

Manager-Report August 2008: Herr E. und die gelben Slips von M.

Die Sonne schien wieder. Es war Donnerstag. Der Donnerstag nach dem Montag nach dem großen Crash vom 19. Oktober 1987. Ich lief durch Köln und traf Herrn E. Man kannte sich. Die großen Privatspekulanten trafen sich damals an einem gewissen Ort im Zentrum und man redete. Man wußte so ein wenig, was der andere macht. Herr E. war schon so um die 70, hatte das Zipperlein, aber seine Augen waren noch hellwach. "Herr Straush, Herr Straush, Sie kennen sich doch mit Optionen aus. Was ist denn das hier? Da schickt mir doch die Merrill diese komischen Abrechnungen. Die Aktien da die habe ich nicht gekauft. Was mache ich denn nun?", sprach er verunsichert und hielt mir einen ganzen Packen gelber Zettel entgegen, jene Art von Abrechnungen, die den Order-Slips, den Kaufaufträgen auf dem Börsenparkett nachempfunden waren: BUY und SELL mit großen Lettern aufgedruckt und darunter dann Titel und Menge. Und da waren sie die Paketchen. 5000 Merrill. 8000 Polaroid. 6000 Eastman. 4000 IBM u.s.w. Großes Geld. So runde 2 1/2 bis 3 Mio USD alles zusammen, wie ich schnell überschlug. 1987er Dollar natürlich. Also schon (noch) einiges wert. "Haben Sie vielleicht Puts auf diese Papiere verkauft?", war meine nächste Frage. "Ja". "Nun, die Preise sind gefallen und die haben die Ihnen jetzt angeliefert". Sein Gesicht hellte sich auf "Och, sind ja eigentlich ganz gute Papiere. Muss ich wohl mal ein paar Bonds verkaufen." Sprach's, verkaufte ein paar Millionen an Staatsanleihen, nahm alle Aktien ins Depot und das war's. Alle Aktien waren zu diesem Zeitpunkt tief im Verlust. Ziemlich dicke, teils "katastrophale" Verluste. Der größte Ein-Tages-Verlust aller Zeiten lag gerade hinter uns. 27% Indexverlust an einem Tag, am schwarzen Montag. Vier Monate später hatten sich die Polaroid von damals -20% gegen Anlieferungspreis auf +20% erholt und er verkaufte die Position mit Gewinn wohl über die nächste Option. Auch mit den anderen Papieren ging er ebenso um. Und es ging ihm auch in den Jahren danach immer weiter sehr gut bis zu seinem seligen Ende.

Warum hat Herr E. die damalige Krise gut überstanden?

- 1) Er wußte, was er kaufte. Es waren Aktien von Gesellschaften, die etwas sinnvolles herstellten, was die Leute brauchen. Er hatte Vertrauen in diese Aktien ("gute Papiere").
- 2) Er hatte sich darauf eingestellt, dass Aktien stark schwanken würden und hatte das, was man in einer Extremsituation braucht, wenn etwas passiert, von dem man nicht erwartetet hat, das es passiert ("Herr Straush, was ist denn das? Die habe ich doch gar nicht gekauft"): Cash. Liquidierbare Vermögenswerte. Die Anleihen, die er verkauft hat, um die Aktien bezahlen zu können.
- 3) Risiko und Möglichkeit dieses zu managen standen in einem gesunden Verhältnis. Es war genügend Cash da, um das Problem aussitzen zu können. Allgemeine Regel: Wer sich in einer solchen Krise bewegen muß, verliert. So einfach ist das. Wer sich bewegen kann, kann große, sehr große Gewinne machen. Wer sich bewegen muß, kämpft um's wirtschaftliche Überleben. Und einige - so leid mir dies tut - "sterben".
- 4) Er war zwar überrascht, hatte aber einen Plan B. Wer darauf angewiesen ist, dass sich die Kurse in einer bestimmten Zeit irgendwie wie erwartet bewegen, verliert in einem Crash. Die Börse ist eine Bestie. Sie ist die gesammelte Emotion von Millionen von Menschen und diese können ruhig und rational oder irrational panisch sein. Und wenn letzteres der Fall ist, dann ist alles möglich. Im Crash treten häufig Kursbewegungen auf, die "absolut unmöglich" sind, Bewegungen sind so wild und zu unprognostizierbar, dass man nur eines machen kann: Wenn eine Superchance da ist zugreifen! Aber niemand sollte erwarten, dass es dann gleich in den Gewinn geht. Aus der Superchance kann die Super-Superchance werden, also erst noch ein fetter Verlust, bevor dann gegebenenfalls nur Stunden später plötzlich eine katastrophale Situation sich in einen fetten Gewinn verwandelt hat und auch diesen kann man dann nur einfach mitnehmen. Mit einem Satz: man kann keine Prognosen stellen, sondern nur auf Fakten reagieren. Und dazu muß Plan B funktionieren. Die ganze Portfolio-Strategie muß so aufgebaut sein, dass man die Krise im Zweifel aussitzen kann und dabei verdient. Denn am Schluß - wenn man die Positionen durchhalten kann! - winkt immer der Riesengewinn. Deswegen war es ja die Superchance. Nur ist der Weg von der Superchance zum Supergewinn unprognostizierbar.

