
PRIIP-KID: Performance-Szenarien aktuell überarbeiteter RTS

Exemplarische quantitative Analysen für Produkte der
Kategorie 2

- *Dr. Stefan Graf*
 - +49 (731) 20 644-258 | s.graf@ifa-ulm.de | www.ifa-ulm.de
- *Ulm, Dezember 2016*

1 Kommentare zu den aktuell überarbeiteten RTS

Nach der Ablehnung der bisherigen „Regulatory Technical Standards“ (RTS) durch das Europäische Parlament, hat die Europäische Kommission den europäischen Aufsichtsbehörden („ESAs“) am 10.11.2016 eine überarbeitete Version der RTS vorgelegt. In dieser vorgeschlagenen Überarbeitung der RTS werden i.W. vier Punkte adressiert:

- Ergänzungen bzw. Vereinfachungen bei Produkten mit mehreren Anlageoptionen (sog. MOPs)
- Überarbeitung der Performance-Szenarien
- Auftrag an die ESAs zur Erarbeitung von Kriterien bzgl. der Anwendung des so genannten „comprehension alert“
- Modifizierte Darstellung des Kostenteils biometrischer Risikoprämien

Es ist ferner davon auszugehen, dass andere bisher diskutierte Punkte der abgelehnten RTS (wie z.B. die Berechnung von Transaktionskosten), die nicht direkt in der überarbeiteten Version adressiert sind, demnach auch in den neu zu erwartenden technischen Standards unverändert bestehen bleiben.

Im Folgenden wollen wir auf die Änderungsvorschläge, insbesondere bezüglich der Performance-Szenarien und deren quantitative Konsequenzen, kurz eingehen.

2 Vergleich der Performance-Szenarien der abgelehnten RTS und der nun überarbeiteten RTS

In den vom Europäischen Parlament abgelehnten technischen Standards wurden die Performance-Szenarien – das sogenannte „ungünstige“, „neutrale“ und „günstige“ Szenario – für Produkte der Kategorie 2 wie im Folgenden dargestellt definiert.

2.1 Performance-Szenarien in den abgelehnten RTS (Kategorie 2)

Basis für die vorgeschlagenen Performance-Szenarien ist dabei eine sogenannte Cornish-Fisher-Entwicklung mit der beispielsweise der Kurs S_T eines gewissen Assets nach T Jahren und N Handelszeitpunkten in diesen T Jahren auf Basis vergangener Renditen wie folgt ermittelt wird:

- „ungünstiges Szenario“

$$S_T = e^{\left(M_1 \cdot N - 0,5\sigma^2 \cdot N + \sigma\sqrt{N} \left(-1,28 + 0,107 \frac{\mu_1}{\sqrt{N}} + 0,0724 \frac{\mu_2}{N} - 0,0611 \frac{\mu_1^2}{N} \right) \right)}$$

- „neutrales“ Szenario

$$S_T = e^{\left(M_1 \cdot N - 0,5\sigma^2 \cdot N - \sigma \cdot \frac{\mu_1}{6}\right)}$$

- „günstiges“ Szenario

$$S_T = e^{\left(M_1 \cdot N - 0,5\sigma^2 \cdot N + \sigma \sqrt{N} \left(1,28 + 0,107 \cdot \frac{\mu_1}{\sqrt{N}} - 0,0724 \cdot \frac{\mu_2}{N} + 0,0611 \cdot \frac{\mu_1^2}{N}\right)\right)}$$

wobei

- M_1 die erwartete Rendite des Assets pro Handelsperiode
- σ die Volatilität des Assets pro Handelsperiode
- μ_1 die Schiefe der Renditen pro Handelsperiode
- μ_2 die Kurtosis der Renditen pro Handelsperiode

bezeichnet. Diese prognostizierten Kurse S_T können dann beispielsweise über $(S_T)^{\frac{1}{T}} - 1$ in zugehörige annualisierte Renditen umgerechnet werden.

Die genannten statistischen Maße werden den RTS folgend auf Basis historischer Renditen der letzten 5 Jahre geschätzt und dann in der Cornish-Fisher-Entwicklung als zukünftige Prognose für die unterschiedlichen Performance-Szenarien verwendet. Die Performance-Szenarien entsprechen dann dem 10%-, 50%- und 90%-Quantil des Kurses S_T in diesem Modell.

Betrachtet man ein typisches Fondsportfolio eines deutschen Lebensversicherungsunternehmens (hier exemplarisch 100 Investmentfonds), so ergeben sich auf Basis historischer Zeitreihen für eine empfohlene Haltedauer (RHP=recommended holding period) von 30 Jahren folgende Ergebnisse, wobei die Daten in Abb 1 aufsteigend auf Basis des jeweiligen neutralen Szenarios sortiert sind.

