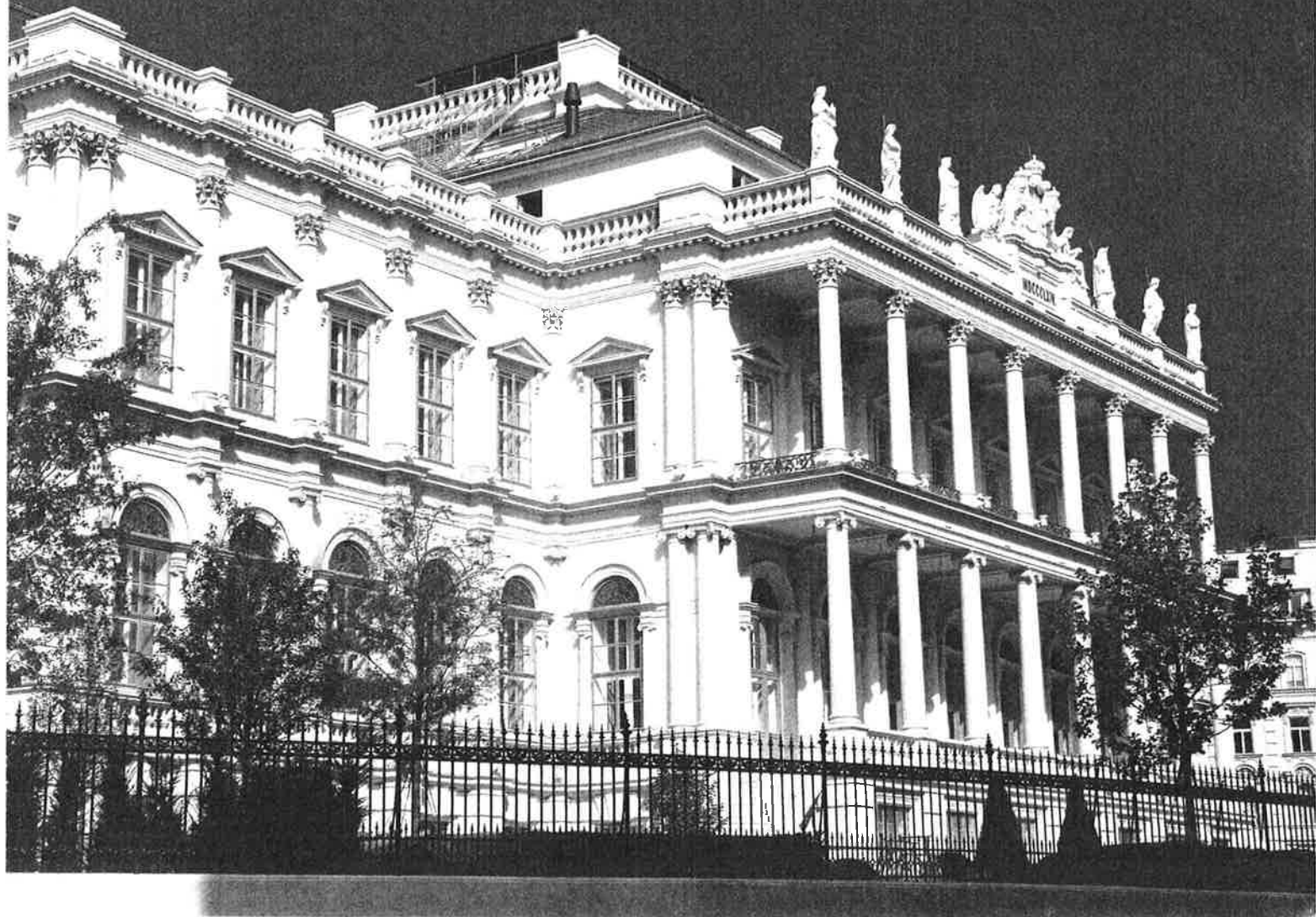


*festschrift*

1996-2011  
15 JAHRE ZZ VERMÖGENSVERWALTUNG

Engagement für die Zukunftssicherung  
durch „KAPITALBILDUNG“



## IMPRESSUM

Medieninhaber und Herausgeber  
ZZ Vermögensverwaltung GmbH  
Coburgbastei 4  
1010 Wien

Redaktion  
Heidmarie Hrabe  
Alexandra Fichtinger

Fotografie  
Helmut Lackner (Bau Konzertsaal Wiener Sängerknaben)  
Felicitas Matern (Fotos Feierlichkeiten)  
Rupert Steiner (Fotos Modelle Wiener Sängerknaben)  
Foto Weiwurm (Foto von M. Faber)

Lektorat  
AV + Astoria Druckzentrum

Grafische Gestaltung  
Dagmar Habeler

Druck  
AV + Astoria Druckzentrum

© 2011  
ZZ Vermögensverwaltung GmbH

Alle Rechte vorbehalten

Die Zusammenstellung der Festschrift wurde nach vorliegenden  
Unterlagen vorgenommen. Sollte ein Fehler vorhanden sein, so bitten  
wir dies zu entschuldigen.

