

SAL. OPPENHEIM
Oppenheim Kapitalanlagegesellschaft mbH

OPPENHEIM KAPITALANLAGEGESELLSCHAFT MBH

Carve Outs

Clemens Schweiggel, CIPM, FRM

Frankfurt, 20. Januar 2009

Carve Out

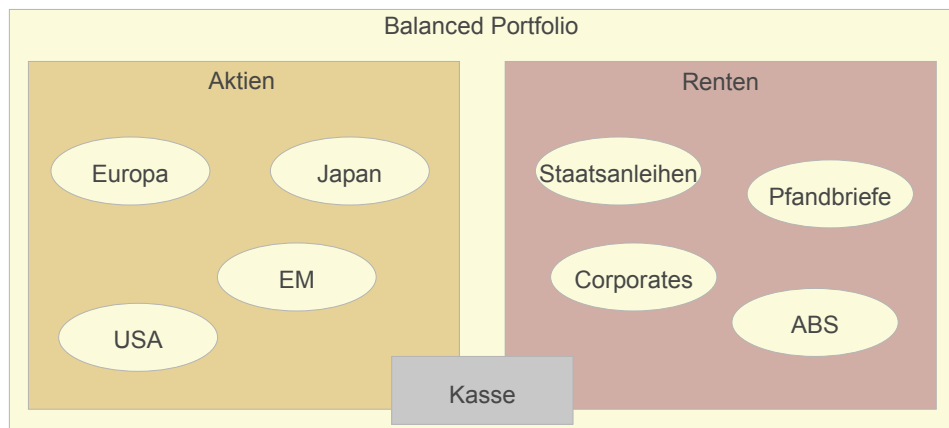
Agenda

- **Bedeutung der Carve Outs in den GIPS**
- **Entwicklung der Carve Outs in den GIPS bzw. geplante Änderungen für Carve Outs in den GIPS 2010**
- **Probleme bei Carve Outs**
- **Spezialfall: Carve Outs für Overlay Strategien**

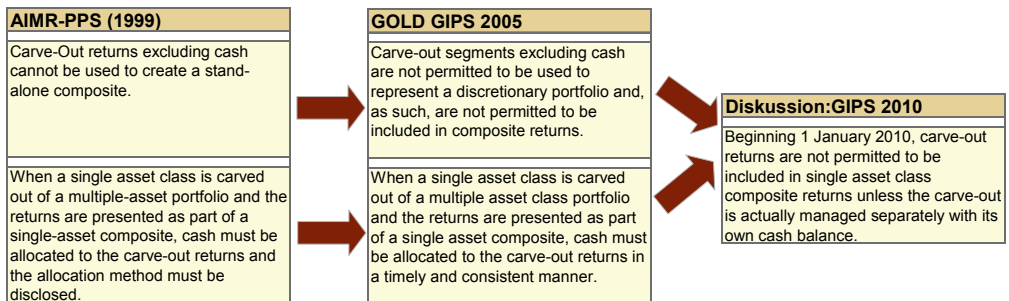
Was ist ein Carve Out?

- **Carve Out** = Single- oder Multi-Assetklassen Segment eines Multi-Assetklassen Portfolios
z.B. Fixed Income Segment eines Balanced Portfolios oder Aktien Europe Segment eines globalen Aktienportfolios.
- Carve Outs werden verwendet, um eine Performancehistorie für Segmente eines Portfolios ausweisen zu können.
- Mögliche Segmentierungskriterien sind Assetklasse, geografische Region oder Sektor.

Mögliche Carve Outs eines Balanced Portfolios



Geschichte der Carve Outs in den GIPS



Anforderungen für Carve Outs werden immer weiter verschärft.

Vergleich der Anforderungen im Detail

| GIPS 2005 | Diskussion: GIPS 2010 |
|---|--|
| Carve Out should be managed separately | Carve Out must be managed separately |
| Carve Out must be representative of a stand-alone portfolio managed to the same strategy | Carve Out must be representative of a stand-alone portfolio managed to the same strategy |
| If a firm creates a Carve Out of a particular strategy, then all similar portfolio segments managed to that strategy must also be carved-out and included in the composite | If a firm creates a Carve Out of a particular strategy, then all similar portfolio segments managed to that strategy must also be carved-out and included in the composite |
| If a firm chooses to carve out a portion of a portfolio, they are not compelled to carve out other parts of the portfolio | If a firm chooses to carve out a portion of a portfolio, they are not compelled to carve out other parts of the portfolio |
| When presenting net-of-fees performance of composites containing Carve Outs, fees must be deducted from the carved out returns. The fees must be representative [...]. | When presenting net-of-fees performance of composites containing Carve Outs, fees must be deducted from the carved out returns. The fees must be representative [...]. |
| Carve Out should have its cash accounted for separately. If the segment does not have its own cash balance, cash must be allocated to the segment on a consistent basis (Beginning of Period Allocation vs. Strategic Asset Allocation). | Carve Out must have its own cash. Possible methods for properly accounting for the cash positions include: Separate Portfolio, Multiple Cash Accounts and Sub-Portfolios. |

