

Wenn zwei sich **zusammentun**

Die **Risk@Work**-Methode von **Veritas** ist ein wissenschaftlich fundierter Risikomanagementansatz. Bisher gab es ihn nur als Spezialfonds, neuerdings kann er dank einer Kooperation mit der **Société Générale** auch in andere Vehikel verpackt werden.

Um Risk@Work zu verstehen, muss man viel Althergebrachtes und Liebgewonnenes über Bord werfen, denn hier danken das Capital Asset Pricing Model und Markowitz-Optimierungen sowie Value at Risk und Volatilität als nicht ausreichende Parameter zum Management möglicher Verlustrisiken ab. Dafür treten Begriffe wie Risikokapital, Risikokapitalfaktor und Kapitalmarktbogen in den Vordergrund. Statt auf Konfidenzen von 99 Prozent, 99,5 Prozent wie bei Solvency II oder 99,9 Prozent und somit den tausendsten Verlust abzustellen, wird hier empirisch durch statistische Verfahren wie Bootstrapping auf den millionsten Verlust gesehen, den das Risikokapital überleben muss, damit man als Investor noch im Spiel bleibt und nicht bar jeden Risikokapitals an der Seitenlinie steht. „Im Spiel bleiben“ ist im Übrigen der richtige Begriff, steht hinter der Methode von Veritas Institutional, die mittlerweile beeindruckende sieben Milliarden Euro an Assets auf sich vereinigen kann, doch das professionellen Spielern gut bekannte 1954 entwickelte Kelly-Kriterium. Dieses stellt auf geometrische Renditen ab und ermittelt jenen Prozentsatz des Risikokapitals, den man in jeder Spielrunde bei bekannten Gewinnwahrscheinlichkeiten und Rückzahlungsquoten setzen kann, um den Gewinn zu maximieren und bei einer ausgedehnten Verlustphase nicht Pleite zu gehen.

Die Berechnungsformel lautet $K = \frac{Q \cdot W - 1}{Q - 1}$, wobei Q für die Rückzahlungsquote steht, denn im Gewinnfall erhält man das Q-Fache seines Einsatzes (beispielsweise das Dreifache) zurück, und W für die Wahrscheinlichkeit des Gewinns (hier: 50 Prozent). Der Zähler des Bruchs lässt

sich als Chance interpretieren, im Beispiel hier sind es 50 Prozent ($3 \times 0,5 - 1$), genauer formuliert ist es der Erwartungswert der Rendite bei einem Einsatz von einer Geldeinheit. Der Nenner repräsentiert die Gewinnquote, also die Rückzahlungsquote abzüglich des Einsatzes. Dieses Kelly-Kriterium ist die theoretische Grundlage der Risk@Work-Methode, dessen Einhaltung den Bankrott des Risikokapitals verhindert.



» Die Kooperation mit Société Générale ermöglicht verschiedene Investitionsvarianten der Risk@Work-Methode. «

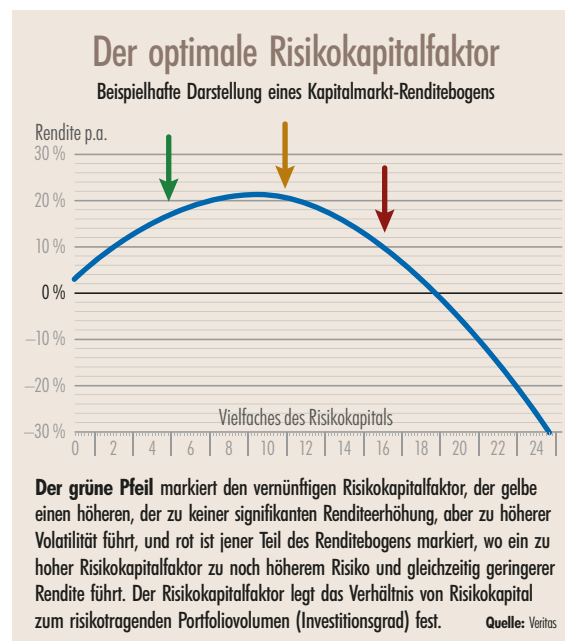
Olaf Krumnack, Institutional Sales bei Veritas International in Hamburg und stellvertretender Fachkreisleiter Kapitalanlagen und Asset Management des VVB

