



» Meine Lebenserfahrung lehrt mich, dass es nach einem Crash klüger ist, an Chancen zu denken als an Risiken.«

Dr. Christoph Bruns, Loys AG

Dr. Christoph Bruns, Ex-Fondsmanager bei Union Investment und heute Teilhaber der Investmentboutique Loys, sprach mit Institutional Money über die gestiegenen Korrelationen am Markt und darüber, warum er längst wieder massiv in Aktien investiert.

Christoph Bruns ist seit Januar 2005 Fondsmanager, Teilhaber und Vorstand der Loys AG und managt den internationalen Aktienfonds Loys Global sowie den im Februar 2006 aufgelegten Single Hedgefonds Loys Global MH, sein Unternehmen verwaltet rund 100 Millionen Euro. Bekannt ist Bruns aus seiner Union-Zeit, bis 2002 war er gesamtverantwortlich für das Aktienfondsmanagement. Der Vermögensverwalter versteht sich als konservativer Asset Manager. Im Interview erläutert er seine aktuelle Sicht der Dinge.

Herr Dr. Bruns, in Krisen steigen regelmä-

ßig die Korrelationen zwischen Assetklassen, die sich sonst unabhängig voneinander entwickeln. Woran liegt das?

Dr. Christoph Bruns: Hauptverantwortlich für den Anstieg der Korrelationen in Krisenzeiten scheint ein als „Herdentrieb“ bezeichnetes Verhaltensprinzip des Menschen zu sein. Demnach ist erstens Pessimismus, also Angst, ansteckender als Optimismus bzw. Gier, und zweitens wird der Aufenthalt in einer Herde als sicherer empfunden als eine exponierte Stellung. John Maynard Keynes, der derzeit in Konjunktur stehende Nationalökonom, hat die Mentalität des Menschen einmal so ausgedrückt: „Es ist

besser, sich mit seinem Chef zu irren, als gegen ihn recht zu haben.“

Die positiven Effekte der Diversifikation lassen sich nur dann nutzen, wenn stabile Korrelationsverhältnisse herrschen. Dies merken derzeit auch die Fondsmanager der großen US-Universitätsstiftungen. Wie reagieren Sie, wenn man nicht mehr auf die bekannten Korrelationen setzen kann?

Dr. Christoph Bruns: Für viele Institutionen scheint damit eine Weltanschauung zusammenzuberechnen. Die Amerikaner gehen voran, wir Europäer folgen unreflektiert und brav. Der Glaube, sozialwissenschaftliche

ALLE FOTOS: © LOYS

» AKTIEN SIND HEUTE

Dr. Christoph Bruns, Loys AG: „Die rein quantitativen Ansätze haben herben Schiffbruch erlitten. Dabei waren die Mängel an den hier relevanten statistischen Konzepten seit Langem bekannt.“

Phänomene mit naturwissenschaftlicher Präzision berechnen und steuern zu können, ist vorerst zerborsten. Er entspringt ohnehin wissenschaftlicher Hybris. Überhaupt haben die rein quantitativen Ansätze einen herben Schiffbruch erlitten. Dabei waren die Mängel an den hier relevanten statistischen Konzepten seit Langem bekannt. Jetzt, nachdem der Schaden eingetreten ist, liest man mit Eifer vom Schwarzen Schwan des Nassim Taleb. Hätte man bereits 1996 dessen Buch „Dynamic Hedging“ gelesen, dann hätte so mancher wissenschaftliche Irrglaube vermieden werden können. Warren Buffett sagt es bereits seit 40 Jahren, und George Soros betont es ebenso unermüdlich. Wie man allerdings an dieser kurzen Aufzählung auch sehen kann, wird das intellektuelle Feld des Finanzmanagements weitgehend von Angelsachsen dominiert, was mancherlei Asymmetrie mit sich bringt. Insgesamt gilt jedoch: Gesunder Menschenverstand, Urteilskraft – um ein Wort von Immanuel Kant zu gebrauchen – und Mut bleiben die Königstugenden im Portfoliomanagement.

Die meisten quantitativen Modelle gehen von stabilen Korrelationen aus. Heißt dies, dass Quant-Modelle nicht krisenrobust sind? Und stellt dies die Richtigkeit von Harry Mar-

WIEDER ATTRAKTIV! «

kowitz' Moderner Portfoliotheorie in der heutigen Zeit in Frage?

