

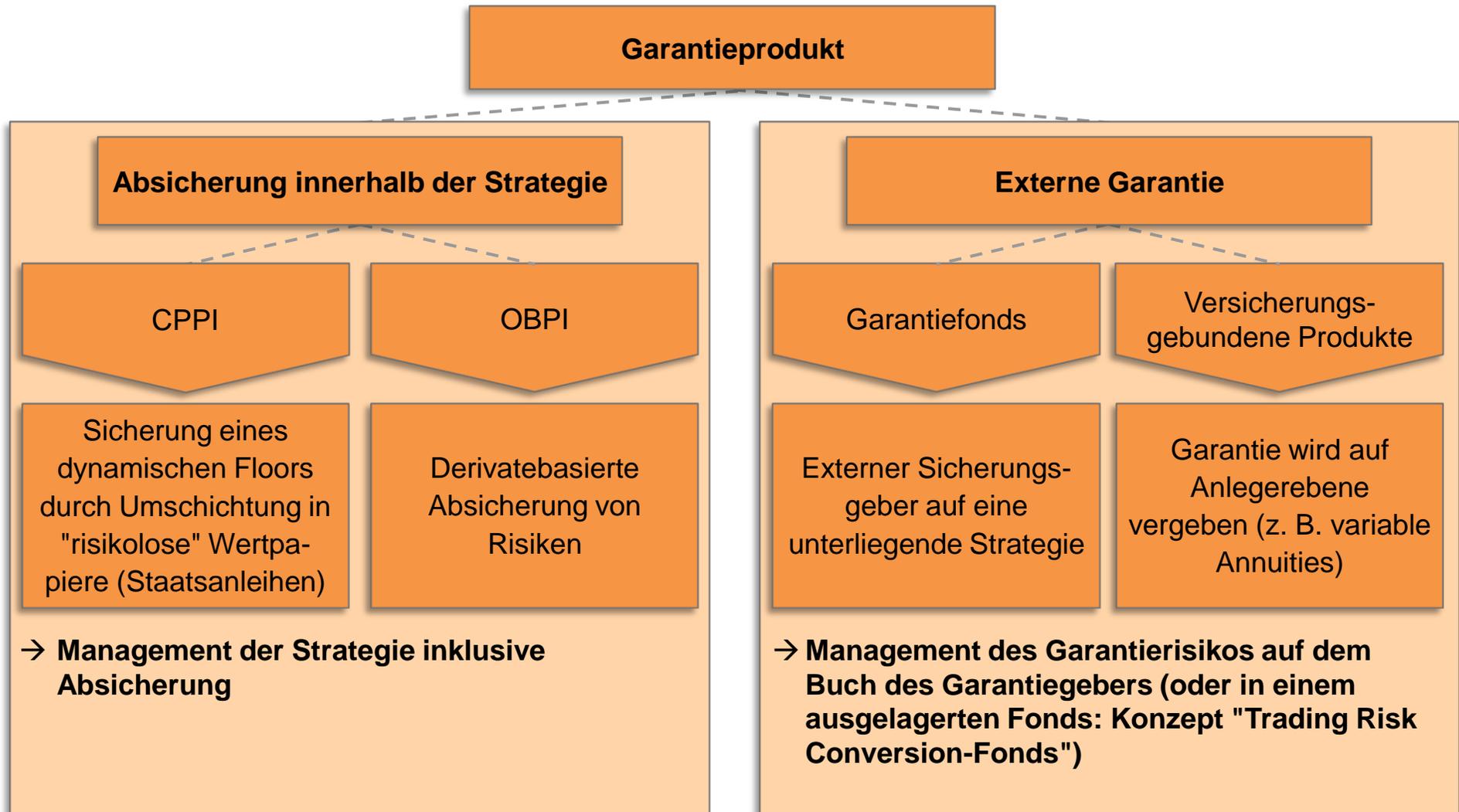
Welchen Beitrag kann das Asset Management für die Gestaltung neuer Garantieförm in der Lebensversicherung leisten?

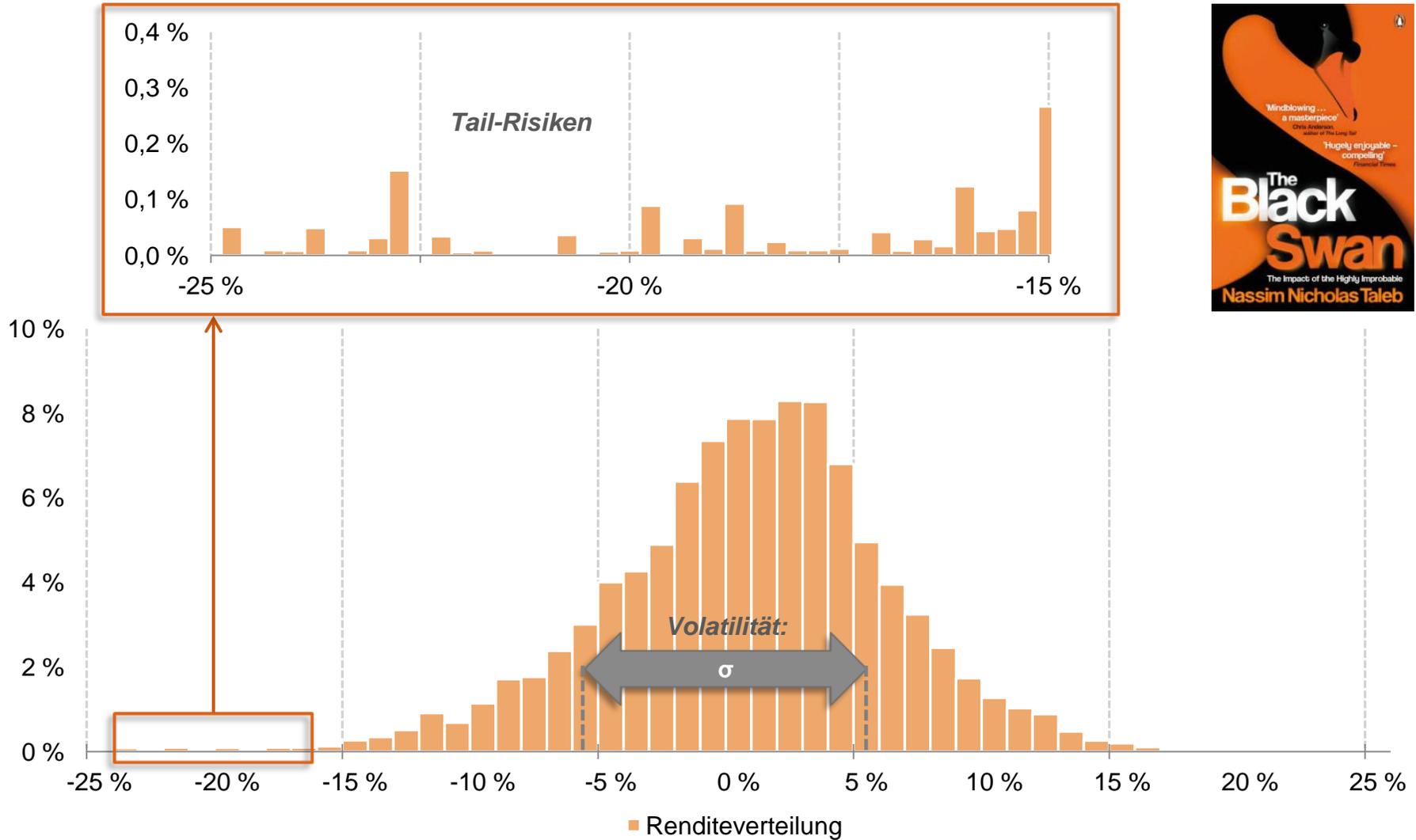
Fachkreis Versicherungsmathematik

Stuttgart, 20. November 2013

Dr. Robert Wendt

Assenagon Asset Management S.A.





- Management von Risikoreduzierenden oder Absicherungsstrategien auf vorgegebene Exposures
 - Exterene Absicherung auf Risikoreduzierte Strategie wird billiger

Call auf MSCI USA Minimum Variance ETF

USMV US \$ Market	
Prev	34.96
Vol	166
1) Asset	2) Actions
3) Products	4) View
12) Solver (Vol)	13) Load
21) Deal 1	22) +
31) Pricing	32) Scenario
33) Matrix	34) Volatility
Underlying	USMV US Equity
Und. Price	Mid 34.96 USD
Results	
Price (Total)	1.22
Price (Share)	1.2173
Price (%)	3.4820
American Vanilla	Leg 1
Style	Vanilla
Exercise	American
Call/Put	Call
Direction	Buy
Strike	34.96
Strike	% Money ATM
Shares	1.00
Expiry	06/21/2014 22:15
Time to expiry	222 07:03
Model	BS - discrete
Vol	Bloomber Ask 12.727%
Forward	Carry 34.5763
USD Rate	MMkt 0.258%
Dvd Yld+Mgmt fee	2.071%
Discounted div flow	0.44
Borrow cost	0.000%

Call auf S&P 500-Index

SPX C 1770.61 +23.46 1762.87	
On 08 Nov d	1748.37 H 1770.78 L 1747.63 Prev 1770.61
1) Asset	2) Actions
3) Products	4) View
5) Data & Sett	
12) Solver (Vol)	13) Load
14) Save	10) T
21) Deal 1	22) +
31) Pricing	32) Scenario
33) Matrix	34) Volatility
Underlying	SPX Index S&P 500 INDEX
Und. Price	Mid 1,770.09 USD
Results	
Price (Total)	71.38
Price (Share)	71.3839
Price (%)	4.0328
Currency	USD
Delta (%)	47.67
Gamma (%)	3.3939
Vega	
Theta	
Rho	
European Vanilla	Leg 1
Style	Vanilla
Exercise	European
Call/Put	Call
Direction	Buy
Strike	1,770.09
Strike	% Money ATM
Shares	1.00
Expiry	06/21/2014 22:15
Time to expiry	222 07:01
Model	BS - continuous
Vol	Bloomber Ask 14.851%
Forward	Carry 1,740.77
USD Rate	MMkt 0.258%
Dividend yield	2.155%
Discounted div flow	23.41
Borrow cost	0.000%

