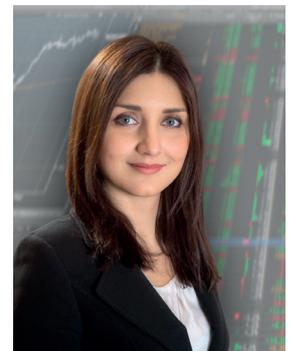


# MEINE SICHT

AUSGABE 11  
AUGUST / 2015

## SCR: MEHR FÜR WENIGER



Mag. Adriana Balu, CEFA  
Risk Manager

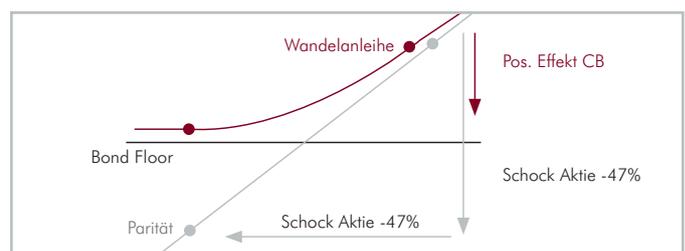
**D**ie Regulierung durch Solvency II hat erhebliche Auswirkungen auf die Versicherungsbranche und ist eine wesentliche Steuerungsgröße für Kapitalanlagen der Versicherer, die nur ein knappes SCR-Budget haben. Da der Bedarf an effizienten Produkten steigt, lohnt sich ein genauer Blick in die Assetklasse Wandelanleihen.

### WANDELANLEIHEN UNTER SOLVENCY II

Die Vorzüge von Wandelanleihen liegen in den, im Vergleich zu Alternativen mit vergleichbarem Risiko- und Renditepotenzial, deutlich niedrigeren regulatorischen Kosten. Hauptgrund dafür ist die Konvexität, wie die nebenstehende Abbildung zeigt.

Ist eine Wandelanleihe stark im Geld und somit nahe der Parität, verhält sich diese wie die zugrundeliegende Aktie. Auch wenn die Wandelanleihe in diesem Bereich eine Aktiensensitivität von nahe 100% aufweist, sind die Kapitalanforderungen niedriger als die der Aktie (derzeit 47% für OECD und 57% für Non-OECD). Umso mehr sich die Wandelanleihe zum Bond Floor bewegt, umso stärker weichen die Kapitalanforderungen im Vergleich zur Aktie ab. Diesen Vorteil zeigen wir anhand eines konkreten Beispiels. Die Aktie der Deutschen Post ist dem OECD Raum zuzuordnen und wird folglich mit einem Schock 47% belastet. Hingegen weist die Wandelanleihe mit einem Delta von 80% ein Kapitalerfordernis von nur 17% auf. Aufgrund des Deltas würde man jedoch eine Kapitalhinterlegung von 37% ( $0,8 \cdot 47$ ) erwarten. Somit zeigt sich, dass bei vorgegebenem Risikobudget über die Wandelanleihe mehr Aktienexposure allokiert werden kann, bzw. dass ein identisches Aktienexposure über die Wandelanleihe eine geringere Kapitalhinterlegung erfordert.

### GERINGERE KAPITALANFORDERUNGEN AUFGRUND DER KONVEXITÄT



Quelle: CONVERTINVEST

Besonders interessant erscheint das Modell bei der Bewertung der Kreditqualität. Aus Solvency Sicht sind Anleihen, die keine Ratings aufweisen, deutlich attraktiver als Anleihen aus dem High Yield Bereich. Während Non-Investmentgrade Papiere bereits mit einem Risikofaktor von 4,5% anzusetzen sind, ist für nicht geratete Anleihen ein Risikofaktor von 3% zu unterlegen. In diesem Zusammenhang bietet das europäische Wandelanleiheuniversum eine attraktive Auswahl an einsetzbaren Anleihen mit niedrigem SCR. So haben rund ein Drittel der Papiere Investmentgrade Qualität, weitere 30% sind nicht geratet.