Dr. Christoph Bruns: Mangelnde Stabilität der Daten ist nur ein Problem quantitativer Modelle. Es wird behauptet, quantitative Modelle vermeiden Werturteile. Diese Behauptung hat sich jedoch ihrerseits als fatales Werturteil erwiesen. Jede Krise ist aber – genau wie jede Hausse auch – im Detail anders. Daher kommt man nicht umhin, gründliche Wirtschafts- und Wertpapieranalysen zu betreiben. Meine These zur Modernen Portfoliotheorie lautet: Den Anlegern hat sie wenig genützt, denn die Erkenntnis, nicht alle Eier in einen Korb zu legen, war bereits davor verbreitet. Profiteure der Portfoliotheorie waren in erster Linie Buchverlage, Softwareentwickler und Beratungsunternehmen.

Korrelationen steigen in Zeiten aufkommender Finanzmarktnervosität. Lässt sich die Veränderung der Korrelationen so genau prognostizieren, dass man mit geschätzten zukünftigen Korrelationszahlen arbeiten kann?

Dr. Christoph Bruns: Leider nicht. Wie sich gezeigt hat, reicht es ja nicht aus, durchschnittliche Korrelationen für fünf oder zehn Jahre zu schätzen. Auch den Verlauf der Korrelationen während dieser Zeiträume müsste man prognostizieren. Das kann aber niemand mit der notwendigen Genauigkeit. Und die Fortschreibung der Vergangenheit in die

» Profiteure der Portfoliotheorie waren in erster Linie Buchverlage, Softwareentwickler und Beratungsunternehmen.«

Dr. Christoph Bruns, Loys AG

Zukunft hat sich als nicht hinreichend erwiesen. Also müssen Annahmen getroffen werden. Was aber ist eine Annahme anderes als ein Werturteil? Viele Anleger schei-

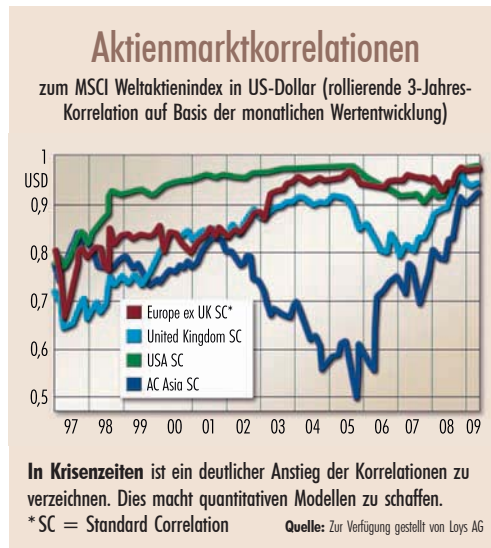
nen übersehen zu haben, dass ein mathematisch ausgedrücktes Werturteil bezüglich der Zukunft von Wertpapieren ebenfalls ein Werturteil ist.

Reicht es, einfach nur breit zu streuen?

Dr. Christoph Bruns: Nein, das reicht nicht aus. Ohnehin habe ich den Eindruck, dass beim Prinzip der Streuung viele Missverständnisse auftreten. Erstens zielt das Thema Streuung ausschließlich auf Risikobegrenzung ab. Jeder Erstsemesterstudent weiß jedoch, dass im zweiparametrischen Feld stets von Ertrag und Risiko die Rede ist. Bekanntlich ist der Ertrag beziehungsweise die Rendite das erste Moment einer Verteilung. Mit anderen Worten: Die derzeitige Fokussierung auf das Thema Risiko ist ein Kind des jüngsten Börsencrashes. Meine Lebenserfahrung lehrt mich jedoch, dass es nach einem Crash klüger ist, an Chancen zu denken als an Risiken.

Woher weiß man, dass man den Zeitraum „nach“ einem Crash erreicht hat? Zunächst stellt man ja nur fest, dass man sich „im“ Crash befindet ...

Dr. Christoph Bruns: Tatsächlich lässt sich erst im Nachhinein feststellen, ob der Crash vorüber oder im positiven Fall eine spekulative Kursblase geplatzt ist. Es fehlt an validen Verfahren, um solche Timing-Aussagen zu treffen. Also kommt ein Investor nicht umhin, sich ein Bewertungsmodell zum Aktienmarkt oder einzelnen Aktien zu erstellen. Außerdem bedarf es einer Handlungsregel, die der individuellen Risikoneigung entspricht. Bei Loys als Aktienselektierer ist es so: Wenn eine Aktie bei konservativer Einschätzung mehr als 50 Prozent unter ihrem längerfristigen ökonomischen Wert notiert und damit 100 Prozent Aufwertungspotenzial aufweist, notiert sie auf Crash-Niveau. Gibt es eine Vielzahl solcher Titel, dann notiert der Gesamtmarkt auf Crashniveau. Weil die Aktienmärkte nicht völlig ineffizient sind, ist die Wahrscheinlichkeit in diesem Fall sehr hoch, dass sich der Crash bald dem Ende zuneigt.



