

Konkurssicher, aber nicht marktunabhängig

Seit Bestehen der Fondsindustrie hat es kein Jahr gegeben, in dem alle nur denkbaren Katastrophenszenarien gleichzeitig schlagend wurden. Naturgemäß hat es in den letzten Jahrzehnten Zeiten gegeben, in denen die Aktienbörsen auf Talfahrt gingen oder die Bond- und Immobilienmärkte spürbare Einbrüche zu verzeichnen hatten. Das simultane Auftreten dieser Imponderabilien konnte daher an der Fondsindustrie nicht spürbar vorübergehen.

Im Jahresverlauf hat sich das Fondsvolumen von rd.163,8 Mrd. Euro um 37,8 Mrd. Euro oder -23 % auf rd. 126 Mrd. Euro per Ende 2008 verringert.

Der wirkliche Paukenschlag erfolgte im Dezember als sich der renommierte und jahrzehntelang tätige Wallstreet-Guru Bernard „Ponzi“ Madoff als „Schneeballlieferant“ outete. Neben auf den Cayman Islands domizilierten Hedgefonds, wo man mit Totalausfällen geschäftsmodellbedingt durchaus rechnen kann, sind auch in Luxemburg domizilierte UCITS III Investmentfonds betroffen. Sollten sich diese Luxemburger UCITS Fonds als „Asset frei“ erweisen, rüttelt das an den Grundpfeilern unserer Industrie die aus den Checks und Balances zwischen Depotbank und KAG bestehen und als besonderes Sicherheitsnetz für Investoren zu werten sind.

Es ist ausdrücklich zu begrüßen, dass der Luxemburger Regierungschef und die CSSF deutlich gemacht haben, dass die Depotbank die ordnungsgemäße Verwahrung des Vermögens Kraft Gesetz sicherzustellen hat. Am Ende des Tages wird die Depotbank für die Drittverwahrung geradestehen, sprich: Schadenersatz leisten.

Nur festzustellen, dass Derartiges bei österreichischen Investmentfonds und österreichischen Depotbanken nicht passiert wäre, greift zu kurz. Die VÖIG wird alle Anstrengungen unternehmen, die Vorteile das Retailproduktes Investmentfonds wieder verstärkt in den Vordergrund zu rücken.

Neben der breiten Risikostreuung, der klaren Kostenstruktur, der umfassenden Transparenz, der fairen Preisermittlung und der hohen Vergleichbarkeit wollen wir die Konkursicherheit und den Anlegerschutz in den Mittelpunkt stellen.

Investmentfonds haben die Eigenschaft, dass sie als Sondervermögen absolut konkurssicher sind. Selbst im theoretischen Fall einer Insolvenz der Kapitalanlagegesellschaft oder der Depotbank, geht das Fondsvermögen nicht in die Konkursmasse, sondern bleibt vollständig bestehen. Bei anderen Kapitalmarktinstrumenten gibt es bekanntlich nur die Konkursquote.

Kapitalanlagegesellschaften, müssen Kraft Gesetz im ausschließlichen Interesse ihrer Anteilsscheinhaber handeln. In Verbindung mit den wechselseitigen Kontroll- und Überwachungsfunktionen zwischen Depotbanken und KAG's sowie den Halbjahres- und Jahresberichten der Fonds, die von Wirtschaftsprüfern zu testieren sind, ist bei den österreichischen Investmentfonds der Anlegerschutz auf höchstmöglichem Niveau sichergestellt.

Wenn es uns gelingt die Produktgesellschaften und -vorteile der Investmentfonds erfolgreich zu kommunizieren, wird die Branche gestärkt aus der Krise hervorgehen.



Mag. Dietmar Rupar
Generalsekretär der
Vereinigung österreichischer
Investmentgesellschaften (VÖIG) und
Mitglied des Vorstandes
der ÖVFA

INHALT

Konkurssicher, aber nicht marktunabhängig	1
Aktivitäten der ÖVFA	2
Treffergenauigkeit von Finanzanalysen	2
IWP/ÖVFA Statement zu Corporate Governance	3
23. Workshop der Austrian Working Group on Bankin and Finance	3
Fachliteratur	4
Neue Mitglieder	4
Tagungsbericht	4
Impressum	7

Aktivitäten der ÖVFA

Paul Severin

Seit unserer "Ordentlichen Mitgliederversammlung" vom 23. September 2008 haben sich die Rahmenbedingungen für die Finanzanalysten und Asset Manager deutlich eingetrübt. Die massiven Probleme, die aus den sogenannten "toxic assets" entstanden sind, erfordern enorme Anstrengungen von allen Seiten. Es ist mit massiven Veränderungen zu rechnen.

