

Illiquide Positionen bewerten

Die Performancemessung im Portfolio wird immer schwieriger. Oft stehen keine geeigneten Marktpreise zur Verfügung. Auch die Volatilität der Märkte erschwert die Berechnung der Rendite.

Karl-Heinz Bächstädt, Michael Pietrzak

Die wachsende Bedeutung alternativer Investmentformen und Hedgefonds, die derivative Instrumente, Leerverkäufe, Kredithebel, außerbörsliche wie auch strukturierte Produkte einsetzen, macht eine valide und effiziente Performancemessung zusehends schwieriger. Doch eine Bewertung der Positionen ist wichtig, um eine aussagekräftige und sachgerechte Berechnung von Renditen und Performancekennziffern zu ermöglichen.

Die Probleme beginnen bereits bei einfach strukturierten Anleiheprodukten mit fixem Kupon, zu denen beispielsweise auch Staatsanleihen gehören. So brach etwa während der Griechenlandkrise der Markt für griechische Staatsanleihen, die wie fast alle europäischen Staatsanleihen primär außerbörslich gehandelt werden, zusammen. Eine mit einem No-

minalzins von sechs Prozent versehene griechische Staatsanleihe mit einer Restlaufzeit von fünf Jahren notierte mit 30 Prozent zu 33 Prozent – und so mit einer Geld-Brief-Spanne von drei Prozent. Pro Tag waren aber häufig nur bis zu nominal eine Million Euro handelbar. Wollte ein Investor nun aber beispielsweise zehn Millionen Euro dieser Anleihe am Markt verkaufen, so hätte er den Kurs auf etwa 20 Prozent des Nominalwertes gedrückt und damit einen zusätzlichen Verlust infolge der Illiquidität von weiteren zehn Prozent in Kauf nehmen müssen.

Geeignete Marktpreise fehlen

Als besonders problematisch hat sich die Bewertung von Liquiditäts- und Kontrahentenrisiken aus strukturierten Produkten erwiesen. Für außerbörsliche Derivategeschäfte gibt es häufig keine geeigneten Sekundärmarktpreise, so dass als Alternative die Bewertung nach Mark to Model bleibt, also die Berechnung mithilfe von Finanzmodellen. Aber auch zu den dabei ermittelten Preisen ist in Stressszenarien eine sinnvolle Glatstellung oder ein geeignetes Hedging der Positionen oft nicht möglich.

Zwar gibt es seit 2012 im Rahmen des Global Investment Performance Standards (GIPS) des CFA Institute ein Guidance Statement on Alternative Investment Strategies and Structures. Dieses kann jedoch die Bewertungsproblematik bei alternativen Investments wie Leerverkäufen oder Mittelstandsbeteiligungen nicht final lösen. Denn es widmet sich in erster Linie dem Ausweis und der Berechnung der Gebührenstrukturen, die durch die Konzeption von Dachfonds sowie die Möglichkeit eines überproportional hohen Kredithebels geprägt sind und die meist stark von der Performance abhängen. Der Bewertungsproblematik komplexer strukturi-

Kompakt

- Portfoliobewertungen im Asset Management und in der Vermögensverwaltung werfen aufgrund der Illiquidität von Produkten und Marktschwankungen zahlreiche Probleme auf.
- Für die Bewertung illiquider Positionen stehen meist keine geeigneten Marktpreise zur Verfügung.
- Auch durch mathematische Modellrechnungen lassen sie sich nur unzureichend abbilden.
- Grundsätzlich können Finanzdienstleister auf den Global Investment Performance Standard zurückgreifen oder Beta-Faktor, Tracking Error, Sharpe Ratio, Jensensches Alpha, Information Ratio und Treynor Ratio berechnen.

rierter Produkte können sie aber nur unzureichend gerecht werden.

