
Guidance Statement on Overlay Strategies

Zum Entwicklungsstand des Exposure Draft of GIPS®

Ein Beitrag für den GIPS-Tag 2018

DVFA Center

Mainzer Landstraße 37-39 (François-Mitterrand-Platz)

60329 Frankfurt

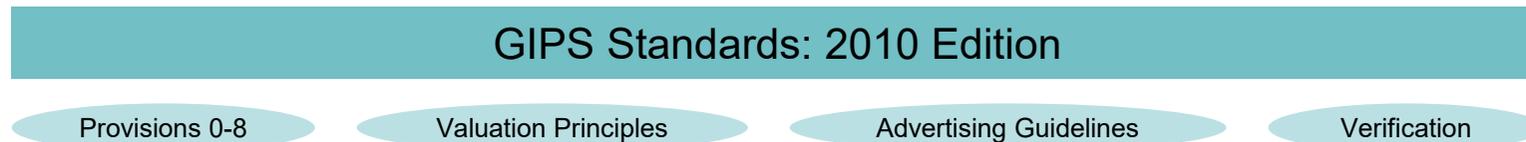
Dr. Norbert Tolksdorf

Frankfurt, den 20. März 2018

Inhaltsverzeichnis

1.	Einleitung: Aufgabenstellung und Projekthistorie	3
2.	Zentrale Begrifflichkeiten	7
3.	Struktur des Exposure Draft	11
4.	Reflexion ausgewählter Regelungen	12
5.	Zum Public Comment und der Feedback	23
6.	Ausblick und kritische Würdigung	24

Zum Status Quo: GIPS Standards and Guidance – Ein Überblick



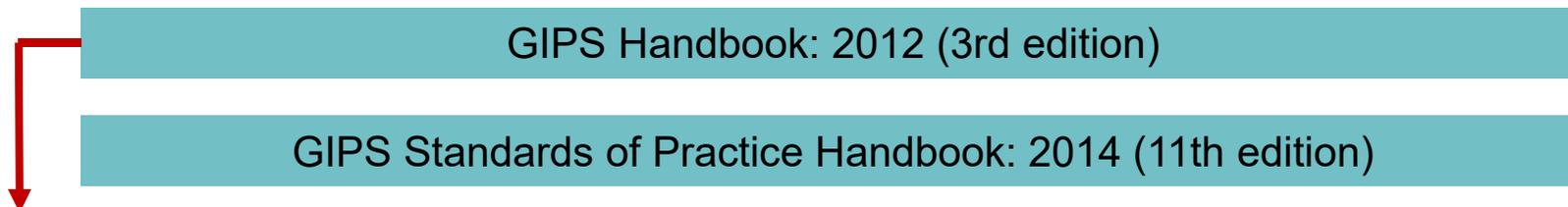
Related Discussions/Explanation of the Provisions (0-9)



Guidance Statements (1-17)



Selected Q&As (Total: 310)



Nur 11 Referenzen finden sich zum Thema „**Overlay Management**“ im GIPS Handbook.

Rudimentäre Erwähnung: Currency Overlay Composite; Overlay Swaps, Multiple Strategy Portfolio (MSP) im Guidance Statement on Wrap Fee/Separately Managed Account (SMA) Portfolios

Zur Entwicklungshistorie: „Gut´ Ding braucht Weile...“

- **2011:** Handlungsbedarf wurde vom Executive Committee erkannt
- Erster Anlauf einer Arbeitsgruppe in **2012** mit drei zentralen Fragestellungen
- GIPS Overlay Working Group in **2013** gegründet

GIPS Top 5 strategic priorities: **Guidance on Overlay Assets**

- GIPS currently offer insufficient guidance on overlay strategies. Overlay strategies present a number of challenges, such as:
 - Calculation of the composite and firm assets: Should only the effective market value of the overlay portfolios be used, or the managed underlying exposure?
 - Composite construction: How should overlay portfolios be grouped in composites?
 - Performance calculation: What should be the capital basis for the overlay return calculation?
- A dedicated working group will be created in 2012 to work on the project

Quelle: Senik (2011), Update from the GIPS Executive Committee and strategic priorities, PWC-Präsentation vom 24.11.2011, S.9.

	Strategic Priorities	Projected Timeline	Status	Remarks
1.6	Develop Guidance on <u>Overlay Strategies</u> .	2013	In progress	Priority 1 Working Group has been formed and is actively drafting guidance that several Executive Committee members initially developed for the Working Group to use as the basis for the Guidance Statement.

Quelle: CFA Institute (2014), Global Investment Performance Standards (GIPS®) Executive Committee Strategic Plan, June 2014, S.5.

Auf dem Weg zur Zielgeraden...