Risikoreduzierte Aktienstrategien

Maximum Diversification

Diversified Risk Parity

Minimum Varianz

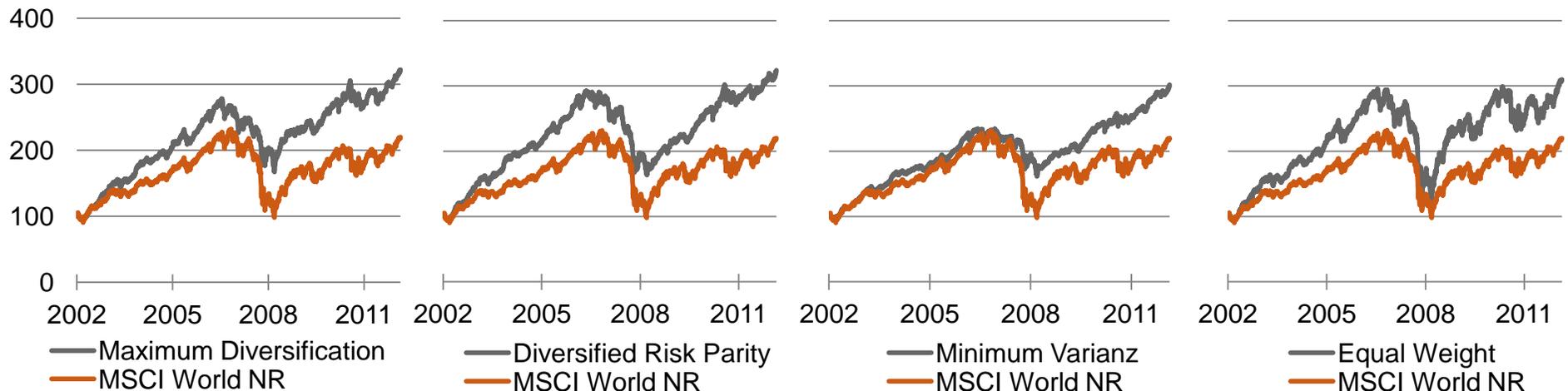
Equal Weight

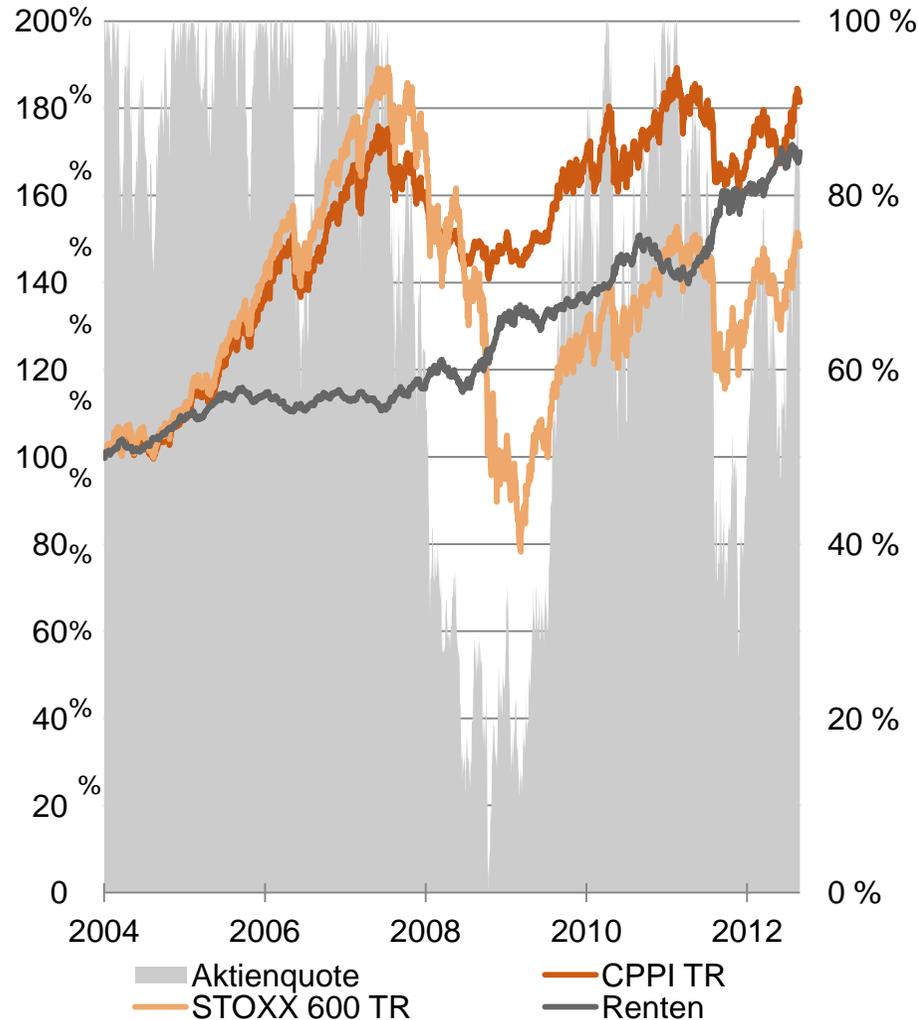
Auswahl derjenigen Titel, die in Kombination die geringst mögliche Portfoliokorrelation ergeben

Gering korrelierte Aktien werden nach der Equal-Risk-Contribution-Methode gewichtet

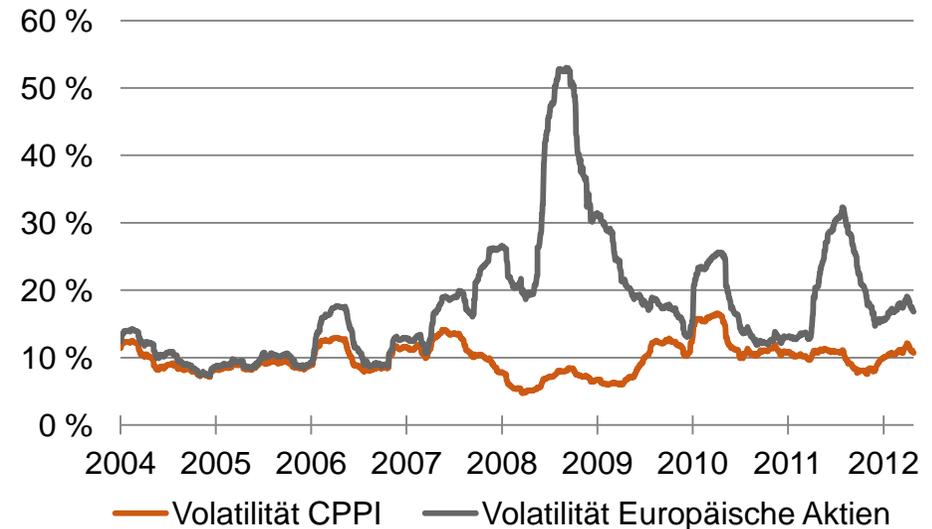
Minimierung der Portfoliovarianz anhand historischer Risikoverhältnisse