Umso erfreulicher ist es, dass die Ausbildungsseite in Form des ÖVFA-Lehrganges weiter hohen Zuspruch erfährt. Am 9. Jänner 2009 durfte ich gemeinsam mit Hr. Mag. *Lucius*, Hr.

Univ.-Prof. Dr. *Uhlir* und Frau *Jonas* den neuen Lehrgang eröffnen. Es ist nicht notwendig zu betonen, dass Ausbildung und damit die Qualitätssicherung der Analysten- und Asset-Manager gerade in Krisenzeiten einen hohen Stellenwert besitzt. Die hohe Qualität unserer Mitglieder und der Absolventen des Lehrgangs setzt sich klar durch.

Im laufenden Jahr werden wieder diverse Aktivitäten gesetzt. Ein Höhepunkt wird wieder die Vergabe des Wiener Börse Preises 2009 sein, der voraussichtlich im Mai verliehen wird. Genaueres erfahren Sie in einem separaten Schreiben. Gleichzeitig sind

wir dabei, uns auf Vereinsebene mit anderen wesentlichen Akteuren am österreichischen Kapitalmarkt zu verschränken. Begonnen haben wir dies mit der VÖIG (Vereinigung Österreichischer Investmentgesellschaften), die mit Hr. Mag. *Rupar* bei uns ein Vorstandsmitglied stellt. Damit stellen wir sicher, dass die Kommunikation zwischen beiden Organisationen optimal funktioniert. Auch mit dem Aktienforum haben wir vereinbart, eine Verschränkung einzugehen. In Summe erachten wir es als besonders wichtig gemeinsam die aktuellen Probleme anzugehen und damit auch neue Wege aus der Krise zu finden.

Zur „Treffergenauigkeit“ von Finanzanalysen im Bewußtsein der Öffentlichkeit

Die erhöhte Volatilität im Zuge der Finanzmarkturbulenzen haben auch die Tätigkeit der Finanzanalysten in das „Kreuzfeuer der Kritik“ rücken lassen. So erschienen Zeitungsartikel wie „Mit Optimismus in den Ruin“ vom 1. Oktober dieses Jahres. Allerdings zeichnen sich derartige Beiträge nicht durch hohe Objektivität aus. Schon der Untertitel „Wie Anlageberater von provisionsabhängigen Beratern und optimistischen Bankanalysten in den Keller begleitet werden“ ist geeignet, den durchschnittlichen Leser in die Irre zu führen. Wenig hilfreich sind auch Ausführungen, die die Treffergenauigkeit von Analystenprognosen mit Pfeile werfenden Schimpansen vergleichen.

Eine solcherart vorgenommene Vermischung von Anlageberatung und Empfehlung eines Analysten ist nicht zulässig. Die Anlageberatung ist auf

die individuelle Situation des Kunden zugeschnitten (so fordert es auch das Wertpapieraufsichtsgesetz), Finanz-

analysten hingegen geben eine allgemeine Empfehlung zu einem börsennotierten Unternehmen bzw. zu dessen an der Börse gehandeltem Titel ab. Wir möchten darauf hinweisen, dass gerade die höchst individuelle Natur der Anlageberatung auch eine entsprechende Haftung für Fehlberatung nach dem WAG 2007 vorsieht.

Die Einschätzungen bzw. Meinungen von Finanzanalysten sind für den Markt, am besten in hoher verfügbarer Anzahl, wichtig. Unter anderem werden durch Analysteneinschätzungen die seitens notierter Unternehmen veröffentlichten Zahlen und Aussagen relativiert sowie in die Zukunft projiziert. Insgesamt sorgen die Finanzanalysten für die nötige Meinungsvielfalt am Markt.

Die ÖVFA möchte ausdrücklich darauf hinweisen, dass die qualitativ einwandfreien Analysen seitens der bei österreichischen Banken angestellten Finanzanalysten ausschließlich auf Grundlage der „Österreichischen Ana-

lyse Standards“ erarbeitet werden. Diese Analyse Standards wurden in Zusammenarbeit mit der FMA erarbeitet und mit deren Rundschreiben vom 4. Mai 2005 als Marktstandard in Kraft gesetzt. Sie sind für jedermann auf der Website der ÖVFA www.ovfa.at einzu-sehen.

