen Asset Allocation-Beratung zu erwarten

Implikation für die Anlagepraxis (3/5)

Positiv aus Sponsor Sicht

- Einige Geschäftsmodelle werden zu überdenken sein
 - › Nur dort, wo Risikomodelle mit hoher Qualität im Einsatz sind, lassen sich die Gebührenmodelle sinnvoll spezifizieren (Parametrisierungsaufgabe)
 - › *Asymmetrische* Strategien sollten nicht mehr gegen *symmetrische* Benchmarks gemessen und entlohnt werden.

Positiv aus Manager Sicht

- Erträge der Firmen sollten weniger marktabhängig sein:
 - › Geringere Zyklik der Erträge bei unabhängigen aktiven Entscheidungen
 - › Saubere Abgrenzung der Wertschöpfungsebenen im Investmentprozess erforderlich
 - Strategische Asset Allocation (Beratung, Benchmark-Definition)
 - Taktische Asset Allocation (Timing über Asset Klassen, GTAA, Style Tilting)
 - Selektion

Innovationsschub für die Risikomodellierung, die jetzt auch *stochastische* Erträge aus Vergütung unter spezifischen aktiven Risiken umfasst

Implikation für die Anlagepraxis (4/5)

- Was passiert bei einem Verstoß gegen die Erkenntnis?
 - › Lange trendbehaftete Phasen der Under-/Outperformance (wenige große, statt viele kleine Entscheidungen; falsche Wahl von Reset-Zeitpunkten)
 - › Zu häufiges (ineffizientes) oder zu seltenes Anschlagen gegen die „Restriktionen“ der Auszahlungsfunktion
 - › Fehlentscheidungen im Spannungsfeld zwischen Geschick (Skill) und Glück (Luck)
- Problematisch: Exotic Betas (Volatility Timing, Korrelations-Entscheidungen, etc.)
 - › Bewusste Verschmutzung des Rendite/Risiko-Profiles („Sharpening the Sharpe Ratio“, z.B. Option Writing) können unattraktiv, aber auch attraktiv werden (Bewertung der Maßnahme ist aus Sponsor-Sicht schlichtweg präferenzabhängig und nicht notwendigerweise eine aktive Maßnahme)
- Dynamische und statische Anlagekonzepte nähern sich an: das (passive) Engineering der Rendite/Risiko-Profile tritt wieder in den Vordergrund – hier ist die „sinnvolle Vielfalt“ begrenzt.
- Wegen verbesserter Anreizstruktur wird der Transaktionskostenoptimierung erneut mehr Aufmerksamkeit gewidmet (Anerkennung als eigenständiger „ α -Generator“; „Normalkosten“ als Referenz)

Implikation für die Anlagepraxis (5/5)

- Offene Frage der Ausgestaltung und Dimensionierung der Modelle Performance-abhängiger Vergütung:
 - › Hurdle Rate, High Water Mark?
 - › Linearität im Symmetrie-Bereich?
 - ➔ Wettbewerb der Forschung wird Lösungen anbieten...(Einsatz von Monte Carlo-Simulation)
- Verschärftes „Problembewusstsein“ bei Fondsmanagern: Moral Hazard höherer Dimension
 - › Ausbeutung der Optionscharakteristik unter Risk Arbitrage (Isolierung eines Gebühren-Alphas)
 - › Bedeutung von vertraglichen Zusicherungen im Sinne von „Covenants“?
- Separate Risikobegrenzungs-/Sanktionsmechanismen sind in der realen Welt (beschränkte Kommunikations- und Informationsasymmetrie unerlässlich)
 - › Z.B. Vorgabe von Quantilsschranken stochastischer Volatilität aktiver Renditen gegen die Benchmark

Bottom Line für die Anlagepraxis

- Trend zur Performance-abhängigen Vergütung ist bei sachgerechter Anwendung auf realen, friktionsbehafteten Märkten zu begrüßen und zu unterstützen.
 - › Kann anreizstrukturelle Probleme vermindern (breiter Bereich symmetrischer Entlohnung der Auszahlungsfunktion)
- Bessere Performance wird in vielen Fällen zu erwarten sein, ist aber theoretisch nicht zwingend zu postulieren.
 - › Man sollte sich nicht durch einige Diskrepanzen zwischen Theorie und Empirie ermutigen lassen, da in den empirischen Setups regelmäßig auf bestimmte Unschärfen hingewiesen wird oder die Theorie recht stark abstrahiert.
- Statt ausgeprägte Optionalitäten in die Auszahlungsfunktion einzubauen, ist zu überprüfen, ob spezifische Risikobegrenzungsmaßnahmen (>Monitoring) mit Sanktionsmöglichkeiten einbezogen werden.
 - › Dies verlangt ein wesentlich tieferes Verständnis der Renditeprozesse aus risikotechnischer Sicht unter Erfassung der verschiedenen Dimensionen des Risikos (höhere Momente, stochastische Volatilität, Zeitstruktur der Volatilität).

Impressum

Herausgeber

Oppenheim Research GmbH
Unter Sachsenhausen 4
50667 Köln
Internet: www.oppenheim.de

Ansprechpartner

Dr. Norbert Tolksdorf

research@oppenheim.de

Kontakt Presse

Telefon (0221) 1 45 - 19 55
presse@oppenheim.de

© Copyright

Dieses Werk ist urheberrechtlich geschützt. Die dadurch begründeten Rechte, insbesondere die der Übersetzung, des Nachdrucks, des Vortrags, der Entnahme von Abbildungen und Tabellen, der Funksendung, der Mikroverfilmung oder der Vervielfältigung auf anderen Wegen und der Speicherung in Datenverarbeitungsanlagen, bleiben, auch bei nur auszugsweiser Verwertung, vorbehalten. Eine Vervielfältigung dieses Werkes oder von Teilen dieses Werkes ist auch im Einzelfall nur in den Grenzen der gesetzlichen Bestimmungen des Urheberrechtsgesetzes der Bundesrepublik Deutschland vom 9. September 1965 in der jeweils gültigen Fassung zulässig. Zuwiderhandlungen können den Strafbestimmungen des Urheberrechtsgesetzes unterliegen.