Gleichgewichtung aller Titel im Investment-universum



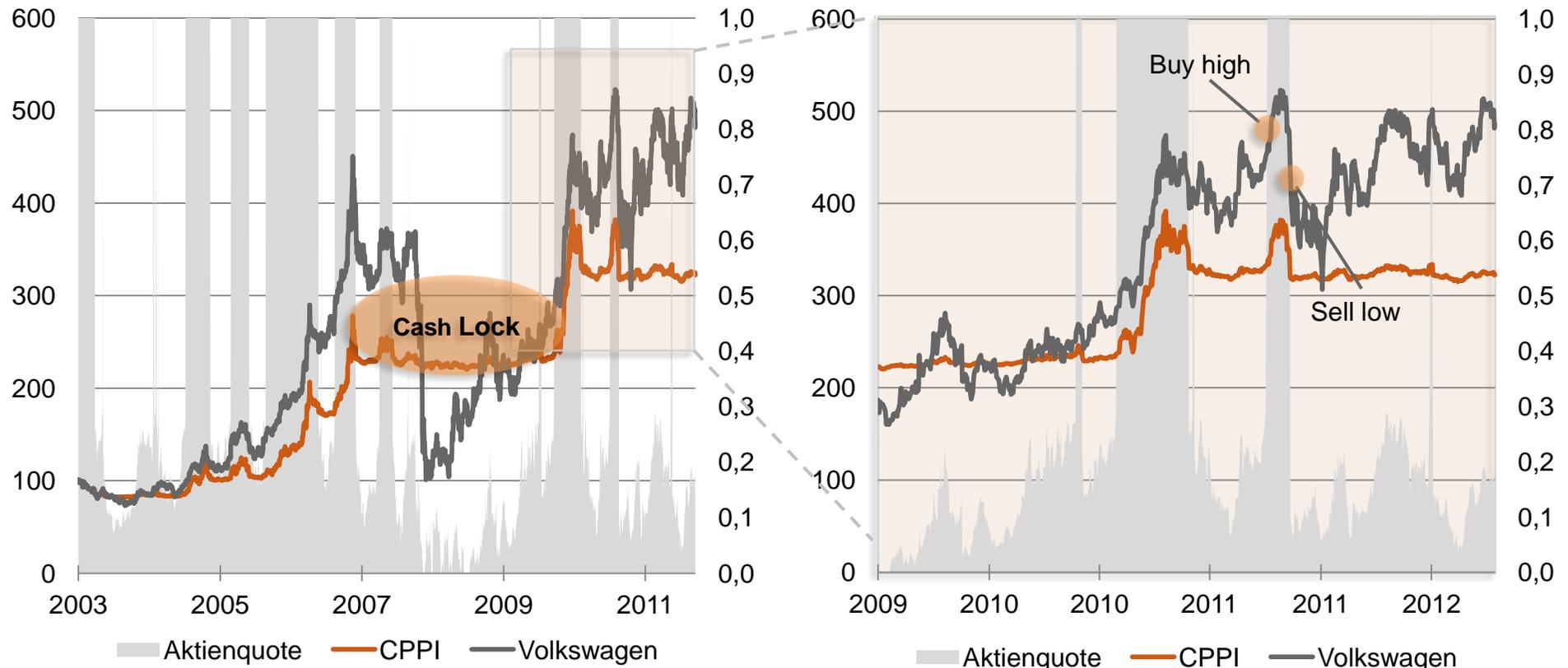


Kennzahl	CPPI Total Return	STOXX 600 Total Return
Volatilität p. a.	10,18 %	20,72 %
Rendite p. a.	7,11 %	5,89 %
Rendite-/Risikoverhältnis	0,70	0,28
Max. Drawdown	-19,9 %	-58,69 %
Korrelation	0,77	
Upside/Downside Participation	64,6 %/49,7 %	

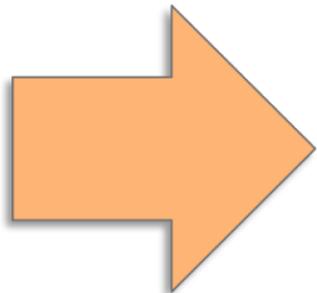


Für die Berechnungen wurden ein Trigger Level von 85 % und ein Floor von 80 % der erreichten Höchststände zugrundegelegt.

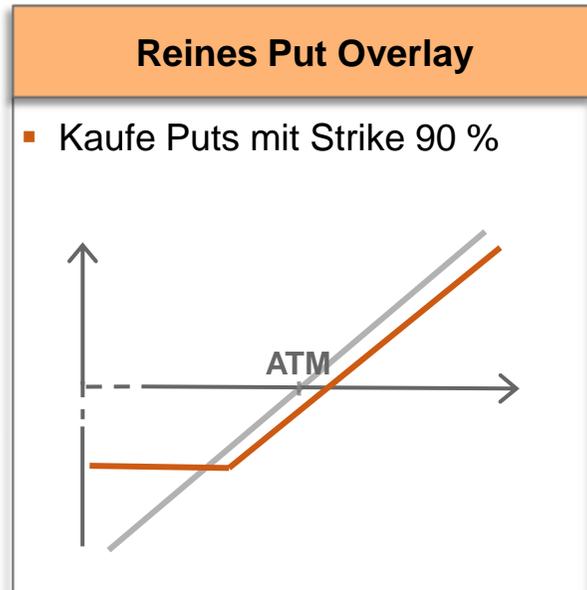
- Ein sogenannter "Cash Lock" kann das Portfolio langfristig an der Partizipation am Aktienmarkt hindern.
- Bei schnellen Marktbewegungen mit wechselnder Richtung reagiert die CPPI-Strategie oft zu langsam. Dies führt zu prozyklischem Handeln. Der Marktzyklus ist erst im Nachhinein bekannt!



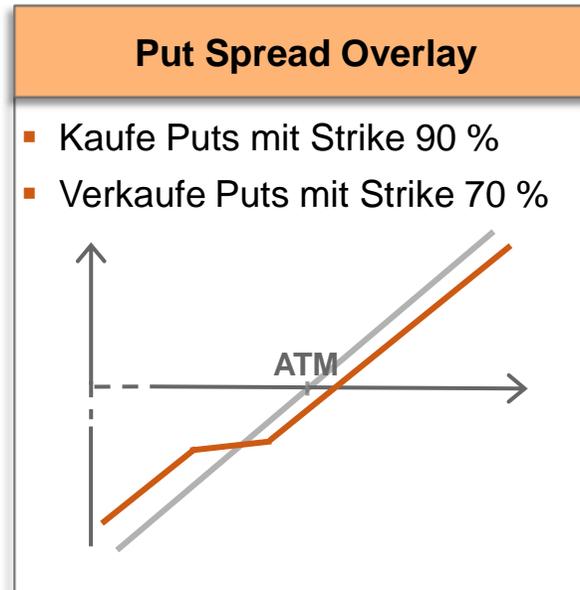
- **Aktienderivate:** Optionen auf Einzeltitel und Indizes
 - Long Put
 - Short Call
- **Credit-Derivatives**
 - Stark negative Korrelation zu Aktienmärkten: Kursverluste auf der Aktienseite sind meistens von einer Spread-Ausweitung bei Anleihen begleitet.
 - Optionen auf CDS-Indices (z. B. iTraxx), sogenannte CDS-Swaptions, erlauben eine kostengünstige Absicherung gegen Marktbewegungen.
- **Volatilitätsinvestments**
 - Direktes Volatilitätsinvestment durch Long Call oder Put und Delta-Hedge
 - Optionen auf Volatilitätsindizes (Long Call)
 - Variance Swaps bzw. Capped Variance Swaps



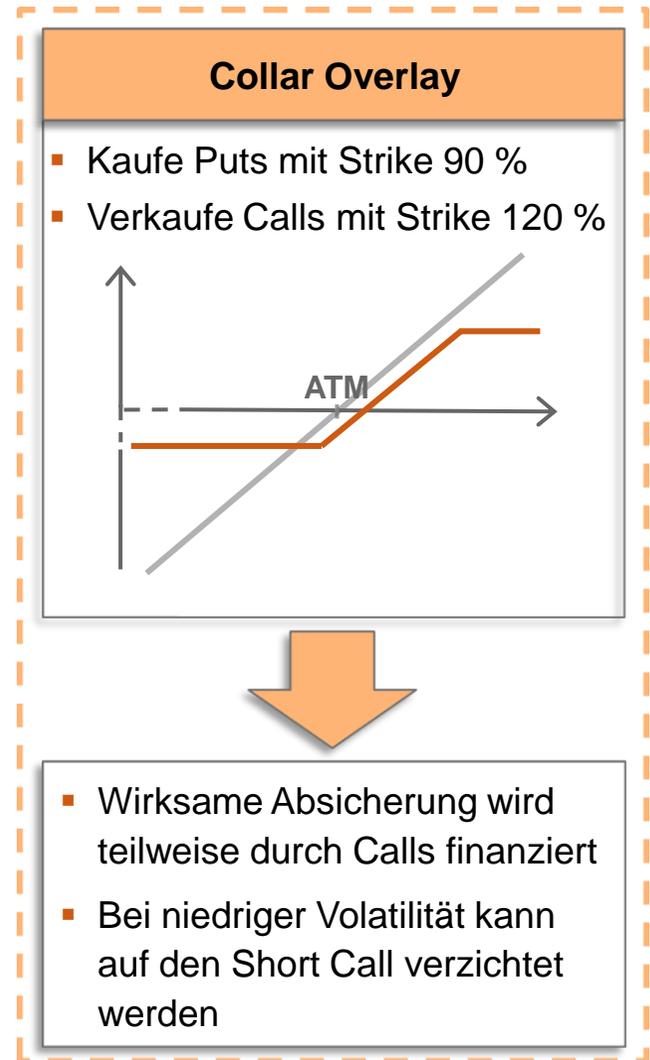
- Welche Absicherung brauche ich wirklich?
- Wie viel kann und muss ich dafür ausgeben?
- Welche Absicherung passt man besten zu meiner Basisstrategie?



- Vollabsicherung langfristig sehr kostspielig
- Teilabsicherung begrenzt Verluste nicht zufriedenstellend

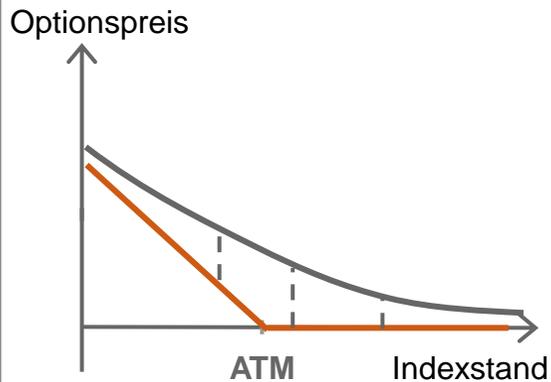


- Vermögen nur bis zum Strike des Short Puts abgesichert
- Unterhalb 1:1 Partizipation