Rechtliche Ansprüche können aus fehlerhaften Eintragungen nicht  
abgeleitet werden. Nachdruck und Übernahme – auch auszugsweise  
auf Datenträger – nur mit Genehmigung des Herausgebers.

# INHALT

|  |    |
|--|----|
| Einladung und Programm                                     | 8  |
| Vorwort  | 11 |
| 15-Jahres-Rückblick  | 14 |
| ZZ – Frühindikatoremodell                                  | 24 |
| ZZ – FI Konzept  | 28 |
| ZZ – Equity Konzept  | 30 |
| ZZ – Alternative Investments                               | 34 |
| ZZ – Währungskonzept                                       | 36 |
| ZZ – Risikokonzept   | 40 |
| Quantitative Easing als neuer Börseneinflussfaktor         | 44 |
| Quo vadis Finanzmarktforschung?                            | 46 |
| WU Wien – PMP – EMP – 1. Endowmentgründungspreis           | 50 |
| Keynes the Investor  | 54 |
| Quantitative Ansätze bei der taktischen Portfoliosteuerung | 56 |
| Raritätenweine als Assetklasse                             | 62 |
| Organigramm der Pühringer Gruppe                           | 64 |
| Kennzahlen ZZ Fonds  | 66 |
| Osmoseprojekte   | 68 |
| Stiftungs-Endowmentplan                                    | 76 |
| ISK – Endowmentprofessur – EMP                             | 80 |
| PMP (PortfolioManagementProgramm) 2003–2011                | 84 |



| C. Laux, A. Geyer, B. Schoeffnagel | H. Zimmermann |

Prof. Dr. Heinz Zimmermann  
Universität Basel, Wirtschaftswissenschaftliches Zentrum WWZ  
Zusammenfassung des Vortrags durch Mag. Richard Franz

## 56 | QUANTITATIVE ANSÄTZE BEI DER TAKTISCHEN PORTFOLIOSTEUERUNG

Im Unterschied zur Strategischen Asset Allokation, die mittel- bis langfristige Erwartungen als Grundlage hat, konzentriert sich die taktische Asset Allokation auf kürzere Zeiträume. Ziel-funktionen und Optimierungsverfahren sind dementsprechend unterschiedlich. Die Voraussetzung für eine erfolgreiche taktische Strategie sind das Ausnützen von taktischem Potenzial, die Erstellung eines aktiven Selektionsmodells und eine gute „out-of-sample“ Stabilität von diesem.

Die Stufen, auf die eine solche taktische Entscheidung aufbaut, können in (1) Timing des Zeitpunkts des Ein- und Ausstiegs in eine Assetklasse, (2) die Selektion der Klassen und Stile und (3) ein „Programm“ zur aktiven Entscheidung von Über- und Untergewichtung in den Anlageklassen eines Portfolios unterschieden werden.

Der traditionelle Ansatz über einen Anlageausschuss birgt jedoch einige Probleme: Komplexität von Marktsituationen wird häufig nur unzureichend bewältigt und es besteht eine Inkonsistenz in der Beurteilung verschiedener Anlageklassen. Darüber hinaus gibt es immer wieder Unstetigkeiten im Entscheidungsprozess über die Zeit, und Einschätzungen werden häufig zu stark vom aktuellen Tagesgeschehen beein-

flusst. Zudem sind die Prozesse zur Entscheidungsfindung oftmals nicht objektivierbar. Ein quantitativer Ansatz bietet hier Abhilfe. Dieser ist im Zeitablauf konsistent, verarbeitet Informationen diszipliniert und ist hinsichtlich der Anlageklassen skalierbar.

Taktische Marktpotenziale entstehen dabei durch asynchrone Konjunkturzyklen in verschiedenen Regionen, Ländern oder Sektoren oder durch stimmungsbasierte Portfolioumschichtungen, oftmals verursacht durch gleichgerichtete Risikobudgets und Erwartungen. Aber auch globale Faktorschocks können unterschiedliche Auswirkungen auf Anlageklassen haben.

Um diese Chancen besser verarbeiten zu können und um einen objektiveren Weg zur taktischen Asset Allokation zu finden, hat vscore mit GLOCAP (Global Conditional Asset Pricing) ein Modell geschaffen, das ausgehend vom fundamentalen Marktumfeld (z.B. Zinsstruktur Spread, TED Spread) Prognosen für globale Renditetreiber schätzt (z.B. globale Zinsen, Rohstoffpreise) und somit Renditetreiber im Anlageuniversum identifiziert (z.B. Aktien Europa).



