

## Manager Report April 2007: Long and Strong

Nach dem Korrektürchen Ende Februar/Anfang März setzten die Börsen ihren Aufwärtsgang wie schon in den sieben Monaten vor der Korrektur mit unverminderter Schärfe fort. Die Superhaussa nährt die Superhaussa und wie schon in den 90er Jahren läuft es eben so lange weiter, bis es nicht mehr läuft. Die Argumente der Bullen sind klar: Durch den Aufstieg der BRIC-Staaten und einiger weiterer mehr entsteht ein ultra-langer Sonderzyklus, der alle bisherigen Börsenmuster obsolet macht. Mit einem Satz: Viele Jahre Dauerhaussa.

Unser Kommentar: In einer Welt, die recht konstant war, wie die klar polarisierte Welt des kalten Krieges, von 1955 bis 1990 waren die Menschen erwiesenermaßen nicht in der Lage, alles - wenigstens das Wichtigste - vorherzusehen. Wir hatten Cuba-Krisen, Öl-Krisen, Wachstumskrisen etc. und auch danach noch z.B. Russland-Krise und 9-11, den Anschlag auf das World Trade Center und das fundamentale Vorspiel Überbewertung der New Tech-Werte. Und nun soll bei noch ein paar Milliarden betroffener Menschen mehr, einer erheblichen Erhöhung der Komplexität der internationalen Wirtschaft und eines langfristig zunehmenden Margen-Drucks alles perfekt ineinander greifen? 11% p.a. Wachstum in China sind sicher attraktiv. 24% p.a. Investitionswachstum kann aber auch zu Überkapazitäten führen, wenn das Rest-Wachstum nur sich leicht verringert. Und eine Verbesserung der chinesischen Situation ist wohl kaum möglich. Die Rakete rast mit Vollschub nach oben und rast wie geplant und von jedermann erwartet ins Weltall, oder..? Ich mag es, in Märkte zu investieren, die katastrophal sind und wo der erste Lichtschimmer am Ende des Tunnels sichtbar wird. Russland 1999/2000, das war ein attraktives Umfeld. Großes sicheres Geld kann verdient werden, wenn sich eine Situation in der Wahrnehmung der Börsianer von "Katastrophe" auf nicht mehr ganz so katastrophal verändert. Heute ist Russland mit einem KGV von 14 teuer. Wenn irgendwie das Wachstum sich abschwächt und die akuten Knappheitspreise bei einigen Metallen sich reduzieren, was dann?