Quelle: Guidance Statement on the Treatment of Carve-Outs (Revised)

Wenn die Anforderungen ab 2010 nicht erfüllt werden, dürfen Carve Outs nicht mehr in Composites aufgenommen werden.

Probleme bei Carve Outs

- Carve Out muss **repräsentativ** für ein der Strategie zugeordnetes Portfolio sein
z.B. Globales Aktienportfolio mit 2 UK Titeln → UK Aktien Carve Out nicht repräsentativ für ein diversifiziertes UK Portfolio

- **Cash-Allokation** bei Carve Outs
2.A.4. Returns from cash and cash equivalents held in portfolios must be included in Total Return calculations.

- **Berechnung der Carve Out Rendite**
Time weighted Return vs. Modified Dietz
Large vs. Significant External Cash Flow

- **Carve Outs für Overlay Strategien**

Problembeschreibung: Cash Allokation

2.A.4. Returns from cash and cash equivalents held in portfolios must be included in Total Return calculations.

3.A.7 [...] When a single assetclass is carved out of a multiple asset class portfolio and the returns are presented as part of a single asset composite, cash must be allocated to the carve out returns in a timely and consistent manner.

Beginning 1 January 2010, Carve Out returns are not permitted to be included in single asset class composite returns unless the carve out is actually managed separately with its own cash balance

→ ***Cash-Allokation hat einen substantiell größeren Effekt auf die Portfoliorendite als Cash-Selektion, daher muss die Cash Allokation unabhängig davon, ob das Cash Management im Rahmen der Strategie erfolgt, eingerechnet werden.***

→ ***Korrektur durch Beginning of Period Allocation oder Strategic Asset Allocation***

Anforderungen für den Umgang mit der Cash Allokation werden verschärft.

Methoden der Cash Allokation

| | Marktwert Periodenanfang | Portfoliogewicht Periodenanfang | Gewicht (invest. Kapital) Periodenanfang | Strategisches Assetklassen- gewicht | Monatsrendite |
|----------------------|-----------------------------|------------------------------------|--|---|---------------|
| Aktien | 48.000,00 | 48,00% | 49,48% | 50% | 2,50% |
| Renten | 49.000,00 | 49,00% | 50,52% | 50% | 1,50% |
| Zwischensumme | 97.000,00 | 97,00% | 100,00% | 100% | |
| Kasse | 3.000,00 | 3,00% | | | 0,50% |
| Portfolio | 100.000,00 | 100,00% | | | 1,95% |

Beginning of Period Allocation Method

Cash Allokation Aktien = $3.000 \times 48.000 / 97.000 = 1.484,54$

| | Beginning of Period Allocation | | |
|-----------------|--------------------------------|---------|---------------|
| | Volumen | Gewicht | Rendite |
| Aktien | 48.000,00 | 97,00% | 2,50% |
| Cash Allokation | 1.484,54 | 3,00% | 0,50% |
| Segment | 49.484,54 | | 2,440% |

Strategic Asset Allocation Method

Cash Allokation Aktien = $3.000 \times 0,5 = 1.500$

| | Strategic Asset Allocation | | |
|-----------------|----------------------------|---------|---------------|
| | Volumen | Gewicht | Rendite |
| Aktien | 48.000,00 | 96,97% | 2,50% |
| Cash Allokation | 1.500,00 | 3,03% | 0,50% |
| Segment | 49.500,00 | | 2,439% |

Anforderungen ab 1. Januar 2010

Beginning 1 January 2010, Carve Out returns are not permitted to be included in single asset class composite returns unless the carve out is actually managed separately with its own cash balance.