Die allgemeinen GIPS für klassische Produkte bieten hingegen eine Basislösung für die Bewertung traditioneller börslicher Produkte im Bereich Aktien und Anleihen an. Der Standard basiert auf einem Total-Return-Ansatz, der die Performance aus Kurssteigerungen und Ausschüttungen wie auch Reinvestitionen im Sinne eines Performance-Index über ein Jahr hinweg berechnet. Dazu werden eine zeitgewichtete wie auch eine geldgewichtete Rendite berechnet. Die zeitgewichtete Rendite vernachlässigt unterjährige Ein- und Auszahlungen und berechnet für jeden der zwölf Monate eines Jahres die Rendite, die zu einem geometrischen Jahreswert verdichtet werden. Die geldgewichtete Rendite hingegen berücksichtigt auch den genauen Zeitpunkt aller unterjährigen Ein- und Auszahlungen und errechnet auf Basis des Modells der Internen Zinsfußmethode eine effektive Jahresrendite, die unmittelbar auch den Erfolg des Timings für Kauf- und Verkaufsentscheidungen des Portfoliomanagements berücksichtigt. Sowohl zeit- als auch geldgewichtete Renditen werden jeweils über einen Zeitraum der vergangenen fünf Jahre ausgewiesen. Die Renditeberechnung wird zudem vor und nach Transaktionskosten und Management-Gebühren ermittelt.

Die Rendite dient auch als relativer Wertmaßstab, um die Leistung verschiedener Portfoliomanager vergleichen und diese vergüten zu können. Gerade aber im Bereich der erfolgsabhängigen Vergütung von Asset Managern ist die Bezugnahme auf geeignete Benchmark-Indizes schwierig, denn es fehlt an Benchmarks. Als Referenz dient meist der Aktienindex Morgan Stanley Capital International (MSCI) World, während am Anleihemarkt verschiedene Anbieter wie Bloomberg, Markit oder Reuters aktuelle Renditestrukturkurven für Staats- und Unternehmensanleihen veröffentlichen. Als zusätzliche Informationswerte werden fortlaufend Daten zur Volatilität der einzelnen Anlageklassen und der Korrelation einzelner Sektoren oder Branchen zum je-

weiligen Gesamtmarktindex wie dem Dax 30 veröffentlicht. Diese Korrelation und die damit verbundenen Abweichungen werden auch als Tracking Error bezeichnet. Er definiert die relative Performanceabweichung zwischen dem Individual-Portfolio einerseits und dem Benchmark-Portfolio als Vergleichsmaßstab andererseits. Sie wird als Korrelation zwischen diesen beiden Portfolios bezeichnet, die nach dem Modell von Markowitz als Beta-Faktor berechnet wird.

Der Vergleich und die Risikoadjustierung der jeweils erzielten Portfoliorenditen erfolgen durch mehrere statistische Messzahlen. Die Sharpe Ratio setzt die Renditeabweichung eines Portfolios zur gewichteten Rendite am Anleihemarkt in das Verhältnis zur Standardabweichung der Kursveränderungen des Portfolios. Das Jensensche Alpha beschreibt die Differenz dieser Überrendite und der mit dem Beta-Faktor gewichteten Renditedifferenz zwischen dem zugrunde gelegten Benchmark-Portfolio und dem zugrunde liegenden risikolosen Zinssatz. Dabei ist das investierte Portfolio im risikobehafteten Teil identisch zum als Vergleichsmaßstab gewählten Benchmark-Portfolio strukturiert und weist somit keinen Tracking Error aus. Wird hingegen der absolute Anlageerfolg, also das Alpha, ins Verhältnis zum Tracking Error, der Abweichung zwischen Individual-Portfolio und Benchmark-Portfolio, gesetzt, so errechnet sich die Information Ratio, die über Qualität und Erfolg des aktiven Fondsmanagements Auskunft gibt. Darüber hinaus misst die Treynor Ratio die Risikoprämie je Einheit des vom Investor zu tragenden systematischen Risikos, gemessen in Volatilität. Die genannten Kennzahlen liefern ein umfangreiches und aussagekräftiges statistisches Instrumentarium, um die Leistung des Fondsmanagements zu bewerten und zu vergleichen. Sie ergänzen so die GIPS. ■



Autoren: Dr. Michael Pietrzak (Foto links) und Karl-Heinz Bächstädt sind Geschäftsführer der Rating & Risk Consulting GmbH in Berlin.