© Haftungsausschluss

Die Informationen in dieser Broschüre wurden aus Daten erarbeitet, von deren Richtigkeit ausgegangen wurde; wir übernehmen jedoch weder Haftung noch irgendeine Garantie. Die Broschüre darf nicht als Verkaufsangebot oder als Aufforderung zur Abgabe eines Angebots zum Kauf von Wertpapieren verstanden werden. Die in der Broschüre gemachten Aussagen können ohne Vorankündigung geändert werden.



GAMSC – GIPS® Tag

**GIPS® – Anwendungen
und Umsetzungen
Einsatz von Composites**

Michaela Krahwinkel
Frankfurt am Main
30. Oktober 2007

Übersicht

1	GIPS® Umfang und Nutzen	3
2	Kritische Erfolgsfaktoren	7
3	Anwendungsgebiete von Composites	15
4	Fazit	28

1 GIPS® Umfang und Nutzen

2 Kritische Erfolgsfaktoren

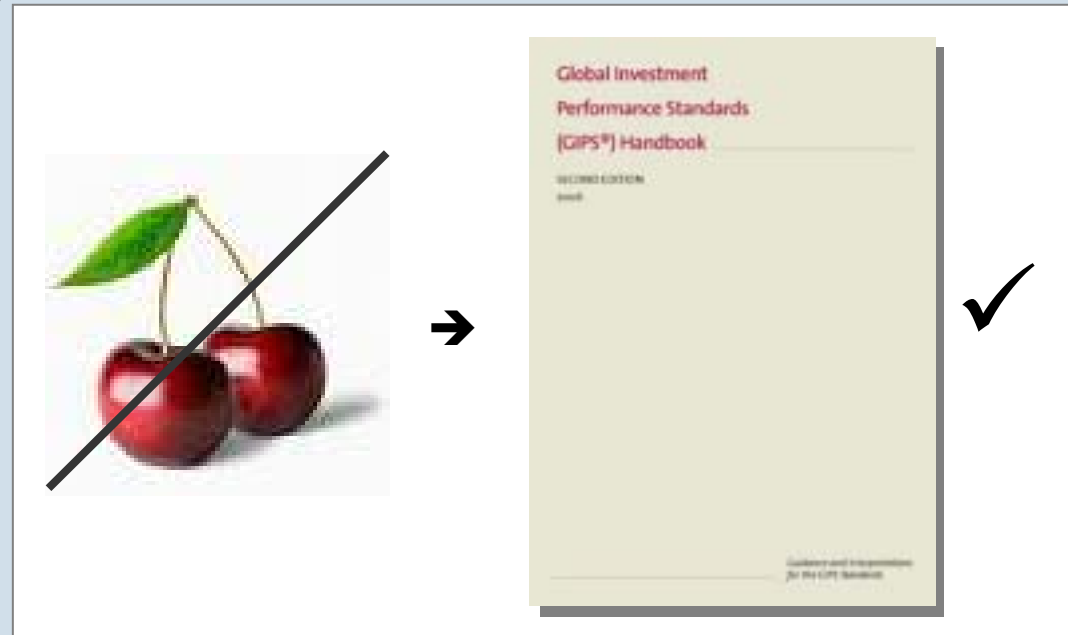
3 Anwendungsgebiete
von Composites

4 Fazit

Global Investment Performance Standards (GIPS®): Die Befolgung der GIPS® ist freiwillig

Die GIPS® sind international gültige ethische Standards zur Performance Präsentation, die eine faire und vergleichbare Berichterstattung und die vollständige, quantitative Erfassung der Leistung des Fondsmanagements sicherstellen.

Sie regeln den gesamten Prozess der Performancepräsentation von der Definition der Einheit, der Compositekonstruktion, den Eingabedaten, der Berechnungsmethodik bis hin zur Präsentation und den Erläuterungen.



GIPS® schaffen Vertrauen! **GIPS® stiften Nutzen!**

Sicht des Investors:

- Vertrauen in die ihm präsentierte Datenbasis
- Möglichkeit der Durchführung von Performancevergleichen
- Standardisierung der Reportingrichtlinien
- Externe Verifikation als Gütesiegel

Sicht der KAG:

- Nachhaltig positiver Marketingeffekt
- Positiver Effekt auf Ansehen, Glaubwürdigkeit und Transparenz der KAG
- Öffnung bzw. Sicherung von Investorenkreisen und anspruchsvollen Interessenten / Kunden
- Verbesserung des internen Controllings
- Gestärkte Konkurrenzfähigkeit durch effiziente interne Prozesse

GIPS© sind Präsentations- und Berechnungsnormen, aber auch Qualitätsnormen im Prozessbereich

- Aufdecken von Schwachstellen, Rückkopplung und Verbesserung von internen Prozessen insbesondere
 - ➔ in den Bereichen Back und Middle Office, Reporting und IT,
 - ➔ im Investmentprozess und
 - ➔ bei den Produktprofilen
- Reduktion operationeller Risiken (Sensibilisierung für Datenqualitätsfragen und Einbau zusätzlicher Kontrollen)
- Grundlage für Management-Informationssystem

Die externen Vorteile sind unbestritten – Markteintrittsbarrieren fallen. Der wirtschaftliche Nutzen im Marketing und Vertrieb ist jedoch nicht von GIPS© allein abhängig, sondern eher von der Portfoliomanagementleistung.

