QC • PARTNERS QuartalsUpdate

INNOVATION.VALUE.RISKMANAGEMENT

Februar 2020 – Mai 2021 | Der gefürchtete Mai bringt die Volatilität zurück! **15. Mai 2021**

Auf die Ruhe folgte der Wind. So lassen sich die vergangenen drei Monate seit dem letzten Quartalsbericht zusammenfassen. Ob jetzt ein Sturm daraus wird, bleibt abzuwarten. Der April war an Ruhe auf dem Börsenparkett kaum zu überbieten. Der DAX schwankte den ganzen Monat über in einer engen Handelsspanne von knapp 500 Punkten – zwischen 15.501 Punkten auf der Oberseite und 15.032 Punkten auf der Unterseite. Doch mit dem von vielen Anlegerinnen und Anlegern gefürchteten Mai kamen die Schwankungen zurück. Und mit ihnen der Sturz unter die 15.000 Punkte Marke. Zwei Themen bewegen die Börsen aktuell: Die Berichtssaison und die Inflationserwartungen.

Berichtssaison

Die Berichtssaison verlief in den unterschiedlichen Regionen und Branchen höchst divergent. Nachdem die Gewinne der 30 DAX-Unternehmen Covid-19 bedingt auf den tiefsten Stand seit dem Jahr 2010 gefallen waren, nahm die Erholung im ersten Quartal Fahrt auf. Trotz der aktuellen Erholung liegen die 12-Monats-Gewinne jedoch noch immer 50% unter dem bisherigen Rekordhoch aus dem Jahr 2018.

Abb. 1: DAX: Gewinne je Aktie; 30.12.1999 – 12.05.2021

Dagegen konnten die im NASDAQ 100 gelisteten Tech-Werte, viele davon Gewinner der Covid-19 Pandemie, ihre Gewinne auch im ersten Quartal des laufenden Jahres weiter steigern. Zuletzt lagen die Gewinne hier 15% höher als vor dem Ausbruch der Pandemie.

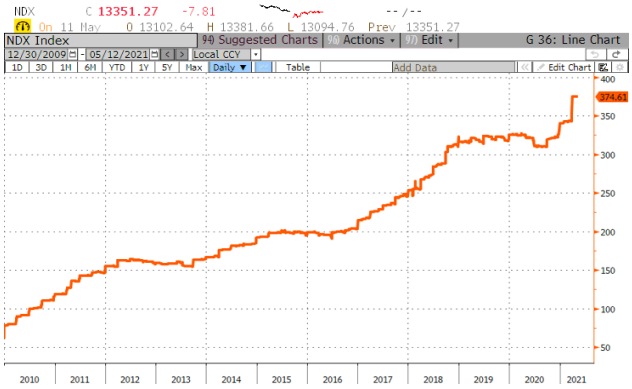

Abb. 2: NASDAQ 100: Gewinne je Aktie; 30.12.1999 – 12.05.2021

Wie groß die Divergenzen innerhalb eines Staates sein können, zeigt der Vergleich mit den Small- und Mid-Caps des Russell 2000. Die 2000 hier notierten Unternehmen schafften im ersten Quartal zwar die Rückkehr in den Gewinn-Bereich, von früheren Rekordgewinnen sind sie jedoch weiterhin weit entfernt.

Abb. 3: Russell 2000: Gewinne je Aktie; 30.12.1999 – 12.05.2021

Bleibt noch ein Blick nach Asien: Obwohl sich China besonders schnell von der Covid-19 Pandemie erholt hat, haben die chinesischen Unternehmen, deren H-Shares im Hang Seng Index notiert sind, bisher erst 40% ihres Gewinnrückgangs aufgeholt.

Abb. 4: Russell 2000: Gewinne je Aktie; 30.12.1999 – 12.05.2021

Aktien-Bewertungen

Zwangsläufig schließt sich an die Frage nach der Gewinnentwicklung die Frage nach der Bewertung an. Durch die Erholung der Gewinne und die jüngsten Kursverluste hat sich das auf Basis der historischen Gewinne ermittelte Kurs/ Gewinn-Verhältnis beim DAX halbiert, liegt mit 32 jedoch weiterhin deutlich oberhalb der historischen Werte.

Abb. 5: DAX: historisches Kurs/ Gewinn-Verhältnis; 30.12.2009 – 13.05.2021

Für die zukünftige Gewinnentwicklung bleiben Anleger und Analysten optimistisch gestimmt. Im Konsens trauen sie den 30 DAX-Unternehmen eine zügige Fortsetzung der Gewinnerholung zu. Die Mehrheits-Erwartung ist hier ganz klar ein neues Rekordhoch. Auf der Basis dieses erwarteten Rekordgewinns ist das zukünftige Kurs/ Gewinn-Verhältnis mit gut 15 zwar nicht billig, allerdings auch nicht komplett außerhalb der historischen Bandbreite.