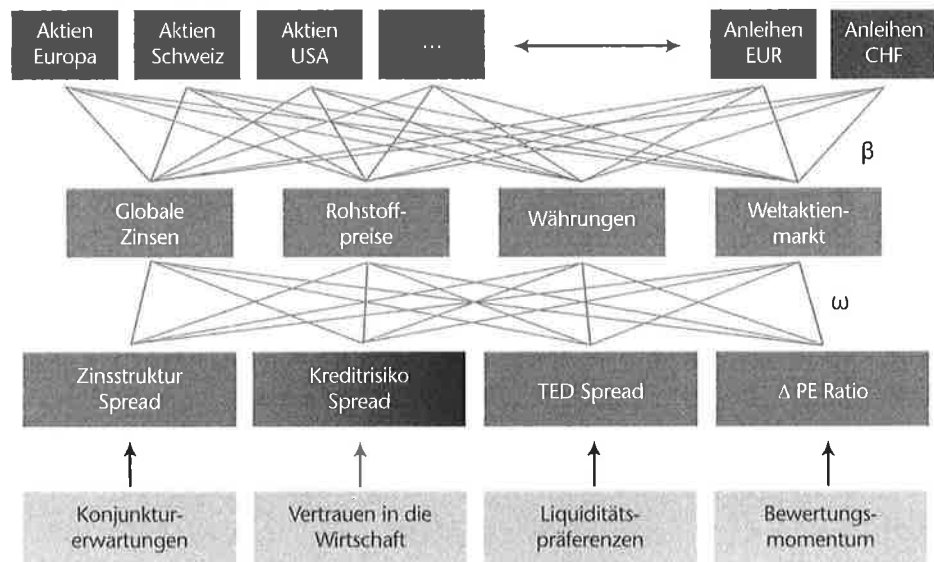
- Stufe 3  
Projektion der Renditebetreiber in das Anlageuniversum

---

- Stufe 2  
Prognose globaler Renditetreiber (Risikoprämien)

---

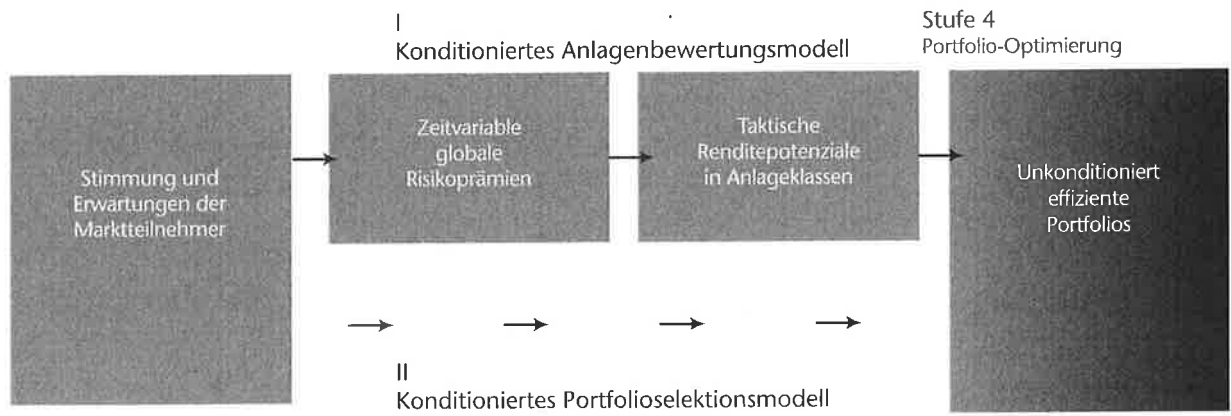
- Stufe 1  
Messung des fundamentalen Marktumfelds





| Vorstellung Kammerspiele | K. Pühringer, M. Egloff, A. zeller, T. Kistler, F. Kistler | H. Hrabe |

### Modellierung konditionierter Portfolioentscheidungen







| N. Stoughton, C. Laux | H.Föttinger, W. Feuchtmüller |

Eine weitere essenzielle Ebene ist der Übergang von konditionierten Portfolioselektionsmodellen zu unkonditionierten effizienten Portfolios. Das Problem: ein aktiver Investor fällt seine Entscheidung aufgrund einer Informationsquelle, welche dem Investor verborgen ist bzw. ihn nicht interessiert. Hier gibt es zwei Vorgehensweisen zur Modellierung effizienter Portfolios: die indirekte Modellierung über konditionierte Momente (z.B. GLOCAP-Erwartungswerte) oder eine direkte Modellierung der Portfolios in Abhängigkeit von bspw. globalen Risikofaktoren. Die Herausforderungen liegen dabei u.a. in der Abwägung zwischen Komplexität und Berechenbarkeit der Modelle versus realistischen Annahmen, Schätzfehlern von Rendite- und Varianz-erwartungen, Strukturbrüchen etc.; kurz, eine Spielwiese für zukünftige Forschungsprojekte.