

GIPS-TAG 2018

**Exposure Draft of GIPS®:
Guidance Statement on Risk**

Christoph Trittmann
DPG Deutsche Performancemessungs-Gesellschaft
für Wertpapierportfolios mbH

Exposure Draft Of GIPS®: Guidance Statement on Risk

1. Ausgangslage GIPS 2010
2. Exposure Draft: Guidance Statement on Risk
3. Zentrale Punkte und Kommentierung
 - Abschaffung 5 A 2.b aus GIPS 2010
 - Brutto vs. Netto
 - Risikokennzahlen
 - Risikofreier Zins
 - Ex post vs. ex ante
 - Risikobeschreibung
4. Fazit und Ausblick

1. Ausgangslage GIPS 2010

Die GIPS 2010 haben die Anforderungen an die Darstellung der Composite-Ergebnisse um die Komponente Risiko des Composites erweitert.

Es wurden Vorschriften (*Requirements*) und Empfehlungen (*Recommendations*) abgegeben für

- Präsentation
- Offenlegungen

GIPS 2010 – Vorschriften

- 5.A.2 Für Zeiträume, die am oder nach dem 1. Januar 2011 enden, MÜSSEN GIPS-EINHEITEN für das Ende jedes jährlichen Zeitraums darstellen:
- a. Die annualisierte EX-POST STANDARDABWEICHUNG über 3 Jahre (der monatlichen Renditen) sowohl des COMPOSITES als auch der BENCHMARK und
 - b. Ein zusätzliches EX-POST Risikomaß über 3 Jahre für die BENCHMARK (wenn verfügbar und angemessen) und das COMPOSITE, wenn die GIPS-EINHEIT feststellt, dass die annualisierte EX-POST STANDARDABWEICHUNG über 3 Jahre nicht maßgeblich oder angemessen ist. Die PERIODIZITÄT von COMPOSITE und BENCHMARK MUSS bei der Berechnung des EX-POST Risikomaßes gleich sein.

GIPS 2010 – Vorschriften

4.A.33 GIPS-EINHEITEN MÜSSEN darauf hinweisen, wenn die annualisierte EX-POST STANDARDABWEICHUNG über 3 Jahre des COMPOSITES und/oder der BENCHMARK deswegen nicht dargestellt wird, weil 36 Monatsrenditen nicht verfügbar sind.

4.A.34 Wenn die GIPS-EINHEIT feststellt, dass die annualisierte EX-POST STANDARDABWEICHUNG über 3 Jahre nicht maßgeblich oder angemessen ist, MUSS die GIPS-EINHEIT

- a. erläutern, warum die EX-POST STANDARDABWEICHUNG nicht maßgeblich oder angemessen ist, und
- b. das zusätzlich dargestellte Risikomaß erläutern und begründen, warum es ausgewählt wurde.

2. Exposure Draft: Guidance Statement on Risk

Ziel des Guidance Statements:

- Auseinandersetzung / Diskussion der Vorschriften und Empfehlung zum Thema Risiko in GIPS 2010 und Aussicht auf GIPS 2020
- Differenzierung nach Ex-Post- und Ex-Ante-Risiko
- Kriterien zur Auswahl einer geeigneten Risiko-Kennzahl und einer risikofreien Rendite
- Berechnungsverfahren
- Beispiele ausgewählter möglicher Risiko-Kennzahlen

- Kein Lehrbuch und keine technische Dokumentation
- Keine detaillierte Erläuterung von Terminologie und Fachbegriffen

2. Exposure Draft: Guidance Statement on Risk - Anwendung

Guidance Statement On Risk

https://www.gipsstandards.org/standards/Documents/Guidance/exposure_draft_public_comment_risk.pdf