Methodisch geht man bei Veritas so vor, dass für beliebige Multi-Asset-Allokationen das geeignete Verhältnis von Risikokapital und risikotragendem Portfolio ermittelt wird. Das Risikokapital in Euro ist die Dif-

ferenz zwischen dem Portfoliowert und der Wertuntergrenze, die jenes Niveau darstellt, das bei einem maximalen 1 : 1.000.000 Wertverlust nicht unterschritten wird. Umfangreiche Simulationsrechnungen anhand von Ziehungen aus den Renditepools der einzelnen Assetklassen werden millionenfach wiederholt, um diesen maximalen Wertverlust zu ermitteln. Der maximal zulässige Risikokapitalfaktor ist das wesent-

liche Ergebnis der Simulationsläufe. Der maximale Risikokapitalfaktor wird nach folgender Formel berechnet:

$$\text{Risikokapitalfaktor}_{\max} = \frac{1}{\max(\text{historischer Worst Case}, 1:1 \text{ Mio. Worst Case})}$$



Der Risikokapitalfaktor stellt das feste Verhältnis von Investitionsgrad zu Risikokapital dar. Im Gegensatz zur klassischen modernen Portfoliotheorie, wo mit steigenden Risiken auch höhere Renditen verbunden sind, wird bei Risk@Work in einem zweiten Schritt der unter Renditegesichtspunkten optimale Risikokapitalfaktor anhand eines Kapitalmarkt bogens (siehe Grafik „Der optimale Risikokapitalmarkt faktor“) ermittelt. Denn mit steigendem Risikokapitalfaktor werden zuerst höhere Renditen erreicht, ehe ein Scheitelpunkt – das Optimum – erreicht wird, nach dem es mit einem noch höheren Risikokapitalfaktor renditemäßig wieder bergab bis in den negativen Bereich geht. Hier kommt man ohne Normalverteilungsannah-



Bei Risk@Work geht es darum, das geeignete Verhältnis von Risikokapital und risikotragendem Portfolio zu ermitteln, um im Spiel zu bleiben. Statt um Value at Risk geht es hier um Begriffe wie Risikokapital, Risikokapitalfaktor und Kapitalmarktbogen.

me, Rendite-, Risiko- und Korrelations-schätzer aus.

Um die Ampel ergänzt

Das Veritas-Team ist bis auf einen Weg-gang seit Jahren im Kern unverändert, wurde in den letzten Jahren aber laufend ver-stärkt. Auch der Prozess ist im Wesentlichen unverändert, wurde aber 2014 zur Steue-rung des Aktienrisikos um die Veritas Bör-senampel ergänzt. Tatsächlich bewahrten deren Signale die Investoren vor Rückschlä-gen, wie der Chart „Gedämpfte Downside“ illustriert. Das Konzept der Ampel funk-tioniert so: Zuerst wird ein Indexkorb welt-

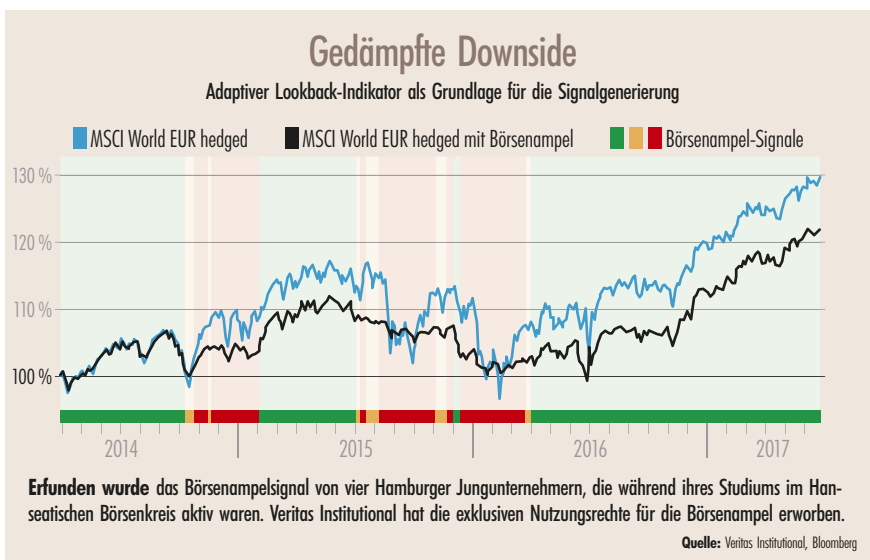
weiter Aktienindizes festgelegt. Für jeden Index wird dann ein eigenes Signal kreiert, das anders als bei klassischen Trendfolgern nicht auf gleitenden Durchschnitten einer bestimmten Anzahl von Tagen beruht, son-derm die Periodizität der verwendeten Durchschnitte über einen „Adaptive Look-back“-Indikator steuert. Die einzelnen In-dexsignale werden dann zu einem Gesamt-signal verdichtet, das dann den Investitions-grad bestimmt.