### OPTIMIERUNG VON WANDELANLEIHEPORTFOLIOS NACH SOLVENCY

**E**s gibt bei Wandelanleihen demnach eine Reihe von Faktoren, die diese Assetklasse als vorteilhaft gegenüber Anleihen und/oder Aktien erscheinen lassen. Zur Optimierung des SCR innerhalb eines Wandelanleiheportfolios sehen wir:

- Investmentgrade und Non-Rated
- Moderates Delta mit höchstmöglicher Konvexität
- Kurze Duration

In der Strategie des CONVERTINVEST European Convertible & Bond Fund liegt der Fokus auf europäischen Wandelanleihen mit hoher Qualität und niedriger Duration (unter zwei Jahren). Der Fonds weist mit einem Delta von aktuell 30% einen SCR von nur 12% auf. Auch hier liegt dieser Wert deutlich unter dem erwarteten Kapitalerfordernis von 16% ( $47 \cdot 0,35$ ). Ebenso zeigt der Vergleich des Fonds mit anderen Wandelanleihefonds aufgrund seiner konservativeren Ausrichtung einen geringeren Risikokapitalbedarf.

### ÜBERSICHT CONVERTINVEST FONDS HINSICHTLICH SCR

	SCR	Delta	Performance* **
CONVERTINVEST European Convertible & Bond Fund	12%	30%	4,35%
CONVERTINVEST All-Cap Convertibles	20%	52%	11,05%
CONVERTINVEST International Convertibles	17%	43%	5%-7%

\*3 Jahre p.a., \*\*Performanceerwartung International Convertibles

Quelle: CONVERTINVEST

### SOLVABILITÄTSANFORDERUNGEN (SÄULE 1) NACH DER STANDARDFORMEL – EINE ÜBERSICHT

Hauptziele der bereits mehrmals novellierten Solvency II Rahmenrichtlinie sind die Stärkung des Versicherungsschutzes, die Schaffung einheitlicher Wettbewerbsstandards im Versicherungssektor sowie die Gewährleistung einer einheitlichen Aufsichtspraxis in Europa. Die Solvency II Richtlinien finden – abgesehen von einigen Ausnahmen – grundsätzlich auf alle Lebens-, Nichtlebens- und Rückversicherungsunternehmen mit Sitz in einem Mitgliedstaat Anwendung. Nach jahrelangen Verzögerungen im politischen Prozess hat die Umsetzungsfrist mit dem 31.03.2015 begonnen, das endgültige Inkrafttreten erfolgt mit dem 01.01.2016.

Das Solvency II Regelwerk basiert auf dem Drei-Säulen Ansatz.

#### SÄULE 1

- Qualitative Anforderungen an die Ausstattung mit Eigenmitteln (Solvency Capital Requirement, SCR)

#### SÄULE 2

- Qualitative Anforderungen an das Risikomanagement und die Unternehmenssteuerung (Governance-System)

#### SÄULE 3

- Markttransparenz und Berichtspflichten gegenüber Aufsicht und Öffentlichkeit

Quelle: Delegierte Verordnung 2015/35 vom 10.10.2014

Als Solvency Capital Requirement (SCR) wird jenes Kapital bezeichnet, das jegliche Risiken, denen ein Versicherungs- oder Rückversicherungsunternehmen ausgesetzt ist, berücksichtigt. Die Solvabilitätsanforderungen (Säule 1) decken folgende Module ab, wobei sich die einzelnen Module aus Untermodulen zusammensetzen.

- Marktrisiko
- krankenversicherungstechnisches Risiko
- lebensversicherungstechnisches Risiko
- nichtlebensversicherungstechnisches Risiko
- Kreditrisiko
- operationelles Risiko

Da Risiken untereinander korrelieren, werden diese Module mithilfe einer Korrelationsmatrix zu einem Kapitalerfordernis aggregiert. Dieses Kapitalerfordernis fällt jedoch aufgrund der berücksichtigten Korrelationen deutlich niedriger aus als die Summe der Einzelrisiken.