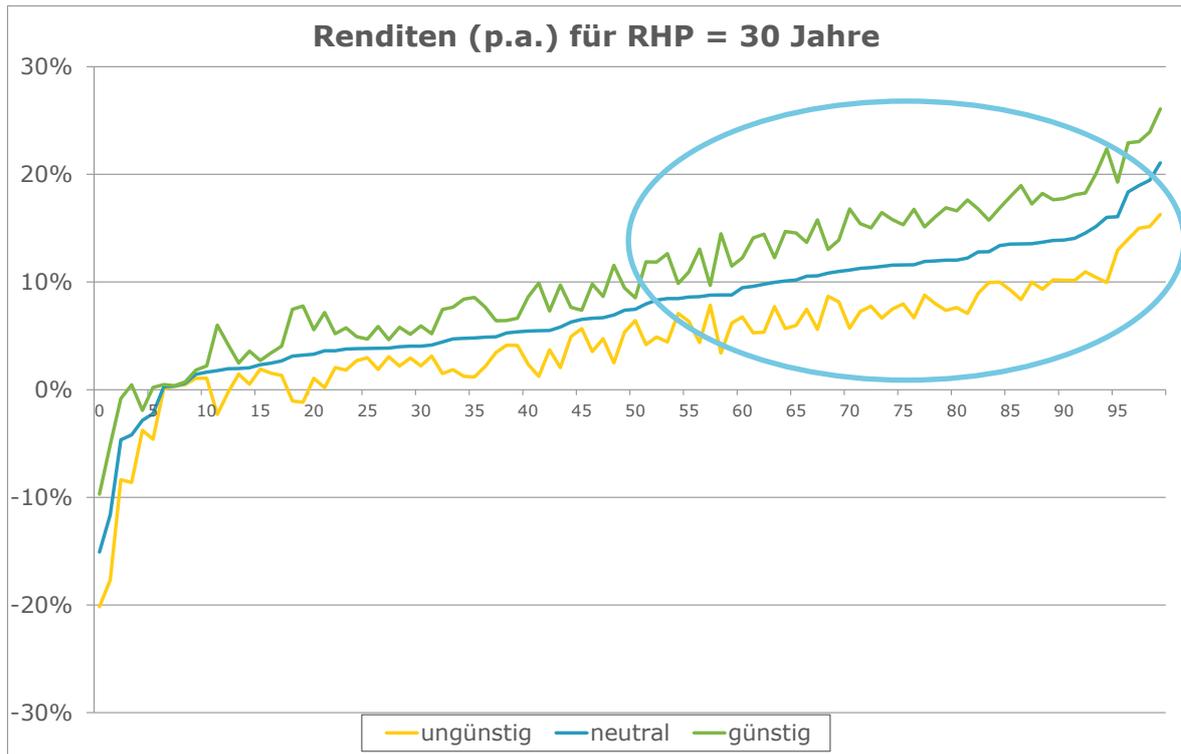


Abb 1 Annualisierte Renditen für eine empfohlene Haltedauer (RHP) von 30 Jahren (abgelehnte RTS)

Insbesondere fallen die für viele Fonds stark positiven Renditen des „ungünstigen“ Szenarios auf. Diese ggf. unplausiblen Ergebnisse waren ein wichtiger Grund, warum das Europäische Parlament die damalige Version der technischen Standards abgelehnt hat und um eine Verschiebung des Inkrafttretens der PRIIP-Verordnung bat.

2.2 Performance-Szenarien in den überarbeiteten RTS (Kategorie 2)

Die überarbeiteten RTS schlagen daher eine Änderung an der Berechnungsmethodik der Performance-Szenarien vor. Im Wesentlichen wird dabei die erwartete Rendite, die man auf Basis historischer Zeitreihen geschätzt hat, nun aus den zukünftigen

Projektionen eliminiert. Für Produkte der Kategorie 2 ergibt sich mit den obigen Bezeichnungen nun

- „ungünstiges Szenario“

$$S_T = e^{\left(\cancel{M_T \cdot N - 0,5\sigma^2 \cdot N} + \sigma\sqrt{N} \left(-1,28 + 0,107 \cdot \frac{\mu_1}{\sqrt{N}} + 0,0724 \cdot \frac{\mu_2}{N} - 0,0611 \cdot \frac{\mu_1^2}{N} \right) \right)}$$

- „neutrales“ Szenario

$$S_T = e^{\left(\cancel{M_T \cdot N - 0,5\sigma^2 \cdot N} - \sigma \cdot \frac{\mu_1}{6} \right)}$$

- „günstiges“ Szenario

$$S_T = e^{\left(\cancel{M_T \cdot N - 0,5\sigma^2 \cdot N} + \sigma\sqrt{N} \left(1,28 + 0,107 \cdot \frac{\mu_1}{\sqrt{N}} - 0,0724 \cdot \frac{\mu_2}{N} + 0,0611 \cdot \frac{\mu_1^2}{N} \right) \right)}$$

Zudem wurde ein verpflichtendes „4. Szenario“ – das sogenannte Stress-Szenario – hinzugefügt, womit im Wesentlichen unter Annahmen einer erhöhten Volatilität und unter Verwendung eines anderen Quantils¹ eine weitere Cornish-Fisher-Entwicklung ausgewertet wird. Ein derartiges Stressszenario ist in den abgelehnten RTS nur optional vorgesehen und daher lediglich bei entsprechender Notwendigkeit vom Anbieter anzufertigen.