Die Vorteile sind primär intern!

- 1 GIPS® Umfang und Nutzen
- 2 Kritische Erfolgsfaktoren**
- 3 Anwendungsgebiete
von Composites
- 4 Fazit

Definition der Teileinheit

- Welche Unternehmenseinheiten sollen in der Teileinheit zusammengefasst werden?
 - Ein unabhängiger Assetmanager der z. B. nur Aktienfonds managt ist im Gegensatz zu einer Holdingstruktur mit vielen Teilbereichen einfacher zu definieren
 - Sind Reorganisationen oder Merger zu berücksichtigen, wird die Definition komplizierter
- Die Definition der Teileinheit gibt das Universum für die Composites vor.
- Welche Produkte werden gewählt?
 - Nur einzelne Fondstypen, z. B.: Spezialfonds
 - Sowohl Spezial- als auch Publikumsfonds
 - Erfassung von Depots oder Vermögensverwaltungsprodukten

Compositekonstruktion: Zielkonflikt

- Je enger die Compositedefinition, desto mehr Composites, gleichzeitig aber auch umso weniger Portfolios pro Composite
- Je breiter die Compositedefinition, desto weniger Composites, gleichzeitig aber auch mehr (und zwar heterogene) Portfolios pro Composite

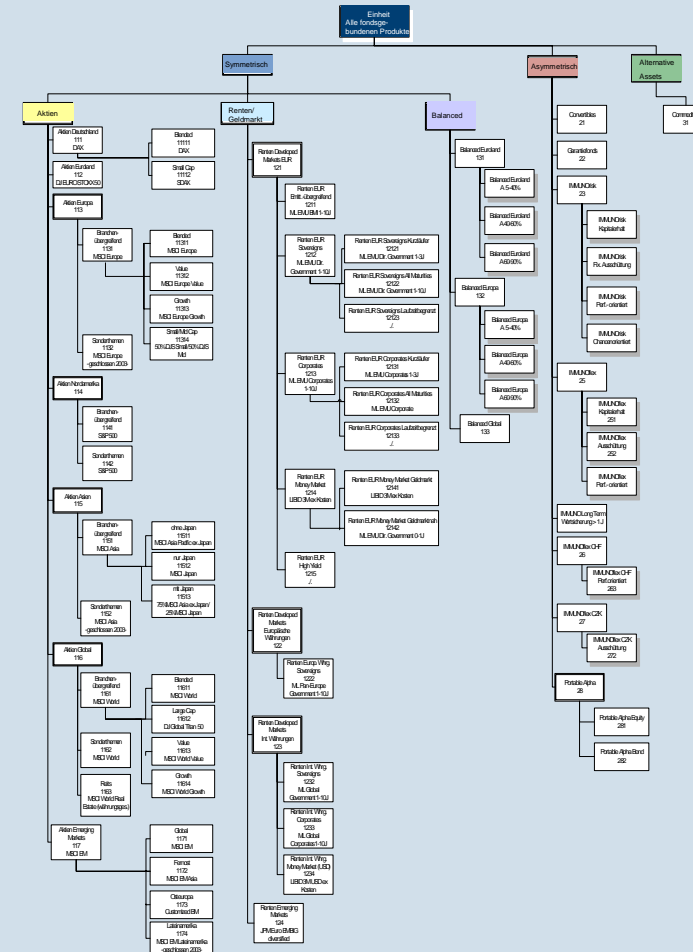
GIPS® Entscheidungen sind immer unter strategischen und vor allem langfristigen Gesichtspunkten zu treffen.

Folgende Ziele sollten mit der Compositekonstruktion verfolgt werden

- Optimale Unterstützung der Absatzpolitik
- Verständlichkeit und Überschaubarkeit der Produktstruktur schaffen
- Voraussetzungen schaffen für den Einsatz im internen Controlling
- Konsistente Anwendung der Kriterien auf alle Portfolien

Bedingungen

- Berücksichtigung von Zielkompetenzen und Vermarktungsschwerpunkten
- Marktübliche Usancen bei der Abgrenzung von Assetklassen (Peergroups)
- Homogenität der Fonds in den einzelnen Composites
- Verfügbarkeit historischer Daten und deren Zuordnungsinformationen



GIPS© Handbuch

- Die Umsetzung der Standards muss in einem GIPS® Handbuch dokumentiert werden
- Alle fachlichen Anforderungen werden dort detailliert beschrieben
- Es beschreibt die Aufbau- und Ablauforganisation, sowie alle Rahmenbedingungen



- Ab wann gehört ein Portfolio in ein Composite?
- Investitionsphase bei neuen Mandaten
- Reballancingphase bei Strategieänderung
- Schwellenwerte für signifikante Restriktionen, wie z.B. Kundeneingriffe und signifikante Cashflows
- Portfolio-Mindestgrösse

- Das Handbuch ist Teil der Verifizierung

Interne Akzeptanz fördern

- Betroffene zu Beteiligten machen
 - Gemeinsame Konzeption
 - Gemeinsame Weiterentwicklung
- Composite Team bilden, bestehend aus



- Leiter Investment Controlling = GIPS Officer
- Leiter Portfolio Management
- Marketing
- Vertrieb
- IT, Back und Middle Office

Optimale Voraussetzungen für eine faire Beurteilung schaffen

- Composite Benchmark
 - Optimaler Vergleichsindex bzw. optimale Benchmark
 - Account derived Benchmark
- Schlusskursbewertung ermöglicht den verzerrungsfreien Vergleich von Produkt bzw. Composite und Benchmark
- Ausweis von Netto- und Bruttoperformance

Welche strategischen Ziele werden mit dem Einsatz der Composites verfolgt?