ACA Performance Services, LLC
Association for Savings and Investment South Africa (ASISA)
Barrow, Hanley, Mewhinney & Strauss, LLC
Basis Point Solutions
Canadian Investment Performance Council (CIPC)
CFA Society Greece
CFA Society India
Dutch Association of Investment Professionals (VBA)
Ernst & Young LLP
Franklin Templeton Investments
[German Asset Management Standard Committee \(GAMSC\)](#)
HSBC Global Asset Management (USA) Inc.
Irish Association of Investment Managers (IAIM)
John Simpson, CIPM
Kreischer Miller
NCREIF PREA Reporting Standards Board Council
PGIM Fixed Income
Rathbones plc
RBC Global Asset Management
Swiss Funds & Asset Management Association (SFAMA)
The Glenmede Trust Company, N.A.
The Securities Analysts Association of Japan (SAAJ)
The Spaulding Group
United Kingdom Investment Performance Committee (UKIPC)
United States Investment Performance Committee (USIPC)

- Öffentliche Kommentierungsphase: 28.06. bis 26.09.2017
- Einreichung der GAMSC-Stellungnahme im September 2017
https://www.gipsstandards.org/standards/Documents/Guidance/benchmarks_gamsc.pdf
- aktueller Stand: Überarbeitung nach Kommentierungsphase
- Geplante verpflichtende Gültigkeit: ab 01.01.2019

Der endgültige Text liegt noch nicht vor.

3. Zentrale Punkte und Kommentierung GS on Risk – Abschaffung 5 A 2.b aus GIPS 2010

Die Vorschrift 5 A 2.b ...

Für Zeiträume, die am oder nach dem 1. Januar 2011 enden, MÜSSEN GIPS-EINHEITEN für das Ende jedes jährlichen Zeitraums darstellen:

Ein zusätzliches EX-POST Risikomaß über 3 Jahre für die BENCHMARK (wenn verfügbar und angemessen) und das COMPOSITE, wenn die GIPS-EINHEIT feststellt, dass die annualisierte EX-POST STANDARDABWEICHUNG über 3 Jahre nicht maßgeblich oder angemessen ist. Die PERIODIZITÄT von COMPOSITE und BENCHMARK MUSS bei der Berechnung des EX-POST Risikomaßes gleich sein.

... soll aus den GIPS-Standards entfernt werden.
(Analog dazu: 4.A.34)

GS on Risk – Abschaffung 5 A 2.b

Aus der Kommentierung:

Einverständnis mit der Streichung des Absatzes?

Zustimmung (Auswahl):

- Klarheit
 - Weniger individuelle Ermessensspielräume:
Was bedeutet „nicht maßgeblich oder angemessen“?
- Vereinheitlichung
 - Offenlegung verschiedener Alternativen wird ausgeschlossen
- Praktikabilität
 - Die konsequente Anwendung des Absatzes in der Praxis ist zumindest fraglich (bedeutet höheren Aufwand, mehr Offenlegung)

GS on Risk – Abschaffung 5 A 2.b

Ablehnung / Kritik (Auswahl):

- Individuelle Betrachtung der Composites
 - Die Streichung könnte den Fokus weg von Composite-spezifischen Risiken lenken. Die Frage, warum im Einzelfall die Standardabweichung nicht ausreicht, würde evtl. nicht mehr gestellt.
- Informationsgrad
 - Eine konsequent Composite-spezifische Betrachtung des Risikos könnte einem potenziellen Anleger einen tieferen Einblick in die Composite-Struktur geben.

GS on Risk – Brutto vs. Netto

GIPS-Einheiten müssen künftig offenlegen, ob zur Berechnung der annualisierten Ex-Post-Standardabweichung Brutto- oder Netto>Returns der Composites verwendet werden.

Vorschläge:

GIPS-Einheiten, die Bruttorenditen (Nettorenditen) offenlegen, sollen zur Berechnung der annualisierten Ex-Post-Standardabweichung Bruttorenditen (Nettorenditen) verwenden.

GIPS-Einheiten, die Brutto- und Nettorenditen offenlegen, sollen auch die annualisierte Ex-Post-Standardabweichung brutto und netto offenlegen.