¹ Für Produkte mit einer empfohlenen Haltedauer von mehr als drei Jahren wird hier dann das 5%-Quantil Anwendung finden.

Betrachtet man nun dieselben Investmentfonds wie in Abb 1 unter Verwendung dieser neu vorgeschlagenen Methodik, so ergibt sich folgendes Resultat:

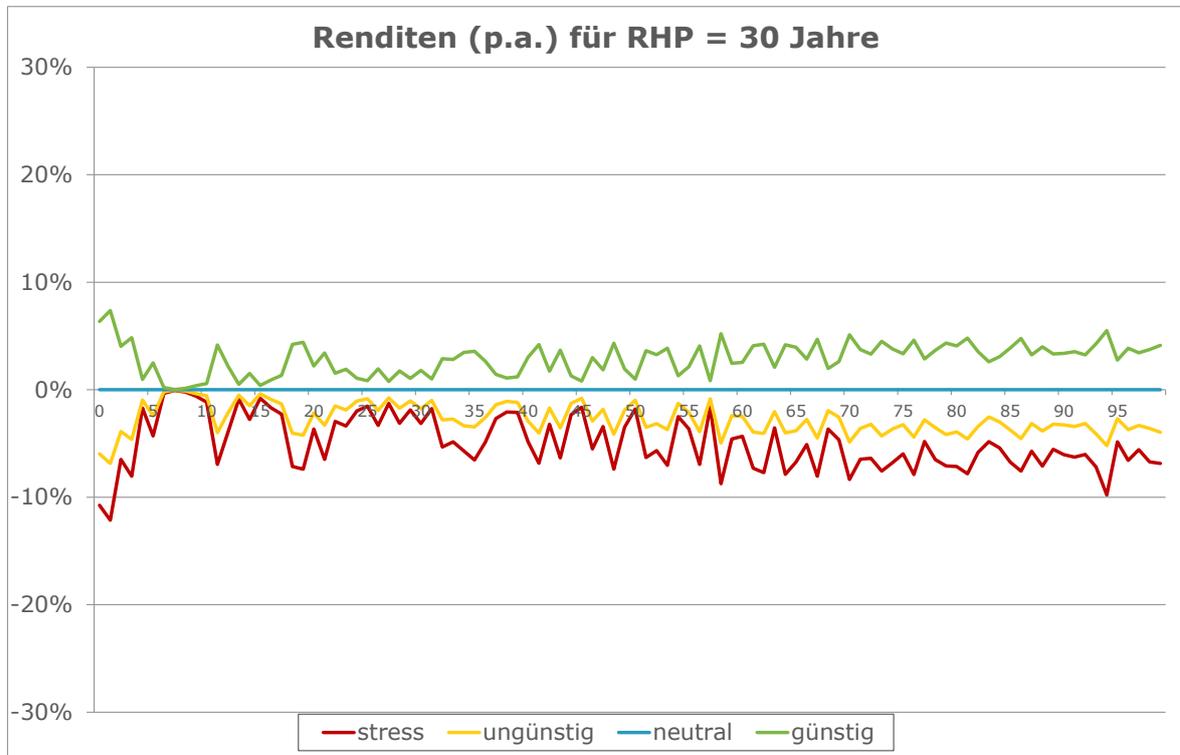


Abb 2 Annualisierte Renditen für eine empfohlene Haltedauer (RHP) von 30 Jahren unter Verwendung der aktuell überarbeiteten RTS

Damit scheint zwar das Problem der vermeintlich „zu hohen“ Renditen aus Abb 1 gelöst, allerdings erscheint es zumindest diskutabel dem Kunden nun Renditeerwartungen zu zeigen, bei denen er im Wesentlichen in zwei Szenarien eine negative Rendite, in einem Szenario eine Null-Rendite und in einem Szenario eine positive Rendite beobachten kann und somit eine tatsächliche Unterscheidung der Fonds recht schwierig erscheint.

Sofern fondsgebundene Versicherungen vom jeweiligen Anbieter unter Kategorie 2 behandelt werden, so ist somit Folgendes zu beachten: Unter Berücksichtigung der zusätzlichen Kosten auf Versicherungsebene werden mindestens drei von vier Szenarien negative Bruttobeitragsrenditen zeigen.