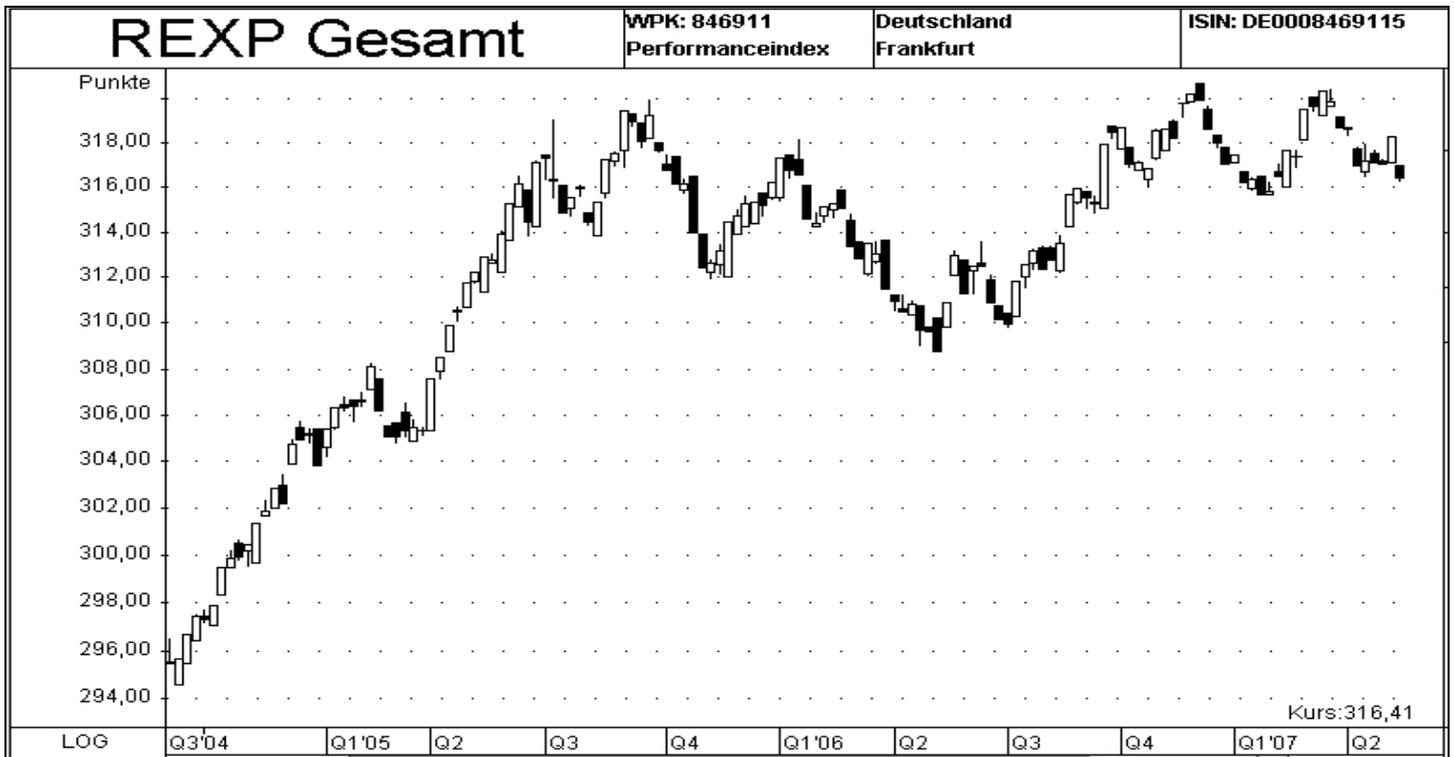
Mit dem Anstieg vom 2005er Tief bei 50 hat der Shanghai B-Index sich aktuell versiebenfacht (in zwei Jahren!) auf ein Niveau von 357 Punkten und das ist natürlich keine spekulative Blase, obwohl das Durchschnitts-KGV schon bei 60 liegt!? Irgendwie scheint es niemanden zu interessieren, dass dieser Anstieg exakt jenem von 1999 bis Mitte 2001 entspricht! Desweiteren scheint niemand zu interessieren, was danach folgte...

### Doc Copper im Doppeltop?



Von knapp über 5000 auf 8000 stieg auch wieder Doc Copper an, der Konjunkturindikator unter den Rohstoffen (wenn in unserer heutigen Welt etwas läuft, braucht es Strom, und Kabel sind aus Kupfer). Hier könnte es ein Doppeltop geben.

Still und leise sind auch - als Folge der noch guten Konjunktur und der Zentralbank-Zinserhöhungen - die Kurse für Staatsanleihen unter Druck gekommen. Ergebnis: Der deutsche REXP-Index, der die Entwicklung eines Vermögens investiert in deutsche Anleihen unter Anrechnung erhaltener Zinsen nachzeichnet, liegt auf 2 Jahre bei +/-null. Oder auf gut deutsch: Was man an Zinsen erhalten hat, hat man an Kursverlusten wieder verloren.