GS on Risk – Brutto vs. Netto

Aus der Kommentierung:

Einverständnis mit der Berechnung der Ex-Post Standardabweichung:

- *Offenlegung, ob Brutto- oder Netto>Returns verwendet werden?*
- *Brutto- oder Nettoberechnung analog zur Returnberechnung?*
- *Brutto und Netto offenlegen, wenn Brutto- und Nettoreturns offengelegt werden?*

GS on Risk – Brutto vs. Netto

Zustimmung (Auswahl):

- Klarheit und Konsistenz
 - uneinheitliche Berechnungsmethoden vermeiden oder zumindest unterschiedliche Berechnungsmethoden begründen und offenlegen
- Vereinheitlichung
 - Informationen über Berechnungsmethoden erleichtern Vergleiche zwischen ähnlichen Composites bei unterschiedlichen GIPS-Einheiten

GS on Risk – Brutto vs. Netto

Ablehnung / Kritik (Auswahl):

- Neue Vorschrift
 - Aus dem GS würde sich eine neue Vorschrift zur Offenlegung ableiten. Dies ist üblicherweise nicht im Sinne eines GS.
- Geringe Aussagekraft
 - Der Einfluss des Unterschieds zwischen Brutto- und Netto-Renditen auf die Standardabweichung wird als nicht gravierend angesehen. Auch bei Ausweis der Brutto- und Nettorendite sei daher die Offenlegung der Standardabweichung brutto oder netto ausreichend.

GS on Risk – Risikokennzahlen

Die Offenlegung der annualisierten Ex-Post-Standardabweichung auf Basis von 36 Monatsreturns bleibt uneingeschränkt bestehen.

- Sofern mehrere Benchmarks gezeigt werden, gilt diese Vorschrift für alle diese Benchmarks.
- Wenn untermonatliche Returns vorliegen, sind diese zur Berechnung der Standardabweichung zunächst auf Monatsreturns zu aggregieren.
- Kann keine Standardabweichung berechnet werden, weil die Historie eines Composites noch keine 36 Monate umfasst, ist dies offenzulegen. Für die Composite-Benchmark darf trotzdem die 36-Monats-Standardabweichung offengelegt werden.
- Liegen 36 Monatsreturns nur für das Composite, aber nicht für die Benchmark vor, muss die 36-Monats-Standardabweichung für das Composite offengelegt werden. Auch die Nicht-Verfügbarkeit der monatlichen Benchmarkreturns muss offengelegt werden.

GS on Risk – Risikokennzahlen

GIPS-Einheiten wird empfohlen, zusätzliche relevante Ex-Post-Risikokennzahlen offenzulegen.

Sofern eine solche zusätzliche Kennzahl für Composite und Benchmark offengelegt wird,

- muss die Periodizität für Composite und Benchmark identisch sein.
- müssen eine verbale Beschreibung der Kennzahl und eine Erklärung der Relevanz der Kennzahl zur Composite-Strategie offengelegt werden.

GS on Risk – Risikokennzahlen

Aus der Kommentierung:

Einverständnis mit

- *Gleicher Periodizität Composite und Benchmark?*
- *Offenlegung und Beschreibung des zusätzlichen Risikomaßes?*

GS on Risk – Risikokennzahlen

Zustimmung (Auswahl):

- Eindeutigkeit
 - Eine unterschiedliche Periodizität führt zu Verwirrung.
- Vereinheitlichung
 - Die zwingend vorgeschriebene Offenlegung bleibt für alle GIPS-Einheiten gleich; Ausnahmen, die im Ermessen der GIPS-Einheit liegen, werden nicht mehr zugelassen.
- Mehr relevante Information
 - Zusätzliche Risikomaße können Rückschlüsse auf das individuelle Risiko zulassen, das die GIPS-Einheit bereit ist, einzugehen.

GS on Risk – Risikokennzahlen

Ablehnung / Kritik (Auswahl):

- Neue Vorschrift
 - Es wird auch hier eine neue Vorschrift geschaffen: Eine zusätzlich gezeigte Kennzahl muss erklärt werden.
- Mangelnder Mehrwert
 - Die Beschreibung einer zusätzlichen Risikokennzahl könnte (a) überflüssig sein, sofern es sich um eine in der Praxis übliche Größe handelt und (b) so ausführlich gehalten sein, dass die separate Pflicht zur Darlegung der Relevanz der Kennzahl zum Composite unnötig wird.