Gesucht, gefunden

Eine „Schwäche“ des Veritas-Angebots war bis vor Kurzem seine Verfügbarkeit.

Risk@Work mit Börsenampel kombiniert gab es bis dato nämlich nur in Segregated Accounts und Spezialfonds ab 20 Millionen Euro, doch nach zwei Jahren zäher Verhand-lungen mit diversen Banken hat Veritas In-ternational nun mit der Société Générale ei-ne Investmentbank als Partner gefunden. Nun kann man verschiedene Wrappings der Methode, zugeschnitten auf die individuel-len Bedürfnisse der ganz und gar nicht homogenen institutionellen Zielgruppe, zu vertretbaren Kosten anbieten. Olaf Krum-nack, Senior Marketing/Vertrieb bei Veritas Institutional in Hamburg, erläutert: „Es war der Wunsch von Investorensseite und einer lokalen Stiftungsaufsicht, dass wir unsere Methode in einem Investitionsvehikel neben Spezial- und Publikumsfonds anbieten. Bei den Stiftungen, insbesondere den kleineren, besteht ein ausgeprägtes Interesse daran, den Stiftungszweck trotz Niedrigzinsumfeld auch langfristig mit jährlich garantierten ordentlichen Erträgen gewährleisten zu könn-en. Hier hilft eine Ausgestaltungsvariante als Namensschuldverschreibung (NSV) mit regelmäßiger dreiprozentiger Ausschüttung.“

Der Weg bis dorthin war nicht einfach. Krumnack: „Bereits vor zwei Jahren haben wir Gespräche mit möglichen Bankpartnern mit Strukturierungskompetenz geführt. Doch entweder waren deren Kosten zu hoch, oder sie waren zu unflexibel bei der Strukturierung investorenspezifischer Aus-zahlungsprofile. Vor einem Jahr wurden wir



auf Société Générale in Deutschland aufmerksam. Mithilfe von Frank Schuster, Vice President, Cross Asset Distribution Sales, und seiner Kollegen stellt Société Générale den Investoren den vollen Baukasten an Investmentvehikeln wie Namens- und Inhaberschuldverschreibungen, Warrants mit Fixkupon oder IRR-(Internal Rate of Return) Lösungen mit oder ohne Kapitalgarantie zur Verfügung.“

tet: Neben dem jährlichen Risikokapital gibt es eine Wertuntergrenze, die nachgezogen wird, sobald das Risikokapital von zehn auf zwölf Prozent gestiegen ist. Dazu kommt noch ein Reset auf zehn Prozent Risikobudget jeweils zu Jahresbeginn. Generell wird das Portfolio in dem Umfang ins Risiko gestellt, wie es der jeweils aktuelle Abstand zur Wertuntergrenze gestattet. Das Portfolio als solches besteht zu 85 Prozent

Die Auszahlungsprofile einer Emission der Société Générale können gemäß den Präferenzen institutioneller Investoren unterschiedlich gestaltet sein, wobei es ein Spannungsfeld zwischen drei zueinander in Konkurrenz stehenden Eckzielen gibt. Das sind eine harte Kapitalgarantie, die Partizipation am Veritas Risk at Work Index und periodische Ausschüttungen, wobei angesichts der aktuellen Kapitalmarktbedingun-

Neuer Veritas Risk at Work Index als Basis

Im Kern geht es um ein gemischtes Portfolio nach Risk@Work (siehe gleichlautende Grafik), auf das die Société Générale Index Paris den Veritas Risk at Work Index (Bloomberg ID: IND1VRAW <Index>) aufgelegt hat. Als unabhängige Berechnungsstelle fungiert die STOXX AG in Zürich. Auf diesen Index beziehen sich die jeweils gewünschten Ausstattungsvarianten.

