

Gefahren besser erkennen

Die Kennziffer Value-at-Risk zählt zu den gängigen Grössen, um das Marktrisiko einer Investition besser einordnen zu können. Doch wo liegen die Schwächen des Ansatzes und worauf sollten Anleger und Vermögensverwalter bei Anwendung achten?

Value-at-Risk ist ein Risikomass für den Regelfall.

Die Kennziffer Value-at-Risk (VaR) vermittelt Anlegern und Vermögensverwaltern in normalen Börsenzeiten ein Gefühl dafür, wie viel Geld mit einem Investment – innerhalb eines bestimmten Zeitraums – mit welcher Wahrscheinlichkeit verloren werden kann. Ein VaR von beispielsweise 10 Prozent, bei einer vorgegebenen Wahrscheinlichkeit von 95 Prozent und einer Haltedauer von 30 Tagen bedeutet, dass ein Investment (zum Beispiel ein Strukturiertes Produkt) mit einer Wahrscheinlichkeit von 95 Prozent innerhalb von 30 Tagen nicht mehr als 10 Prozent seines Werts einbüsst.

[Die Standardwerte für die VaR-Berechnungen des SVSP wurden übrigens auf eine Haltedauer von 10 Tagen und ein Konfidenzintervall von 99 Prozent festgelegt.] Oder auf eine Anlagesumme von zum Beispiel 10 000 Franken bezogen: Auf der Basis des vorgegebenen Szenarios werden die Verluste voraussichtlich nicht mehr als 1 000 Franken betragen. So weit, so gut.

Doch was passiert, wenn es zu aussergewöhnlichen Situationen kommt, wie einem Crash? Schliesslich wurden von der zugrunde gelegten Verteilung links 5 Prozentpunkte «abgeschnitten». Will heissen: In seltenen

Fällen kann es zu extremen Risiken kommen. Treten solche Ereignisse ein, dann können Verluste, die weit über die errechneten 1 000 Franken hinausgehen, die Folge sein. Die Finanzkrise hat gezeigt, dass auch solche Risiken nicht ganz ausser Acht gelassen werden sollten.

Ein weiteres grundsätzliches Problem des VaR-Ansatzes besteht in der Kalibrierung des Modells. Welche Verteilung wird gewählt? Eine Normalverteilung? Besondere Verteilungen? Welche Rendite-Varianzen und welche Korrelationen werden dabei angenommen? Werden bei der VaR-Berechnung Situationen simuliert, etwa durch die sogenannte «Monte-Carlo-Simulation»? All

diesen Vorgehensweisen ist gemein, dass Schätzungen und Annahmen getroffen werden müssen, welche sich im Nachhinein als falsch herausstellen können.

Die Kritik, die immer wieder gegen die Verwendung des VaR-Ansatzes angeführt wird, ist insofern gerechtfertigt. Dennoch kann als Fazit festgehalten werden, dass der VaR-Ansatz als Mass zur Einschätzung des Risikos eines Investments sinnvoll ist. Anleger sollten sich jedoch immer des Modellcharakters und der Unvollkommenheit bewusst sein. Denn ein einzelnes Risikomass kann nicht alle Risiken erfassen. ■

«Trotz Kritik: Der Value-at-Risk-Ansatz ist als Mass zur Einschätzung des Risikos eines Investments wichtig.»



Manuel Ammann

ist ordentlicher Professor für Finanzen an der Universität St. Gallen und Direktor des Schweizerischen Instituts für Banken und Finanzen. Er ist zudem Herausgeber der Fachzeitschrift *Financial Markets and Portfolio Management* und Verwaltungsratspräsident der *AlgoFin*.