CorrMkt	Interest	Equity	Property	Spread	Currency	Concentration	Counter-cyclical premium
Interest	1						
Equity	A	1					
Property	A	0.75	1				
Spread	A	0.75	0.5	1			
Currency	0.25	0.25	0.25	0.25	1		
Concentration	0	0	0	0	0	1	
Counter-cyclical premium	0	0	0	0	0	0	1

Im "Downward Scenario" des Zinsmoduls nimmt "A" einen Wert von 0,5 an und im "Upward Scenario" einen Wert von 0.

Quelle: Delegierte Verordnung 2015/35 vom 10.10.2014

Die Berechnung des Gesamt-SCR wird mit Hilfe des sogenannten Look-Through-Approach durchgeführt. Dabei sind Einzeltitel als solche zu berücksichtigen und nicht nur der Net Asset Value des Fonds.

Nicht zuletzt aufgrund der Entwicklungen an den Finanzmärkten in den vergangenen Jahren wird dem Modul Marktrisiko eine große Bedeutung zugeschrieben. Ebenso wie das Gesamt-SCR ist das Modul so kalibriert, dass es einen 99,5% Value-at-Risk über einen Zeitraum eines Jahres abbildet.



Quelle: Delegierte Verordnung 2015/35 vom 10.10.2014

Die sechs Submodule errechnen die Veränderung der Basis eigenmittel. Zur Berechnung des Zins-, Spread- und Wechselkursrisikos werden sowohl positive als auch negative Effekte berücksichtigt. Das Ergebnis mit der höchsten negativen Auswirkung wird dann zum Schock herangezogen. Da der SCR per Definition selbst nicht negativ werden kann, wird ein negativ errechneter Wert auf Null gesetzt.

**ZINS MODUL**

Das Zinsrisiko wird definiert als die Veränderung der Basis eigenmittel bei einer Bewegung der Zero-Swap-Kurve nach oben und nach unten. Die Mindestverschiebung der Kurve beträgt jedoch in beide Richtungen 100 Basispunkte. Der betreffende Zins wird mit einem für jede Laufzeit vorgegebenen Faktor multipliziert. Die jeweilige Basiskurve wird von der EU-Versicherungsaufsichtsbehörde EIOPA (European Insurance and Occupational Pensions Authority) vierteljährlich auf der Homepage veröffentlicht.

**AKTIEN MODUL**

Beim Aktienrisiko geht man zunächst von einem Abschlag in vorgegebener Höhe (Basisszenario) für unterschiedliche Aktienpositionen aus. Für die Berechnung des Szenarios werden Aktien in zwei Gruppen unterteilt:

	OECD- und EWR-Aktien	Non-OECD
Schock	39%	49%
Anpassungsfaktor	max. ±10%	max. ±10%

Quelle: Delegierte Verordnung 2015/35 vom 10.10.2014

Informationen zur Höhe des Anpassungsfaktors stellt EIOPA auf der Homepage monatlich zur Verfügung.

**IMMOBILIEN MODUL**

In dieses Modul fallen Grundstücke und Gebäude oder Beteiligungen. Nicht berücksichtigt werden Beteiligungen an Immobilienmanagement- und -entwicklungsgesellschaften sowie Beteiligungen mit Fremdkapital. Diese werden wie Equity behandelt. Der Schock beträgt 25% auf den Marktwert.

**WÄHRUNGS MODUL**

Im Währungs-Modul wird die Veränderung der Basis eigenmittel, die sich durch eine sofortige Aufwertung bzw. Abwertung dieser Fremdwährung um 25% gegenüber der lokalen Währung ergibt, berechnet. Zwischen einigen Währungen sind jedoch separate Schocks vorgesehen.