Subcommittee or Working Group Name: Overlay Working Group

Members' Names:

- Hans G. **Pieper** (Chair)
- Guy Holappa
- Jane Henning
- Joel Sleigh
- Marcella Belsan
- Rick Dolson
- Yves Rasolofo

Quelle: CFA Institute (2017), Executive Committee and Technical Committee Update Report, London In-Person Meetings, 24-27 April 2017, Agenda Item #1, S.13.

- 24.4.2017: Freigabe des Exposure Draft durch das GIPS TC
- 13.6.2017: Veröffentlichung des **Exposure Draft**
- 28.8.2017-27.11.2017: Public Comment
- **Webinar** am 29.8.2017

- Q1/2018: **Review** der Comments
- 2018: Updating the **Q&As**

EXPOSURE DRAFT OF GIPS®
GUIDANCE STATEMENT ON
OVERLAY STRATEGIES

Effective Date: 1/1/2019

Retroactive Application: Not Required

**PROPOSED GIPS GUIDANCE STATEMENT ON
OVERLAY STRATEGIES
WEBINAR**

Hans Pieper, Chairperson, GIPS Overlay Working Group
Managing Director, DPG Deutsche Performancemessungs-G. mbH

Ken Robinson, CFA, CIPM, CPA, PFS
Director, Investment Performance Standards

... und als Gegenstand des „Ongoing Process“ im Vorfeld von GIPS 20/20

7. Total Firm Assets

We recognize that advisory assets are becoming a larger part of the investment management industry. These assets include unified managed accounts (UMAs), model portfolios, and advisory-only portfolios. Currently these assets are not included in GIPS total firm assets. The underlying portfolios in **overlay strategies** that are not managed by the firm are also excluded from total firm assets. We are considering whether these assets should be included in compliant presentations differently by creating a new category of assets that includes assets managed, advised, and **overlaid**. We are also considering whether this information should be required or recommended to be included in compliant presentations.

Question 7a: Do you agree with creating a new category of assets as described above?

Question 7b: Which assets should be included in this new category of assets (e.g., UMAs, models, **overlay**, and advisory-only portfolios)?

Question 7c: Should firms be recommended or required to report this new category of assets as well as total firm assets in compliant presentations?

Quelle: *CFA Institute (2017), GIPS 20/20 Consultation Paper, S.6; Hinweis: Public Comment Period: 17. Mai 2017-16. Juli 2017

- Einige Aspekte berühren den Geist der GIPS 20/20: „Some of the ideas are evolutionary and others are revolutionary“ (*S.2)
- Anspruch der GIPS: „universal demand,... universal adoption, ... universal support“ (*S.2)

Overlay Management im Überblick: Es kommt auf die Perspektive an.

Overlay Management (aktives Management, semi-aktives/passives Management)

ALPHA-BETA-Separation

Theoretischer Begründungshintergrund/ Motivationslage i.e.S.

- Fokussierung auf BETA-Steuerung (SAA, TAA, GTAA)
- Umsetzung von Risikobudgetierung, d.h. im Regelfall Implementierung von konvexen und/oder konkaven Strategien
- Portable Alpha
- Cross Hedging
- ...

Multi-Manager-Accounting (MMA)

Praktische Umsetzungsebene und effizienzgetriebene Aspekte

- Variante 1: Mandantenspezifische Steuerung *eines* Accounts unter Einbindung verschiedener „Styles and Skills“
- Variante 2: Steuerung aggregierter Risiken aus *verschiedenen* Accounts
- Ggf. Steueroptimierung (Tradeoff zum Tracking Error zwischen Model Portfolio und Target Portfolio)
- ...

Overlay Strategy & Underlying Portfolio: Die zentralen Definitionsansätze des Guidance Statements

Overlay Strategy

„no uniform definition“

„... an overlay strategy is one in which the management of a certain aspect of an investment strategy is carried out seperately from the underlying portfolio.“*

Same Firm/Separate Firm

Unleveraged/Leveraged

Funded/Unfunded

Fair Value of Overlay Portfolio: <0, 0, >0

Active/Passive

Underlying Portfolio

Kasse, Wertpapiere

Notional Amount*, (Notional Value)

“Exposure to a particular asset class“; Gesamtwert einer gehebelten Position; Berechnungsgrundlage für die Berechnung von Zahlungsströmen

*Quelle: CFA Institute (2017), Exposure Draft of GIPS Guidance Statement on Overlay Strategies, S.4.