Möglichkeiten der Umsetzung:

- Separate Portfolios:** Jedes Carve Out wird als eigenständiges Portfolio gebucht.
Jeder Cash Flow zwischen den Segmenten muss als Anteilsscheingeschäft gebucht werden.
- Multiple Cash Account:** Jedes Segment erhält ein eigenes Cash-Konto (z.B. Aktien Cash Konto, Renten Cash Konto)
Manager muss Geschäfte auf unterschiedlichen Cash Konten abrechnen.
Schnittstellen (Performancemessung) müssen angepasst werden.
- Sub-Portfolios:** Jedes Segment wird als Sub-Portfolio gebucht.
Jeder Cash Flow zwischen den Segmenten muss als Anteilsscheingeschäft gebucht werden.

Die neuen Anforderungen sind mit deutlichem Mehraufwand verbunden
(buchungstechnisch und organisatorisch).

Berechnung der Carve Out Rendite

Problembeschreibung: Carve Out Rendite

2.A.1 Total Return, including realized and unrealized gains and losses plus income, must be used.

2.A.2. Time Weighted Rates of Return that adjust for External Cash Flows must be used. [...]

- a) For periods beginning **1 January 2005**, firms must use approximated rates of return that adjust for daily-weighted external Cash Flows.
→ z.B. **Modified Dietz**
- b) For periods beginning **1 January 2010**, firms must value portfolios on the date of all large external Cash Flows.
→ **Time Weighted Return (TWR)**

Verschärfung der Anforderungen für die Berechnungen der Renditen.

External Cash Flows

External Cash Flows = Mittelzu- oder -abflüsse in einem Portfolio/Segment.

| Large Cash Flow | Significant Cash Flow |
|--|--|
| Abweichungen bei Performance-Approximation durch die Modified Dietz-Methode. In diesem Fall ist die Performance um die Effekte des Cash Flows zu korrigieren. Das Portfolio bleibt diskretionär und damit dem Composite weiter zugeordnet. | Die GIPS gehen davon aus, dass im Falle eines Significant Cash Flows das strategiekonforme Management des Portfolios nicht möglich ist. Daher ist der Fonds nicht-diskretionär und wird für den Zeitraum aus dem Composite entfernt. |
| => keine Restriktion, sondern Korrektur | => Restriktion |

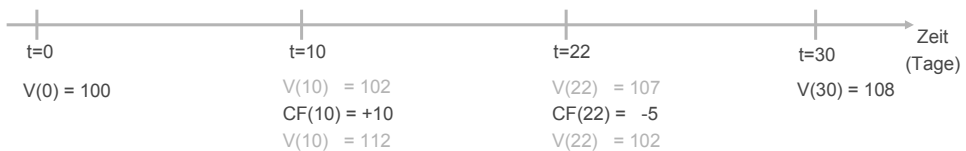
**Rechentechnisches
Argument**

**Inhaltliches
Argument**

Umschichtungen auf Assetklassenebene sind kein Cash Flow auf Gesamtfondsebene. ABER: stellen Cash Flows auf Carve Out Ebene dar.

Berechnung der Carve Out Rendite

Approximation der TWR: Modified Dietz Methode

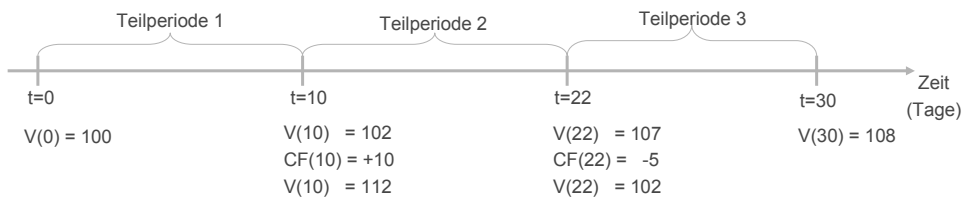


$$r_{ModDietz} = \frac{V(T) - V(0) - \sum_{t=1}^T CF(t)}{V(0) + \sum_{t=1}^T CF(t) \cdot \frac{T-t}{T}}$$

$$r_{ModDietz} = \frac{108 - 100 - (10 + (-5))}{100 + 10 \cdot \frac{30-10}{30} - 5 \cdot \frac{30-22}{30}} = 2,85\%$$

Modified Dietz wird immer dann benötigt, wenn die Rendite auf **Basis des Fondsvolumens/ Segmentvolumens** berechnet werden muss und die Fondsbewertungen nicht an jedem Tag, an dem ein CF stattfindet, vorhanden ist.