**SPREAD MODUL**

Das Spread Modul ist eine Funktion des Ratings und der Duration. Betroffen sind insbesondere Unternehmensanleihen mit und ohne eingebetteten Optionen, Hochzinsanleihen, nachrangige Zinspapiere, hybride Anleihen, Structured-Finance-Produkte und Spread-Derivate. Anleihen von EWR-Staaten in Landeswährung, der Zentralbanken und multilateraler Entwicklungsbanken finden hier keine Berücksichtigung, da man davon ausgehen kann, dass das Ausfallrisiko sehr niedrig ist.

**KONZENTRATION MODUL**

Bei Einzeltiteln mit einem Exposure von mehr als 3% werden spezielle Anforderungen wirksam. Government Bonds von Staaten aus dem EWR in lokaler Währung, von der EZB oder von multilateralen Banken bekommen kein SCR. Government Bonds anderer Staaten in lokaler Währung bekommen gesonderte Schocks.

**DISCLAIMER****MARKETINGMITTEILUNG NUR FÜR INSTITUTIONELLE INVESTOREN****RECHTLICHE HINWEISE:**

Dieses Dokument ist eine ausschließlich an institutionelle Anleger gerichtete Marketingmitteilung, deren Inhalte sind nicht für Privatkunden geeignet. Alle im Dokument enthaltenen Daten beruhen auf den jeweils angegebenen Stichtagen; sofern nicht gesondert angegeben, gilt der auf der Titelseite ersichtliche Stichtag. CONVERTINVEST wird als Wertpapierfirma gemäß § 3 Wertpapieraufsichtsgesetz 2007 (WAG 2007) von der Finanzmarktaufsicht (FMA) beaufsichtigt.

Hierbei handelt es sich um eine Marketingmitteilung. Dieser Bericht ist ausschließlich zur Verteilung an institutionelle Investoren zulässig und unter keinen Umständen gültig für Privatkunden. Sofern von institutionellen Performancezahlen die Rede ist, handelt es sich dabei um die Nettofondperformance zuzüglich einer angenommenen Retrozession von 50BP (Berechnungsmethode auf Anfrage). Die individuellen Retro-zessionsvereinbarungen können davon abweichen, daher ist die angeführte institutionelle Performance nur als Beispiel und nicht als individueller Performanceausweis zu sehen. Wertpapierdienstleistungen sind in der Regel mit zusätzlichen Kosten verbunden, die die Performance negativ beeinflussen. Der einmalige Ausgabeaufschlag von bis zu 5% je nach Fonds und individuelle Kosten wie beispielsweise Gebühren, Provisionen und andere Entgelte von Dritten sind in der Darstellung nicht berücksichtigt und würden sich bei Berücksichtigung negativ auf die Wertentwicklung auswirken.

Dieses Dokument stellt keine Anlageanalyse, kein Angebot und keine Einladung zur Zeichnung oder zum Kauf von Fondsanteilen des CONVERTINVEST European Convertible & Bond Fund oder des CONVERTINVEST All-Cap Convertibles Fund oder des CONVERTINVEST Global Convertible Properties oder des CONVERTINVEST International Convertibles oder eines anderen Finanzinstruments dar. Weder dieses Dokument noch die darin enthaltenen Informationen können die Grundlage eines (Anlageberatungs-)Vertrages oder das Auslösen eines Dauerschuldverhältnisses bilden. Dieses Dokument wurde von CONVERTINVEST erstellt und basiert auf Daten und Informationen, die öffentlich erhältlich sind. Die in diesem Dokument enthaltenen Informationen stammen von Quellen (insbesondere Tipas, Semper Constantia Invest GmbH/Semper Constantia Privatbank AG, Carl Spängler KAG/State Street Bank GmbH, Raiffeisen Kapitalanlage GmbH/Raiffeisen Bank International AG, 3Banken-Generali Investment-GmbH/BKS Bank AG, EXANE, UBS, Thomson Reuters, Bloomberg und Deutsche Bank), die nach Ansicht von CONVERTINVEST verlässlich sind, jedoch kann CONVERTINVEST keine Gewähr für die Genauigkeit und Vollständigkeit dieser Informationen übernehmen.