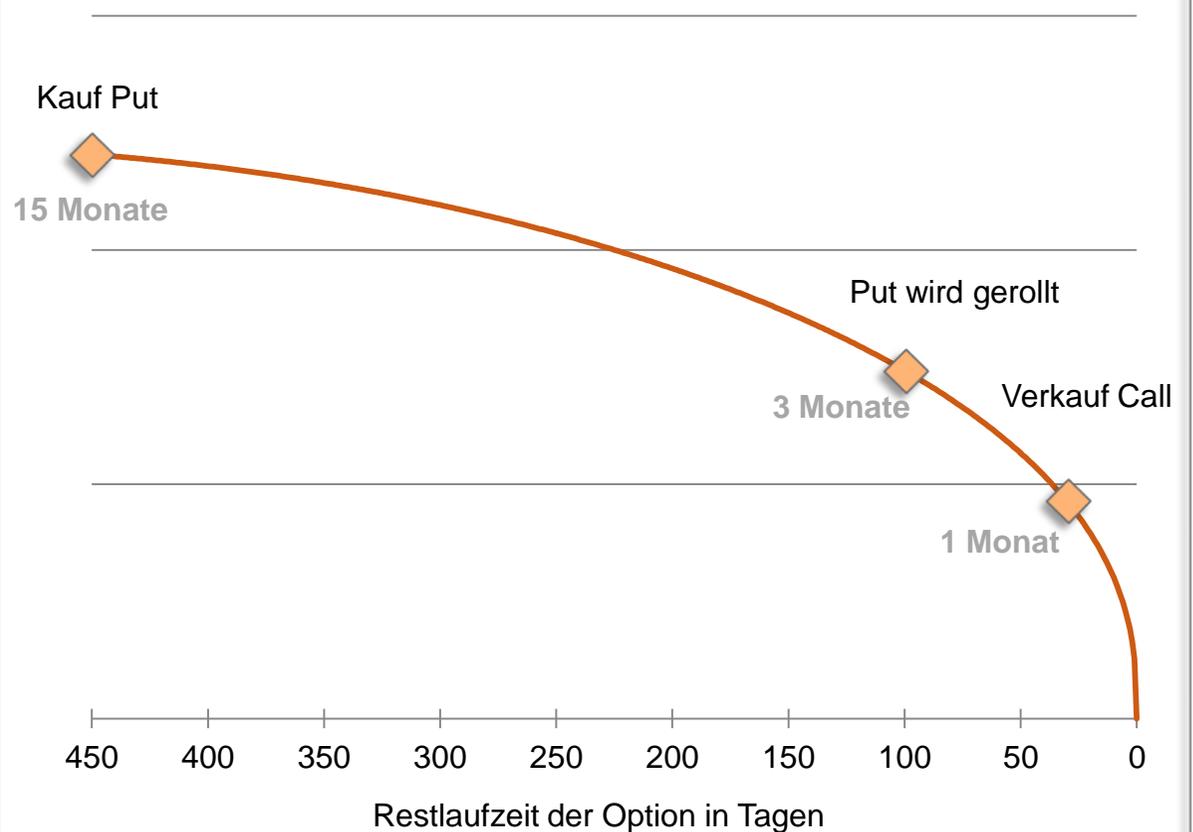
- Wirksame Absicherung wird teilweise durch Calls finanziert
- Bei niedriger Volatilität kann auf den Short Call verzichtet werden

Zeitwert eines Puts

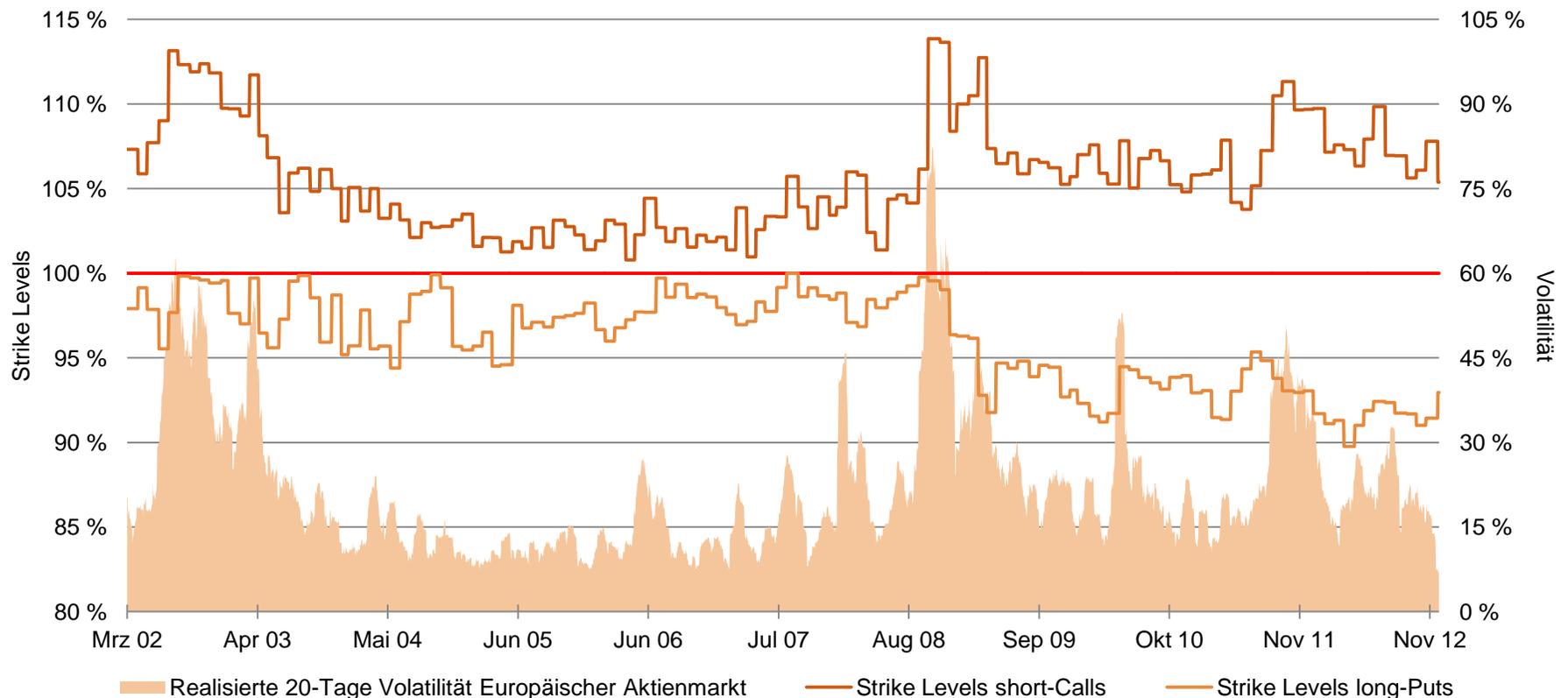


- Die Short-Position profitiert vom Zeitwertverlust – die Long-Position verliert entsprechend
- Monatlich wird jeweils 1/12 des Put-Portfolios gerollt

Zeitwertverlust steigt gegen Ende der Laufzeit



- Je nach Markt werden die Strike-Levels der Short-Call bzw. Long-Put Optionen flexibel bestimmt ("Delta-Strikes").
- Durch Anpassung der Strikes-Levels anhand des Volatilitätsumfelds ergibt sich eine leicht antizyklische Absicherungsstrategie. Die Kosten der Absicherung sind zeitlich konstanter als bei fixen Strikes.

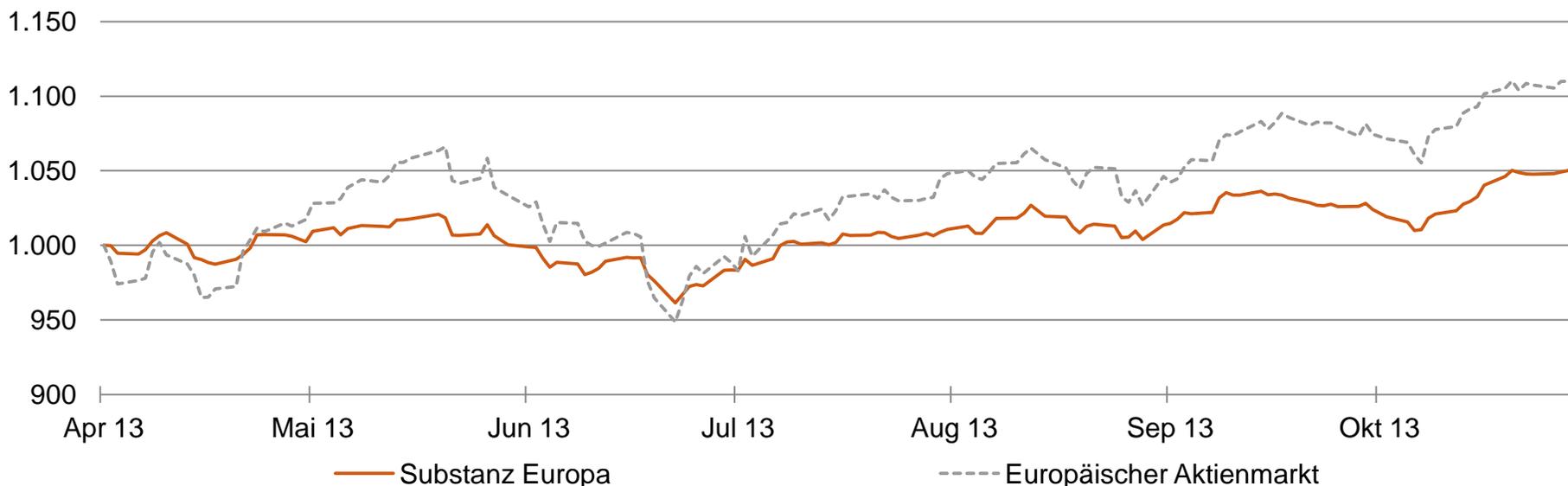


- Seit Auflage des Assenagon Substanz Europa-Fonds am 3. April 2013, konnte sich auch die Absicherungsstrategie beweisen.
- Die Volatilität des Portfolios liegt in diesem Zeitraum ebenso wie der maximale Kursrückgang deutlich niedriger als die des Index. Diese Absicherung kostet allerdings Rendite.