Dies bedeutet eine realistische Erwartung zu haben, einzukalkulieren, dass alles passieren kann und das Portfolio so aufzubauen, dass jedes denkbare Umweltszenario profitabel überlebt wird. Und zwar vor der Krise. Wenn die Krise erst da ist, dann ist man schon bei 3).

Große Finanzkrisen sind der Weg zu großem Reichtum

Wo große Bewegungen sind, da sind nicht nur große Verlierer. Da sind auch große Gewinnmöglichkeiten, sehr große. Man muß sich nur darauf einstellen (können). Im Jahr 1919 erlebte Deutschland eine Hyperinflation. Briefmarkensammler kennen wahrscheinlich die Briefmarken, wo auf den 20 Mark noch schnell 2 Millionen übergedruckt worden waren. So schnell war die Geldentwertung. Am Schluß mußte man mit einem Waschkorb voll Geld zum Bäcker laufen, nur um ein Brot bekommen zu können. Millionen Sparer, die ihr Geld Sparkassen und dem Staat anvertraut hatten, erhielten dieses völlig sicher zurück. Nur war es aufgrund der Hyperinflation nichts mehr wert! **Die Sparer waren ruiniert!**



Die Hyperinflation war aber auch der Aufstieg eines der größten Industriemagnaten Deutschlands, Hugo Stinnes. Stinnes kaufte bis zur Halskrause im Kredit marode Firmen auf und bezahlte dann die Kredite wenig später mit einem Lächeln mit Inflationsgeld und wurde Milliardär.

Als die Sozialisten in Mexico an die Macht kamen, gab es eine Panik an der Börse. Aktien wurden um jeden Preis verkauft. Seguros, die größte Versicherung des Landes wurde mit nur noch 5% des Buchwertes gehandelt. Mit dem Geld eines kleinen Handelsgeschäftes seines Vaters griff hier ein Mann zu: Carlos Helu Slim. Seine Kaufpreis für Seguros betrug rund 50 Millionen Dollar. Der Marktwert um den Jahreswechsel 2007/2008 25 Milliarden USD. Dies und eine Reihe anderer Investitionen machten diesen Tycoon zum reichsten Mann der Welt in der Forbes-Liste für 2007.

Ein gewisser Herr Flick kaufte nach dem 2. Weltkrieg als sie niemand haben wollte "wertlose" Daimler-Aktien. Das Milliarden-Paket verkaufte er dann bekanntlich an die Deutsche Bank.