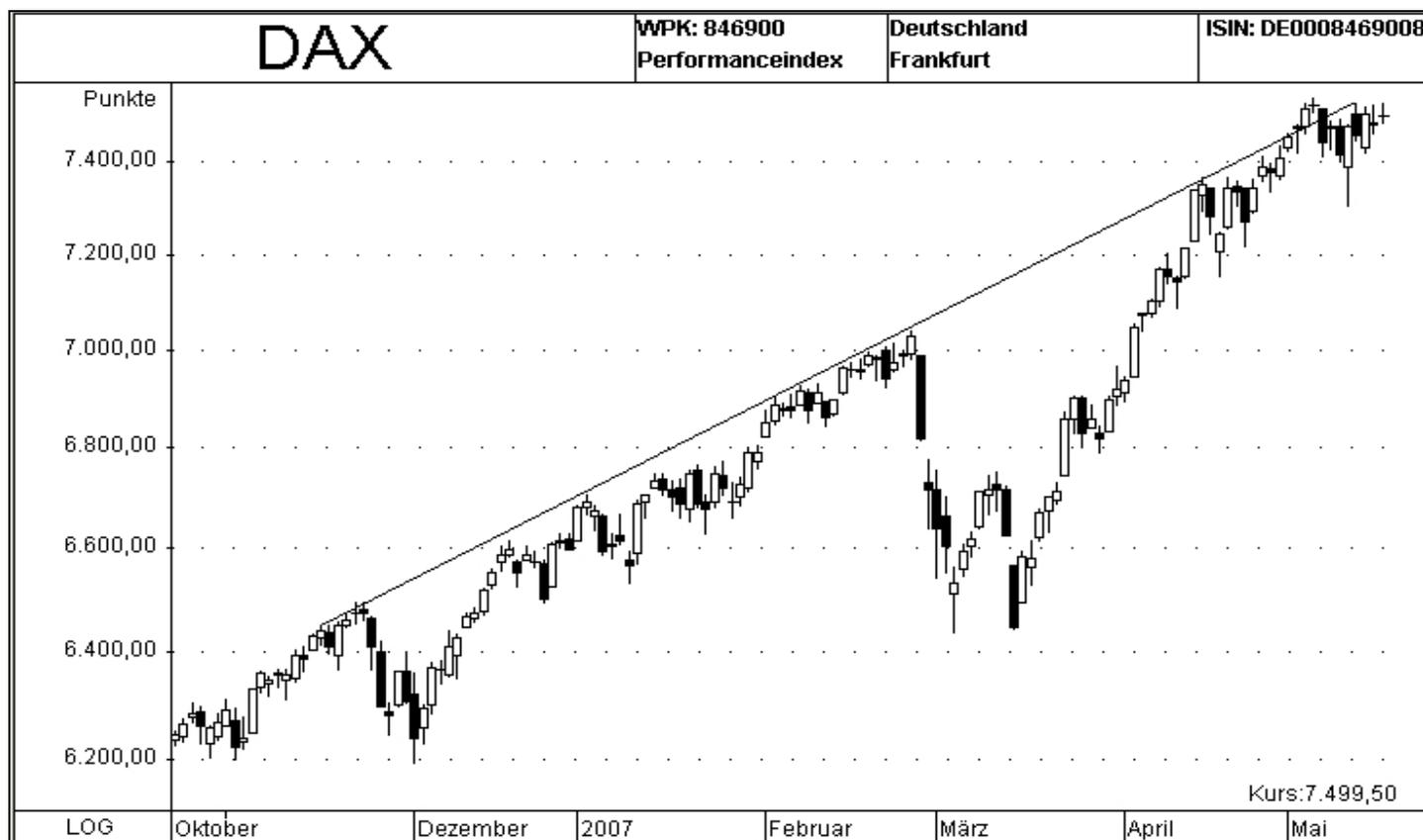
Das ist auch ein Hauptgrund für die aktuelle Aktienhaube. Versicherungen können mit den aktuellen Zinsen immer noch nur schlecht als recht den Mindestzins erwirtschaften und suchen nach Alternativen. Da diese in den Jahren 2001 bis 2004 ihre Bestände an Aktien heruntergefahren hatten, kaufen diese sogenannten professionellen Investoren nun wieder.

US-Ausländer sind ein anderer. Hier wird Europa wegen geringerem Zentralbank-Zins, Nachholbedarf bei der Restrukturierung und unter Währungsgesichtspunkten weiter positiver als die USA gesehen. Das Gros der Analysten spekuliert weiter auf einen schwachen Dollar und damit aus Sicht des US-Anlegers Währungsgewinne für ein Auslands-Investment.