Abb. 6: DAX: erwartetes Kurs/ Gewinn-Verhältnis; 30.12.2009 – 13.05.2021

Interessant ist der Blick auf die Bewertung des NASDAQ 100. Denn die Aktienkurse sind hier deutlich schneller gestiegen als die Gewinne. Und das führt dazu, dass das Kurs/ Gewinn-Verhältnis trotz der neuen Rekordgewinne deutlich oberhalb der historischen Spanne liegt.

QC • PARTNERS
INNOVATION.VALUE.RISKMANAGEMENT

Abb. 7: NASDAQ: historisches Kurs/ Gewinn-Verhältnis; 30.12.2009 – 13.05.2021

Beim Small- und Mid-Cap Index Russell 2000 liegt das historische Kurs/ Gewinn-Verhältnis aufgrund der zuletzt kaum vorhandenen Gewinne bei mehr als 300. Allerdings trauen Anleger und Analysten den kleineren US-Unternehmen eine Verzehnfachung (!) ihrer Gewinne zu. Als Folge daraus liegt das zukünftig erwartete Kurs/ Gewinn-Verhältnis mit 31 mittlerweile wieder im Bereich der historischen Normalität.

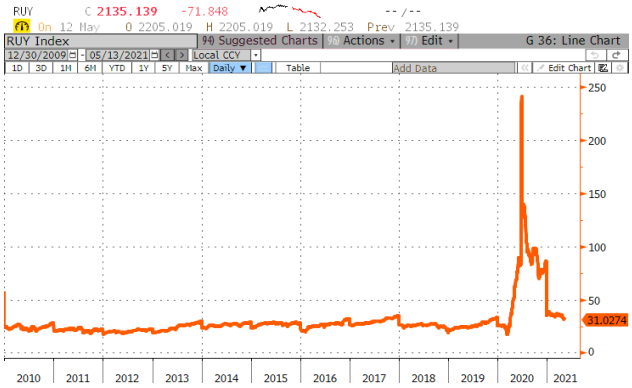

Abb. 8: Russell 2000: erwartetes Kurs/ Gewinn-Verhältnis; 30.12.2009 – 13.05.2021

Auch hier bleibt abschließend der Blick nach Asien. Mit einem historischen Kurs/ Gewinn-Verhältnis von 13 und einem erwarteten Kurs/ Gewinn-Verhältnis von 12 finden wir beim Hang Seng Index nicht nur die niedrigsten Bewertungen, sondern auch die Bewertungen, die am wenigsten von historischen Durchschnitten abweichen.

Abb. 9: Hang Seng Index: historisches Kurs/ Gewinn-Verhältnis; 30.12.2009 – 13.05.2021

Abb. 10: Hang Seng Index: erwartetes Kurs/ Gewinn-Verhältnis; 30.12.2009 – 13.05.2021

Aktien-Performance

Mindestens genauso interessant wie der Vergleich von Gewinnentwicklung und Bewertungen ist der Vergleich der Index-Performance. Auch hier sind die Divergenzen riesig. Keiner der angesprochenen Indizes konnte mit dem Tempo des DAX Schritt halten. Während der DAX trotz der jüngsten Turbulenzen nicht all zu weit unter seinen Allzeithochs notiert, ging es für die übrigen Indizes in den drei Monaten seit dem letzten Quartalsbericht bergab. Dabei liegt die Performance-Differenz des NASDAQ 100 zum DAX bei 12%, bei den beiden asiatischen Indizes sind es jeweils 17%.

QC • PARTNERS
INNOVATION.VALUE.RISKMANAGEMENT

Abb. 13: Nikkei Stock Average Volatility Index: Kursentwicklung; 30.09.2020 – 13.05.2021

Inflation

Ein großer Teil dieses Volatilitätsanstieges ist auf das zweite große Thema, den Anstieg der Inflationserwartung, zurückzuführen. Dieser Anstieg ist in den USA besonders ausgeprägt. Hier liegt die Inflationserwartung für die kommenden 5 Jahre mittlerweile bei gut 2,7% und damit so hoch wie zuletzt vor 15 Jahren, im Jahr 2006.

