

KÜBLER

Placement von Alternative Investments –
ein 0815 Job?

BAUER

Eurex-Derivate nutzen – gewusst wie!

SCHLIEMANN & STANZEL

Die Harmonisierung der Kapitalmärkte durch die MiFID

BRUNS

Hedgefonds -
Abhilfe bei sinkendem Nutzen der Diversifikation

ELING

Gibt es Persistenz in der
Performance von Hedgefonds?

GOTTSCHALG & KREUTER

Quantitative Private Equity Fund Due Diligence:
Possible Selection Criteria and their Efficiency

HEDGEFONDS - ABHILFE BEI SINKENDEM NUTZEN DER DIVERSIFIKATION

Von Dr. Christoph Bruns, LOYS GmbH

In der jüngsten Zeit ist eine Anzahl von Artikeln erschienen, die vom sinkenden Nutzen der Diversifikation spricht. Begründet wird der behauptete sinkende Diversifikationsnutzen mit dem zunehmenden Gleichlauf der verschiedenen Anlageklassen wie z.B. Aktien, Anleihen, Immobilien, Rohstoffe etc. in Phasen gesteigerter Finanzmarktnervosität. Träfen diese Aussagen zu, dann käme der letzte und stärkste Pfeiler der sog. Modernen Portfolio- und Kapitalmarkttheorie ins Wanken. Denn nachdem die Hypothese stets informationseffizienter Aktienmärkte weitgehend desavouiert ist und der Beta-Faktor samt der Ursprungsgleichung des CAPM nur noch universitätspädagogische Bedeutung besitzt, war es das uralte Anlageprinzip der Streuung, das durch Harry Markowitz dereinst zu mathematischen Ehren und dann zu sog. modellarischer Optimierung in den Anlegerdepots gelangt war.

Anleger überschätzen die Diversifikationswirkung

Die mathematische Eleganz der Streuung, und die in ihrem Gefolge praktizierte Depotoptimierung beruhen stets auf der Annahme stabiler Korrelationen zwischen verschiedenen Wertpapieren bzw. Anlagegattungen. Wie aber die Lebenserfahrung und auch die empirische Kapitalmarktforschung gezeigt haben, erhöhen sich diese Korrelationen in Zeiten aufkommender Finanzmarktnervositäten. Aber gerade dann wäre es wichtig, niedrige Korrelationen vorzufinden. Insofern überschätzen Anleger die Diversifikationswirkung ihrer Anlagen. Die Anwendung der Erkenntnisse der genannten Kapitalmarkttheorie mögen sogar dazu beigetragen haben, dass der beobachtete Streuungsnutzen in Krisenzeiten abgenommen hat. Denn die Theorie effizienter Märkte hat bekanntlich der an Marktindizes orientierten Anlage in Form von Indexfonds großen Aufschwung gebracht. Diese gleichförmig und vor allem automatisch vorgehenden Anlagestrategien tragen logischerweise zur Erhöhung der Korrelationen bei, weil ihnen ein prozyklisches Element innewohnt. Das an den Börsen beobachtbare Herdenverhalten der Anleger begünstigt den Trend zu höheren Korrelationswerten im Krisenfall zusätzlich.

Die Zukunft gehört der global ausgerichteten Anlage

Allerdings wäre es falsch, daraus die Schlussfolgerung zu ziehen, zukünftig keine Streuung bei Kapitalanlagen vornehmen zu sollen. Folgendes muss bei der Diversifikation in Bezug auf die Aktienanlage nämlich bedacht werden. Die Streuung zielt gar nicht auf die Verminderung des allgemeinen Kapitalmarktrisikos ab. Stattdessen ist es ihre Aufgabe, das einzeltitelspezifische Risiko zu verringern. Und das gelingt auch, sofern ökonomisch heterogene Portfolios gebildet werden. Dabei gilt die Regel: Je ökonomisch heterogener die Zusammenstellung ist, desto größer ist der Diversifikationsnutzen. Damit wird übrigens klar, dass rein regionales oder sektorales Investieren in aller Regel suboptimal ist. Vielmehr gehört vor dem genannten Hintergrund der global ausgerichteten Anlage die Zukunft. Angesichts der gemachten Erfahrungen ist es ratsam, die Streuung des Portfolios nach zukünftiger ökonomischer Plausibilität und weniger nach statistischen Kennzahlen der Vergangenheit vorzunehmen. Denn sowenig auch beim Vorwärtsfahren im Auto der ausschließliche Blick in den Rückspiegel zielführend ist, sowenig sinnvoll ist auch die Extrapolation der in der Vergangenheit aufgetretenen Kennzahlen. Nebenbei bemerkt: Hier liegt der Grund, warum die Charttechnische Analyse sich im professionellen Investmentmanagement seit vielen Jahren auf dem Rückzug befindet.

Der Research- und Überwachungsaufwand nimmt stark zu

Und schließlich kann beim Thema Diversifikation weniger sein. Denn die Theorie besagt, dass der Zusatznutzen der Hinzunahme einer weiteren Aktie zu einem bestehenden Portfolio ständig sinkt und gleichzeitig die Unübersichtlichkeit des Portfolios und der Research- und Überwachungsaufwand stark zunehmen. Folgt man der Kapitalmarkt-Theorie,



Dr. Christoph Bruns
Geschäftsführer

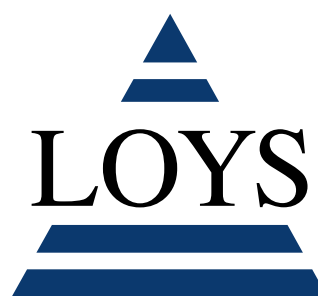
dann reicht es völlig aus, 12-15 ökonomisch heterogene Aktie in einem Aktienfonds zu halten, um ordentlich diversifiziert zu sein. Bei genauer Betrachtung zeigt sich sogar, dass aktive Fondsmanager den Gefahren der Überdiversifizierung ihrer Fonds durch die Bildung konzentrierter aber heterogener Portfolios wirksam begegnen. Besonders deutlich wird dieses Phänomen, wenn man sich die Depots der besonders aktiven Fondsmanager, also von Hedgefondsmanagern, ansieht.

