

Versteckte Volatilitäten

Ökonomische versus buchhalterische Sicht

Für die Beurteilung des Risikos wird oft auf die Volatilität abgestützt.

Fraglich bleibt, ob eine derartige Bewertung immer sinnvoll ist.

Welche Methode könnte stattdessen eine akkuratere Beurteilung des Risikos gewährleisten?

IN KÜRZE

Die Risiken illiquider (aber auch liquider) Anlagen werden durch zeitreihenbasierte Risikoschätzungen nur ungenügend abgebildet. Zwei relativ einfache Alternativen bieten sich an.

Bezüglich der Messung von Anlagerisiken ist man sich am Markt in Sachen Methodik weitgehend einig: Üblicherweise werden auf der Grundlage von historischen Preis- oder Renditedaten für einzelne Anlagen Volatilitäten und für ein Portfolio von Anlagen eine Varianz-Kovarianz-Matrix berechnet.

Da bei der Renditeberechnung in der Regel ein monatliches Messintervall verwendet wird, müssen die resultierenden Volatilitäten annualisiert werden. Zur Annualisierung wird meist der Faktor Wurzel von Zwölf verwendet. Dabei wird unterstellt, dass die Wertschwankungsrisiken der verschiedenen Zeitpunkte unabhängig und mit dem Faktor Zeit additiv sind.¹

Kritik an der bestehenden Methodik

Bei modellbewerteten Anlagen kommt man mit diesem Vorgehen in die Bredouille. Liquide und illiquide Anlageklassen unterscheiden sich im Vorhandensein von Marktpreisen: Während marktgehandelte Anlagen einen messbaren Preis am Markt aufweisen, ist dieser bei modellbewerteten Anlagen nicht direkt sichtbar.

Dieses Problem ist in der Abbildung veranschaulicht. Sie zeigt die Wertentwicklung von Immobilien Anlagestiftungen (KGAST-Index) und von kotierten Immobilienfonds (SXI Real Estate Fund Index). Aus der Darstellung geht hervor, dass die kotierten Immobilienfonds deutlich volatil sind. Im Zehn-

jahreszeitfenster ist die annualisierte Volatilität der kotierten Immobilienfonds mehr als zehnmal grösser als bei den Anlagestiftungen.

Es lässt sich durchaus argumentieren, dass die kotierten Immobilienfonds im Durchschnitt etwas riskanter sind. So ist der durchschnittliche Fremdfinanzierungsgrad der Immobilienfonds mit rund 20 % ungefähr doppelt so hoch wie der durchschnittliche Fremdfinanzierungsgrad der Immobilienanlagestiftungen. Auch bezüglich Lage und Nutzungsart sind viele Immobilienfonds möglicherweise etwas riskanter aufgestellt als die Anlagestiftungen.

Langfristige Investoren gehen in der Regel jedoch nicht davon aus, dass der durchschnittliche kotierte Immobilienfonds zehnmal so riskant ist wie die durchschnittliche Immobilienanlagestiftung. Das Risiko der Portfolioliegenschaft dürfte sich in den Augen der meisten Analysten auch nach Berücksichtigung des Hebeleffekts immer noch in einem ähnlichen Bereich bewegen.

Wo liegt das Problem?

Die beobachtete Volatilität von Anlageinstrumenten lässt sich vereinfacht ausgedrückt in die Komponenten fundamentales Risiko sowie Schwankungen aufgrund des Bewertungsmechanismus zerlegen. Entgangene Erträge und realisierte Bewertungsverluste sind fundamentale Risiken. Solche Verluste bleiben aus Sicht des langfristigen Investors verloren. Es ist daher für langfristige Investoren störend, dass die herkömmliche Volatilitätsmessung so stark durch Faktoren überlagert wird, die nicht den fundamentalen Risiken zugeordnet werden können.

Ueli Mettler
Partner,
c-alm AG



Philipp Weber
CFA, Senior Consultant,
Leiter Research,
c-alm AG



¹ Diese Annahme steht z. B. im Widerspruch zu Mean Reversion und Trendeffekten und kann zu einer Unterschätzung der Volatilität der jährlichen Renditen führen.

Wie geht es besser?

Zur Vermeidung solcher Verzerrungseffekte bei der Risikomessung gibt es verschiedene Methoden. Im Folgenden werden zwei einfache und transparente Möglichkeiten vorgestellt.

Fundamentaler Risikograd

Beim fundamentalen Risikograd wird den verschiedenen Anlagekategorien ein Risikowert (Score) zugeordnet, der dem langfristigen fundamentalen Risiko der Anlagekategorie Rechnung tragen soll.

Qualitativ hochwertigen Obligationen mit ihren minimalen Ausfallrisiken sollte dabei in den meisten Fällen ein geringer Risiko-Score zugeordnet werden. Diese Anlageinstrumente weisen aufgrund ihrer Duration und temporärer Liquiditätsengpässe zwar eine spürbare Volatilität aus. Aus Sicht eines Investors, der diese Wertschriften bis zum Verfall hält, sind diese Risiken ökonomisch meist nicht oder nur wenig relevant. Die Ausfallrisiken bei Kreditereignissen von hochwertigen Investment-Grade-Obligationen sind gemäss langfristigen historischen Zeitreihen sehr gering. Obligationen mit substantiellen Kreditrisiken hingegen sollte ein höherer Risikograd zugeordnet werden.

