

Pressebeleg

Medium: Finanz und Wirtschaft

Datum: 19.05.2010

Autor: Mario Haefeli und Matthias Jüttner

Strukturierte Produkte mit VaR korrekt klassifizieren

SVSP publiziert den Value at Risk als Risikokennzahl für Strukis – Dynamische Zuteilung relativ zum Marktumfeld ist zentral

Seit Anfang Juli 2009 berechnet und veröffentlicht der Schweizerische Verband für Strukturierte Produkte (SVSP) für alle in der Schweiz gehandelten strukturierten Produkte die Risikokennzahl Value at Risk (VaR). Sie beziffert, welchen Wert der Verlust einer bestimmten Risikoposition mit einer gegebenen Wahrscheinlichkeit und innerhalb eines gegebenen Zeithorizonts nicht überschreitet.

Der SVSP publiziert den VaR auf Basis einer Haltedauer von zehn Tagen und einem Konfidenzniveau (Vertrauensintervall) von 99%. Das Ergebnis wird als prozentualer Verlust der Position angegeben. Nehmen wir an, der VaR eines Produkts sei 20%. Das bedeutet, der mögliche Verlust wird in den nächsten zehn Tagen mit einer Wahrscheinlichkeit von 99% nicht mehr als 20% der Investition betragen.

Transparenz dank Intervall

Zusätzlich zum täglich berechneten VaR wird jedes Produkt in Abhängigkeit der berechneten Kennzahl einer von sechs Risikokategorien zugeordnet (sogenanntes Risk Rating). Diese können mit konventionellen Anlageklassen von Sparkonten bis Optionen verglichen werden. Anhand von zwölf Benchmark-Indizes, zusammengefasst in den Gruppen Obligationen, Blue-Chip-Aktien, Small- und Mid-Cap-Aktien sowie Emerging Markets, konstruiert der SVSP wöchentlich die VaR-Unter- und -Obergrenzen aller Risikoklassen.

Der VaR für die strukturierten Produkte wird durch den Marktführer Riskmetrics berechnet, Derivative Partners liefert die Daten und bestimmt die Intervallgrenzen. Mithilfe dieser etablierten Kennzahl und der neuen Risikoklassifizierung soll das Anlageuniversum der strukturierten Produkte transparenter und die Risiken für Investoren besser einschätzbar werden. Die zeitliche Anpassung der Intervallgrenzen bewirkt, dass die strukturierten Produkte relativ zum Marktumfeld klassifiziert werden. Investiert ein statisches Tracker-Zertifikat gleichgewichtet in die vier Aktienindizes SMI, Euro Stoxx 50, S&P 500 und Nikkei, wird es meistens der mit Blue Chips vergleichbaren vierten Risikokategorie zugeschrieben, auch wenn sich die absolute Höhe des VaR erheblich ändert.

Variable Grenzen

Dies erlaubt auch in Krisenzeiten eine Differenzierung der angebotenen Produkte und ermöglicht dem Investor zu jeder Zeit den Vergleich mit einer gängigen Anlageklasse. Dies lässt sich aus dem sprunghaften Anstieg der Intervallgrenzen während der Finanzkrise erkennen (vgl. Grafik 1). Würde die Einteilung gemäss fixen VaR-Grenzen vorgenommen, wie es z. B. der Deutsche Derivate Verband (DDV) handhabt, so könnten die meisten Produkte bei aussergewöhnlichen Ereignissen in die risikoreichste Kategorie fallen.

Dass die variablen Intervallgrenzen für strukturierte Produkte dennoch durchlässig sind, zeigt das Beispiel eines Barrier Reverse Convertible (BRC) auf den Basiswert UBS (vgl. Grafik 2). Infolge der allgemeinen Markterholung und der damit einhergehenden Senkung der VaR-Grenzen gelangte der BRC in eine höhere Risikoklasse.

Die beweglichen Intervallgrenzen können allerdings auch irreführend sein. Da in turbulenten Marktphasen in der Regel alle Anlagekategorien höhere VaR-Werte aufweisen, muss sich der Investor bewusst sein, dass die Zugehörigkeit zu einer niedrigen Risikoklasse nicht immer mit

einem tiefen Risiko verbunden ist. Das absolute Risiko eines strukturierten Produkts lässt sich jedoch am ebenfalls veröffentlichten VaR ablesen.

Historisch simulieren

Der VaR wird mit einer historischen Simulation kalkuliert. Im Gegensatz zu analytischen Verfahren mit der Einschränkung auf die Normalverteilung oder der Monte-Carlo-Methode müssen mit diesem parameterfreien Ansatz Szenarien der zukünftigen Preisentwicklung nicht generiert und Korrelationen nicht nachempfunden werden. Mit dem Zurückgreifen auf historische Daten vergisst man jedoch schlechte Phasen lange nicht und führt beispielsweise hohe VaR-Werte von 2008 mit in das nächste Jahr. Dies erkennt man in Grafik 1 an den konstant hoch verlaufenden Intervallgrenzen im Erholungsjahr 2009.

Bei der Bewertung des strukturierten Produkts anhand des VaR und des Risk Rating wird das Emittentenrisiko nicht berücksichtigt. Deshalb stellt der SVSP eine Tabelle der Bonität von Emittenten zur Verfügung, die aber vom Anleger auch konsultiert werden sollte.

Grundsätzlich stellt sich die Frage, ob der VaR ein geeignetes Risikomass ist. Eine Vielzahl von Kritikpunkten ist bekannt, unter anderem die nicht berücksichtigten Verlusthöhen. Der SVSP weiss um diese Tatsache, benutzt den VaR allerdings bewusst aufgrund der leichten Verständlichkeit und der weit verbreiteten Verwendung in der Finanzindustrie.

Mario Haefeli und Matthias Jüttner sind Assistenten am Institut für Schweizerisches Bankwesen und am Swiss Finance Institute der Universität Zürich.