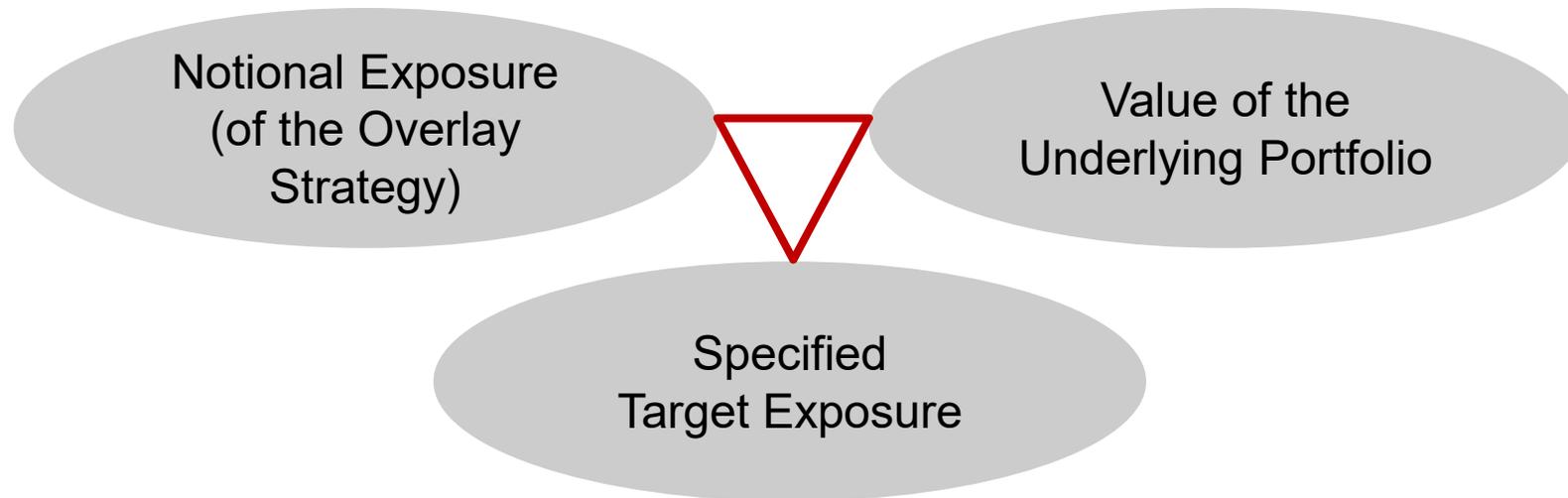
Fünf typische Ausprägungsformen des Notional Value und die Reflexion in den „**Common Types** of Overlay Strategies“

Notional Value

1	FX Derivatives	Currency Overlay
2	Equity Options/Futures/Swaptions	Asset Allocation Overlay
3	Interest Rate Swaps	Interest Rate Overlay
4	Total Return Swaps	[Example: Beta Overlay Exposure]
5	ETF (inverse, leveraged, volatility based etc.)	Option Overwrite Overlay

Drei Varianten in der Bestimmung des Overlay Exposure zulässig

Overlay Exposure



„Methodenkonkurrenz“ unter Wahlfreiheit mit unmittelbarer Auswirkung auf Composite Returns

Zum Umfang und zur Abgrenzung des Guidance Statement on Overlay Strategies (Exposure Draft)

Scope of the Guidance Statement on Overlay Strategies

The purpose of this Guidance Statement is to provide guidance on how to apply the GIPS standards to overlay strategies and portfolios. Guidance is provided in the following areas:

- Common types of overlay strategies
- Definition of investment discretion
- Determination of total overlay exposure
- Composite construction
- Selection of benchmarks
- Treatment of significant cash flows
- Performance calculation
- Presentation and disclosure
- Effective date

Quelle: CFA Institute (2017), Exposure Draft of GIPS Guidance Statement on Overlay Strategies, S.4.

Ergänzend und **nicht** ersetzend zu:

1. **Guidance Statement on Wrap Fee/Seperately Managed Account (SMA) Portfolios (scharfe Abgrenzung zu Bundled Fee Programs!)**
[vgl. GIPS Handbook Chap. 4-17] in Verbindung mit Chap. 2-I-8 (Provision) und Chap. 3-3-8 (Explanation)
2. **Guidance Statement on Alternative Investment Strategies and Structures**
[vgl. GIPS Handbook, Chap. 4-1]



Umfassende Behandlung von Auslegungsfragen

Gute Anbindung an die Terminologie der Provisions, klare Struktur

Spezifika im Kontext der „Investment Discretion“

- Grundlegender Verweis auf das Guidance Statement on Composite Definition
[vgl. GIPS Handbook: Chap. 3-3 „Composite Construction–Requirements“, Provision 3.A.1; Guidance Statement Chap. 4-3]
 - GIPS Handbook: Provision 0.A.13
 - GIPS Handbook: Chap. 3-3 „Composite Construction–Requirements“ + Provision 3.A.1
 - GIPS Handbook: Chap. 4-3
- Drei prototypische Fälle:
 1. Maximun drawdown limits, loss limits, tracking error limitations
 2. Counterparty limitations
 3. Client-imposed restrictions