Die Indexallokation wird mittels Risk@Work und einem jährlichen Risikobudget von zehn Prozent gesteuert. Konkret sind die Rahmenparameter wie folgt ausgestat-



» Wir freuen uns, die jeweiligen Anforderungen von Investorensseite durch unsere Kompetenz abbilden zu können.«

Frank Schuster, Vice President, Cross Asset Distribution Sales, Société Générale in Frankfurt

aus Benchmarkindizes, deren Exposure synthetisch repliziert wird, und zu 15 Prozent aus Wertpapieren beziehungsweise Fonds, in die physisch investiert wird. Krumnack weist darauf hin, dass die Kosten der Zielportfolioinstrumente bei allen Berechnungen und Allokationsentscheidungen Berücksichtigung finden.

gen die Société Générale nur jeweils zwei dieser drei Ziele in einer Emission realisieren kann. Wer garantierte Zinserträge von drei Prozent pro Jahr über eine 20-jährige Laufzeit und eine Partizipation am Index präferiert, bekommt keine harte Kapitalgarantie, wie sie etwa VAG-unterworfenen Institutionelle benötigen. Hier ist allerdings

Gemischtes Portfolio nach Risk@Work

Dieses ist die Basis des Veritas Risk at Work Index und von individuellen Verpackungslösungen.

Anlageklasse	Unterklasse	Quote	Bezeichnung	Währung	Währungs-sicherung	
Aktien	Equity Timing	1,3 %	Euro Stoxx 500®	EUR	Nein	25 % Aktien- und aktienähnliche Strategien
		1,3 %	S&P 500®	USD	Nein	
		1,3 %	Dax 30®	EUR	Nein	
		1,3 %	Nikkei 225®	JPY	Nein	
	Global*	4,0 %	DB PLAT IV-DIV EQ RSK CT-12D	EUR	Nein	
	Europa*	4,0 %	VE-RI EQUITIES EUROPE I	EUR	Nein	
	Immobilien	3,0 %	VE-RI LISTED REAL ESTATE-1	EUR	Nein	
Multi-Asset	Aktienähnlich	5,0 %	Diversifizierte Multi-Asset-Strategie mit Volatilitätssteuerung	EUR	Nein	
	Rentenähnlich	15,0 %	Diversifizierte Multi-Asset-Strategie mit Volatilitätssteuerung	EUR	Nein	
Festverzinsliche Wertpapiere	Credit**	30,0 %	Europäische Unternehmensanleihen (IG)	EUR	Nein	65 % Renten- und rentenähnliche Strategien
		30,0 %	Amerikanische Unternehmensanleihen (IG)	USD	Ja	
	EM (Govies)	10,0 %	Staatsanleihen von Schwellenländern (USD)	USD	Ja	
	High Yield	10,0 %	Europäische Unternehmensanleihen (HY)	EUR	Nein	
		10,0 %	Amerikanische Unternehmensanleihen (HY)	USD	Ja	
Alternative Anlagen	Marktneutral	10,0 %	Marktneutrale Risikoprämienstrategie	EUR	Nein	10 % alternative Anlagen, marktneutral

Asset Allocation des Multi-Asset-Portfolios. * Einsatz der Veritas Börsenampel zur Steuerung des Aktienexposures | ** Einsatz des Durationsmanagements für 30 Prozent Credit: Future auf fünf- und zehnjährige Bundesanleihen sowie auf fünf- und zehnjährige US-Treasuries

Quelle: Veritas Institutional

eine „weiche Kapitalgarantie“ durch einen Stop-Loss-Trigger bei einer Performance des Index von minus 15 Prozent darstellbar. Dieses Stop-Loss-Ereignis sollte gemäß der Risk@Work-Methode nur mit einer rollierenden Jahreswahrscheinlichkeit von eins zu einer Million eintreten. Kommt es tatsächlich dazu, wird der Index mit dem aktuellen Level monetarisiert. Das bedeutet, dass der Indexstand mit dem erreichten Niveau bis zum Ende der Laufzeit der Schuldverschreibung eingefroren wird.

Diese ausschüttende Variante wird sehr gern von Stiftungen gewählt, die damit ihren Stiftungszweck erfüllen können. Am aktuellen Kapitalmarkt können jeweils zwei der Eckziele präferiert werden, da die Société Générale den Fundingvorteil für langjährige Anlagen zur Verfügung stellt. Die Rückzahlung setzt sich aus 100 Prozent des Nominalwerts zusammen, vermindert um den marktpreisabhängigen Zinsfaktor von derzeit 45 Prozent – dieser entspricht den diskontierten Zinszahlungen während der Laufzeit von kumuliert nominell 60 Prozent – und somit 55 Prozent zuzüglich der Indexperformance, die gegebenenfalls auch negativ sein kann.