■ Einsatzmöglichkeiten



- Externes Marketing
- Internes Controlling
- Interner und externer Einsatz zur Beurteilung der Portfoliomanagementleistung und der Kundenwahrnehmung

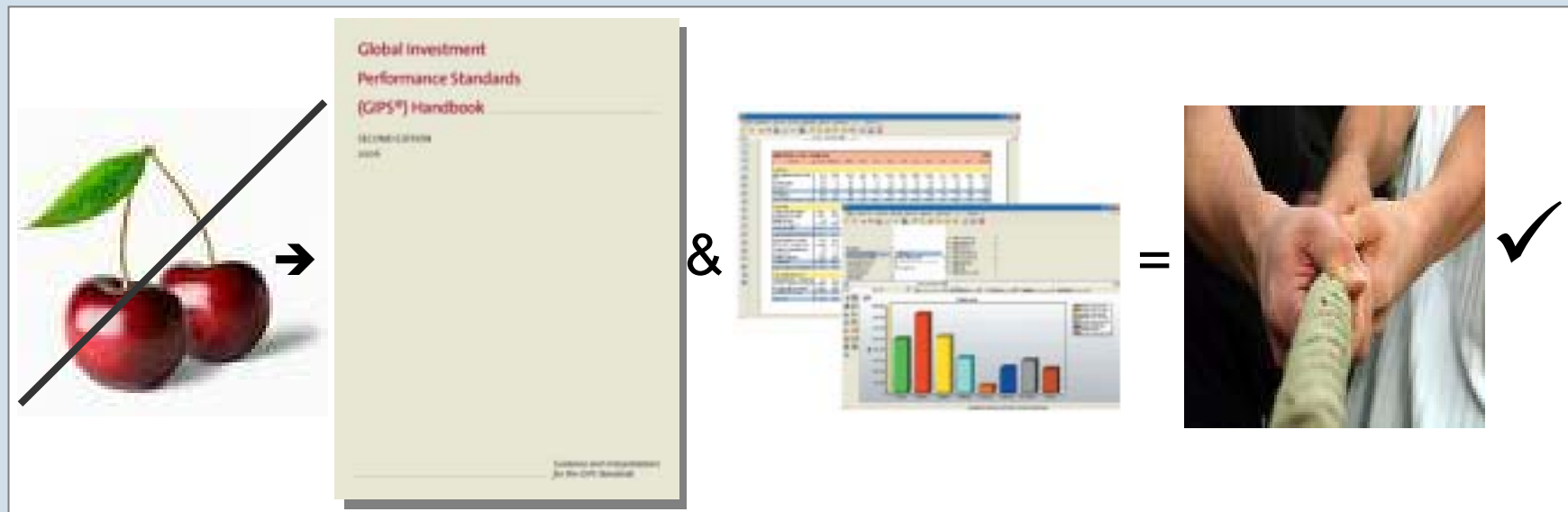
Um Zielkonflikte von Marketing und Portfoliomanagement zu vermeiden sollten immer interne und externe Ziele mit den GIPS® verfolgt werden.

Die Unterstützung durch das Management ist von wesentlicher Bedeutung.

- 1 GIPS® Umfang und Nutzen
- 2 Kritische Erfolgsfaktoren
- 3 Anwendungsgebiete
von Composites**
- 3.1 Internes Controlling
- 3.2 Struktur Management
Informationssystem
- 4 Fazit

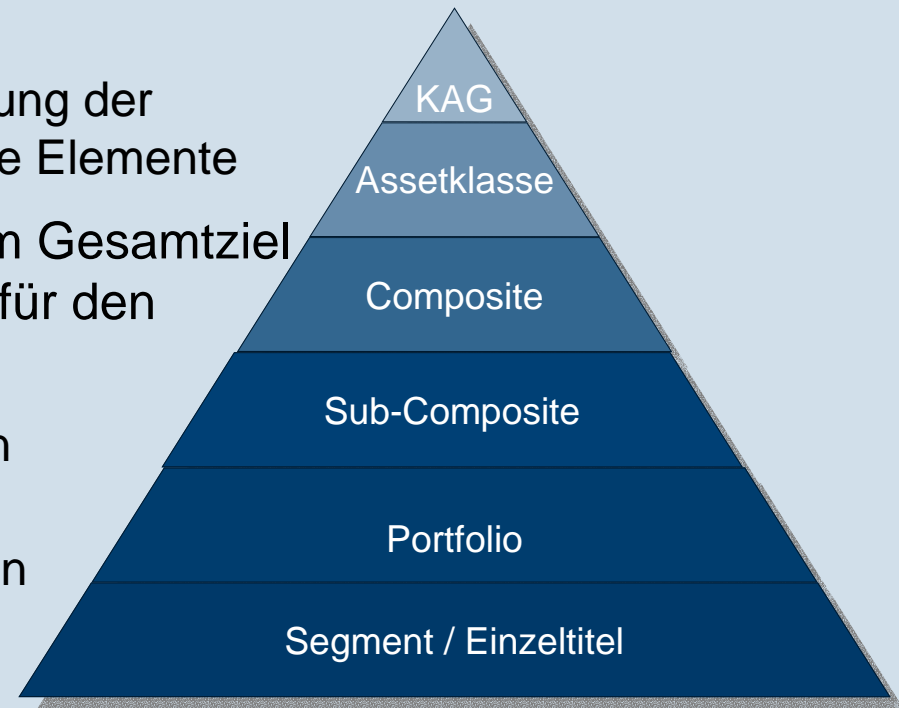
Die Leistungsmessung von Produkten sollte intern und extern einheitlichen Standards unterliegen

- Managementinformationen sind verdichtete Informationen und sollten auf unternehmenseinheitlichen Beurteilungskriterien bzw. Kennzahlen und Strukturen (Composites) beruhen
- Die Leistungsmessung muss die Bezüge zwischen den Informationen ausdrücken, z. B.: Kundenwahrnehmung und Portfoliomanagementleistung