Drei Sachverhalte, die aber nur einen Anfangsverdacht auf „non-discretionary portfolios“ begründen

Einzelfallprüfung notwendig, ob Inferenzen zur (ursprünglich) beabsichtigten „Investment Strategy“ bestehen

Der ökonomische Kern des Guidance Statement: Bestimmung des „**Total Overlay Exposure**“ über **10 Prinzipien** (1/2)

Abgrenzung & Anwendungsebenen

- 1 Aggregation des „Total Overlay Exposure“ auf **zwei Ebenen**: (A) „**Total Firm**“, (B) „**Total Composite**“;
Leitsatz: Overlay-Strategien seitens der „*Firm*“ auf beiden Ebenen: „*fairly represented*“
- 2 Ganzheitlicher Ansatz (I) : des „Total Firm Overlay Exposure“: „discretionary“ + „non-discretionary“ strategies mit „...*firm has investment management responsibility...*“
- 7 Ganzheitlicher Ansatz (II): jährliches „disclosure“ von „Total Firm Overlay Exposure + „Total Composite Overlay Exposure“ in allen „overlay strategy compliant presentations“

Vollständigkeit

- 5 Vollständige Inklusion des „Underlying Portfolio [managed by firm]“ in „Total Firm Assets“ und „Composite Assets“ (zumindest „if appropriate“...)
- 6 Delegation an „Sub-Advisor“ entbindet nicht von Verantwortung: „discretion over selection of a sub-advisor“ ist maßgeblich für das Total Overlay Exposure auf beiden Ebenen.

Der ökonomische Kern des Guidance Statement: Bestimmung des „**Total Overlay Exposure**“ über **10 Prinzipien** (2/2)

Berechnungsmethoden

- 3 Berechnung der beiden „Total Overlay Exposure“ ist unabhängig (!) von der Berechnung der jeweiligen (klassischen) „Asset Calculation“.
- 4 „Nur“ drei Berechnungsverfahren sind für ein „Overlay Exposure“ zulässig („allowable methods“).
- 8 „Composite Overlay Exposure“: „Composite by Composite Basis“
- 9 Stark durchschlagender Konsistenzanspruch beim „Total Firm Overlay Exposure“: Fixierung der Berechnungsmethoden bei der Aggregation, auch wenn verschiedene zugelassene Methoden zum Einsatz kommen (Rekalkulationsverbot)

Wahlrecht

- 10 Im Fall „Firms that manage overlay strategies“: Bei anzunehmender, fehlender Aussagekraft erlischt Disclosure-Gebot bzgl. (A) „Composite Assets“ und/oder (B) „Total Firm Assets“ oder „Composite Assets as a percentage of total firm assets“*

*CFA Institute (2017), Exposure Draft of GIPS Guidance Statement on Overlay Strategies, S.7.

Roter Faden mit Trend in Richtung GIPS 20/20 klar ersichtlich:
Konsistenz (deutlich) höher als Vergleichbarkeit priorisiert!

Methodenpluralismus unter Aggregation: bei Inkonsistenz Disclosure-Einschränkungen...

Exkurs/Vergleich mit GIPS 2010: Guiding Principles & Implications der GIPS = Das universelle Transparenzgerüst



*Anzahl der Textreferenzen incl. Wortvarianten im GIPS Handbook von 2012 (3rd edition) bzw.
** analog/zum Vergleich: GS on Overlay Strategies

- **Valuation Principles** (87*) (Fair Value, Approximation)
- **Calculation Principles** (374*) (Portfolio Returns, Composite Returns, Treatment of Fees)
- **Cash Flow Principles** (415*) (Composite-specific cash flow policies: external cash flow, large cash flow, significant cash flow)
- **Composite Construction Principles** (78*) (Discretion, Min. Asset Level, Creation Date)

Requirements (919*/39**)

Recommendations (207*/6**)

BISHERIGE Stärke der GIPS:

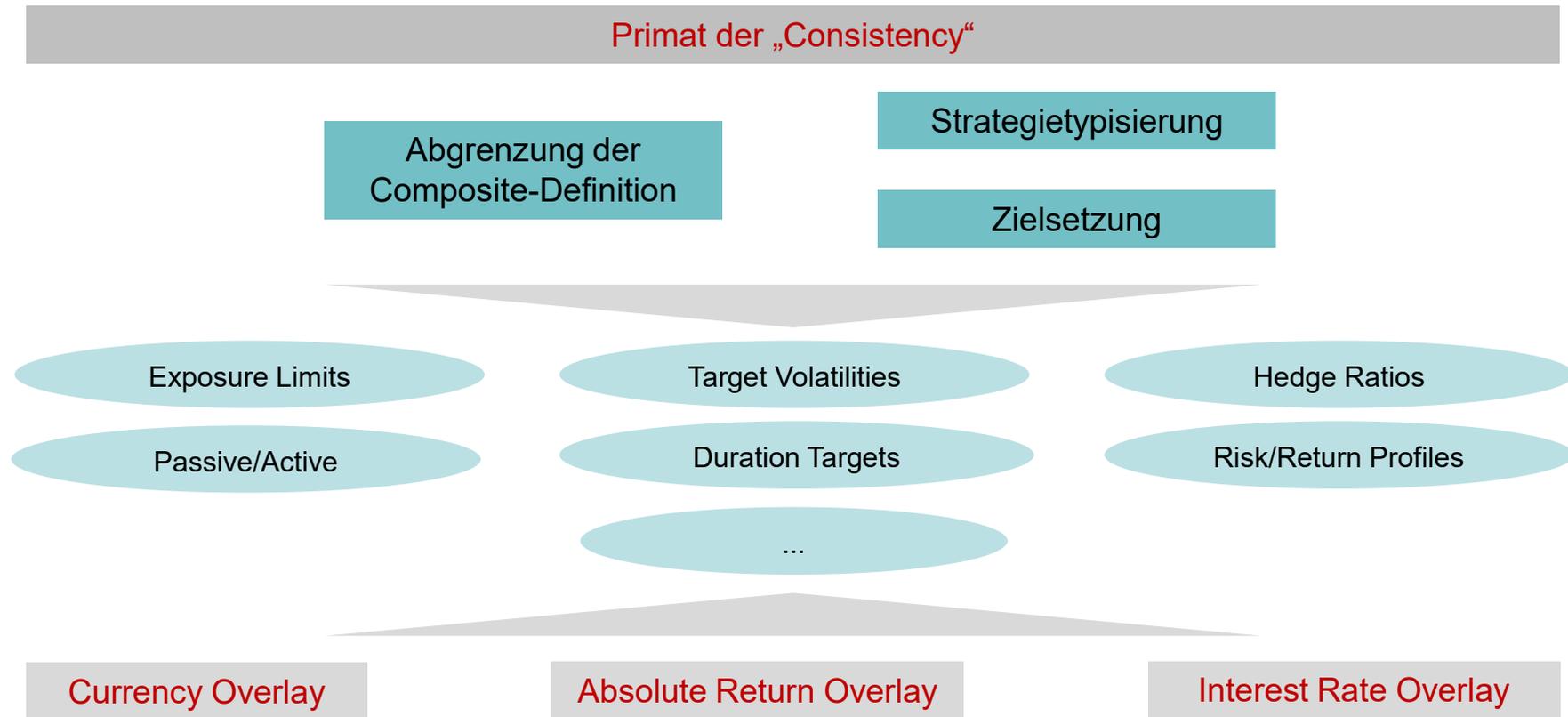
Entwicklungspfad der Selbstregulierung und Auslegungsfragen der Praxis orientieren sich am Anspruch eines **ethischen (Transparenz-) Standards** (24*/1**).



Exposure Draft of GIPS Guidance Statement on Overlay Strategies

- Die Grenzen der bisherigen GIPS-Konzeption werden ausgelotet.
- **Dominanz der Konsistenz** erreicht neuen Höhepunkt: nunmehr „Primat“
- Umkehrschluss: Akzeptanz des Sachverhalts, dass bei breiter Anwendung der GIPS Kompromisse bzgl. „Disclosure“-Umfang und „Comparability“ eingegangen werden müssen.

Spezifika im Kontext der „Composite Construction“



Zahlreiche Operationalisierungsbeispiele

Forderung nach präziser, im Extremfall kundenspezifischer Abgrenzung der Composite-Definition *kann* zu **Single Composite-Definitionen** führen (und zwar: „timely manner!“)

Spezifika im Kontext der „Selection of Benchmarks“

Besonderheiten bzgl. einer „Compliant Presentation“

- Standard: Im Regelfall Benchmark-Renditen verpflichtend in „each compliant presentations“ (Vgl. GIPS Handbook 2012, Chap. Presentation and Reporting – Requirements/5.A.1)
- Aber hier:
 - „Custom Benchmarks“ zwar weit verbreitet...
 - ...jedoch: Benchmark-Vergleiche speziell im Overlay-Kontext nicht immer als angemessen erachtet
 - Heilende Wirkung: Erklärung im Sinne der „principles of fair representation and full disclosure“
 - Breites Spektrum an Benchmark-Definition akzeptabel (weicher Ansatz: „point of reference“)
 - Marktindizes
 - Absolute Return Targets (Beispiel: „The benchmark is 0% per annum.“)
 - ... bis hin zur Begründung (disclosure), dass keine Benchmark präsentiert wird...
- Viele Spezialfälle zu erwarten, z.B. „custom blend of various maturity interest rate swap indexes (...) change from time to time at the client’s discretion“ oder Liability Driven Benchmarks (Present Value of Cash Flows)

Über umfassendes Disclosure wird praktisch jeder (Nicht-)Anwendungsfall abgedeckt.