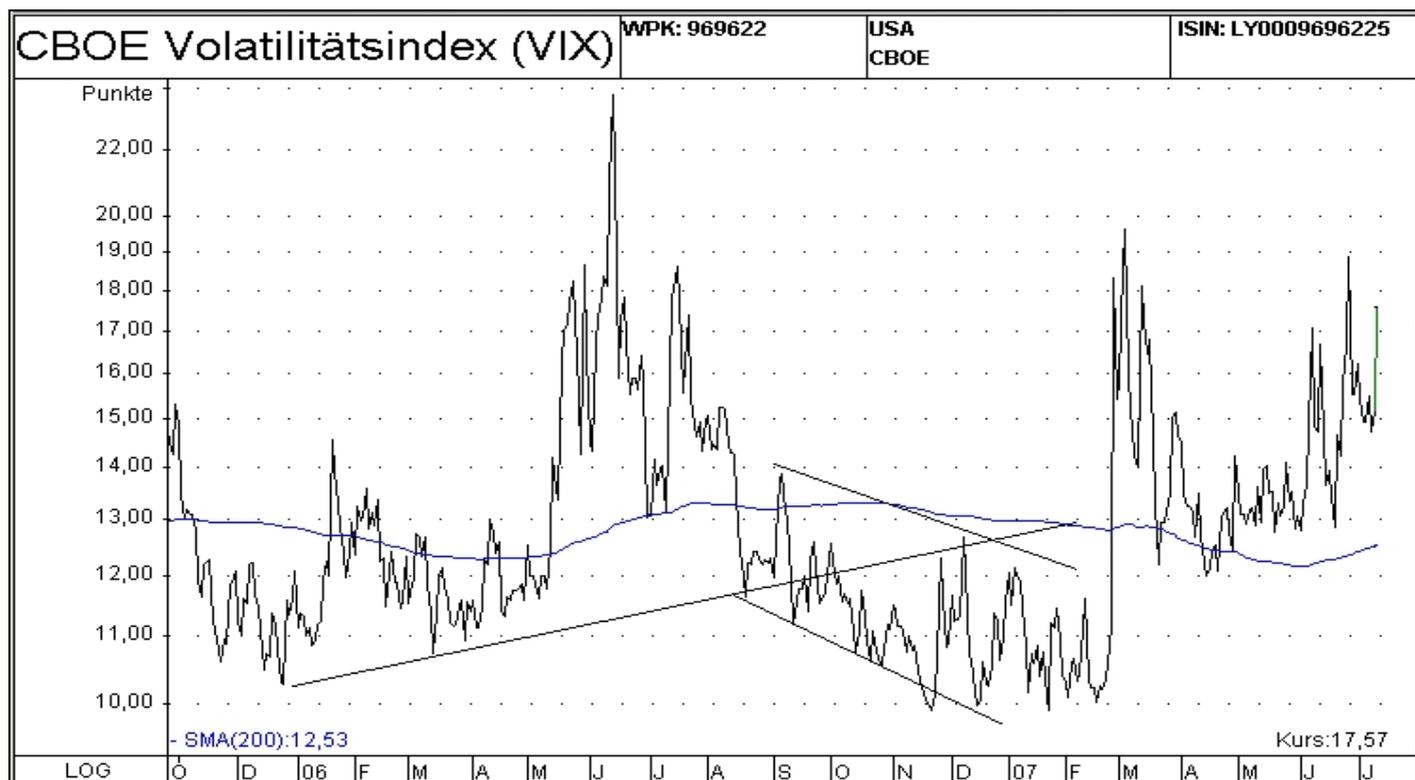
Gegenüber der durch starke Nachfrage aus Fernost gestiegenen Inflation sollen Aktien schützen und werden Anleihen verkauft. Das Ergebnis:



Der MSCI-Weltindex, das Barometer für alle Weltbörsen, liegt weiterhin bei rund 120 Punkten. Weiter weit von den 2000er-Höchstständen entfernt und auch noch deutlich unterhalb des Zwischen-Hochs von Mitte 1999. Der DAX als ein Beispiel für die aktuell favorisierten europäischen Märkte "klebt" weiter an der Obergrenze seines Aufwärtskanals fest. Es herrscht also noch Kaufdruck.



Allerdings trauen die Marktteilnehmer dem Frieden nicht mehr so recht. Die Volatilität (hier die mittlere der Aktien in Chikago, der VIX-Index), die erwartete Schwankungsbreite der Kurse, ist erstmals nach dem Anstieg infolge der Februar-Korrektur auf 20 nur auf 14 zurückgekehrt. Analog wurde im deutschen VDAX nach einem Anstieg auf fast 21 nur ein Rückgang auf 16-17 verzeichnet.