GS on Risk – Risikokennzahlen

Das Guidance Statement nennt Vorschläge für zusätzliche Ex-Post-Risikomaße. Die Vorschläge erfordern nur wenige über das ohnehin offenzulegende Material hinausgehende Daten.

- Tracking Error
 - verknüpft die Standardabweichungen von Composite und Benchmark
- Maximum Drawdown
 - ermittelbar aus den monatlichen Composite>Returns
- Sharpe Ratio
 - Verlangt zusätzlich die Offenlegung des risikolosen Zinses
- Information Ratio
 - Verknüpft die Composite>Returns mit dem Tracking Error

GS on Risk – Risikokennzahlen

Aus der Kommentierung:

Ist diese Liste sinnvoll und ausreichend? Gibt es weitere Kennzahlen, die erwähnt werden sollten?

- Eine Liste dieser Art wird niemals vollständig sein. Es ist aber auch nicht das Ziel des GS, an dieser Stelle Anspruch auf Vollständigkeit zu erheben.

GS on Risk – Risikokennzahlen

Die Meinungen in der Kommentierung gehen weit auseinander:

- keine weiteren Vorgaben machen; Risikokennzahlen nur außerhalb des GIPS-Reportings veröffentlichen (pitch books, fact sheets)
- aufbauend auf der Standardabweichung Schiefe und Wölbung ausweisen (z.B. als Maß der Abweichung von der Normalverteilung)
- eine möglichst vollständige Liste der in Praxis oder Literatur „üblichen“ Ex-Post-Risikomaße mit Kurzdefinition vorgeben

GS on Risk – Risikokennzahlen

Zustimmung (Auswahl):

- Einfachheit
 - Das GS will keine größere Komplexität schaffen und nennt allgemein bekannte Standards.
 - Dies ist auch als Hinweis zu verstehen, möglichst mehr als nur die zwingend erforderliche Standardabweichung offenzulegen.
- Vergleichbarkeit
 - Ein zu umfangreicher Beispielkatalog könnte die Vergleichbarkeit verschiedener GIPS-Einheiten einschränken, da für vergleichbare Composites sehr unterschiedliche Kennzahlen offengelegt werden.
- Anwendbarkeit
 - Das GS ist eine Hilfestellung. Eine eng begrenzte Liste an Beispielen verbietet nicht die Offenlegung dort nicht erwähnter Kennzahlen.

GS on Risk – Risikokennzahlen

Ablehnung / Kritik (Auswahl):

- Standardisierung
 - Das Thema Risiko ist zu komplex, als dass es standardisiert behandelt werden sollte. Die Risikostrukturen von Composites sind individuell und erfordern individuelles Reporting.
- Aussagekraft
 - Ein potenzieller Anleger wird sich nicht deshalb für oder gegen einen Anbieter entscheiden, weil ihm zusätzliche Risikokennzahlen präsentiert werden. Der zusätzliche Aufwand übersteigt den Nutzen.
- Fehlende wichtige Kennzahlen
 - Häufig gewünscht: M^2 bzw. M-Squared; entspricht etwa einer um die Risikokomponente erweiterte Sharpe Ratio

GS on Risk – Risikofreier Zins

Risikofreier Zins

Sofern ein Risikomaß offengelegt wird, zu dessen Berechnung der risikofreie Zins verwendet wird, muss in der Beschreibung des Risikomaßes der verwendete risikofreie Zins offengelegt und erklärt werden.

Der risikofreie Zins ist ein Ertrag, der mit dem eingesetzten Kapital ohne Ausfallrisiko erwirtschaftet werden kann.

Er könnte daher eine Maßzahl bzw. Hürde sein:

- Überschreiten des risikofreien Zinses als Mindestanforderung an das Management

GS on Risk – Risikofreier Zins

Der risikofreie Zins wird zur Ermittlung diverser Risikokennzahlen benötigt. Die Auswahl dieses Zinssatzes hat daher einen wesentlichen Einfluss auf das Ergebnis.

- Wie kann die Auswahl sinnvoll getroffen werden?