Wir sind uns des Umstandes bewusst, dass die Trennung von Anlageberatung und Finanzanalyse für nicht ständig mit dieser Materie Befasste nur schwer zugänglich ist. Weiters sind wir uns des Umstandes bewußt, daß nicht nur unerwartet hohe Volatilitäten, sondern auch drastisch sinkende Marktkapitalisierungen mittelfristige Prognosen unsinnig erscheinen lassen.

Aber Analysen sind kein Ersatz für den „Tip of the day“. Dies Investoren wie Öffentlichkeit klar vor Augen zu führen, muß unser aller Anliegen sein, und wird in Zukunft zu einem besseren Verständnis des Wesens, aber auch der Grenzen der Finanzanalyse beitragen.

IWP / ÖVFA Statement zu Corporate Governance

Das IWP (Institut Österreichischer Wirtschaftsprüfer) und die ÖVFA (Österreichische Vereinigung für Finanzanalyse und Asset Management) waren federführend und seit Beginn an der Entwicklung des Österreichischen Corporate Governance Kodex engagiert. Diese Initiative wurde in der Folge unter der Schirmherrschaft des Kapitalmarktbeauftragten der österreichischen Bundesregierung, Dr. Schenz, im Interesse des österreichischen Kapitalmarkts weitergeführt.

Wir sind als unabhängige Interessensvertretungen der festen Überzeugung, daß ein international herzeigbarer Corporate Governance Kodex auch in Österreich einen wesentlichen Beitrag zu bestmöglichen Rahmenbedingungen für einen modernen, funktionierenden und fairen Kapitalmarkt leistet.

Wir unterstützen alle bisherigen Arbeiten für diesen Österreichischen Corporate Governance Kodex und empfeh-

len auch für die Zukunft eine unabhängige und alle Interessen wahrende Art und Weise der Weiterentwicklung.

Das aktuelle Regierungsprogramm der Österreichischen Bundesregierung trägt diesen Überlegungen Rechnung und sieht besonders vor dem Hintergrund der turbulenten Kapitalmarktzeiten die Verpflichtung zur Corporate Governance als wichtige Maßnahme vor.

Unsere Institutionen (IWP und ÖVFA) sind daher bereit, weiter unabhängig und ausschließlich im Interesse des Finanzplatzes Österreich, eingebettet in den EU-Binnenmarkt und deren Richtlinien, an der Entwicklung des Österreichischen Corporate Governance Kodex in bewährter Weise mitzuwirken.

IWP und ÖVFA
<http://www.iwp.or.at>
<http://www.ovfa.at>

23. Workshop der Austrian Working Group on Banking and Finance

Am 12. und 13. Dezember 2008 fand der 23. Workshop der Austrian Working Group on Banking and Finance statt. Bei dieser Tagung wurde eine Reihe von Themen behandelt, die auch für unsere Industrie von höchstem Interesse sind:

- *Pricing Options on High Yield Corporate Bonds;*
- *Importance Sampling for Credit Risk Portfolios via Auxiliary, Rotational Invariant Densities;*
- *A regime switching pairs trading rule;*
- *Do Equity Tax Shields Reduce Debt Ratios? The Austrian Case;*
- *Simple Time-Varying Copula Estimation;*
- *An Early Warning System for Currency Crises Based on a Forecast Combination Approach;*
- *Bewertungsmodell von Schwartz und Moon – Untersuchungen zur Robustheit;*

- *Efficiency and Adaptive Expectations in Experimental Asset and Digital Option Markets;*
- *Bubble or no Bubble – The Impact of Model Design on the Formation of Price Bubbles in Experimental Asset Markets;*
- *Information Asymmetries, Bid-Ask Spreads and the Pricing of Stocks;*
- *Predictive Regressions with Time-Varying Coefficients;*
- *Do Foreign Banks Raise The Risk Of Foreign Currency Lending In Central And Eastern Europe?*
- *Mean-Variance Asset Pricing after variable Taxes.*

Mit Rücksicht auf die Bedeutung und Aktualität dieser Themen nehmen wir den von Frau Mag. Daniela Senkl, Assistentin am ibf der Univ. Graz, verfassten Bericht über diese Veranstaltung in unseren Newsletter auf. Den Volltext dieses Berichts können Sie auf den Seiten 4ff. dieses Newsletter lesen.