Statt, dass nach einem Rücksetzer die Märkte also zur Tagesordnung übergehen und die Volatilität neue Tiefststände anpeilt (wie etwa im Vergleich Jahreswende 2005/2006 mit 2006/2007), oder wenigstens die alten einstellt, erfolgt jetzt quasi nur ein Umschalten von "Alarmstufe rot" auf "Alarmstufe gelb": Die ersten Marktteilnehmer beginnen offensichtlich langsam mit dem Kauf von Optionen, um sich verstärkt gegen einen Crash abzusichern. Dieses Verhaltensmuster konnte man auch am Ende der letzten Superhausse von 1995-2000 feststellen. Die Volatilität, die etwa Ende 1996 noch bei 12 gelegen hatte, stieg infolge der Asienkrise/Russlandkrise bis auf knapp 50 an. Der Markt erwartet also langsam leicht unruhigere Zeiten. Er erwartet nach unserer Ansicht noch viel zu wenig (siehe Shanghai-Chart oben).

## **Allokation Black+White-Portfolio**

Schon den 11. Monat in Folge konnte Black+White ein positives Monats-Ergebnis erzielen. Diesmal waren es +1,24% auf ein neues Allzeithoch von 16962,73 Punkten oder rund 70% Gewinn nach allen Kosten für unsere Investoren seit dem Indexstart bei 10000 Anfang 2000. Zum Vergleich: Der DAX steht heute wieder da, wo er auch Anfang 2000 stand. Der REX hat es auf einen Gewinn von 43% gebracht, davon aber noch ein guter Teil zu versteuern.

Unser Grundkonzept bleibt: Geld verdienen, aber möglichst ohne dabei zu sein. Bessere Gewinne, als mit Aktien und insbesondere kein Aktienrisiko. Und schon gar nicht, wenn Aktienmärkte heiß gelaufen sind.

Die Party am Aktienmarkt ist uns aktuell viel zu heiß. Die Girls sind zwar heiß, aber die Disco zu voll. Es ist schon viel zu viel Alkohol geflossen. Die Luft ist stickig. Die ersten kippen um. Wenn jetzt jemand auch nur mit Platzpatronen schießt, dann gibt es eine Panik und alle wollen zur Tür.

357 Menschen und eine Tür - das wird problematisch! Da sollte (muß) man abgesichert (gehedgt) sein. Bevor es passiert! Wie Li Ka-shing - der reichste Mann Asiens - vor ein paar Tagen in der South China Morning Post sagte: "Es hat noch nie funktioniert, wenn ein Aktienmarkt ein KGV von 60 hatte. Jede ökonomische Verwerfung in China wird Hongkong treffen. In einem Markt mit extremer Volatilität werden die Kleinanleger am Ende wieder die Opfer sein." Genauso wird es kommen. Ich möchte nur hinzufügen: Da aktuell die Chindia-Story (China und Indien bringen 2 Milliarden neue Konsumenten in die Weltwirtschaft und dies schafft eine jahrzehntelange Sonderkonjunktur) als Grund für die Hausse auch an den West-Börsen angegeben wird, wird es nicht nur Hongkong treffen, insbesondere, da nach den jüngsten Highs im DAX in deutschen Zeitungen schon wieder steht, dass wir in Kürze neue Allzeithochs im DAX sehen werden, also die nächsten 10% doch schon sicher sind, oder? Auch an den West-Börsen scheint damit jetzt der Euphorie-Punkt langsam erreicht.

Das es heute schon in der Zeitung steht, spricht übrigens nicht dagegen. Ich habe in meiner Sammlung noch die Bild-Zeitung vom 31. März 2000. Titel: Angst-Schweiß an der Börse. Die schönen Gewinne - alle bald futsch? Dies war der Tag als der NEMAX - ja diesen Index gab es damals noch - von 8137 auf 7521 Punkte gefallen war. Nur für alle, die es vielleicht vergessen haben (und davon scheint es aktuell schon wieder sehr viele zu geben, wenn ich die Börsenkurse weltweit betrachte): Sein auf denselben Indexwert gesetzter Nachfolger, der TECDAX, steht aktuell bei 870 Punkten, d.h. einem Zehntel des damaligen Wertes und dies nach erheblichen Kursgewinnen in der letzten Zeit. Alles futsch? Ja!!