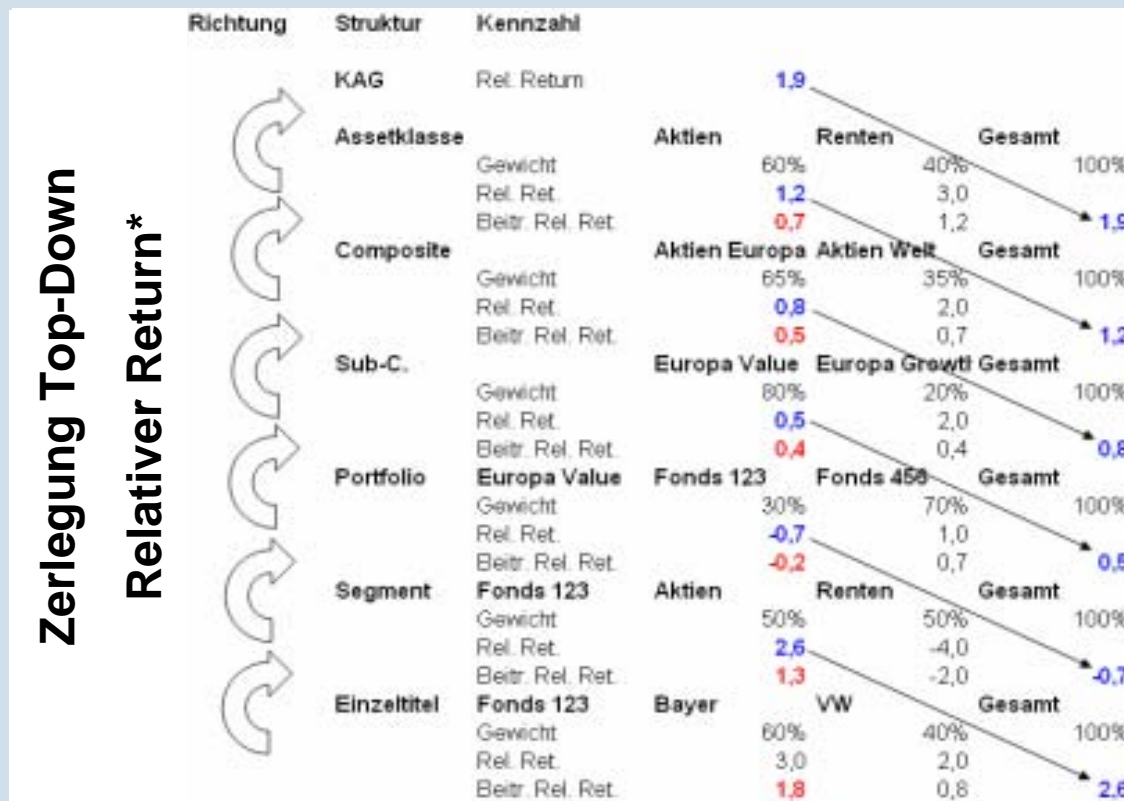
Die Leistungsmessung sollte zukunftsorientiert und auf den Kunden ausgerichtet sein

- Markt und Kunde sollten die Quelle aller ergebniszielorientierten Informationen sein
- Die Informationsarchitektur sollte unternehmensweite Anwendung haben
- Ein wichtiges Hilfsmittel ist die Zerlegung der Auswertungsobjekte in konstituierende Elemente
- Für die Ausrichtung der Subziele am Gesamtziel sind drei Bedingungen maßgeblich für den Erfolg:
 - Die Erfolge müssen der jeweiligen Einheit zurechenbar sein
 - Für den Verantwortlichen muss ein Anreiz bestehen, den Erfolg zu maximieren
 - Die Messung des Erfolgs darf vom Verantwortlichen nicht manipulierbar sein



Die Leistungsmessung sollte die Performance verursachergerecht zuweisen

Ein auf das Gesamtziel ausgerichtete Handeln aller Einheiten kann realisiert werden, wenn jede Einheit eine mit dem Gesamtziel abgestimmte Unterzielvorgabe erhält.



*Summe der Beiträge Relativer Return ergibt den Return der übergeordneten Ebene

Zielabstimmung: Bei der Erstellung der Analyse-systematik werden Annahmen getroffen

- Jede Analyse hat die Fragestellungen zu einem bestimmten Auswertungs-objekt durch eine bestimmte Kennzahlenauswahl zu beantworten
- Auswertungsobjekte werden zunächst durch die Disaggregation der Kennzahlen und anschließend nach den Elementen des Auswertungs-objektes analysiert
- Analysetypen sind Empfängertypen zugeordnet
- Analysetypen werden Ebenen der Auswertungsobjekte zugeordnet
- Analysetypen werden bestimmte Zeiträume zugeordnet
- Status und Trend werden in jeder Analyse für das Bezugsobjekt durch eindeutige Symbole dargestellt
- Verzweigungen der Analysen statt Redundanzen der Kennzahlen

Zielabstimmung: Unterschiedliche Informationsbedürfnisse werden durch Analysetypen abgedeckt.