Die Plattform der österreichischen Investment-Community

- Standards
- Ausbildung
- Information

OVFA
 Österreichische Vereinigung für Finanzanalyse und Asset Management

OVFA
 Österreichische Vereinigung für Finanzanalyse und Asset Management

OVFA
 Österreichische Vereinigung für Finanzanalyse und Asset Management

OVFA
 Österreichische Vereinigung für Finanzanalyse und Asset Management

OVFA
 Österreichische Vereinigung für Finanzanalyse und Asset Management

Fachliteratur

Auch wenn die Fusionswelle derzeit abgeebbt ist bleibt M&A nach wie vor ein interessantes Thema. Prof. *Schier-eck* von der TU Darmstadt / European Business School Oestrich-Winkel, hat mit seinem Mitarbeiter *Marc Kirchhoff* eine Studie über Erfolg oder Mißerfolg von Akquisitionen im Pharma- und Biotechbereich durchgeführt. Nachzulesen in ÖBA Heft 11/2008, S. 796-805, „Marktorientierter Akquisitionserfolg von Pharma- und Biotechnologieunternehmen“.

Im letzten Newsletter haben wir das paper von Prof. *Aussenegg* über Directors' Dealings in Österreich angekündigt.

Nun ist eine weitere empirische Analyse zu Directors' Transactions auf dem Österreichischen Aktienmarkt von *Johannes Korp* im ÖBA 1/2009, S. 47-58, erschienen.

Das Investmentfondsgesetz ist die zentrale Norm für Asset Manager. Am 5. Dezember 2008 wurde der neueste Kommentar zum Investmentfondsgesetz der Öffentlichkeit präsentiert. Der Kommentar, herausgegeben von *Heinz Macher, Dieter Buchberger, Susanne Kals* und *Martin Oppitz*, ist im BankVerlagWien / SpringerWien-NewYork erschienen. Das mit 1.560 Seiten im wahrsten Wortsinne gewichtige Werk ist der erste umfassende Kommentar zum österreichischen InvFG, zu den dogmatischen Grundlagen und zur fondsrechtlichen Verwaltungspraxis. Der Kommentar enthält in seinen zahlreichen Anhängen auch die einschlägigen EU-Rechtsgrundlagen, die Verordnungen und Merkblätter der FMA sowie die Qualitätsstandards 2008 der VÖIG. Das Buch (ISBN 978-3-85136-088-2) kann um € 169,- im gutsortierten Fachhandel bezogen werden. Mitglieder der BWG, ÖVFA und VÖIG können es zum Mitgliederpreis von € 143,50 direkt bei

der BWG unter dem nachstehenden Link bestellen:

http://www.bwg.at/bwg/bwg_2007.nsf/alldocs/28A0994D011C7A5DC12573A30042F16F?OpenDocument#

Neue Mitglieder

Mag. *Petra Bärnthaler*, OeNB

Mag.(FH) *Aleksandra Blaszkiewicz*, BAWAG PSK Invest

Dipl.-Bw. *Oliver Fendt*, RCB

Igor Knezevic, Advisory Invest GmbH

Mag. *Lukas Leuprecht*, Flextronics Holding GmbH

Mag. *Otto Klaus Loibl*, RLB NÖ-Wien

Clemens Daniel Luger, ERSTE Group

Manfred Sibrawa, BAWAG PSK Invest

Magdalena Stejskal, BWG

Tagungsbericht 23. Workshop der Austrian Working Group on Banking and Finance

Daniela Senkl

Am 12. und 13. Dezember 2008 tagte die Austrian Working Group on Banking and Finance (AWG) an der Technischen Universität Wien. Die Organisation des Workshops übernahm das Institut für Managementwissenschaften der TU Wien.

Den Startschuß gab am ersten Tag *Michael Hanke* (Universität Innsbruck) mit einem Vortrag zum Thema „Pricing Options on High Yield Corporate Bonds“. Das gemeinsam mit *Michael Bank* (Universität Innsbruck) erarbeitete Modell zur Bewertung von Optionen unter Berücksichtigung von Kreditrisiken, das sich (laut Aussagen der Autoren) noch in den Kinderschuhen befindet, baut auf dem Papier von *Leland/Toff* (1996) und einigen Erweiterungen (*Ericsson/Reneby* (1998, 2003), *Hanke* (2003, 2005)) auf. Die Auszahlungsstruktur der Anleihen wird bausteinartig ausgear-

beitet, jeder Block separat bewertet und schließlich werden die einzelnen Bausteine zusammengesetzt, um das zugrundeliegende Wertpapier zu bewerten. Das ermöglicht die Bewertung von exotischen Optionen, wobei von *Michael Hanke* die Bewertung von zwei verschiedenen Anleihtypen vorgestellt wurde.