Kriterien:

- Konsistent passend zum Investmentprozess (Währung, Zeithorizont etc.)
- Investierbarkeit
- Verfügbarkeit
- Eindeutigkeit
- Transparenz

GS on Risk – Risikofreier Zins

Aus der Kommentierung:

Soll der risikofreie Zins offengelegt werden müssen?

GS on Risk – Risikofreier Zins

Zustimmung (Auswahl):

- Klarheit und Transparenz
 - Die Auswahl des risikofreien Zinses liegt im Ermessen der GIPS-Einheit. Nur die Offenlegung schafft Transparenz und zeigt die Angemessenheit der Auswahl.
- Individualität
 - Die Auswahl des risikofreien Zinses hängt ab von Composite-spezifischen Kriterien. Daher wird eine separate Offenlegung für jedes Composite befürwortet.

Ablehnung / Kritik (Auswahl):

- Aufwand
 - Sofern als risikofreier Zins ein allgemein zugänglicher Marktzins verwendet wird, sollte keine Erklärung verlangt werden.

GS on Risk – Ex Post vs. Ex Ante

Ex-Post / Ex-Ante

- Ex-Post – was bisher erreicht wurde
- Ex-Ante – wie ist die aktuelle Situation und was erwarten wir aus dieser Situation für die Zukunft
- Ex-Ante verlangt eine Abschätzung der zukünftigen Risiken
- Ex-Post korreliert zu den Ex-Post-Returnzahlen

Zulässig im Sinne des GS ist die zusätzliche Offenlegung von Ex-Post-Risikomaßen:

- Basis zur Berechnung: reale historische Daten

Ex-Ante-Risikomaße dürfen nur als Supplemental Information veröffentlicht werden.

GS on Risk – Risikobeschreibung

Eine verbale Beschreibung des Risikos ist grundsätzlich auch Bestandteil der Composite-Beschreibung.

Der Begriff „Risiko“ bedeutet aber nicht für jeden Marktteilnehmer dasselbe. Er definiert sich über die individuelle Perspektive und das konkrete Handeln im Markt.

Das GS gibt eine Auswahl an möglichen spezifischen Risiken, die in der Composite-Beschreibung Berücksichtigung finden sollten.

GS on Risk – Risikobeschreibung

- Liquiditätsrisiken
 - z.B. geringes Handelsvolumen der relevanten Assets
- Leverage und Derivateinsatz
 - verändern das zu erwartende Ergebnis einer Strategie
- Emittentenrisiko oder Kontrahentenrisiko
 - Risiko, das durch Auswahl der Vertragspartner entsteht
- Zinsrisiko
 - Veränderungen des Ergebnisses durch Änderung des Zinsniveaus
- Konzentrierungsrisiken
 - z.B. vertraglich vereinbarte Höchstanzahl von Einzeltiteln im Portfolio

Ist diese Liste hilfreich und ausreichend?

GS on Risk – Risikobeschreibung

Aus der Kommentierung:

Ist diese Liste hilfreich und ausreichend?

Zustimmung:

- Große Akzeptanz
 - Allgemein großer Zuspruch, teilweise werden Ergänzungen gewünscht

GS on Risk – Risikobeschreibung

Ablehnung / Kritik (Auswahl):

- nicht ausreichend
 - Vermeintlich offensichtliche Risiken wie das allgemeine Kursrisiko oder Währungsrisiken bleiben unerwähnt.
- zu umfangreich
 - Ein potenzieller Anleger wird fachlich hinreichend Risikoarten wie Derivateinsatz, Zins- oder Liquiditätsrisiken auch ohne explizite Erläuterung kennen.
- zu allgemein
 - Risikobeschreibungen sind nur bei unüblichen oder besonders gravierenden Risikofaktoren nötig

4. Fazit & Ausblick

- Ziel der Guidance ist Hilfestellung für die Umsetzung der Regeln
- Interpretation der vorhandenen Regeln
- wenige neue Regeln
 - Risk free Rate
 - Paarweiser Ausweis von Return und Risiko
- Vorlage einer final überarbeiteten Fassung an das TC
- GIPS 2020