Vorteilhaftigkeit von Hedgefonds bei sinkender Korrelation

Mit dem Begriff 'Hedgefonds' ist die Diskussion zu einer gänzlich neuen Perspektive auf das Thema 'sinkende Korrelation' an den internationalen Finanzmärkten eröffnet. Interessanterweise fällt die Entstehung der amerikanischen Hedgefonds-Industrie zeitlich ungefähr mit dem Aufkommen der Erkenntnis schwindender Korrelationswirkungen zwischen verschiedenen Assetklassen in Krisenzeiten zusammen. Es verwundert daher nicht, dass der Einsatz von Leerverkäufen seither durch darauf spezialisierte Hedgefonds größere Verbreitung gefunden hat. Und tatsächlich stellen Hedgefonds, sofern sie mitunter auch auf fallende Kurse setzen, allein schon aus Diversifikationsgründen offenbar ein vorteilhaftes Instrument zur Beimischung in Depots dar. In den USA, wo Pensionskassen, vermögende Privatkunden und institutionelle Anleger bereits seit Jahren zu den größten Kunden von Hedgefonds zählen, ist die Vorteilhaftigkeit von Hedgefonds nicht zuletzt aus Diversifikationsgründen seit langem anerkannt. Denn nichts garantiert eine niedrige Korrelation zu einem fallenden Aktienmarkt besser, als eine leerverkaufte Aktie. Selbst die gängigen Risikobegrenzungsstrategien wie der Verkauf der gesamten Position oder das Hedging mittels Optionen oder Futures erweist sich gegenüber dem Leerverkauf als suboptimal. Denn zu negativen Korrelationen führen die vorgenannten Kurssicherungsmaßnahmen nicht. Und damit ist nur die Risikoperspektive beschrieben. Tatsächlich bieten Hedgefonds auch Ertragschancen dort, wo herkömmliche Fonds sich nicht engagieren dürfen. Allein, nach über inzwischen mehrjähriger kräftiger Börsenhausse scheinen die deutschen Anleger das potentiell attraktive Chance/Risiko-Profil von Hedgefonds noch nicht hinreichend wertzuschätzen. Möglicherweise kann die derzeitige Börsenkorrektur helfen, um die Aufmerksamkeit für die potentielle Vorteilhaftigkeit von Hedgefonds erkennbar werden zu lassen.

Über den Autor:

Dr. Christoph Bruns war bis 2002 gesamtverantwortlich für das Aktienfondsmanagement der Union Investment mit einem Anlagevolumen seinerzeit von ca. 50 Mrd. Euro. Seit Januar 2005 ist der in Chicago lebende Dr. Christoph Bruns Fondsmanager, Teilhaber und Geschäftsführer bei der LOYS GmbH. Neben der Übernahme des internationalen Aktienfonds LOYS GLOBAL war ihm insbesondere die Auflegung des Single Hedgefonds LOYS Global MH im Frühjahr 2006 eine Herzensangelegenheit. Demzufolge trägt der LOYS Global MH auch die unverwechselbare Handschrift des renommierten Fondsmanagers und zeichnet sich gerade durch deren konservative Anlagephilosophie und deren konsequente Vorgehensweise aus. Im September 2006 wurde Dr. Christoph Bruns mit drei Goldmedaillen in der Kategorie „Long/Short Equity (long bias) Global“ durch die Sauren Funds Research AG ausgezeichnet.



GENUINES INVESTMENT

Kontakt:

Dr. Christoph Bruns

LOYS GmbH
Alte Amalienstraße 30
26135 Oldenburg

Telefon +49 (0) 441/92586-0
Telefax +49 (0) 441/92586-11

bruns@loys.de
www.loys.de

IMPRESSUM

Haftungsausschluss

Die Informationen des BAI-Newsletters stellen keine Anforderung zum Kauf oder Verkauf von Wertpapieren, Terminkontrakten oder sonstigen Finanzinstrumenten dar.

Eine Investitionsentscheidung sollte auf Grundlage eines Beratungsgesprächs mit einem qualifizierten Anlageberater erfolgen und auf keinen Fall auf der Grundlage dieser Dokumente/Informationen. Alle Angaben und Quellen werden sorgfältig recherchiert. Für Vollständigkeit und Richtigkeit der dargestellten Informationen kann keine Gewähr übernommen werden.

Impressum

Jahrgang 6 – Ausgabe 3

Verantwortliche Redakteure:

Roland Brooks

Christina Klein

Silvia Leismann

Erscheinungsweise: vierteljährlich

BAI e.V.

Poppelsdorfer Allee 106

D-53115 Bonn

Tel. +49 - (0) 228 - 969870

Fax +49 - (0) 228 - 9698790

www.bvai.de

info@bvai.de

Satz & Layout

Excellent Media Service GmbH

Im Mediapark 8

50670 Köln

Tel. +49 - (0) 221 - 55405120

Fax +49 - (0) 221 - 55405533

www.excellent-media-service.de

info@excellent-media-service.de