Spezifika im Kontext von „Treatment of External Cash Flows“

Auslotung von „discretion“ in den Grenzlagen

- Übergang in der Denkweise von „Physical Cash Flows“ hin zu „Changes in the Overlay Exposure“
 - Grundansatz: Veränderungen in einem „Target Exposure“ werden als „External Cash Flows“ interpretiert
- Vier deutlich „auslegungsbedürftige“ Sachverhalte im **Kontext der Implementierung** von „Overlay Strategies“:
 1. External Cash Flows
 2. Large Cash Flows (Bewertungserfordernis am Stichtag)
 3. Significant Cash Flows (optional; > „measure of significance“; (temporäre) Entfernung eines Portfolios aus dem Composite)
 4. Temporary New Accounts (Hilfsinstrument)
- Zentrales Problem: „**Client-directed Changes**“ (Regelfall, nicht die Ausnahme...)
 - Lösungsansatz: **Kontrakttoleranzen**
 - Operationalisierende Definition von Grenzlagen seitens des Overlay Managers
 - Beispiele: Hedge Ratio-Bandbreite 90-110%; Abweichung von einer Target Duration

Beachtlicher Spagat zwischen bestehenden Regelungen und Overlay-spezifischen Erfordernissen: Kundeneingriffe sind abgrenzend zu definieren (ex ante-Sicht)!

Spezifika im Kontext von „Performance Calculation“ (1/2)

Auslotung der Grenzlagen bei der Definition von „Time-Weighted Returns“

- Zwar grundlegender Verweis auf GIPS Guidance Statement on Calculation Methodology...
- ... aber dennoch ergänzender Definitionsraum erforderlich („new requirements“):
 - Numerator: einheitliche Regelung (keine Überraschung...)
 - Denominator: drei Verfahrensvarianten (eine Frage der Perspektive...)

Numerator

(periodenbezogene Stromgröße)

- a) Alle ordentlichen Erträge + realisierte und unrealisierte Gewinne des Overlay Portfolio + ggf. Collateral Income
- b) Einschlägiges „Accrual Accounting“, sofern Instrumente betroffen
- c) Nach Abzug von „Actual Trading Expenses“ (z.B. Futures Commissions, Clearing Fees)

Denominator

(Bestandsgröße zu Periodenbeginn)

- 1) Notional Exposure
- 2) Value of the Underlying Portfolio being overlaid
- 3) (ex ante) spezifiziertes Target Exposure
 - fix
 - formelbasiert

- Offene Frage bei Denominator-Methodenwahl: Implizite Hierarchie von 1) bis 3)?
- Selbstregulatorisches Wagnis mit Methode 3): Faktisch wird eine Benchmark/Modell-Komponente in die Performance-Berechnung integriert...

Spezifika im Kontext von „Performance Calculation“ (2/2)

Methodenvielfalt eingebettet in Disclosure-Vorgaben und Konsistenzanforderungen

- Verbot: Verwendung eines (ungemanagten) „Collateral Value“ als Denominator!
- Ausnahme: Collateral Management als Bestandteil einer Overlay Strategy (additives Collateral); Collateral Income: Bestandteil des Numerators
- Ansonsten: Verfahrensspezifische Konsistenzanforderung und Disclosure-Pflicht bei der Definition von Overlay Composites
 - Jedem Overlay Composite wird *genau ein* Verfahren zugeordnet
 - **Methodengleichlauf** zwischen Exposure-Berechnung und Rendite-Berechnung

Methodische Anforderung an „Numerator“ erscheint unproblematisch.

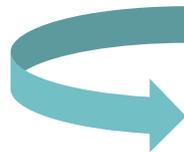
Zentrale Problematik: „Denominator“

- Sensitivität zu definitorischen Parametern (z.B. Periodizität)? Was passiert *zwischen* Periodenanfang und Periodenende? Einflüsse von pfadabhängigen Rauschanteilen?
- Materiell substantielle Berechnungsunterschiede bei Methoden 1)-3)?
- Spannend bleibt, wie die Umsetzungspraxis beim Denominator und die ökonomischen Implikationen aussehen (Interpretierbarkeit, Vergleichbarkeit/Konsistenz, Interdependenzen zwischen Performance-relevanten Entscheidungsebenen)

Spezifika im Kontext von „Compounding Returns over Time“

Fallabhängiger Methodenwechsel

- Geometrische Verknüpfung (Mittelwertbildung) von Renditen vorgeschrieben, wenn das Overlay Exposure sich in einer Periode ändert
- **Verbot** einer geometrischen Verknüpfung (Mittelwertbildung) von Renditen, wenn das Overlay Exposure im Zeitablauf konstant bleibt (Cumulative Profit & Loss; arithmetisches Mittel)