Der Titel des zweiten Vortrages lautete „Importance Sampling for Credit Risk Portfolios via Auxiliary, Rotational Invariant Densities“. Das Papier von *Susanne Klöppel, Ranja Reda* (beide Technische Universität Wien) und *Walter Schachermayer* (Universität Wien) wurde von zweitgenannter Autorin präsentiert und stellt eine neue Importance Sampling Methode zur Erhöhung der Schätzgenauigkeit von seltenen Ereignissen in inhomogenen Kreditrisikoportfolios vor. Im Bereich Kreditrisikomanagement sind besonders die Ereignisse am Ende der Dichtefunktion, also hohe Verluste

und die damit einhergehenden niedrigen Eintrittswahrscheinlichkeiten von Interesse.

Michael Bock (Mercur Versicherung/ Universität Graz) stellte "A regime switching pairs trading rule" vor, ein Papier, an dem er gemeinsam mit *Roland Mestel* (Universität Graz) arbeitet. Anhand eines über den Zeitablauf abgebildeten Preisverhältnisses zweier Aktienkurse sollen Strukturbrüche erkannt werden und in die Investmentstrategie einfließen. Die Strukturbrüche können unter anderem den Mittelwert, die Varianz, Regressionskoeffizienten oder Autoregressionsparameter betreffen. Eine der Anforderungen an das Modell ist, daß zwischen einem Regimewechsel und einem grenzüberschreitenden Preisverhältniswert unterschieden werden muß (beispielsweise ein festgelegter relativer Wert über dem Mittelwert, bei dessen Berührung ein Verkaufssignal generiert werden soll). Das generierte

Trading Signal muß folglich die Übergangswahrscheinlichkeiten zwischen den Regimen beinhalten. Die Investmentstrategie wurde mit Daten des DJ STOXX 600 und unterschiedlichen Behaltdauer getestet und ergab bei einer fast halbjährlichen Behaltdauer (125 Handelstage) die besten Ergebnisse.

Marek Kobialka leitete die zweite Session ein. Der Titel seines Vortrags, der die gemeinsame Arbeit mit Manfred Frühwirth (Wirtschaftsuniversität Wien) vorstellte, lautete "Do Equity Tax Shields Reduce Debt Ratios? The Austrian Case". Equity Tax Shields wurden eingeführt, um Eigenkapital gegenüber Fremdkapital für Unternehmen attraktiver zu machen, indem kalkulatorische Zinsen auf Eigenkapital von der Steuerbemessungsgrundlage abgezogen werden können. In Österreich war das System in den Jahren 2000 bis 2004 aktiv, wobei die Zinsen lediglich auf den Eigenkapitalzuwachs berechnet werden durften. Der verwendete Zinssatz wurde vom österreichischen Finanzministerium festgelegt. Daher stellten Kobialka/Frühwirth sich die Frage, ob die Höhe des Zinssatzes Auswirkungen auf die Kapitalstruktur hat (Intuition: höhere fiktive Verzinsung des Eigenkapitals durch die Einführung der Tax Shields führt zu sinkender Fremdkapitalquote). Der Staat könnte sodann die Höhe der Eigenkapitalquote von Unternehmen durch die Veränderung des Kalkulationszinssatzes (der zur Berechnung der Tax Shields verwendet wird) beeinflussen. Es wurden sowohl Buchwerte als auch Marktwerte des Fremdkapitals untersucht. Die intuitiv erwarteten Ergebnisse konnten empirisch nicht bestätigt werden. Die Tendenzen bei den untersuchten Marktwerten waren erkennbar, jedoch nicht statistisch signifikant.