Kennzahlen vom 3. April 2013 – 31. Oktober 2013

	Substanz Europa	Europäischer Aktienmarkt
Rendite	5,34 %	11,55 %
Volatilität p. a.	6,84 %	13,18 %
Stärkster Kursrückgang	-5,82 %	-11,01 %

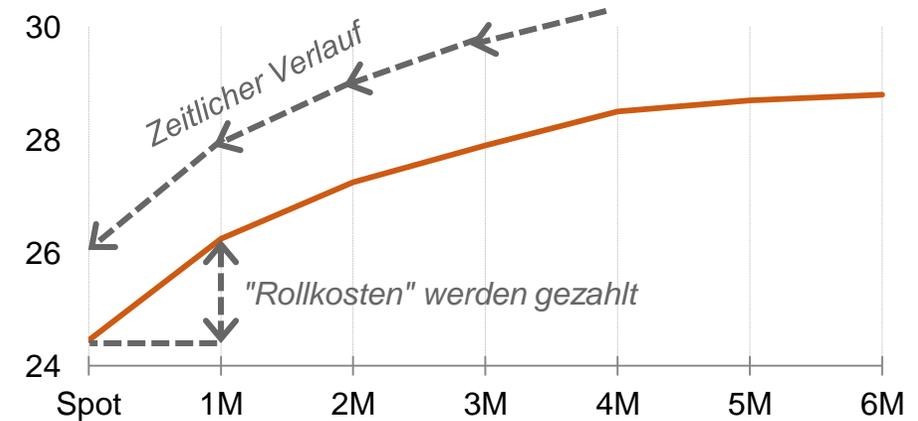
Wertentwicklung des Fonds im Vergleich zum Aktienmarkt



Exkurs Volatilität: Volatilität und Aktien sind negativ korreliert

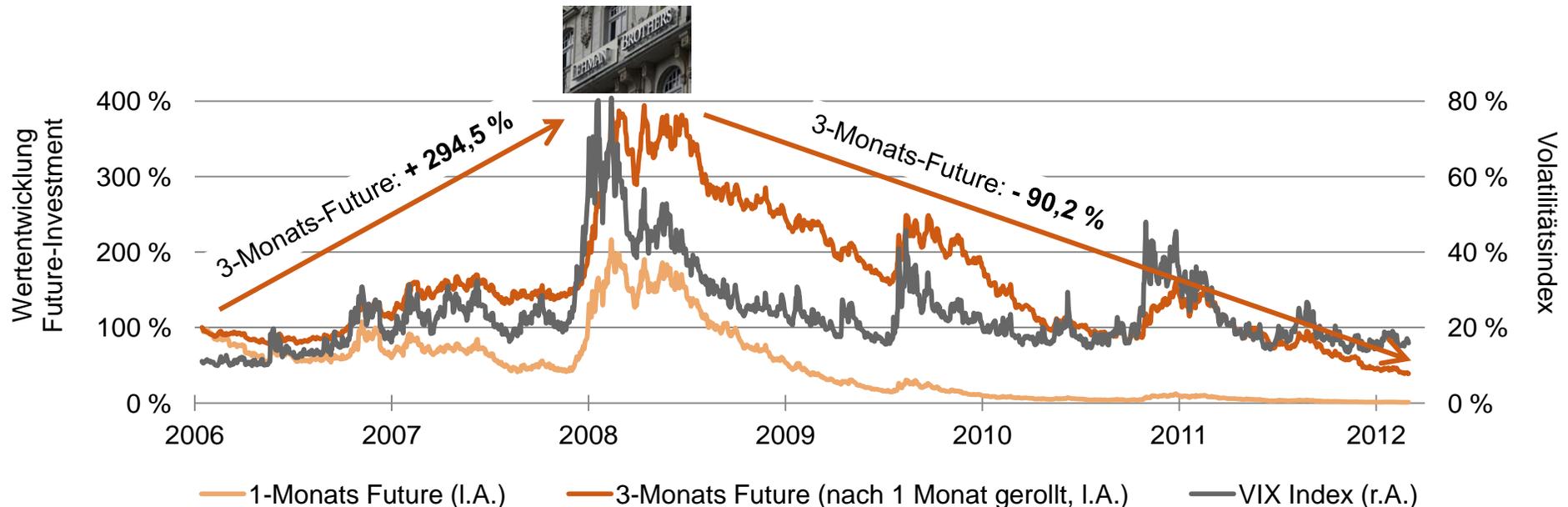
- Verluste am Aktienmarkt sind von einem abrupten Anstieg der Volatilität gekennzeichnet.
- Die implizite Volatilität ist über verschiedene Instrumente investierbar und kann zur Absicherung von Aktienanlagen verwendet werden:
 - Direktes Volatilitätsinvestment durch Long Call oder Put und Delta-Hedge
 - Optionen auf Volatilitätsindizes (Long Call)
 - Variance Swaps bzw. Capped Variance Swaps
- **Die Rollkosten sind dabei ein entscheidender Faktor.**

Generische Forward-Volatilität in %



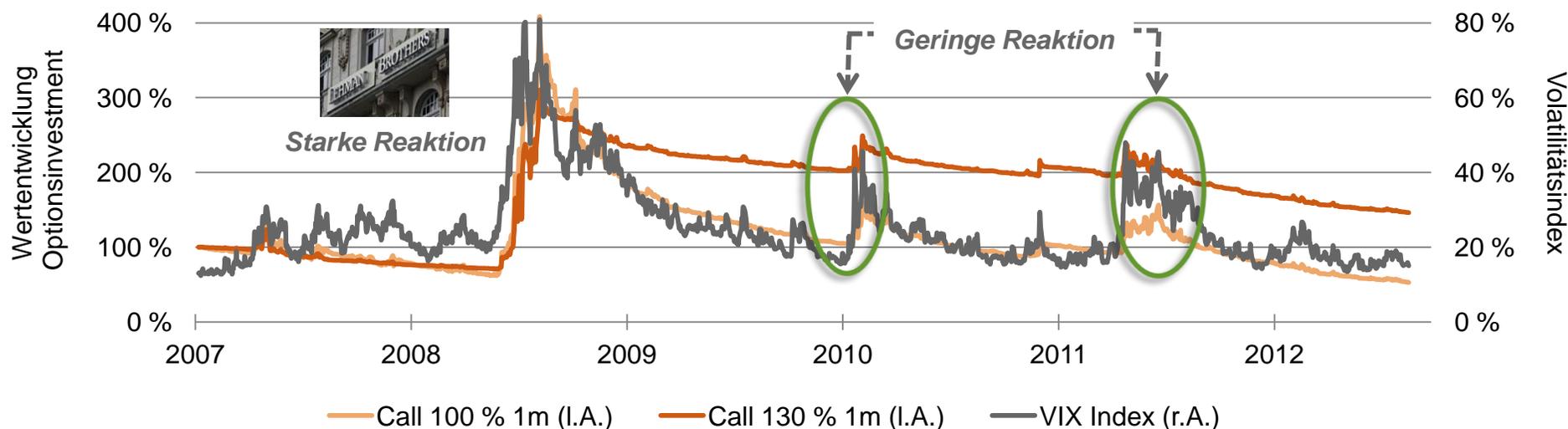
Exkurs Volatilität: Symmetrische Absicherung auf Volatilität erfordert Timing!

- Durch den Kauf von Futures auf einen Volatilitätsindex ist es möglich, Verluste am Aktienmarkt auszugleichen. Die Future-Position profitiert von einem Anstieg der Volatilität.
- Die Absicherung ist äußerst reagibel – sowohl 2008 als auch 2010 und 2011 werden hohe Gewinne realisiert. Diese werden allerdings fast umgehend von den sehr hohen Rollkosten und einer rückläufigen Volatilität wieder aufgezehrt (*Mean Reversion*).
- Auch eine Laufzeitoptimierung kann die Rollkosten nicht ausreichend minimieren. Die Umsetzung einer Future-Strategie ist daher nur mit Markt-Timing zu empfehlen.



Exkurs Volatilität: Asymmetrische Absicherung auf Volatilität reduziert Carry-Kosten

- Alternativ zum Future ist auch eine Umsetzung über Call-Optionen auf einen Volatilitätsindex möglich. Durch das asymmetrische Auszahlungsprofil verliert die Position bei einer rückläufigen Volatilität nicht in gleichem Maße.
- Die Höhe der Rollkosten kann über den gewählten Strike reduziert werden, allerdings auf Kosten der Reagibilität.
 - **100 %, 1 Monat Laufzeit:**
Ähnlich teuer wie eine Future-basierte Absicherung.
 - **130 %, 1 Monate Laufzeit:**
Kostenoptimiert, reagiert allerdings nur in extremen Szenarien (wie 2008).

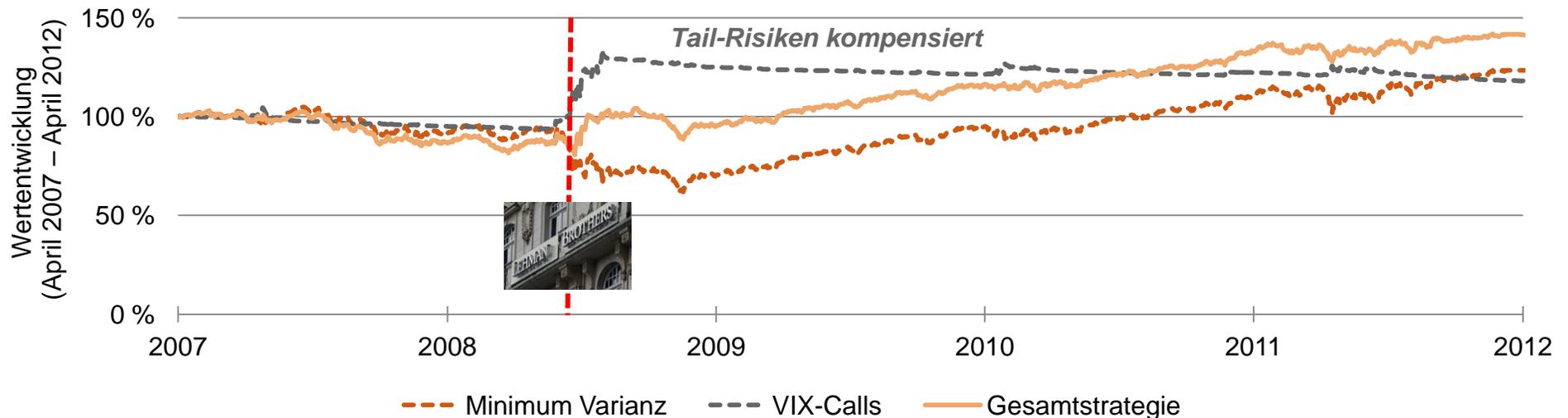


Welche Absicherung passt zu welcher Aktienstrategie?