Abb. 14: USA: Inflationserwartung 5 Jahre; 01.01.2000 – 13.05.2021

Dabei ist die Inflation längst nicht mehr nur in der Erwartung vorhanden. In den letzten 12 Monaten lag die Teuerungsrate in den USA bei 4,2%, dem höchsten Stand seit 2008. Dabei muss allerdings berücksichtigt werden, dass die Teuerungsrate vor 12 Monaten – Covid-19 bedingt – rückläufig war. Ob die Inflation tatsächlich dauerhaft hoch bleibt oder wir – wie von der FED erwartet – nur eine Phase höherer Inflation erleben, das müssen die kommenden Monate zeigen.

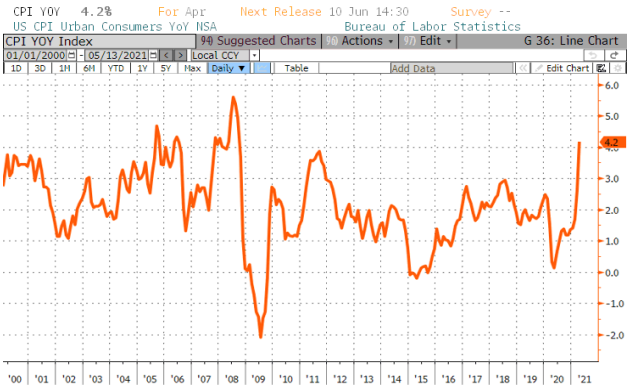

Abb. 15: USA: Inflation im Jahresvergleich; 01.01.2000 – 13.05.2021

In Deutschland ist zwar ebenfalls eine anziehende Inflationserwartung zu beobachten, allerdings sind sowohl das Ausmaß des Anstieges als auch der Erwartungswert hier deutlich weniger ausgeprägt als auf der anderen Seite des Atlantiks.

Abb. 16: Deutschland: Inflationserwartung 5 Jahre; 01.01.2009 – 13.05.2021

Dennoch ist auch in Deutschland ein Anstieg der Verbraucherpreise zu sehen. Zuletzt lag dieser im Jahresvergleich bei 2% und damit exakt im Ziel-Band der Europäischen Zentralbank.

QC • PARTNERS
INNOVATION.VALUE.RISKMANAGEMENT

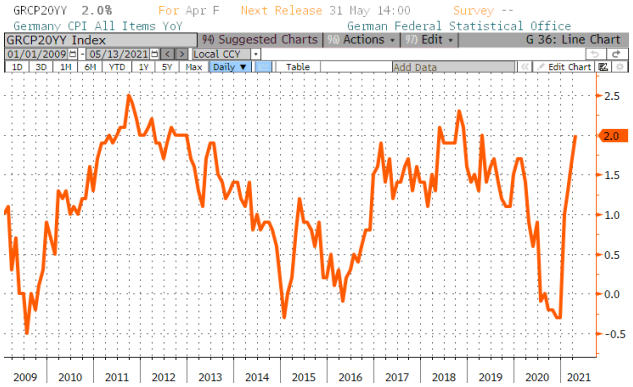

Abb. 17: Deutschland: Inflation im Jahresvergleich; 01.01.2009 – 13.05.2021

Lediglich in Japan stehen Inflation und anziehende Inflationserwartungen weiterhin nicht auf der Agenda. Hier hat sich die Erwartung zuletzt im Bereich der Null-Linie eingependelt.

Abb. 18: Japan: Inflationserwartung 5 Jahre; 01.01.2009 – 13.05.2021

Zinsentwicklung

Problematisch sind die höheren Inflationserwartungen für die Börsen deshalb, weil sie bereits zum jetzigen Zeitpunkt mit deutlichen Zinsanstiegen einhergehen. Höhere Zinsen verteuern zum einen die Finanzierungskosten der Unternehmen. Zum anderen werden Anleihen – zumindest in den USA – wieder zu einer echten Alternative zu Aktien. Die Zeit der Alternativlosigkeit der Aktie geht damit zu Ende. Auch die Staaten leiden unter dem Zinsanstieg. Für die zur Finanzierung der Covid-19 Konjunkturpakete zu begebenden Anleihen fallen damit deutlich höhere Zinskosten an.

Parallel zum Anstieg der Inflationserwartung fällt dieser Zinsanstieg bisher in den USA deutlich stärker aus als in der Eurozone und in Japan. Sowohl in den USA als auch in der Eurozone sind längere Laufzeiten besonders stark betroffen.

In den USA kletterte die Rendite 30-jähriger Tresuries bis auf 2,51%, den höchsten Stand seit August 2019. Dies ist ein Anstieg um 1,82% im Vergleich zum Tiefstand aus dem März letzten Jahres.