Dr. Christoph Bruns

Dr. Christoph Bruns, Jahrgang 1967, wurde in Münster (Westfalen) geboren und lebt derzeit in Chicago. Im Juli 1994 promovierte er zum Dr. rer. pol. an der Universität Münster. Von Dezember 1994 bis März 2002 war er Fondsmanager bei Union Investment und übernahm dort 1996 die Leitung des Aktienfondsmagements. Im April 2002 verließ er Union Investment, und seit Januar 2005



ist er Fondsmanager und Teilhaber der Investmentboutique Loys AG. Dr. Bruns verfolgt eine konservative Anlagephilosophie mit vermögensverwaltendem Charakter. Er versucht, durch fundamental orientierte Unternehmensanalysen und selbst entwickelte Modelle weltweit qualitativ hochwertige Unternehmen mit überzeugenden Geschäftsmodellen zu identifizieren, die an der Börse mit einem signifikant erscheinenden Abschlag zu ihrem fairen Wert gehandelt werden.

Ihr Ziel besteht darin, eine positive absolute Rendite zu erreichen, indem Sie weltweit auf unterbewertete Aktien setzen. Haben Sie dieses Ziel auch während der aktuellen Krise erreichen können?

Dr. Christoph Bruns: Bereits seit einigen Monaten kann man sehr günstig Qualitätsaktien einsammeln. Wir mögen bei Loys zu früh damit begonnen haben, aber unserer bewährten Philosophie bleiben wir treu. Wer nicht während der Krise Aktien kauft, sollte wahrscheinlich um diese Anlageklasse einen Bogen machen.

Sie halten, wenn Sie keine ausreichende Zahl attraktiver Investments ausmachen können, Kasse. Aber selbst das ist derzeit nicht trivial. Immerhin erlitten einige Euro-Geldmarktfonds zuletzt Verluste. Wie halten Sie Ihren Liquiditätsbestand? Und zu welcher Verzinsung aktuell?

Dr. Christoph Bruns: Für die Fondsbranche ist es erschütternd, dass einige Geldmarktfonds ins Trudeln geraten sind. Dafür waren unverantwortliche Managementfehler verantwortlich, die innerhalb der betroffenen Häuser hoffentlich Konsequenzen haben werden. Bei Loys als reinem Aktienhaus werden die Liquiditätsbestände bei der Depotbank verzinslich angelegt. Allerdings sind wir derzeit nahezu vollständig in Aktien investiert, weshalb das Thema Zinsen bei uns aktuell keine Rolle spielt.

Hat das Thema Korrelationen für Hedgefonds eine andere Bedeutung als für UCITS-Fonds?

Dr. Christoph Bruns: Unbedingt. Denn der Hedgefonds darf Leerverkäufe vornehmen. Wirksamer als durch Leerverkäufe lässt sich die Korrelation nicht senken und sogar negativ gestalten. Insofern sehe ich an dieser Stelle einen enormen Vorteil der Hedgefonds. Hier liegt auch der entscheidende Unterschied zwischen den beiden Loys-Fonds. Ich bin überzeugt davon, dass sich der Mantel eines Hedgefonds für Anleger als vorteilhaft erweisen wird. Die bisherigen Zahlen geben mir ja bereits recht.



» Die Fortschreibung der Vergangenheit in die Zukunft hat sich als nicht hinreichend erwiesen. Also müssen Annahmen getroffen werden. «

Dr. Christoph Bruns, Loys AG

Sie betonen gern, dass die Eigentümer und Fondsmanager bei Loys eigenes Geld in die Fonds investieren. Wenn man bedenkt, dass Sie als Hedgefondsmanager einen guten Teil Ihrer Vergütung aus dem verwalteten Vermögen erhalten, bedeutet dann ein Investment in den eigenen Fonds nicht auch eine sehr große Risikoklumpung?

Dr. Christoph Bruns: Und zugleich auch eine Chancenklumpung. Nach meinem Dafürhalten redet die ganze Welt heute von

Risiko und übersieht völlig, wie attraktiv viele Aktien sind. Ich mache Ihnen einen Vorschlag: Anstatt immer möglichst breit gestreut anzulegen, rege ich an, zeitlich derartig zu diversifizieren, dass man stets überwiegend jene Anlagegattung kauft, die außergewöhnlich günstig bewertet ist. Derzeit sind das Aktien.

Wir danken für das Gespräch.