Time-Weighted Rate of Return (TWR)



$$r_1 = \frac{102}{100} - 1 = 2\%$$

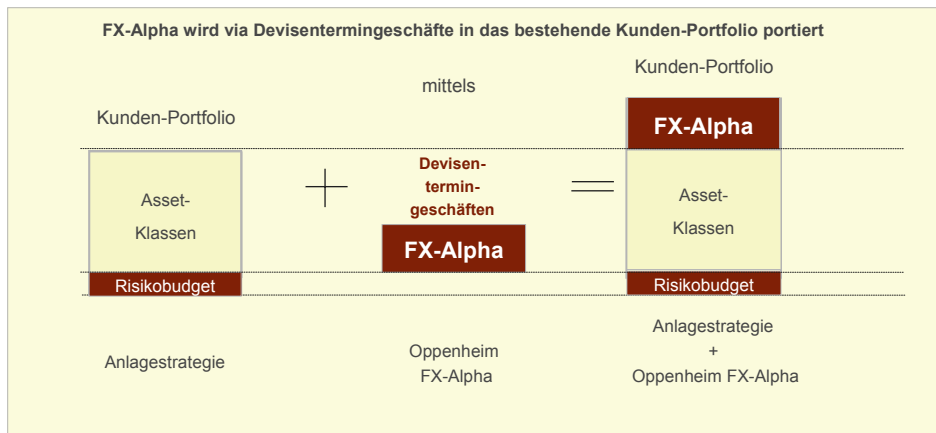
$$r_2 = \frac{107}{112} - 1 = -4,46\%$$

$$r_3 = \frac{108}{102} - 1 = 5,88\%$$

$$r_{TWR} = \prod_{i=1}^n (1 + r_i) - 1 = (1 + 0,02) \cdot (1 - 0,0446) \cdot (1 + 0,0588) - 1 = 3,18\%$$

Da Carve Out Renditen im Regelfall über das Volumen errechnet werden, muss ab Januar 2010 zur Vermeidung von Modified Dietz Effekten bei Cash Flows eine tägliche Performancemessung möglich sein.

Overlay Strategie: Währungs-Alpha



- In Spezialfonds kann die Portable Alpha Strategie ohne eine Investition von zusätzlichem Kapital implementiert werden.
- Risikokapital (Kasse, i.d.R. durch den Verkauf von Assets) muß dann aktiviert werden, wenn zum Erfüllungstermin Verluste ausgeglichen werden müssen. Bei entstehenden Gewinnen, können diese in Assets investiert werden.

Carve Outs für Overlay Strategien

Rendite für Overlay Strategien

| | Gewinn/Verlust aus FX Strategie in € | Fondsvolumen (Periodenanfang) | Rendite basierend auf Fondsvolumen | Nominale der DTG | Rendite basierend auf Nominale der | Risikobudget (Periodenanfang) | Rendite basierend auf Risikobudget |
|------------|--|----------------------------------|--|---------------------|--|----------------------------------|--|
| 31.01.2008 | -1.992,69 | 34.035.496,00 | -0,01% | 37.854.601,00 | -0,01% | 1.261.707,60 | -0,16% |
| 29.02.2008 | 174.519,81 | 30.087.804,00 | 0,58% | 19.108.536,00 | 0,91% | 1.259.714,91 | 13,85% |
| 31.03.2008 | -177.475,57 | 29.822.808,00 | -0,60% | 32.834.441,00 | -0,54% | 1.434.234,72 | -12,37% |
| 30.04.2008 | 97.564,07 | 28.340.192,00 | 0,34% | 33.181.858,00 | 0,29% | 1.256.759,15 | 7,76% |
| 31.05.2008 | 472.287,52 | 30.236.636,00 | 1,56% | 44.018.941,00 | 1,07% | 1.354.323,22 | 34,87% |
| 30.06.2008 | 254.708,26 | 30.955.420,00 | 0,82% | 31.266.758,00 | 0,81% | 1.826.610,74 | 13,94% |
| 31.07.2008 | 166.442,62 | 28.581.624,00 | 0,58% | 40.667.047,00 | 0,41% | 2.000.000,00 | 8,32% |
| 31.08.2008 | -301.002,50 | 28.361.522,00 | -1,06% | 26.667.429,00 | -1,13% | 2.000.000,00 | -15,05% |
| 30.09.2008 | -441.037,85 | 28.491.382,00 | -1,55% | 20.813.870,00 | -2,12% | 1.698.997,50 | -25,96% |