Abb. 19: USA: Rendite 30-jähriger Staatsanleihen; 01.01.2019 – 13.05.2021

In Deutschland ist das Bild ähnlich. Mit einem Spitzenwert von 0,47% rentieren 30-jährige Bundesanleihen sogar so hoch wie seit Mai 2019 nicht mehr. Der Zinsanstieg seit dem Pandemie-Tief im März 2020 summiert sich damit auf etwas mehr 1%.

Abb. 20: Deutschland: 30-jährige Staatsanleihen; 01.01.2019 – 13.05.2021

Durch den Zinsanstieg hat sich auch die Attraktivität von Anleihen deutscher Bundesländer weiter erhöht. Die Renditeaufschläge sind bei diesen Anleihen relativ konstant. Hier rentieren mittlerweile bereits 8-jährige Laufzeiten auf der Null-Linie. 20-jährige-Papiere werden hier bereits mit knapp 0,6% positiver Rendite gehandelt.

QC • PARTNERS
INNOVATION.VALUE.RISKMANAGEMENT

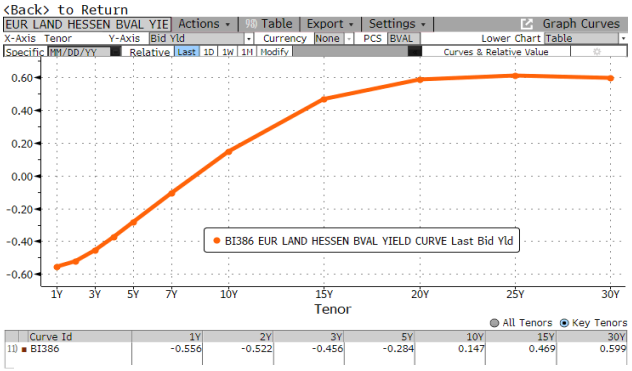

Abb. 21: Hessen: Rendite; Stand 13.05.2021

Doch in der Eurozone sind die steigenden Zinsen nicht der einzige Faktor, der die Finanzierung von Staatsschulden verteuert. Gleichzeitig steigen die Renditeaufschläge anderer Euro-Staaten relativ zu Deutschland wieder an. Mit Griechenland und Italien müssen die ersten beiden Staaten für 10-jährige Laufzeiten wieder etwas mehr als 1% Zinsen bezahlen. 30-jährige italienische Staatsanleihen rentieren jetzt wieder bei knapp über 2%. Mittlerweile ist Deutschland der einzige Staat der Eurozone, der sich bei 10-jährigen Laufzeiten mit negativen Zinsen verschulden kann.

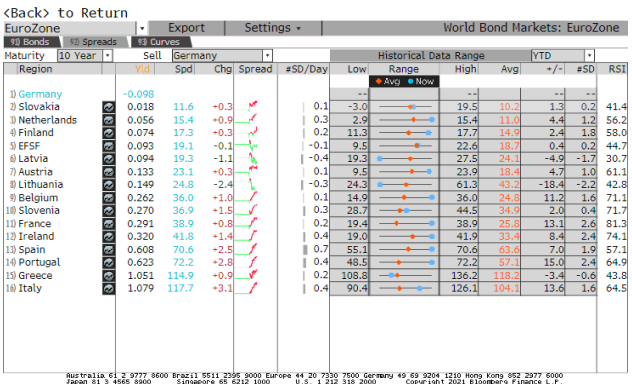

Abb. 22: Eurozone: Renditen 10-jähriger Staatsanleihen und Spreads vs. Deutschland; Stand 13.05.2021

In der langfristigen Betrachtung liegen die Renditespreads zwar weiterhin auf niedrigem Niveau, wie ein Vergleich 10-jähriger Portugal-Anleihen mit 10-jährigen Bundesanleihen zeigt.

Abb. 23: 10-jährige Portugal-Anleihen vs. 10-jährige Deutschland Anleihen: Rendite; 30.12.2009 – 13.05.2021

Eine isolierte Betrachtung des laufenden Kalenderjahres zeigt dennoch eine Spread-Ausweitung um 0,24%, die die Refinanzierung für den portugiesischen Staat zusätzlich zum allgemeinen Zinsanstieg verteuert.