Reference	Date	Target Exposure	Profit/Loss from Overlay Strategy	Cumulative Profit/Loss from Overlay Strategy	Monthly Total Return	Year-to-Date Total Return
(A)	(B)	(C)	(D)	(E)	(F)	(G)
(i)	31 Dec 14	500,000,000				
(ii)	31 Jan 15	500,000,000	50,000,000	50,000,000	10.00%	10.00%
(iii)	28 Feb 15	500,000,000	20,000,000	70,000,000	4.00%	14.00%
(iv)	31 Mar 15	500,000,000	-24,000,000	46,000,000	-4.80%	9.20%

- (i) As of 31 December 2014, the target exposure (C) is 500 million.
 (ii) The total return (F) for January 2015 is 10% and is calculated as 50 million profit (D) divided by 500 million target exposure (C).
 (iii) The total return (F) for February 2015 is 4.00% and is calculated as 20 million profit (D) divided by 500 million target exposure (C). The cumulative profit (E) is 70 million. The year-to-date total return (G) is calculated as 70 million profit divided by 500 million target exposure.
 (iv) The total return (F) for March 2015 is -4.80% and is calculated as 24 million loss (D) divided by 500 million target exposure. The cumulative profit (E) is 46 million. The year-to-date total return (G) is calculated as 46 million profit divided by 500 million target exposure.

Quelle: CFA Institute (2017), Exposure Draft of GIPS Guidance Statement on Overlay Strategies, S.14.

Argumentationshintergrund für arithmetische Verknüpfung erschließt sich nicht vollständig (Fiktion: keine Wiederanlage der P&Ls/Client-Driven Cash Flows; konstantes Underlying/Target Exposure (Abgrenzung/Operationalisierung/Threshold?)...)
 Jedoch stets: Einschränkung der Vergleichbarkeit von Performance gegenüber durchgehender geometrischer Mittelwertbildung

Spezifika im Kontext von „Presentation and Disclosure“

Konsistente Ergänzung bisheriger „Requirements“ mit Blick auf Maßgabe des „Prospective Client“

- *Jährliches* Disclosure: „**Total Firm Overlay Exposure**“, „**Total Composite Exposure**“ incl. Methodeninformation zur **Exposure-Berechnung**, d.h. (1) *Notional Exposure*, (2) *Value of the Underlying Portfolio Being Overlaid*, (3) *Specified Target Exposure*
- Ebenso/analog: Methodeninformation bzgl. des jeweiligen **Denominator-Verfahrens für die Renditeberechnung** des Overlay Portfolios
- Information zur Einbeziehung des **Collateral (Income)** in die Overlay-Renditen
- **Begründung des Ausschlusses** (Wahlmöglichkeit) von (A) „*Composite Assets*“ und/oder (B) „*Total Firm Assets*“ oder „*Composite Assets as a percentage of total firm assets*“ bei problematischer Interpretationslage infolge des optionalen Methodenpluralismus i.V.m. potenziellen Inkonsistenzen infolge von Zahlenaggregation (vgl. S.14)

Keine Überraschungen im Geiste der Umsetzung des „Ethical Spirit“ der GIPS

Überschaubarer Mehraufwand jedoch mit einigen (erklärenden wie auch ggf. „heilenden“) narrativen Elementen im Rahmen des Transparenzgebots

Zur Public Comment-Phase (12 Q&As): Einige wenige im Raum schwebende Diskussionspunkte herausgefischt...

Comment period closed 27 November 2017

ACA Performance Services, LLC

A.G. Bisset Associates, LLC

[Analytic Investors, LLC](#)

Association for Savings and Investments South Africa (ASISA)

Belmont Capital Group

Canadian Investment Performance Council (CIPC)

CFA Society Greece

CFA Society India

CIBC Asset Management, Inc.

Joseph DeSipio, CFA

Ambika D'Souza, CIPM

Dutch Association of Investment Professionals (VBA)

Franklin Templeton Investments

German Asset Management Standard Committee (GAMSC)

Insight Investments

Principal Global Investors

RBC Global Asset Management

Robust Technologies Inc.

Swiss Funds & Asset Management Association (SFAMA)

The Financial Services Council (FSC)

The Investment Adviser Association

The Securities Analysts Association of Japan (SAAJ)

The Spaulding Group

United States Investment Performance Committee (USIPC)

T. Rowe Price Associates, Inc.

Wells Fargo Asset Management

• Verweis auf die zeitliche Aggregationsproblematik („longer period returns“) bei bedingtem Verbot von geometrisch gemittelten Renditen

• Fundamentales Bewertungsproblem: Exposure-Basis statt Effectives Portfolio-Kapital beim Denominator kann zu einem „Deleveraging“ der Performance führen („Delta Adjustment“)

• „Notional Exposure“ sollte für Denominator-Berechnung durchgehend verbindlich sein. Kritik an anderen beiden Methoden (bedingt sinnvoll).