Summary

- **Schriftliche, kommentierte Zusammenfassung** der wesentlichen Ereignisse und Aussagen zu einem **Informationsobjekt**. Ggfs. ergänzt um Visualisierungen; kein standardisierter Bericht

Aggregierte Analyse

- **Komprimierte Darstellung** der wesentlichen Ereignisse und Aussagen zu einem **Informationsobjekt in schriftlicher, grafischer und tabellarischer Form**. Grafiken und Tabellen sind über den Zeitablauf konstant

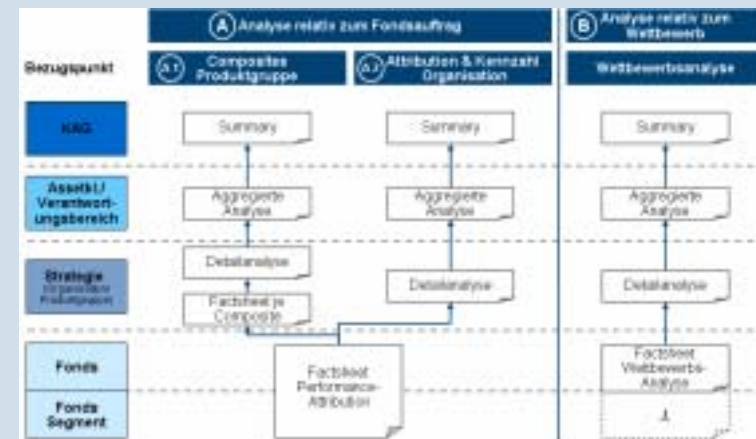
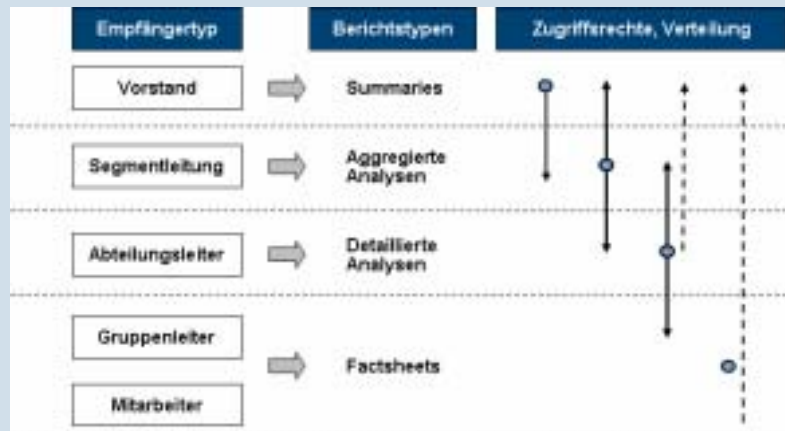
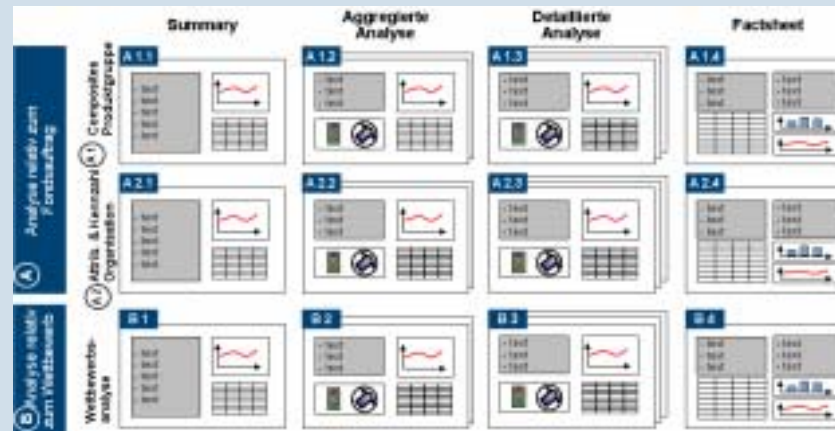
Detaillierte Analyse

- **Umfassende Darstellung** aller wesentlichen Ereignisse und Aussagen zu einem **Informationsobjekt in schriftlicher, grafischer und tabellarischer Form**. Grafiken und Tabellen sind über den Zeitablauf konstant

Factsheet

- **Komprimierte Darstellung** der wesentlichen Ereignisse und Aussagen zu einem **Element eines Informationsobjektes** in schriftlicher, grafischer und tabellarischer Form. Grafiken und Tabellen sind über den Zeitablauf konstant

Zielabstimmung: Zuordnung von Analysetypen, -themen, -objekten und -empfängern



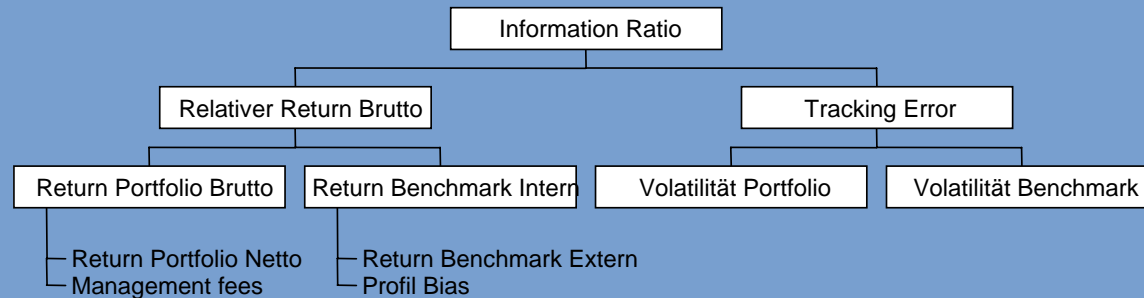
Zielabstimmung: Analysen beantworten Fragestellungen zu einem Auswertungsobjekt.