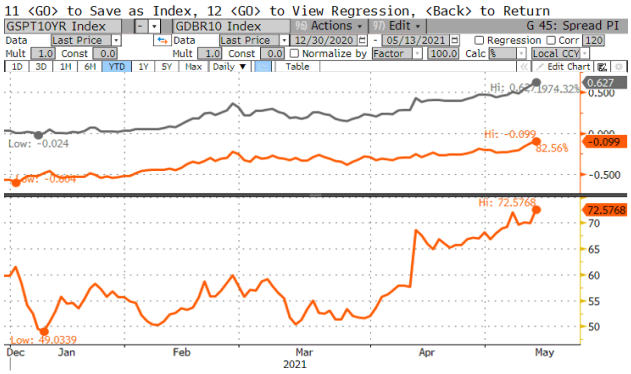

Abb. 24: 10-jährige Portugal-Anleihen vs. 10-jährige Deutschland Anleihen: Rendite; 30.12.2021 – 13.05.2021

Bei besonders langlaufenden Anleihen führt die Kombination aus Zins- und Spread-Anstieg naturgemäß zu den höchsten Verlusten. Besonders deutlich ist das bei den Anleihen aus dem sogenannten Club 100 zu sehen, also Anleihen mit Laufzeiten von 100 Jahren. So liegt der Drawdown der 2120 fälligen Österreich-Anleihe mittlerweile bei etwa 40%.

QC • PARTNERS
INNOVATION.VALUE.RISKMANAGEMENT

Abb. 25: 2120 fällige Österreich-Anleihe: Kurs; 30.06.2020 – 13.05.2021

Diese Kombination aus Zins- und Spread-Anstieg hat ausgereicht, um die Europäische Zentralbank auf den Plan zu rufen. Seit April hat die EZB ihre wöchentlichen Käufe im Rahmen des Pandemieprogramms erhöht, um höheren Finanzierungskosten entgegenzutreten. Zwar hat das wöchentliche Volumen bisher nicht die Spitzenwerte aus dem Mai des vergangenen Jahres erreicht, weitere Renditeanstiege werden jetzt jedoch zum Härtest für die EZB, so dass ein Erreichen der Spitzen-Volumina nicht ausgeschlossen ist.

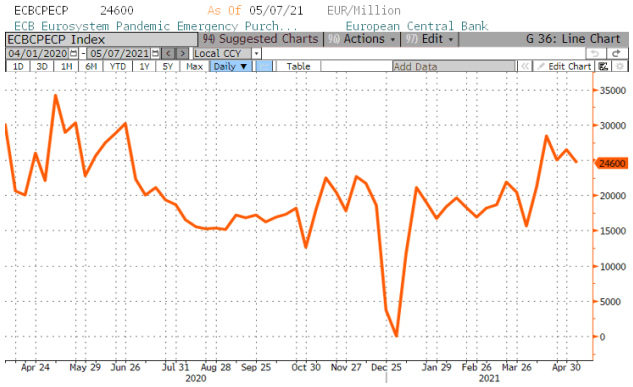

Abb. 26: wöchentliche Käufe EZB Pandemie-Kaufprogramm in Mio EUR

Portfolio

Im Portfolio unseres Publikumsfonds QCP PremiumIncome wurde die antizyklische Allokation sowohl auf der Aktien- als auch auf der Rentenseite fortgesetzt.

Auf der Aktienseite bedeutet antizyklische Allokation zum einen eine antizyklische Steuerung des Investitionsgrades. Dieser wurde im laufenden Kalenderjahr innerhalb eines symmetrischen Korridors um den durchschnittlichen Investitionsgrad von 150% gesteuert. Dabei wurde der Investitionsgrad in volatilitätsärmeren Phasen wie im April zurückgefahren und anschließend mit den zunehmenden Volatilitäten im Mai wieder erhöht.

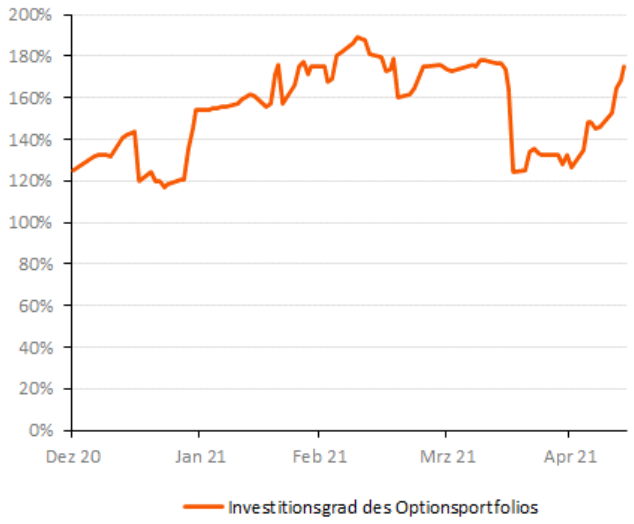

Abb. 27: QCP PremiumIncome: Investitionsgrad des Optionsportfolios; 30.12.2020 – 13.05.2021

Gleichzeitig bewegt sich das maximale Risiko des Optionsportfolios weiterhin in einem sehr engen Rahmen. Aufgrund der Collar-Strategie bleibt das maximale Risiko zu jedem Zeitpunkt – unabhängig von der Heftigkeit eines Einschlags an den Börsen – auf die Summe der Differenzen zwischen den oberen und unteren Basispreisen der einzelnen Collar begrenzt. Aktuell liegt das maximale Risiko hier bei etwa 7%.