- Ein Minimum-Varianz-Ansatz bietet geringe Volatilität in ruhigen Marktphasen.
- In Crash-Szenarien wie 2008 steigt die Abhängigkeit zwischen unterschiedlichen Instrumenten stark an.
- Auch Minimum-Varianz-Strategien leiden hier unter starkem Kursrückgang.
- Ein OBPI muss nicht volatilitätsreduzierend wirken, sondern vor allem stärkere Kursrutsche ausgleichen.
- Beispiel: Minimum Varianz mit 130 %-1m-VIX-Calls.

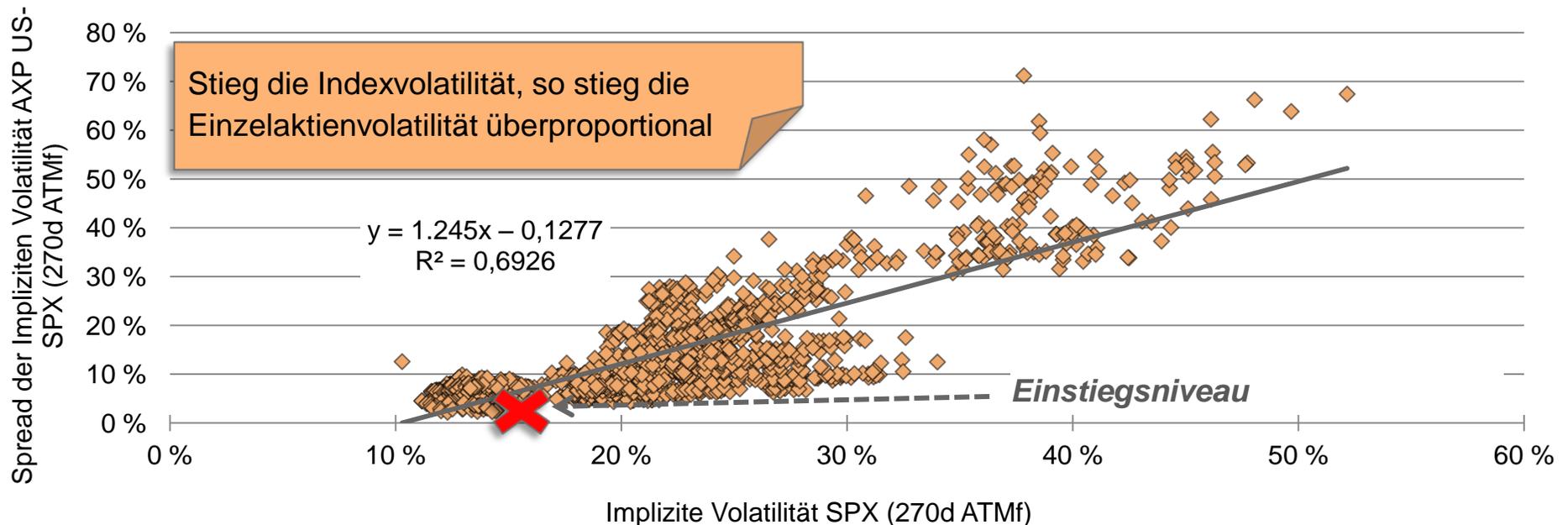
Kennzahlen (April 2007 – April 2012)

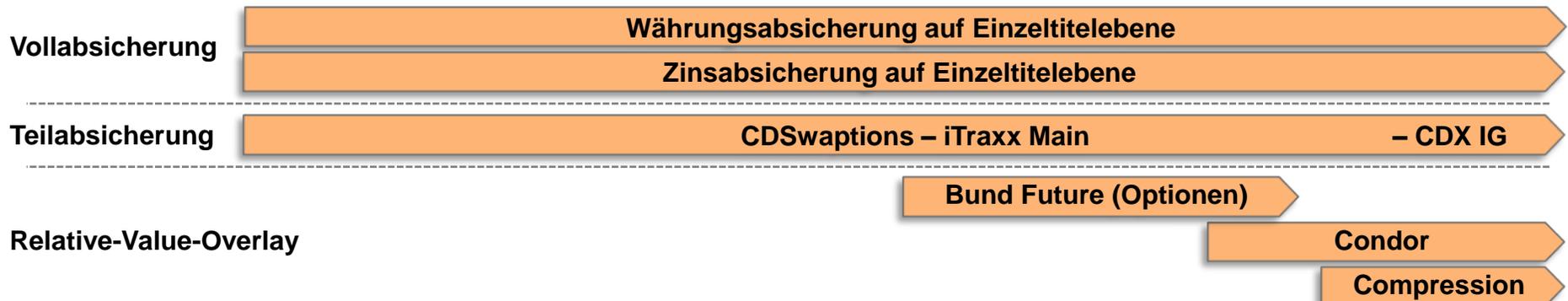
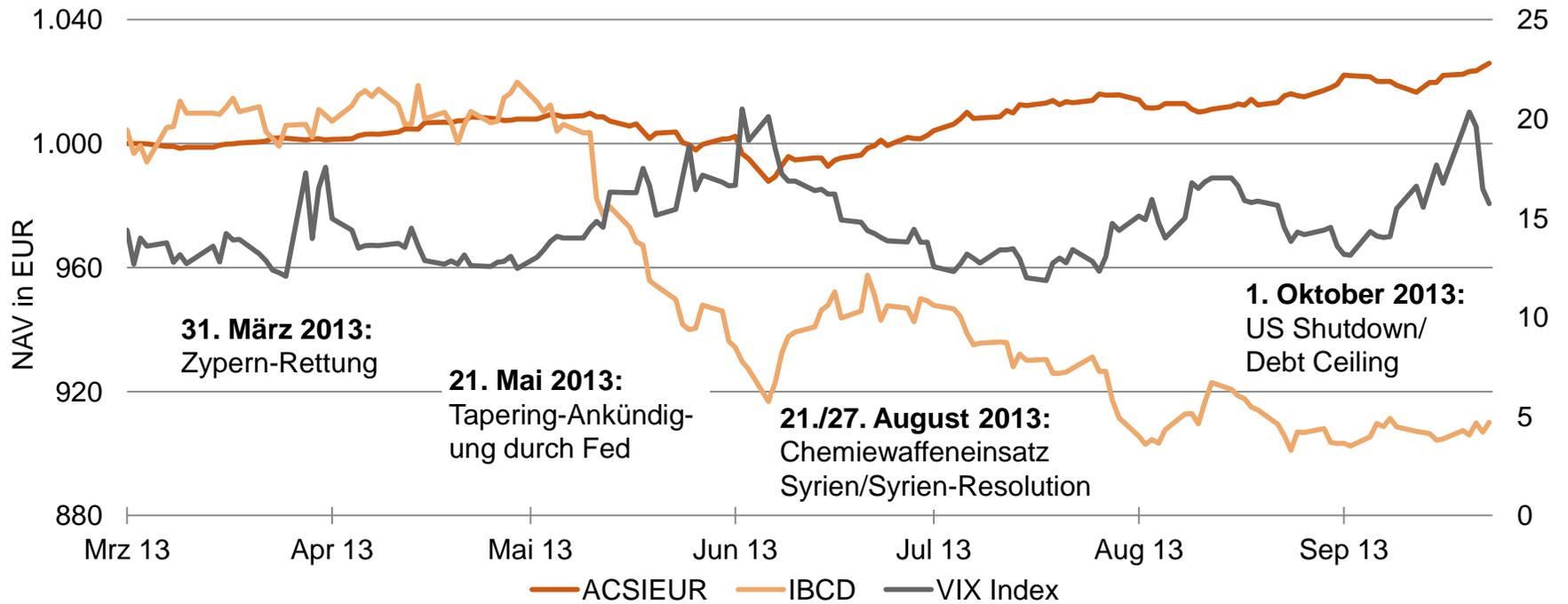
	Minimum Varianz	
	Ohne VIX-Calls	Mit VIX-Calls
Rendite	23,46 %	41,50 %
Volatilität p. a.	16,00 %	11,78 %
Stärkster Kursrückgang	-40,95 %	-21,55 %



- Kontinuierliche Absicherung ist mit hohen "Carry"-Kosten verbunden.
- Eine Möglichkeit, diesen hohen Kosten zu begegnen, besteht bspw. darin, Volatilität nicht nur zu Kaufen, sondern auch zu Verkaufen.
 - Kaufe Einzelaktienvolatilität ("Zeitbomben")
 - Verkaufe Indexvolatilität ("Sicherer Hafen")