• Ad Q2: Mehr „Guidance“/klarere Positionierung wünschenswert bzgl. Methodenwahl und hierarchischer Implikation beim „Denominator“

• Ad Q9: Branchenstandard der geometrischen Verknüpfung von Renditen sollte *durchgehend* beibehalten werden (vgl. Q8): eingeschränkte Vergleichbarkeit, keine befriedigenden Transformationsmöglichkeiten etc.

• Trend zum Präskriptiven (statt Normativen) und damit verbundene Freiheitsgrade birgt Gefahr von „Foot-Faults“ bei der Anwendung der GIPS (Regulatorisches Einfallstor)

• Sehr vage und damit ungewöhnlich weit greifende Definition von „Overlay Strategies“

Umfassende GAMSC-Kommentierung mit konstruktiven Verbesserungsvorschlägen
Mit 26 Kommentierungspapieren recht intensiv und z.T. „fundamental“ geführte Debatte

Fazit: Exposure Draft of GIPS Guidance Statement on Overlay Strategies als letzter großer Meilenstein auf dem Weg zu GIPS 20/20

1. Schließung eines der letzten großen „weißen Flecke“ im GIPS-Regelwerk (neben den aktuellen Exposure Drafts zu Guidance Statements on „Benchmarks“, „Verifier Independence“ und „Risk“)
2. Umfangreiche Ausarbeitung, gute Strukturierung, zahlreiche Anwendungsbeispiele (Appendix A-C)
3. Große Verbeugung vor den Anforderungen der einschlägigen Investment-Praxis:
 - Offenbar möglichst breites Anwendungsspektrum im Visier (Geschäftsmodell-freundlich)
 - Nachgeschärfte Leitlinie erkennbar: „Primat der Konsistenz“ (statt Vergleichbarkeit)
 - Zahlreiche Wahlmöglichkeiten
4. Mehrheitlich **positiver Feedback**; jedoch einige Anbieter mit recht *fundamentalen* Kritikpunkten (vgl. Comments von Franklin Templeton Inv., Investment Advisor Ass., T. Rowe Price Ass.)
5. Zu beachten:
 - Spielräume für Auslegungsfragen („narrative disclosure“: Flexibilität wahrende Transparenz)
 - meistens selbstregulatorisch weich in den Kontext einer Fragestellung nach „Angemessenheit“ („appropriate“) eingebettet
 - „appropriate“ als **Salvatorische Klausel** für verbleibende Graubereiche
 - Anspruchsvoll für Investoren/Analysten aufgrund
 - des Methodenpluralismus und
 - der Bewertung der „Angemessenheit“ einer Wahlmöglichkeit
 - Angemessenheit der Verfahren bleibt in einigen Fällen zu hinterfragen (Eigenverantwortung!)

Ausblick: Feinschliff auf der Zielgeraden

1. Review der Comments (Q1/2018)

- Substanzielle Bedeutung der Kommentierung im Rahmen von 18 „appropriate“ Formulierungen des Exposure Draft
- Davon 10 eingebettet in Fragen des Exposure Draft: Q1-Q3, Q5-Q9, Q11, Q12

2. Finale Fassung + Update der Q&As (Q2/2018; **Kippt arithmetische Verknüpfung von Renditen?**)

3. 2. HJ 2018: Implementierungsvorlauf

- Auswirkung auf Produktkonzeptionen
- Materielle Unterschiede der verschiedenen Methoden (Backtesting, Simulationsstudien)
- Einige Grundsatzfragen zu klären, z.B.: Zuordnung von synthetischer Kasse bei Derivate-Einsatz (Niedrigzinsphase versus Hochzinsphase)? Wechselwirkung zwischen Performance-Attributionsebenen (cross terms)? Exposure bei komplexeren optionsbasierten Overlay Strategien (z.B. Nichtlinearitäten)?

4. Anwendung ab 1.1.2019 (**voraussichtlich Verschiebung auf GIPS 20/20!**): Erfahrungen und Vorlieben in der Auslegungspraxis der Anwender (Investoren)

- Angebotsseitig: Welche Wahlmöglichkeiten setzen sich wann/warum durch?
- Nachfrageseitig: Feedback-Schleife der Investoren (Sichtbarkeit/Materielle Relevanz der Overlay Strategien)
- Feedback-Schleife der Regulierer: Verlockung der Freiheitsgrade/Wahlmöglichkeiten unter selbstgesetzten Restriktionen (Gefahr von „Foot Faults“)