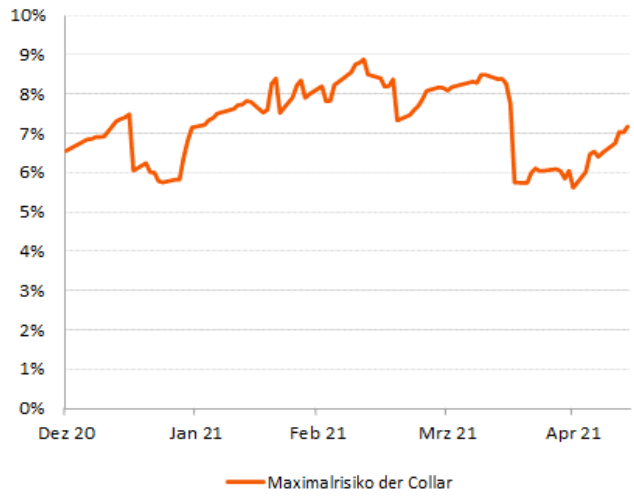

Abb. 28: QCP PremiumIncome: Maximalrisiko der Collar; 30.12.2020 – 13.05.2021

Dabei wurden bei der Optionsallokation weiterhin Indizes mit höheren Drawdowns und höheren impliziten Volatilitäten bevorzugt. So wurden im laufenden Kalenderjahr mit Collars auf den NASDAQ 100 die höchsten Optionsprämien erzielt. Aktuell sind Collar auf den Nikkei 225 am höchsten gewichtet. In der regionalen Auswertung lieferten Collar aus US-amerikanischen Indizes seit Jahresbeginn die höchsten Performancebeiträge.

QC • PARTNERS
INNOVATION.VALUE.RISKMANAGEMENT

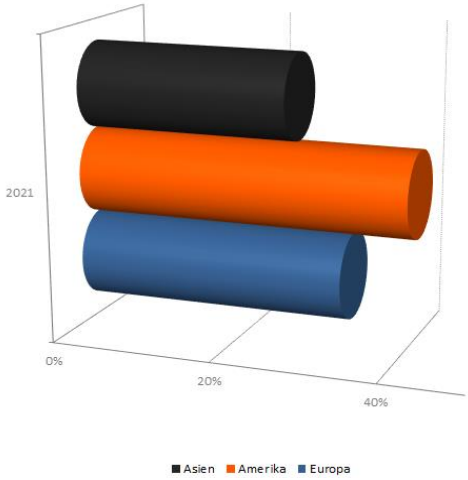

Abb. 29: QCP PremiumIncome: Prämieneinnahme nach Regionen; 01.01.2021 – 12.05.2021

Durch den jüngsten Volatilitätsanstieg sowie die gleichzeitig erhöhte Prämieneinnahme erreichten die Optionsprämien im Portfolio erstmals seit Oktober letzten Jahres wieder die Schwelle von 1%. Diese sind gleichbedeutend mit dem Performancepotential, das das Optionsportfolio perspektivisch rein durch das Vergehen von Zeit verdienen kann. Ein Kursanstieg ist dazu nicht erforderlich. Dieses Potential kann auch im stagnierenden Markt vereinnahmt werden. Weitere Handelsaktivitäten wie der Verkauf zusätzlicher Collar oder Prolongationen von bestehenden Positionen sind in dieser Zahl nicht berücksichtigt.