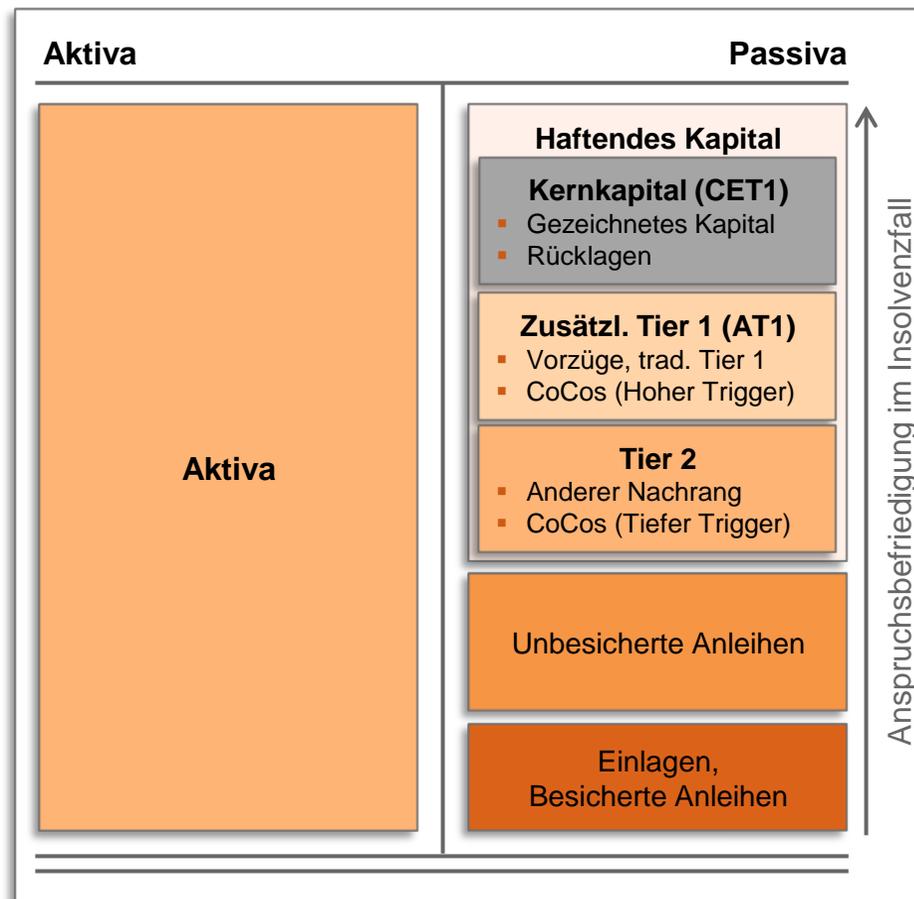
Tägliche implizite Volatilitäts-Spreads American Express gegen Nordamerikanischen Aktienindex (01/2005 – 11/2012)





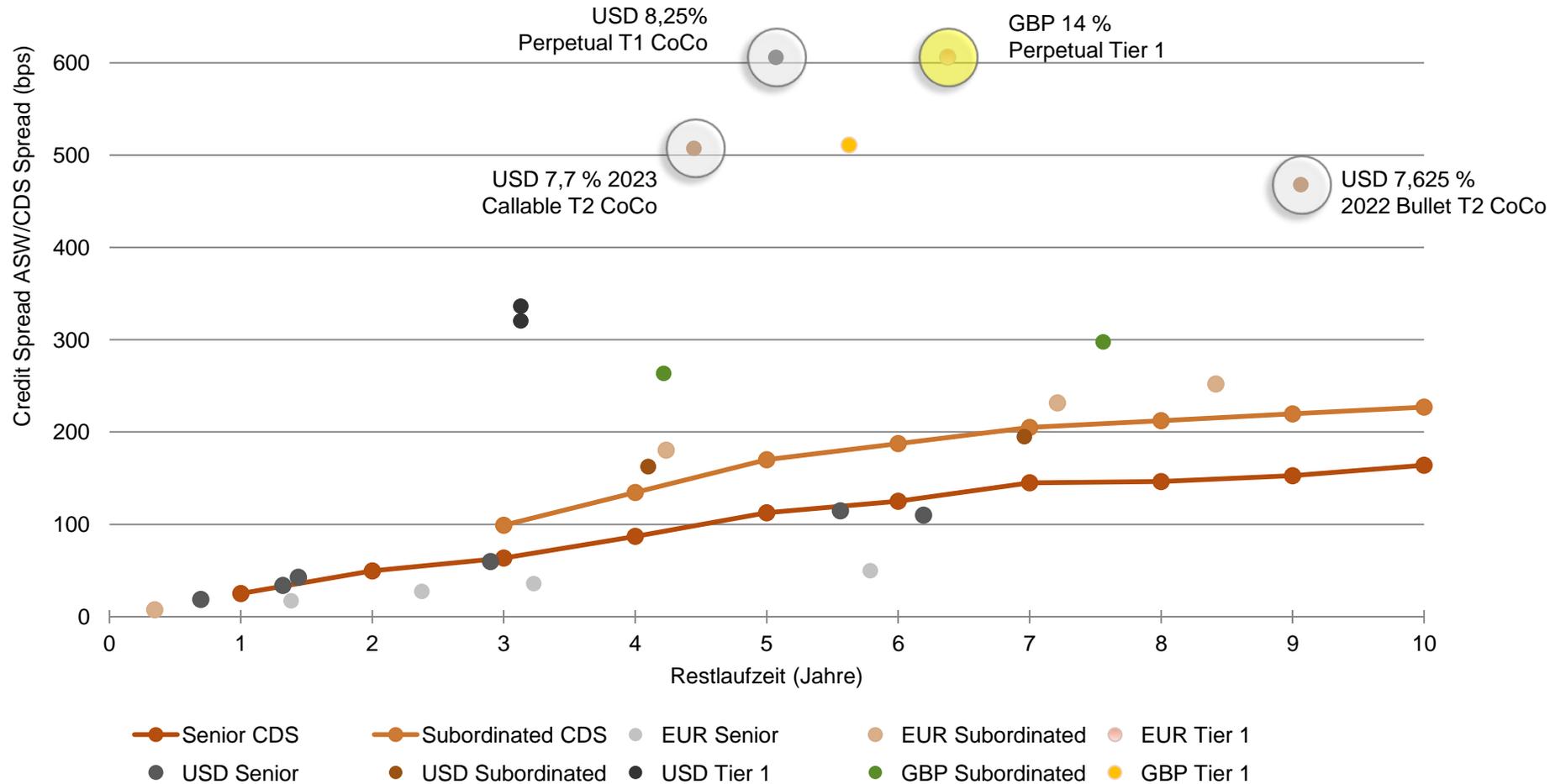
- Zur Verbesserung der Kapitalausstattung der Banken werden zunehmend von Banken CoCos emittiert.
- Diese Instrumente dienen insbesondere dem "Going Concern" des Emittenten im Stressfall und werden daher von der Finanzaufsicht begrüßt.
- CoCos wandeln bei Unterschreiten vertraglich festgelegter Schwellwerte in Aktien um bzw. werden abgeschrieben.
- Die Schwellwerte sind als Kernkapitalquote und anleihespezifisch definiert. Zusätzlich besteht die Möglichkeit einer Wandlung bzw. Abschreibung auf Anordnung der zuständigen Aufsicht, sofern Bedenken hinsichtlich des Fortbestands des Instituts bestehen.
- Die Beurteilung der individuellen Ausstattung der CoCos erfordert ein hohes Maß an Expertise und Spezialisierung.

Beispielhafte Einordnung der CoCos nach Basel III*



*Vgl. BIS – CoCos: A primer (2013). Die Unterscheidung zwischen hohem und niedrigem Trigger ist kein eindeutiges Merkmal für die Einordnung eines CoCos als Additional Tier 1 bzw. Tier 2 Instrument.

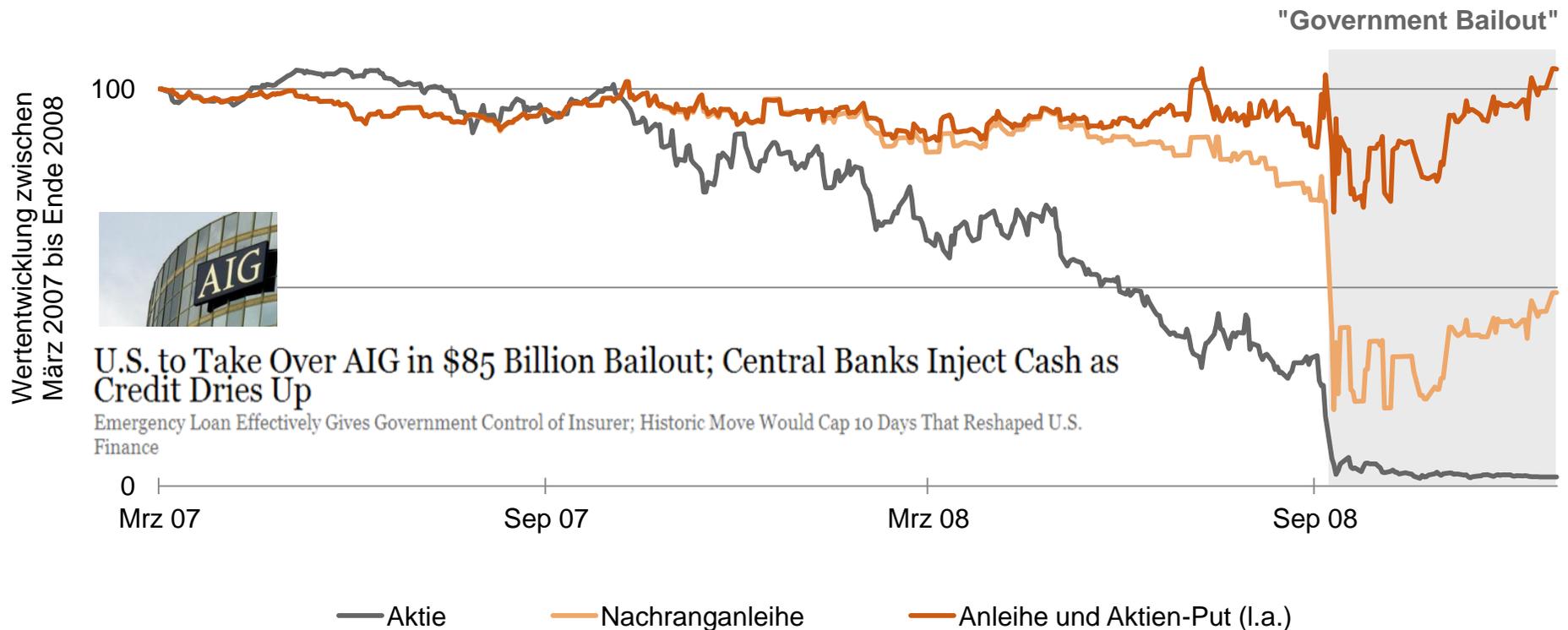
Barclays: Renditen von erst- und nachrangigen Anleihen und CoCos



Case-Study:

Cross-Asset-Absicherung einer Nachranganleihe von AIG

- Nachranganleihen zeigen, wie CoCos auch typischerweise einen stärkeren Gleichlauf mit der Aktie als erstrangige Anleihen.
- Dieser Zusammenhang lässt sich für eine Cross-Asset-Absicherungsstrategie nutzen.
- Unten sehen Sie für das Beispiel AIG, wie sich ein Aktien-Put und ein CoCo gemeinsam in einer Marktkrise verhalten hätten.