Der Prospekt und das KIID (sowie allfällige Änderungen) wurden entsprechend den Bestimmungen des InvFG 2011 in der jeweils geltenden Fassung im „Amtsblatt zur Wiener Zeitung“ veröffentlicht und stehen in deutscher Sprache am Sitz der KAG Raiffeisen Kapitalanlage GmbH/3Banken-Generali Investment-GmbH und am Sitz der Depotbank Raiffeisen Bank International AG/BKS Bank AG, als Datei im pdf-Format auf der Homepage der KAG ([www.rcm.at/](http://www.rcm.at/) / [www.3bg.at/](http://www.3bg.at/)) zur Verfügung. Das genaue Datum der jeweils letzten Veröffentlichung sowie allfällige weitere Abholstellen sind auf der Homepage der KAG ersichtlich. Diese Unterlage dient als zusätzliche Information für ausschließlich institutionelle Anleger und basiert auf dem Wissensstand der mit der Erstellung betrauten Personen zum Redaktionsschluss. Die Analysen und Schlussfolgerungen sind genereller Natur und berücksichtigen nicht die individuellen Bedürfnisse der institutionelle Anleger hinsichtlich Ertrag, steuerlicher Situation oder Risikobereitschaft. Die Wertentwicklung der Vergangenheit lässt keine verlässlichen Rückschlüsse auf die zukünftige Entwicklung eines Fonds zu.

Alle Daten und Informationen wurden mit größter Sorgfalt nach den zum Stichtag aktuellsten vorhandenen Daten zusammengestellt und überprüft. Eine Haftung oder Garantie für die Richtigkeit und Vollständigkeit der Informationen kann nicht übernommen werden.

Die Vervielfältigung von Informationen oder Daten dieser Unterlage ist nicht ohne vorherige Genehmigung durch CONVERTINVEST gestattet.

**Unsere Publikumsfonds, zum Vertrieb zugelassen in Deutschland, Österreich, Schweiz, Frankreich:**

CONVERTINVEST European Convertible & Bond Fund (T)	AT000674999 (nicht zugelassen in Frankreich)
CONVERTINVEST European Convertible & Bond Fund (A)	AT000674981
CONVERTINVEST European Convertible & Bond Fund (VT)	AT0000A0LVR7

**Unsere Publikumsfonds, zum Vertrieb zugelassen in Deutschland und Österreich:**

CONVERTINVEST All Cap Convertibles Fund (T)	AT0000A09008
CONVERTINVEST All Cap Convertibles Fund (A)	AT0000A08Y62
CONVERTINVEST All Cap Convertibles Fund (VT)	AT0000A09016
CONVERTINVEST Global Convertible Properties (T)	AT0000A14J55
CONVERTINVEST Global Convertible Properties (A)	AT0000A14J48
CONVERTINVEST International Convertibles (T)	AT0000A1AMW7
CONVERTINVEST International Convertibles (A)	AT0000A1AMV9
CONVERTINVEST International Convertibles (VT)	AT0000A1AMX5

CONVERTINVEST Financial Services GmbH  
Liebermannstraße F03/401, A-2345 Brunn am Gebirge  
Internet: [www.convertinvest.com](http://www.convertinvest.com)

E-Mail: [office@convertinvest.com](mailto:office@convertinvest.com)  
Tel: 43 2252 25 99 79 – 0, Fax: DW: 29

Firmenbuch: FN 214338 d Firmenbuchgericht: LG Wr. Neustadt

Aufsichtsbehörde: Finanzmarktaufsicht, A-1090 Wien, Otto-Wagner-Platz 5, Tel. +43 (0)1 249 59 - 3202, [www.fma.gv.at](http://www.fma.gv.at)

APR 2015