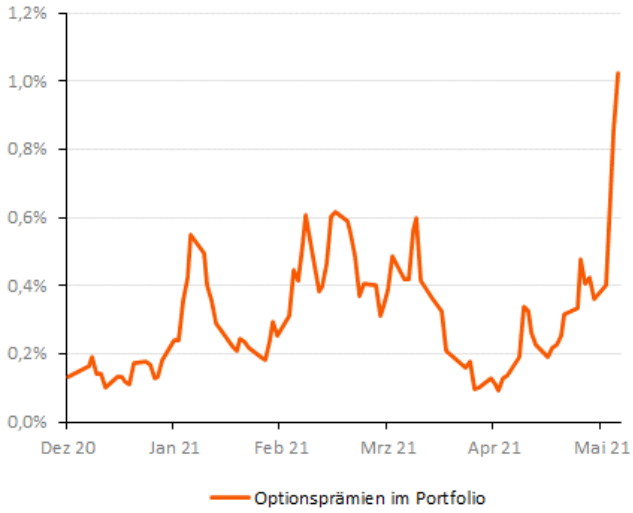

Abb. 30: QCP PremiumIncome: Optionsprämien im Portfolio; 01.01.2021 – 13.05.2021

Das Rentenportfolio besteht weiterhin zum Großteil aus Anleihen deutscher Bundesländer. Die durchschnittliche p.a. Rendite dieser Anleihen liegt mittlerweile im Bereich der Null-Linie, die durchschnittliche Restlaufzeit bei knapp acht Jahren.

Die Duration des Rentenportfolios wird weiterhin über das im letzten Quartalsbericht ausführlich vorgestellte Future-Handelsmodell gesteuert. Per Saldo wurde die Duration sowohl im laufenden Kalenderjahr als auch in den drei Monaten seit dem letzten Quartalsbericht mit den steigenden Zinsen verlängert.

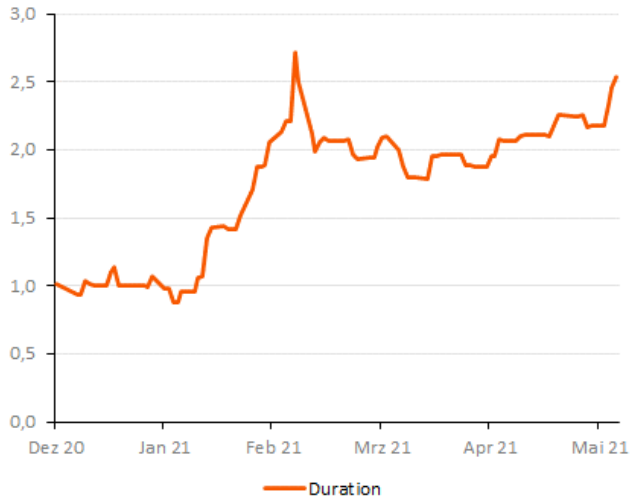

Abb. 31: Duration QCP PremiumIncome; 30.12.2020 – 13.05.2021

Zur Verlängerung der Duration wurden im fallenden Rentenmarkt sukzessive short-BOBL- und short-BUND-Future Kontrakte geschlossen. Dabei wurde bei jedem einzelnen Schließen ein Gewinn realisiert.

In der Summe ist das Rentenportfolio damit zum jetzigen Zeitpunkt unter mehreren Aspekten attraktiver aufgestellt als in der Vergangenheit: Zum einen rentieren die Anleihen deutlich höher und bieten entsprechend erhöhtes Performancepotential. Gleichzeitig wurde die Zahl der Hedge-Kontrakte verringert, so dass die mit dem Hedge einhergehenden Hedgekosten reduziert werden konnten.

Darüber hinaus zeigt der sägezahnartige Verlauf der Durationsgrafik, dass die Duration zwar per Saldo verlängert wurde, zwischenzeitlich jedoch regelmäßig temporär verkürzt wurde. Durch diese taktischen Transaktionen im Rahmen des Future-Handelsmodells konnte die Duration mit den Future-Schwankungen zu unterschiedlichen Zeiten mehrmals auf denselben Future-Levels verlängert und verkürzt werden.

QC • PARTNERS
INNOVATION.VALUE.RISKMANAGEMENT

Dadurch konnten zusätzliche Handelsgewinne realisiert werden. Deutlich wird dies am nachfolgenden Bild, das alle BUND-Future Handelspunkte seit der Umstellung auf den aktuellen Juni-Kontrakt zeigt. Dabei symbolisieren rote Kästchen jeweils Verkäufe von Future-Kontrakten, also Verkürzungen der Duration. Grüne Kästchen symbolisieren Käufe von Future-Kontrakten, also Verlängerungen der Duration.

Abb. 32: Durationssteuerung QCP PremiumIncome; 09.03.2021 – 13.05.2021

Damit werden Schwankungen zu Chancen!

Wir werden die hohen Schwankungen an den Märkten auch weiterhin nutzen.

Wir danken Ihnen für das uns entgegengebrachte Vertrauen!

Bleiben Sie gesund!