„Simple Time-Varying Copula Estimation“ lautete der Titel des Vortrages von Christian Cech (University of Applied Science bfi Vienna), in dem Gauß'sche Kopulas und Student t Kopulas zur Schätzung von Wahrscheinlichkeiten von sogenannten *joint extreme movements* auf Tagesbasis gegenübergestellt werden. In dem gemein-

sam mit Wolfgang Aussenegg (Technische Universität Wien) erarbeiteten Papier wurden für die Kalibrierung der Kopulas Daten des EUROSTOXX 50 und des Dow Jones Industrial 100 herangezogen. Bei der Schätzung der gemeinsamen Randverteilungen sogenannter „stormy“ periods stößt die Gauß'sche Kopula an ihre Grenzen. Das betrifft Perioden, in denen die Marktvolatilität besonders hoch ist oder die Index Returns sehr stark miteinander korrelieren – hier wird die Wahrscheinlichkeit gemeinsamer starker negativer Returns von der Gauß'schen Kopula unterschätzt, während die Student t Kopula genauere Schätzwerte liefert. Die Ergebnisse der Untersuchung werden von Ergebnissen aktueller empirischer Untersuchungen gestützt. Nach Meinung der Autoren ist die Verwendung von Student t Kopulas ein vielversprechender Schritt zur Verbesserung von Marktrisikomodellen, die ebenso in der Praxis durchsetzbar ist.

Nach der zweiten Pause wurde die aktuelle Untersuchung von Raimund Alt, Helmut Berrer (beide Economica Institut für Wirtschaftsforschung, Wien) und Robert Kunst (Universität Wien) mit dem Titel "An Early Warning System for Currency Crises Based on a Forecast Combination Approach" vorgestellt. Anlaß dieser Arbeit war die größer werdende Forderung nach Frühwarnsystemen (in diesem Fall für Währungskrisen), die, wie der Vortragende Raimund Alt anmerkte, mit zwei großen Problemen behaftet sind. Einerseits ist es schwierig, ein Modell zu finden, daß mit hoher Wahrscheinlichkeit das Eintreten einer Krise vorher sagt, jedoch andererseits nicht zu oft falschen Alarm schlägt. Das zweite Problem betrifft die Definition einer Krise, wobei hier an ein Papier von Roy/Tudela (2005) angeknüpft wurde. Das darin verwendete Modell wurde modifiziert und mit monatlichen Zeitreihendaten aus insgesamt acht Ländern aus Asien, Osteuropa und Südamerika getestet. Für die Bewertung der Qualität von Krisenvorhersagen durch Frühwarnsysteme wurden zwei Maßgrößen vorgestellt: Signal-to-noise-ratio, bei der der Quotient aus richtig vorhergesagten Krisen und

Wir setzen Standards

O V F A
Oesterreichische Vereinigung für Finanzanalyse und Asset Management

O V F A
Oesterreichische Vereinigung für Finanzanalyse und Asset Management

O V F A
Oesterreichische Vereinigung für Finanzanalyse und Asset Management

O V F A
Oesterreichische Vereinigung für Finanzanalyse und Asset Management

O V F A
Oesterreichische Vereinigung für Finanzanalyse und Asset Management

nicht richtig bzw. nicht vorhergesagten Krisen gebildet wird und Reliability, der Quotient aus richtigen Vorhersagen und allen Beobachtungen.

Karin Lang stellte als letzte Vortragende des ersten Workshop-Tages eine aus ihrer Dissertation entwickelte Arbeit, die sie gemeinsam mit Jochen Lawrenz durchgeführt hatte, vor. „Bewertungsmodell von Schwartz und Moon - Untersuchungen zur Robustheit“ lautet der Vortragstitel, der sogleich den Untersuchungsgegenstand verrät. Das Modell von Schwartz und Moon (2000, 2001), welches speziell zur Bewertung sogenannter junger Wachstumsunternehmen verwendet wird, beinhaltet drei stochastische Prozesse (Umsatzentwicklung, Umsatzwachstumsrate, Dynamik der variablen Kosten) und einige Funktionen zur Ermittlung freier Cashflows und Kassabestände. Das Ziel dieser Arbeit war (mittels Sensitivitätsanalyse) zu zeigen, inwiefern Vereinfachungen des Modells Auswirkungen auf die Qualität der Ergebnisse haben. Die für die Untersuchung benötigten Daten wurden aus Keiber/Kronimus/Rudolf (2002) entnommen. Mittels Monte Carlo Simulation wurden 100 Quartale simuliert. Es konnte gezeigt werden, daß Vereinfachungen bei den Volatilitäten der stochastischen Prozesse zum Teil möglich sind. Die Ergebnisse hängen jedoch stark von der Wahl der Input-Parameter, vor allem von langfristigen variablen Kosten, anfänglichen variablen Kosten und der anfänglichen Umsatzwachstumsrate ab.