Erfreulicherweise sind aktuell die Optionsprämien noch sehr niedrig. Mehrere Jahre konstant hochlaufender Kurse und damit Dauerverluste für einfache Put-Käufer haben deren Interesse abkühlen lassen, und damit existiert hier nicht viel Nachfrage. Die Optionspreisexplosionen, die wir in den letzten Jahrzehnten gehabt haben, sind vergessen. Nicht für uns! Wie schon in den Vormonaten legen wir großen Wert auf Sicherheit im Portfolio. Wir sind große Absicherungspositionen in den entsprechenden Indizes eingegangen, um das, was unsere Hedge Fonds noch als Aktien-Netto-Quote haben, für den Fall der Fälle gegen Kursverluste abzusichern.

Unser Portfolio ist eigentlich immer ein Allwetter-Ansatz. Wir kombinieren eine Reihe von Hedge Fonds, die positive Ergebnisse unabhängig vom Markt produzieren, mit einer Reihe solcher, die aggressiver sind und durchaus auch von der Börsentendenz beeinflusst werden können. Ein Kernbaustein unserer Strategie sind dabei PIPEs.

PIPEs sind **private investments in public equities**. Typische Konstruktion: Eine Aktie notiert bei 5. Die Gesellschaft benötigt 4 Millionen, um ein bestimmtes Technologie-Projekt weiterzubringen, einen Prozess zu finanzieren, oder für ähnliche Zwecke, wo andere Geldgeber nicht zur Verfügung stehen, weil wirkliches tiefgehendes Branchen-Wissen benötigt wird, um entscheiden zu können, ob sich die Investition lohnt oder nicht. Der Deal: Das Unternehmen begibt eine private Wandelanleihe, das heißt eine Wandelanleihe, die unter Ausschluß des Bezugsrechtes nur von einem oder wenigen Investoren gezeichnet wird. Konditionen z.B. Wandlungsrecht in zwei Jahren in 1 Mio Aktien und damit auf Basis Kursniveau 4 und damit 20% Discount. Zusätzlich werden auch typisch noch weitere Kaufoptionen vereinbart, d.h. der PIPE-Investor bekommt z.B. 500000 Optionen die Aktie zu 6 zu kaufen und 500000 zu 7.

Warum gibt es den PIPE-Markt?

Im Kern, weil es zuviel dummes großes Geld gibt. Versicherungen, Banken etc. stellen gerne Milliarden zum Ankauf eines Portfolios von 50 Büroimmobilien zu 5-6% zur Verfügung. Wenn aber ein Laser-Spezialist fünf Millionen benötigt, um eine Innovation zur Produktreife zu führen, die noch nicht etabliert ist, dann sieht es bitter aus. Es fehlt das technische Verständnis, um bewerten zu können, ob die Technologie funktioniert. Und die Investitionsgröße ist einfach zu gering für solche Großanleger. Ergebnis: Kein Geld von dieser Seite. Sind nun auch die Altaktionäre nicht willig oder in der Lage weitere Mittel aufzubringen, oder sollen Details der Technologie nicht offengelegt werden, was ggf. in einem öffentlichen Angebot via Prospektspflicht nötig wäre, dann ist der Weg über eine Kapitalaufnahme via Aktienplatzierung/Sekundäremission versperrt. Es bleibt dann nur die Möglichkeit an unternehmerische Investoren heranzutreten, wie im Venture Capital Bereich, und von diesen Mittel aufzunehmen, was sich - ausreichende Profitabilität der Technologie-Investition unterstellt - immer noch für alle rechnen kann.

Deshalb gibt es PIPEs. Funktioniert die Investition, dann sind mehrere hundert Prozent Gewinn möglich, weil dann nicht nur die Aktien steigen, sondern über die Kaufoptionen auch noch viele Aktien zusätzlich weit unter aktuellem Kurs erworben werden können. Bei einer Kursverdoppelung auf 10, macht der PIPE-Investor also nicht nur 150% Gewinn auf seinen Einstand zu 4 im obigen Beispiel, sondern auch noch 2 Mio Gewinn über die 500000 Optionen zu 6 und 1,5 Mio über die 500000 zu 7 und damit weitere 3,5 Mio/4 Mio Wandlereinsatz = 87,5% und damit 237,5% Gesamtgewinn.

Sollte sich die Aktie negativ entwickeln, dann hilft der Discount. Selbst wenn der Aktienkurs 10% auf 4,50 fällt, werden immer noch 12,5% Gewinn vereinnahmt. Die Optionen sollte ein Investor dann allerdings während der Laufzeit veräußern, um nicht den Totalverlust zu realisieren.