Frage	Zeitdimension	Aussageninhalt
Wie ist die abs. Performance?	Status	Qualität
Wie ist die relative Performance?	Status	Vergleich Maßstab
Ist das gut oder schlecht?	Status	Beurteilung
Warum ist das Ergebnis so?	Status	Ursache
Wie hat es sich entwickelt?	Trend	Zeitreihenvergleich
Warum ist die Entwicklung so?	Trend	Ursache
Wie wichtig ist die Einheit?	Trend	Relevanz

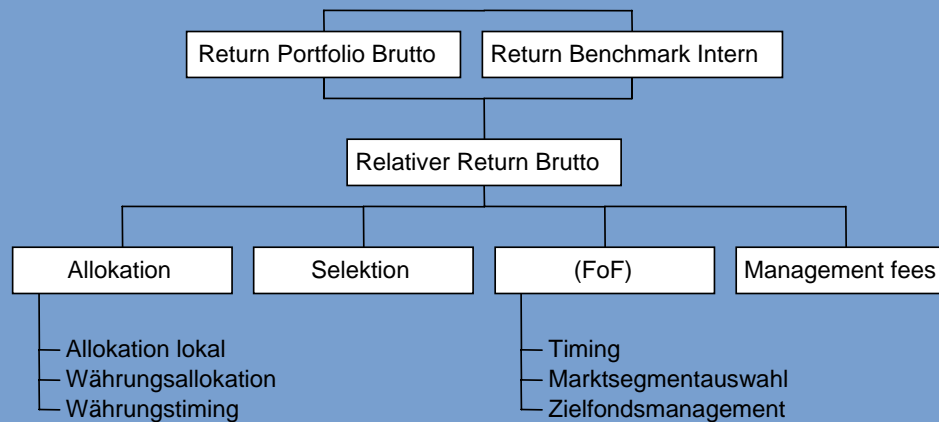
Kennzahlensysteme sind die wichtigsten Hilfsmittel zur Beantwortung dieser Fragen

Kennzahlen informieren über Portfolios in komprimierter Form
Kennzahlensysteme bringen Kennzahlen in einen analytische Zusammenhang

1. IR-Schema



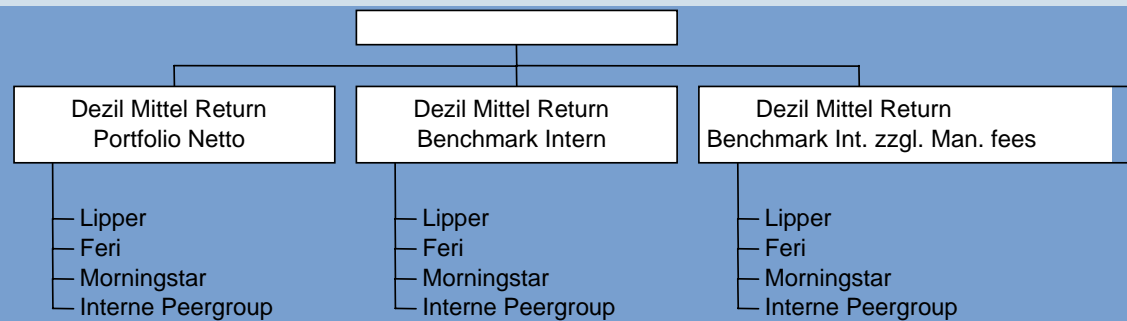
2. Performance Attribution-Schema



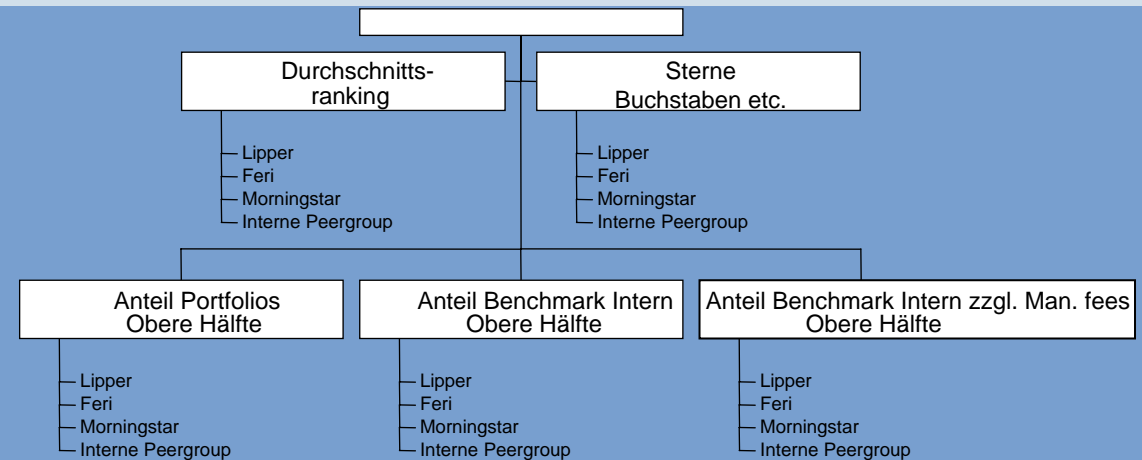
Vorausgesetzt, sie führen zu einer eindeutigen Aussage

Kennzahlen geben den Erfüllungsgrad von Zielen wieder

3. Ranking -Schema



4. Median-Schema



Der Informationsfluss in Form von Berichten begleitet den Planungs- und Kontrollprozess