Prämie:	Beschreibung:	Beispiele:
Illiquiditätsprämie	<p>Private Anleihen bieten gegenüber klassischen "Public Bonds" eine höhere Rendite – bei identischen Bonitätsrisiko. Beispiele:</p> <ul style="list-style-type: none">▪ Mittelstand zahlt tendenziell zu hohe Kreditzinsen aufgrund fehlendem Marktzugang.▪ Infrastrukturinvestments, mit direktem, "realen" Gegenwert.	<p>Im Fonds gebündelte, selektierte Kredite, ...</p> <p>Flughafen-, Bahnstreckenfinanzierungen,...</p>
Regulatorische Renditequellen	<p>Basel III-Anforderungen machen bestimmte Risiken für Banken unattraktiv, diese Risiken können "extrahiert" werden.</p>	<p>Collateral für Derivategeschäfte</p>
Hybridprämie	<p>Fehlende Zugehörigkeit zu einer Anlageklasse liefert zusätzliche Ertragsmöglichkeiten.</p>	<p>CoCos, ...</p>
Unternehmerisches Risiko	<p>Attraktive Prozesse unternehmerischer Tätigkeit werden extrahiert und investierbar gemacht.</p>	<p>Solarparks, Pferdefonds, ...</p>

**Vielen Dank für Ihre
Aufmerksamkeit!**

Kundenbetreuung

- Hans Günther Bonk
Telefon +49 89 519966-410
hans-guenther.bonk@assenagon.com
- Michael Huber
Telefon +49 89 519966-452
michael.huber@assenagon.com
- Matthias Kunze
Telefon +49 89 519966-421
matthias.kunze@assenagon.com
- Michael van Riesen
Telefon +49 89 519966-419
michael.vanriesen@assenagon.com
- Ronald Siebel
Telefon +49 89 519966-420
ronald.siebel@assenagon.com
- Marcus Steudner
Telefon +49 89 519966-451
marcus.steudner@assenagon.com

Sales Operations

- Simone Alanne
Telefon +49 89 519966-460
simone.alanne@assenagon.com
- Carina Herz
Telefon +49 89 519966-462
carina.herz@assenagon.com

Chefvolkswirt

- Dr. Martin W. Hufner
Telefon +49 89 519966-150
martin.huefner@assenagon.com

Impressum

Assenagon Asset Management S.A.
Aerogolf Center
1B, Heienhaff
L-1736 Senningerberg

Assenagon Asset Management S.A.
Zweigniederlassung München
Theresienhöhe 13 a
D-80339 München

Assenagon Schweiz GmbH
Paradeplatz 4
CH-8001 Zürich

Assenagon Client Service GmbH
Franziska-Bilek-Weg 9
D-80339 München

www.assenagon.com



Scan für App

Alle Informationen in dieser Darstellung beruhen auf sorgfältig ausgewählten Quellen, die für zuverlässig erachtet wurden, doch können die Assenagon S.A., Luxemburg, die Assenagon Asset Management S.A., Luxemburg und ihre Zweigniederlassungen sowie die Assenagon Schweiz GmbH, die Assenagon Client Service GmbH, München und die Assenagon GmbH, München (zusammen im Folgenden "Assenagon-Gruppe" genannt) deren Richtigkeit, Vollständigkeit oder Genauigkeit nicht garantieren. Jedwede Haftung und Gewähr aus dieser Darstellung wird deshalb vollständig ausgeschlossen und die Assenagon Gruppe übernimmt trotz sorgfältiger Zusammenstellung der Informationen u.a. keine Gewähr für deren Vollständigkeit, Richtigkeit, Aktualität und Verfügbarkeit.

Die Informationen in dieser Darstellung über Fondsprodukte, Wertpapiere und Finanzdienstleistungen wurden lediglich auf die Vereinbarkeit mit luxemburgischem und deutschem Recht geprüft. In einigen Rechtsordnungen ist die Verbreitung derartiger Informationen unter Umständen gesetzlichen Beschränkungen unterworfen. Die vorstehenden Informationen richten sich daher nicht an natürliche oder juristische Personen, deren Wohn- bzw. Geschäftssitz einer Rechtsordnung unterliegt, die für die Verbreitung derartiger Informationen Beschränkungen vorsieht. Natürliche oder juristische Personen, deren Wohn- bzw. Geschäftssitz einer ausländischen Rechtsordnung unterliegt, sollten sich über die besagten Beschränkungen informieren und diese entsprechend beachten.

Insbesondere richten sich die in dieser Darstellung enthaltenen Informationen weder an Staatsbürger aus Großbritannien oder den Vereinigten Staaten von Amerika und sind auch nicht als solche konzipiert.

Diese Darstellung stellt weder ein öffentliches Angebot noch eine Aufforderung zur Abgabe eines Angebotes zum Erwerb von Wertpapieren, Fondsanteilen oder Finanzinstrumenten dar. Eine Investmententscheidung bezüglich irgendwelcher Wertpapiere, Fondsanteile oder Finanzinstrumente sollte auf Grundlage der einschlägigen Verkaufsdokumente (wie z. B. Prospekt und Wesentlichen Anlegerinformationen, welche in deutscher Sprache am Sitz der Assenagon Asset Management S.A. oder unter www.assenagon.com erhältlich sind) erfolgen und auf keinen Fall auf der Grundlage dieser Darstellung. Alle in der Darstellung geäußerten Meinungen beruhen auf der Einschätzung der Assenagon-Gruppe zum ursprünglichen Zeitpunkt ihrer Veröffentlichung, ganz gleich, wann Sie diese Informationen erhalten, und können sich ohne Vorankündigung ändern. Die Assenagon-Gruppe behält sich deshalb ausdrücklich vor, in der Darstellung geäußerte Meinungen jederzeit und ohne Vorankündigung zu ändern. Die in dieser Darstellung aufgeführten Inhalte können zudem für bestimmte Investoren ungeeignet oder nicht anwendbar sein. Sie dienen daher lediglich der eigenverantwortlichen Informationsversorgung und Informationsbereitstellung und können eine individuelle Beratung nicht ersetzen.

Wert und Rendite der dargestellten Fondsprodukte, Wertpapiere und Finanzdienstleistungen können fallen und steigen und Anleger erhalten unter Umständen nicht den gesamten investierten Betrag zurück. Wertentwicklungen in der Vergangenheit sind kein Indikator für die zukünftige Wertentwicklung. Die Berechnung der Wertentwicklung von Fondsprodukten erfolgt nach der BVI-Methode, Simulationen erfolgen auf Basis historischer Renditen. Ausgabeaufschläge und individuelle Kosten wie Gebühren, Provisionen und andere Entgelte sind in dieser Darstellung nicht berücksichtigt und würden sich bei Berücksichtigung negativ auf die Wertentwicklung auswirken.

Die Assenagon-Gruppe kann andere Publikationen veröffentlicht haben, die den in dieser Darstellung vorgestellten Informationen widersprechen oder zu anderen Schlussfolgerungen gelangen. Diese Publikationen spiegeln dann andere Annahmen, Meinungen und Analysemethoden wider. Dargestellte Wertentwicklungen der Vergangenheit können nicht als Maßstab oder Garantie für eine zukünftige Wertentwicklung herangezogen werden. Eine zukünftige Wertentwicklung wird weder ausdrücklich noch implizit garantiert oder zugesagt.

Der Inhalt dieses Dokuments ist geschützt und darf ohne die vorherige schriftliche Genehmigung der Assenagon-Gruppe weder kopiert, veröffentlicht, übernommen oder für andere Zwecke in welcher Form auch immer verwendet werden. Dieses Dokument ist nur für den Gebrauch der Personen bestimmt, an welche es gerichtet ist. Es darf weder von anderen Personen verwendet werden, noch in Form von Veröffentlichung oder Weitergabe anderen Personen zugänglich gemacht werden.

Die steuerlichen Hinweise in dieser Darstellung sind nicht darauf gerichtet, verbindlichen steuerlichen Rechtsrat zu erteilen oder zu ersetzen und erheben nicht den Anspruch, alle etwa relevanten steuerlichen Aspekte zu behandeln, die im Zusammenhang mit dem Erwerb, dem Halten oder der Veräußerung von Fondsanteilen gegebenenfalls bedeutsam sein können. Die Ausführungen sind weder erschöpfend noch berücksichtigen sie etwaige individuelle Umstände bestimmter Anleger oder Anlegergruppen. Sie können eine einzelfallbezogene Beratung durch einen Steuerberater nicht ersetzen.

19. November 2013