Kombiniert man ein Portfolio von PIPE-Investments mit Put-Optionen auf einschlägige Indizes, dann kann man die beste aller Welten produzieren: Stehen die Börsen, dann verfallen die Indexoptionen, die aber sehr viel billiger sind, als die Prämien, die man auf den PIPE-Positionen erhalten hat und der Discount. Dies ist die schlechteste Variante. Ein kleiner Gewinn, wenn die Börsen stehen. Sind die PIPE-Investitionen erfolgreich, dann gibt es dort richtig viel Gewinn. Der Totalverlust auf den Indexoptionen ist dabei einfach cost of doing business, eine kleine Minderung einer exzellenten Rendite. Kommt es zum Börsencrash, dann werden ab einem gewissen Punkt alle Aktien mit in den Strudel gerissen. Hier hilft dann die Indexabsicherung nicht nur, sondern führt auch zu dicken Gewinnen.

Ergebnis: Crash: Profit. Hausse: Profit. Seitwärts: Kleiner Profit.

Mit diesem Grundansatz ist das Black+White-Portfolio börsenunabhängig, ist damit wirklich gehedgt, abgesichert, egal was passiert. Was wir variieren, ist der Grad der Indexabsicherung, der taktisch je

nach Überkauft/Überverkauft-Stand der Börsen höher oder niedriger dotiert ist und die Zusammensetzung und Art der Fonds mit denen möglichst konstante Gewinne erzielt werden sollen, die dann durch die Indexpositionen abgesichert werden. Aktuell ist das Absicherungsniveau erhöht und nun warten wir ab ob die Rakete weiter steigt oder abstürzt. Lassen wir den Markt entscheiden und verdienen wir. Unabhängig davon was passiert!

### **Allokation Vola+Value-Portfolio**

Der starke Trend im April war nicht gut für Vola+Value. Aber auch hier zeigen sich die Verbesserungen im Programm. Vola+Value verdient gut, wenn die Märkte stehen, oder wenn sie in einer Handelsspanne schwanken, vorzugsweise einigermaßen prognostizierbar, und wenn Märkte aus dem überkauften Bereich bzw. aus dem überverkauften Bereich in die Normalzone zurückkehren, es also eine Gegenbewegung gibt. Dies konnte man im März schön erkennen, wo ein Gewinn von 2,5% die Folge war. Dies funktioniert aktuell im Mai bis heute auch wieder gut. Im April dagegen war mit einem einfach hochlaufenden Trend ohne jede Reaktion nichts zu verdienen. Verkaufte Kauf-Optionen mussten mit deutlichen Verlusten eingedeckt werden, die einen Teil der Gewinne aus den verkauften Verkaufs-Optionen wieder zunichte machten. Mangels klarer auch nur kurzfristiger Gegen-Trends konnte auch der Kurzfristhandel keine Zusatzgewinne erwirtschaften. Das Gesamtergebnis war ein leichtes Plus von 0,09% auf 13337,53 Punkte. Auch dies wieder rein mathematisch ein neues Allzeithoch, allerdings zugegebenermaßen nicht signifikant.

Aktuell per Mitte Mai wurde dagegen die 13500-Marke bereits klar überstiegen. Der Handelsansatz funktioniert also weiter. Nur war April eben ein unterdurchschnittlicher Monat. Die Börsentendenz hilft Vola+Value dabei natürlich auch nicht gerade. Wenn ein überkaufter Markt überkauft bleibt, kann mit der Rückkehr in die Normalzone nichts verdient werden. Betrachtet man allerdings die obigen Indexanalysen, dann sieht es so aus, als dürften wir uns auf ein paar schöne Monatsergebnisse demnächst freuen. Die nächste Korrektur kommt bestimmt. Wenn sie nicht im April gekommen ist, dann eben doppelt stark irgend wann demnächst. Bis dahin können wir erfreut feststellen, dass das Money Management des Programms dafür sorgt, dass kein Geld verloren wird. Man könnte sagen, dass Vola+Value in der aktuellen Marktsituation der einzige Put ist, der kein Geld verliert. Warten wir mal ab, wann die Bären wieder regieren. Dann stehen große Gewinne ins Haus.

18.05.2007 Straush