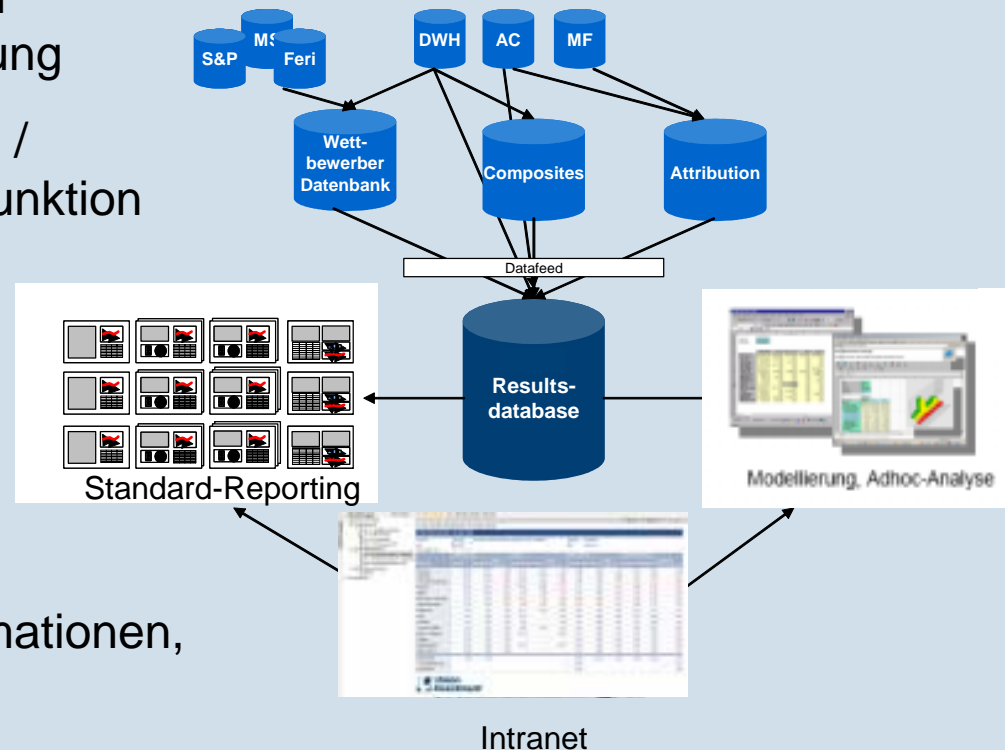
Um als Information für die Führungskräfte relevant zu sein, haben die Aussagen Anforderungen an Managementinformationen zu erfüllen.

- Auf Ziele abgestimmt
- Zeitgerecht verfügbar
- Auf Wichtiges beschränkt
- Technisch so einfach wie möglich

Management Informationssystem (MIS)

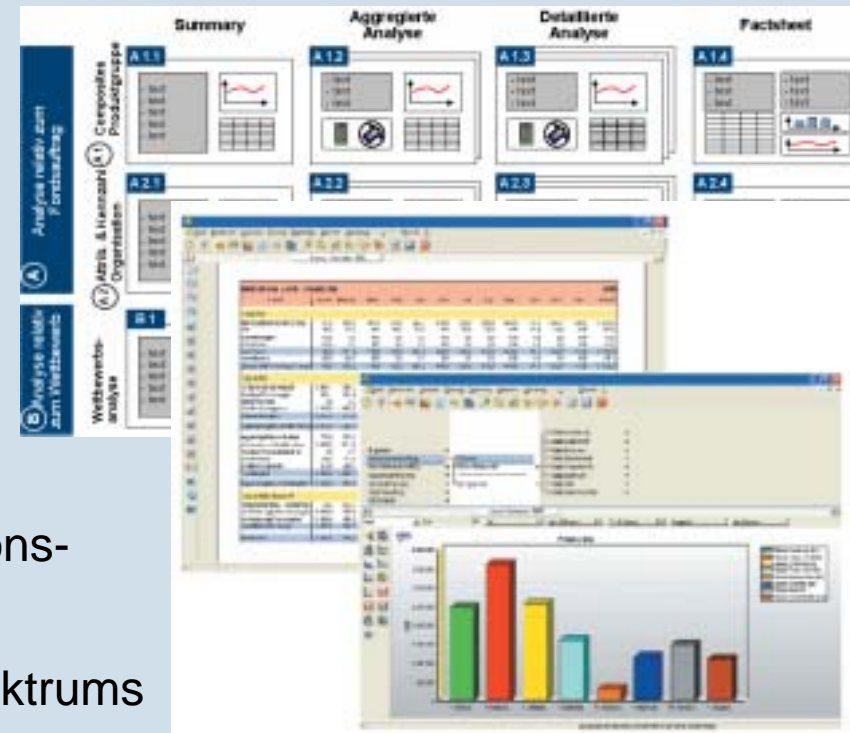
Einrichtung eines abgestimmten, hierarchischen Informationssystems

- Übersichtbarkeit durch zentralen Einstieg und mehrstufige Gliederung
- Hierarchisches Standardreporting / Ad-Hoc-Berichte mit Drill-down-Funktion
- Darstellung der Ergebnisse nach Einheit, Organisation, Produkt
- Vollständigkeit, Richtigkeit, Widerspruchsfreiheit, Aktualität der Daten
- Visualisierung wesentlicher Informationen, Trend und Ampel
- Bewertung und schriftliche Kommentierung der Informationen



Wesentliche Anforderungen an den Berichtskatalog des MIS

- Adressatengerechte Aggregation der Informationen
- Komprimierung auf wesentliche Erkenntnisse
- Konsistenz der Aussagen und Aufnahme aktueller Ereignisse in Berichte
- Konsolidierung der Anzahl der Berichte
- Abbildung der Produkt- und Organisationsstruktur in den Analysen
- Abbildung des angeforderten Fondsspektrums
- Bereitstellung der Analysen entsprechend Verteilungsfrequenzen
- Verwendung von Kommentierungen und Schwellenwerten
- Verwendung grafischer Orientierungshilfen



- 1 GIPS® Umfang und Nutzen
- 2 Kritische Erfolgsfaktoren
- 3 Anwendungsgebiete
von Composites

4 **Fazit**

Fazit

GIPS© ermöglichen

- . . . den Wegfall von Zielkonflikten: Interne und externe Ziele sind gleich
- . . . die Schaffung von effizienten Prozessen bzw. Prozessoptimierungen
- . . . die Disziplinierung der Organisation
- . . . ein effizientes Beurteilungssystem

Lohnt sich die Einführung der GIPS©?

Ja!