Andere Verpackungen

Neben dieser regelmäßig drei Prozent ausschüttenden Variante ohne Kapitalgarantie gibt es noch vier weitere im Angebot, davon zwei weitere Hauptvarianten. Die zweite Hauptvariante ist eine Anleihe, die an der Entwicklung am Veritas Risk at Work Index ohne laufende Kuponzahlungen partizipiert und mit einer harten Kapitalgarantie der Société Générale ausgestattet ist. Hier wählt die Société Générale einen sogenannten Volatilitäts-Cap-Mechanismus, um die Kapitalgarantie effizient darstellen zu können. Steigt die gleitende Volatilität des Veritas Risk at Work Index über fünf Prozent, wird der Investitionsgrad dynamisch nach unten angepasst. Somit entsteht der Veritas Risk at Work Vol Cap 5% Index (Bloomberg ID: IND1VRVT <Index>).

Am Ende der gewählten Laufzeit erhält der Investor 100 Prozent des Nominales zuzüglich der positiven Entwicklung des Risk at Work Vol Cap 5% Index, multipliziert mit einem Faktor. Dieser Faktor liegt Ende Oktober 2017 indikativ um zwei, das heißt, der Investor erhält 200 Prozent der Indexperformance zurück.

Eine angebotene Untervariante für VAG-regulierte Investoren sieht bei 20 Jahren Laufzeit einen Mindestkupon von 0,9 Prozent per annum vor. Es geht aber auch kürzer: Eine weitere Untervariante für VAG-unterworfenen Investoren mit Wunsch nach kürzeren Laufzeiten, für die dann aufsichtsrechtlich keine Mindestverzinsung nötig ist, und null Prozent Kupon sieht am Fälligkeitstag eine harte Kapitalgarantie der Société Générale zu 100 Prozent zuzüglich eines laufzeitabhängigen Faktors vor.

Interne Zinsfuß-Variante

Die dritte Hauptvariante ist jene, die Versicherer und Sterbekassen am stärksten nachfragen. Hierbei handelt es sich um eine Konstruktion mit jährlichem IRR-Kupon und einer hundertprozentigen Kapitalgarantie, aber ohne Indexpartizipation wie in den vorgenannten Beispielen. Bei 20 Jahren Laufzeit erhält der Investor beispielsweise hier den annualisierten internen Zinsfuß, das heißt, die durchschnittliche positive geometrische Wertentwicklung (IRR) des Veritas Risk at Work Vol Cap 5% Index, und zwar unbeschränkt. Für alle Varianten einheitlich ist die Gebührenstruktur. Diese setzt sich aus 35 Basispunkten für die Beratung des Index durch Veritas Institutional und 30 Basispunkten für die Replikation des Index durch Société Générale zusammen.

Die Rückrechnung des Veritas Risk at Work Index mit den angeführten Parametern wie dem zehnprozentigen Risikobudget über die Dekade von 2006 bis 2016 – und damit inklusive der Finanz- und Wirtschaftskrise 2007/08 – zeigt, dass hier ein

kumulierter Indexstand von gut 192 Prozent möglich war. Weitere Simulationsrechnungen mit ein bis zwei zusätzlichen Finanzkrisen hätte das Indexkonzept nur um jeweils zirka vier Indexpunkte schwächer abschneiden lassen, wobei der rückgerechnete Indexverlauf nicht auf die – immer wieder gemäß Reglement nachadjustierte – Wertuntergrenze aufgeschlagen wäre (siehe Grafik „Widerstandsfähiges Indexkonzept“). Das Verhalten des Indexkonzepts in Phasen steigender Zinsen wie etwa im ersten Halbjahr 2008 und um die Jahreswende 2010/11 zeigt zudem, wie stabil der Indexverlauf hier abschneidet. Am Vorabend einer Zinswende ist dies gut zu wissen.

Das Konzept als solches ist eine Mehrperiodenmethode, die auf geometrische Renditen abstellt und genau so viel Kapital ins Risiko stellt, dass der Investor bei unvorhersehbaren Kapitalmarktereignissen nicht Schiffbruch erleidet und wieder Fahrt aufnehmen kann, wenn andere Methoden bereits im Abseits ohne Risikokapital stehen – CPPI und ähnliche Ansätze lassen grüßen. Nachdem nicht jeder die Mittel aufbringen kann, die für eine Umsetzung der im Vergleich zur klassischen Portfoliotheorie so gänzlich anders funktionierenden Methode in Spezialfondsform nötig sind, ist die durch die Kooperation gewonnene Bewegungsfreiheit in der Ausgestaltung ein Vorteil. Société-Générale-Emissionen ermöglichen kleinteiligere Lösungen, die zum weiteren Erfolg der Risk@Work-Methode in der DACH-Region bei der inhomogenen Gruppe Institutioneller beitragen werden. Und gute Strukturierung und Verpackung sind perfekte Erfolgsverstärker. DR. KURT BECKER