Ihre Ansprechpartner

Harald Bareit
Geschäftsführender Partner
Telefon: 069/505000 - 671
Mobil: 0172 684 0289
Harald.Bareit@qcpartners.com

Dirk Jung
Director Relationship Management
Telefon: 069/505000 - 674
Mobil: 0172 657 3666
Dirk.Jung@qcpartners.com

Christian Schneider
Senior Relationship Management
Telefon: 069/505000 - 682
Mobil: 0172 748 1972
Christian.Schneider@qcpartners.com

Jasper Gesekus
Relationship Management
Telefon: 069/505000 – 673
Mobil: 0172 637 8241
Jasper.Gesekus@qcpartners.com

QC • PARTNERS
INNOVATION.VALUE.RISKMANAGEMENT

Disclaimer: Dieses Dokument wurde mit größter Sorgfalt erstellt. Bei diesen Strategien müssen Anleger bereit und in der Lage sein, Verluste des eingesetzten Kapitals bis hin zum Totalverlust hinzunehmen. Dieser Bericht ist kein Verkaufsprospekt und enthält kein Angebot zum Kauf oder eine Aufforderung zur Abgabe eines Kaufangebots für die vorgestellten Produkte und darf nicht zum Zwecke eines Angebots oder einer Kaufaufforderung verwendet werden. Alleinige Grundlage für den Anteilserwerb sind die Verkaufsunterlagen der Fonds (die aktuellen Verkaufsprospekte, die „Wesentlichen Anlegerinformationen", die aktuellen Jahresberichte und – falls diese älter als acht Monate sind – die aktuellen Halbjahresberichte), die für den QCP Funds – RiskProtect bei der Verwaltungsgesellschaft LRI Invest S.A. (9A, rue Gabriel Lippmann, 5365 Munsbach, Luxembourg; www.lri-group.lu) und für den QCP PremiumIncome bei der Verwaltungsgesellschaft HANSAINVEST, Hanseatische Investment-GmbH (Kapstadtring 8, 22297 Hamburg) kostenfrei angefordert werden können. Sitzstaat des QCP Funds – RiskProtect ist Luxemburg. Sitzstaat des QCP PremiumIncome ist Deutschland. Darüber hinaus können diese Informationen für alle Fonds bei der Informationsstelle in der Bundesrepublik Deutschland (QC Partners GmbH, Goethestraße 10, D-60313 Frankfurt am Main) sowie bei der jeweiligen Informations- und Zahlstelle in Österreich (QCP Funds – RiskProtect: Erste Bank der österreichischen Sparkassen AG, Am Belvedere 1, A-1100 Wien | QCP PremiumIncome: UniCredit Bank Austria AG, Schottengasse 6-8, A-1010 Wien) kostenlos bezogen werden. Performance-Ergebnisse der Vergangenheit lassen keine Rückschlüsse auf die zukünftige Entwicklung eines Investmentfonds zu. Insbesondere, wenn sich die Performance-Ergebnisse auf einen Zeitraum von unter zwölf Monaten beziehen (Angabe von Year-to-date-Performance, Fondsauflage vor weniger als 12 Monaten), sind diese aufgrund des kurzen Vergleichszeitraums kein Indikator für künftige Ergebnisse. Ausgabe- und Rücknahmespesen werden in den Performancedaten nicht mitberücksichtigt. In die Zukunft gerichtete Voraussagen und Angaben basieren auf Annahmen. Da sämtliche Annahmen, Voraussagen und Angaben nur die derzeitige Auffassung über künftige Ereignisse wiedergeben, enthalten sie natürlich Risiken und Unsicherheiten. Entsprechend sollte auf sie nicht im Sinn eines Versprechens oder einer Garantie über die zukünftige Performance vertraut werden. Alle Angaben sind ohne Gewähr. Berechnungs- oder Rechenfehler und Irrtum vorbehalten. Die steuerliche Behandlung der Fonds hängt von den persönlichen Verhältnissen des jeweiligen Investors ab und kann künftigen Änderungen unterworfen sein. Das durch QC Partners im Rahmen dieses Dokuments betriebene Marketing stellt keine Anlageberatung dar. Das Dokument wird für die persönliche Information des Empfängers mit dem ausdrücklichen, durch den Empfänger anerkannten Verständnis bereitgestellt, dass sie kein direktes oder indirektes Angebot, keine Empfehlung, keine Aufforderung zum Kauf, Halten oder Verkauf sowie keine Aufforderung zur Zeichnung oder zum Erwerb der Fonds darstellt. Die Fonds dürfen weder direkt noch indirekt in den USA vertrieben noch an US-Personen verkauft werden.
Wir haben uns verpflichtet, den ethischen Standesrichtlinien und Grundsätzen des CFA Instituts zu folgen.

Quellen
Grafiken 1-26; 32: Bloomberg
Grafiken 27-31: Bloomberg & eigene Berechnungen

QC • PARTNERS
INNOVATION.VALUE.RISKMANAGEMENT