Am Samstag, 13. Dezember, startete um neun Uhr Stefan Palan (Universität Graz) den zweiten Workshop-Tag mit der Vorstellung der Ergebnisse seiner Dissertation, die er in einem Papier mit dem Titel "Efficiency and Adaptive Expectations in Experimental Asset and Digital Option Markets" weiter vertieft hat. Der Arbeit zugrunde liegt ein Experiment von Smith/Suchanek/Williams (1988), das von der Entwicklung von Kursblasen und möglichen Gründen für irrationales Verhalten der Markt- bzw. Experimentteilnehmer handelt. Er erweiterte das Experiment mit der Einführung eines Digitaloptionmarktes und mußte feststellen,

daß selbst Wetten auf den Wert des zugrundeliegenden Vermögenswertes zu einem vorgegebenen späteren Zeitpunkt die Bildung von Kursblasen nicht verhindern konnten. Die an den Vortrag anschließende angeregte Diskussion zeugte von großem Interesse von Seiten der Workshop-Teilnehmerinnen und -Teilnehmer.

Hervorragend zu der von Stefan Palan vorgestellten Thematik paßte der direkt anschließende zweite Vortrag zu diesem Thema, der von Thomas Stöckl (Universität Innsbruck) gehalten wurde. Gemeinsam mit Michael Kirchler und Jürgen Huber stellte er sich die Frage "Bubble or no Bubble - The Impact of Model Design on the Formation of Price Bubbles in Experimental Asset Markets". Ebenso wie bei dem Experiment des Vorredners bildet das Werk von Smith/Suchanek/Williams (1988) die Basis für diese Untersuchung. Die Autoren verglichen in ihrem Experiment das ursprüngliche Modell mit einem neu gestalten fiktiven Kapitalmarkt-Design - SAVE (Stochastic Asset Value Experiment) -, bei dem der Wertverlaufsprozeß für den Substanzwert des betrachteten Wertgegenstandes stochastisch modelliert wurde. Um ein realistischeres Aktienmarktumfeld zu schaffen, wird ferner das Laufzeitende des Wertgegenstandes nicht vorgegeben und keine Dividendenausschüttungen berücksichtigt. Es konnte gezeigt werden, daß unter Verwendung des SAVE-Designs keine Blasenbildung erfolgt.

Der dritte Vortragende an diesem Tag, Georg Peter (Universität Innsbruck), stellte unter dem Titel „Information Asymmetries, Bid-Ask-Spreads and the Pricing of Stocks“ ein gemeinsam mit Matthias Bank entwickeltes Modell zur Erklärung von Bid-Ask-Spreads vor. Mit dem Modell wird versucht, Vorhersagen über Illiquiditätseffekte zu bestimmten Preisniveaus zu treffen. Die Arbeit verbindet die Modelle aus den Bereichen der asymmetrischen Information, Transaktionskosten, Wertpapierbewertung und Markt-Mikrostruktur. Es werden drei Investoren modelliert (Insider, Liquidity Trader, Uninformed Trader), die jeweils

Wir
setzen
Standards

O V F A
Oesterreichische Vereinigung für
Finanzanalyse und Asset Management

O V F A
Oesterreichische Vereinigung für
Finanzanalyse und Asset Management

O V F A
Oesterreichische Vereinigung für
Finanzanalyse und Asset Management

O V F A
Oesterreichische Vereinigung für
Finanzanalyse und Asset Management

O V F A
Oesterreichische Vereinigung für
Finanzanalyse und Asset Management

als Eigentümer oder Nichteigentümer auftreten können. Das Modell wird in einem ersten Schritt ohne Berücksichtigung von öffentlichen Informationen vorgestellt und im Anschluß mit den Ergebnissen, bei denen öffentlich zugängliche Informationen berücksichtigt wurden, verglichen. Das Auftreten öffentlicher Informationen bedeutet in diesem Zusammenhang, daß sich die Wahrscheinlichkeit für eine Dividendenerhöhung bzw. Dividendensenkung verändert.

Ein komplexes Modell stellt nach einer kurzen Pause *Thomas Dangl* (Technische Universität Wien) auf eine sehr spannende und nachvollziehbare Weise dar. In Zusammenarbeit mit *Michael Halling* (Universität Utah) erarbeitete er "*Predictive Regressions with Time-Varying Coefficients*". Entgegen den in der Literatur vorherrschenden Vorhersagemodellen für Eigenkapitalrenditen wird die Annahme von konstanten Koeffizienten für lineare Regressionsmodelle fallengelassen und durch Koeffizienten ersetzt, die über die Zeit veränderbar sind. Eine Überprüfung ergab, daß die Daten eine solche Entwicklung untermauern und eine bessere out-of-sample Vorhersagbarkeit erreicht werden konnte. Die Autoren erklären das Ergebnis unter anderem damit, daß zeitlich veränderbare Koeffizienten die Bewegungen des zugrundeliegenden ökonomischen Prozesses, beispielsweise von Dividendenrenditen, besser widerspiegeln. Mit diesen Modellen können wichtige Variablen und Modellspezifikationen genauer bestimmt werden.