- Berechnung der Rendite im Verhältnis zum Risikobudget
- „Extreme“ Renditen der einzelnen Carve Outs und auch des Composites
- Hohe Volatilität der Renditen

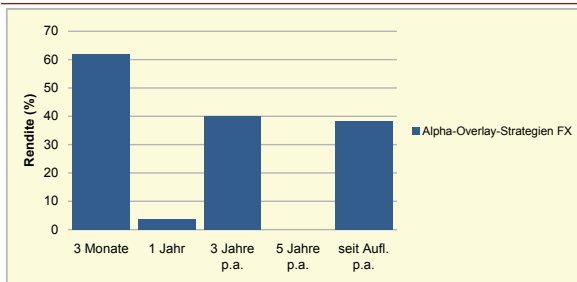
Rendite für Overlay Strategien (Präsentation Teil 1)

| Kumulative Renditen (%) | |
|-------------------------|-----------|
| | Composite |
| Jan 08 - Jun 08 | 60,58 |
| Jan 07 - Jun 08 | 42,35 |
| Jan 06 - Jun 08 | 124,81 |
| Jan 05 - Jun 08 | 195,29 |
| Dez 04 - Jun 08 | 220,23 |

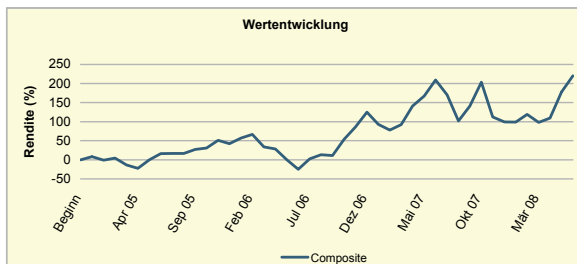
| auf Jahresbasis umgerechnete Renditen (%) | |
|---|-----------|
| | Composite |
| Jan 08 - Jun 08 | 60,58 |
| Jan 07 - Jun 08 | 26,55 |
| Jan 06 - Jun 08 | 38,27 |
| Jan 05 - Jun 08 | 36,26 |
| Dez 04 - Jun 08 | 38,38 |

| | Jährliche Renditen (%) | | | Anzahl Fonds zum Periodenende | Volumen zum Periodenende in Mio. | % des verwalteten Vermögens |
|------------|------------------------|-----------------------------|--------------------------------|-------------------------------------|--|-----------------------------------|
| | Composite | höchste Portfoliorendite | niedrigste Portfoliorendite | | | |
| Jan-Jun 08 | 60,58 | 70,89 | 48,48 | 6 | 16,96 | < 0,1 |
| Jan-Dez 07 | -11,35 | -4,92 | -23,45 | 7 | 15,88 | < 0,1 |
| Jan-Dez 06 | 57,92 | 89,12 | 34,82 | 6 | 14,64 | < 0,1 |
| Jan-Dez 05 | 31,35 | 10,81 | 10,81 | 3 | 9,64 | < 0,1 |
| Dez-Dez 04 | 8,45 | 8,45 | 8,45 | 1 | 0,50 | < 0,1 |

Rendite für Overlay Strategien (Präsentation Teil 2)



| Absolute Kennziffern (p.a.) | Composite |
|-------------------------------|-----------|
| Gesamtrendite (%) | 38,38 |
| LPM1 | 144,41 |
| LPM1-Ratio | 0,21 |
| LPM2 | 76,61 |
| Sortino Ratio | 0,40 |
| VaR (95%, 1 Monat) (%) | 33,69 |
| VaR (95%, 1 Monat) (Euro) | 1.958.783 |
| Max Draw Down | -45,19 |
| Max Draw Down Period (Monate) | 6 |



Zusammenfassung

- Carve Outs sind und bleiben ein wichtiges Vehikel zur Darstellung der Managementleistung eines Vermögensverwalters.
- Ab 2010 gelten deutlich schärfere Regeln zur Berechnung von Carve Out Renditen, die die Qualität und Konsistenz der Compositeergebnisse verbessern werden. Allerdings sind die geplanten Änderungen mit erheblichem Mehraufwand für Management, Fondsbuchhaltung und Performancemessung verbunden.
- Der Umgang mit Overlay Carve Outs muss in der Community noch diskutiert werden.

Impressum

Herausgeber
Oppenheim
Kapitalanlagegesellschaft mbH
Unter Sachsenhausen 2
50667 Köln
Internet: www.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.