Risikotragendes Kapital wie Aktien und sämtliche Arten von Unternehmensbeteiligungen müssen konsequenterweise mit einem höheren Risikograd gewichtet werden als Obligationen. Bei der Verteilung der Liquidationserlöse werden die Eigenkapitalgeber schliesslich zuletzt berücksichtigt. Zusätzlich sollten nicht abgesicherte Fremdwährungsrisiken mit zusätzlichen Risikopunkten abgestraft werden, zumindest wenn die Verpflichtungen des Investors weitgehend in Franken anfallen.

Die Tabelle zeigt die Berechnung des Risikograds verschiedener Anlagekategorien in Franken und Fremdwährung.

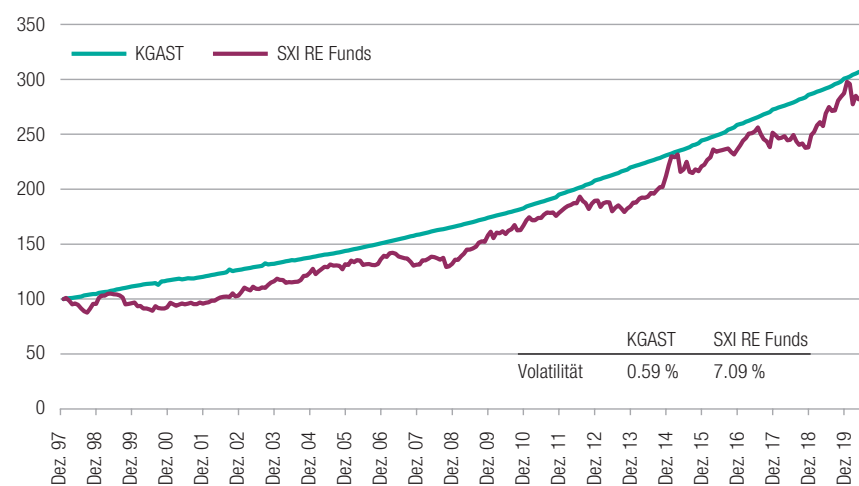
Zuordnung zum «liquiden Geschwister»

Bei diesem Ansatz werden illiquide Anlagekategorien, für die kein echter Marktpreis beobachtbar ist, bei Erstellung der Varianz-Kovarianz-Matrix durch eine fundamental möglichst ähnliche (verwandte) Anlagekategorie ersetzt. Die Volatilität und die Korrelationen mit den übrigen Anlagekatego-

Fundamentaler Risikograd verschiedener Anlageklassen

Anlageklasse	SAA	Risikograd	gewichtet
Obligationen CHF	20%	0	0.00
Obligationen FW, Inv. Grade (hdg.)	10%	0	0.00
Obligationen FW, High Yield (hdg.)	5%	1	0.05
Aktien Schweiz	11%	2	0.22
Aktien Welt	22%	2	0.44
Aktien Schwellenländer	2%	3	0.06
Immobilien Schweiz	25%	1	0.25
Immobilien Ausland (hdg.)	5%	2	0.10
Total	100%		1.12
Anteil FX	24%	1	0.24
Fundamentaler Risikograd Ebene SAA			1.36

Wertentwicklung und Volatilität Schweizer Immobilien*



* Standardabweichung der monatlichen Renditen, gemessen über zehn Jahre

rien entsprechen dann denjenigen des «liquiden Geschwisters».

Folgende Zuordnungen erscheinen hierbei naheliegend:

- *Hypotheken und Darlehen:*
(Pfandbrief-)Obligationen
- *Private Equity und Infrastruktur:*
kotierte Aktien
- *Immobilienanlagestiftungen und Direktimmobilien:*
kotierte Immobilienfonds

Genauerer Bild dank besserer Ansätze

Die gemessene Volatilität repräsentiert lediglich das kurzfristige Bilanzierungs- und Deckungsgradrisiko in regulären Marktsituationen. Diese Risikomessung wird weitgehend durch Schwankungen des Markt- und Bewertungsmechanismus der Anlagen überlagert.

Die Preise von illiquiden Anlagen ohne «echten» Marktpreis sind im Vergleich zu ihren gehandelten Pendanten wenig volatil. Beim Einsatz marktgehandelter (liquiden) Anlagen wie auch modellbewerteter (illiquider) Anlagen ist es daher sinnvoll, neben einem kurzfristig orientierten Volatilitätsmass zusätzlich auch ein langfristiges Risikomass zu definieren. Dieses Risikomass soll den fundamentalen Eigenschaften der zugrunde liegenden Anlagen besser Rechnung tragen.

Es gibt verschiedene Möglichkeiten, alternative Risikomasse zu definieren. Es kann sich naturgemäss dabei jedoch immer nur um Annäherungen handeln. Für die zwei vorgestellten Methoden spricht insbesondere deren Einfachheit und Transparenz. |