Die Arbeit von *Haiss/Paulhart/Rainer* (Wirtschaftsuniversität Wien), die von *Andreas Paulhart* vorgestellt wurde, beschäftigt sich mit der Tatsache, daß ausländische Direktinvestitionen von Banken in Zentral- und Osteuropa erheblich zugenommen haben. Ferner zeichnet sich in diesen Ländern eine Zunahme der Fremdwährungskredite ab, was zu zahlreichen Risiken führt, wie beispielsweise dem Wertverfall von Vermögensgegenständen. "*Do Foreign Banks Raise The Risk Of Foreign Currency Lending In Central And Eastern Europe?*" ist nun die zen-

trale Frage, die sich die Autoren gestellt haben. Es wurde eine lineare Regressionsanalyse mit Daten von 16 Ländern für den Zeitraum von 1999 bis 2006, bei der das Fremdwährungskreditniveau die abhängige Variable darstellt und diverse erklärende Variablen herangezogen wurden (Marktanteil ausländischer Banken, Marktanteil Österreichischer Banken, Fremdwährungseinlagen, gesamte Exportgeschäfte), durchgeführt. Die Autoren kamen zu dem Schluß, daß ausländische Banken das Risiko der Fremdwährungskredite nicht erhöhen. Vielmehr zeigt sich, daß die Vergabe von Fremdwährungskrediten von Fremdwährungseinlagen, realwirtschaftlichen Wechselkursänderungen und von der Konzentration des Bankensektors abhängig zu sein scheint.

Der letzte Vortrag des Workshops kam von *Christian Fahrbach*, der Anfänge seines Dissertationsvorhabens präsentierte. Er kam in seinem Vortrag mit dem Titel: "*Mean-Variance Asset Pricing after variable Taxes*" zu dem Schluß, daß in Zeiten eines Marktungleichgewichts - in dem riskante Anlagen weniger Rendite versprechen, als bei risikoloser Veranlagung erzielbar wären - die Erträge aus risikolosen Veranlagungen höher besteuert werden müßten, um die Investitionen in Unternehmen attraktiver zu machen.

Zusammenfassend kann auch vom 23. Workshop der Austrian Working Group on Banking and Finance wieder gesagt werden, daß die Beiträge der österreichischen Forscherinnen und Forscher sehr interessant und die Diskussionen nach den Vorträgen sowie in den Pausen spannend und anregend waren. Des weiteren war es erfreulich zu sehen, daß diese Veranstaltung wieder Teilnehmerinnen und Teilnehmer aus der Praxis ansprechen konnte!

Autorenangabe:

Mag. *Daniela Senkel* ist Assistentin am ibf der Uni Graz

Die ÖVFA dankt der Redaktion ÖBA für die Abdruckgenehmigung aus Heft 3/2009.

IMPRESSUM:

Herausgeber: ÖVFA
Verantwortlich:
Dr. Gerhard Edelmann

A-1010 Wien
Eßlinggasse 17/5
T: +43-1-533 50 50
F: +43-1-533 50 50 33
E: office@ovfa.at
I: <http://www.ovfa.at>

ZVR: 386256122
Bundespolizeidirektion Wien

Bezugsbedingungen: Der Newsletter erscheint unregelmäßig und ist ein kostenloser Service für Mitglieder der ÖVFA. Der Bezug ist zu jedem Zeitpunkt kündbar.

Der ÖVFA-Newsletter kann per EMail bestellt und abbestellt werden über: office@ovfa.at

Datenschutz: Die Empfängerdaten werden vertraulich behandelt und in keinem Fall an Dritte weitergegeben.

Haftungsausschluss: Der Inhalt des Newsletters ist nach bestem Wissen und Kenntnisstand erstellt worden. Haftung und Gewähr für die Korrektheit, Vollständigkeit und Qualität der Inhalte sind ausgeschlossen. Die Informationen stellen keine steuerliche oder rechtliche Beratung dar und begründen kein Beratungsverhältnis.