Große Krisen mit großer Vernichtung von Vermögen für die breite Masse bieten für intelligente Investoren die einzige Möglichkeit wirklich spektakuläre

Gewinne zu erzielen. Und es gibt zwei sichere wirtschaftliche Wahrheiten:

- 1. Es kommt immer irgendwann eine wirklich große Krise (nur wann und wie groß ist unbekannt).**
- 2. Irgendwann ist diese beendet und dann kommen zumindest für einige die wirklich großen Gewinne (nur wann und wie ist wieder unbekannt).**

Wie ist die aktuelle Situation nun zu bewerten?

Handelstechnisch waren 1987 (und auch 1929) um Dimensionen schwieriger als die aktuelle Situation. Der Markt eröffnete etwa am schwarzen Montag 1987 gleich mit einem Minus von über 10%. Keine Chance zu reagieren. Der Tagesverlust war 27%. Keine Informationen über aktuelle Kurse. Alle Kursinformationen wurden damals über das Tickertape übertragen, ein elektronisches Laufband mit Aktienkürzeln und Preisen. Rein aufgrund der Menge an Transaktionen kam das Tape nicht mehr damit nach über die Kurse zu berichten. Am Anfang war das Tape noch aktuell. Dann sah man nur noch, was vor 1/2 Std. passiert war. Am Ende des Tages nur noch wie die Kurse vor 2 Stunden waren. In Hongkong war 1987 die Börse eine komplette Woche geschlossen und eröffnete dann mit - 50%. Keine Handelsmöglichkeit und ein 50% Sprung. 2/3 aller Börsenhändler wurden dadurch in den Ruin getrieben. Das sind Kursbewegungen, die handelstechnische Probleme produzieren! Heute kommt es zwar zu extrem großen Bewegungen, aber ohne Sprünge und dies ist für jemanden, der wie wir online realtime Handelszugang hat und dem alle Handelspartner offen stehen - auch am Wochenende - im Prinzip Business as usual, nur ein wenig extremer, was die Schwankungen betrifft. Wenn man einmal so was wie 1987 mitgemacht hat, dann prägt das ein Leben. Und unsere ganzen Strategien, der Aufbau der Firmengruppe, die Liquiditätsdisposition, alles ist so ausgerichtet, dass wir eine Situation wie 1987 profitabel überleben können. Wir müssen nicht handeln, haben unsere Strategien darauf ausgerichtet, dass wir jede Krise aussitzen können, haben einen Plan B und auch einen Plan C und dann ist das, was hier aktuell passiert, zwar handelstechnisch anspruchsvoll aber managable. Die Situation ist nervig, emotional anspruchsvoll, aber nicht mehr. Wir haben sie im Griff.

Um dies noch einmal ganz klar zu sagen: Ich hatte ganz massive Probleme mit den Märkten 2006, 2007. Denn das, was damals war, dieser "völlig risikolose" Aufwärtstrend der Märkte ohne größere Schwankungen, das habe ich nicht verstanden. Das konnte es nach meinen Erfahrungen nicht geben. Schon gar nicht so lang andauernd. Das, was wir jetzt sehen, kenne ich. Im Prinzip. Das habe ich 1987 gesehen. Das habe ich 1998 gesehen. Und das habe ich - genauso wie FED-Chef Bernanke - im Rahmen meines Studiums hinsichtlich 1929 analysiert. Emotion pur. Panik. Existentielle Vernichtung. So sieht es aus, wenn die Bestie Börse böse wird. Sie dachten die Börse ist ein Pudel? Manchmal. Manchmal aber auch ein tollwütiger Pitbull. Darauf muß man sich einstellen und darauf kann man sich einstellen. Das die Börse knallt, ist für uns also kein Problem. Sie funktioniert. Man kann handeln, wenn auch zu absurden Preisen. Aber wir müssen ja nicht handeln, haben den Luxus zu handeln, wenn es wieder einmal besonders absurd und damit besonders lukrativ ist.

Das nur sehr schwer lösbares Problem - für das wir allerdings Allwetter-Lösungen implementiert haben - liegt nicht darin, dass wir ein Problem haben, das wir lösen müßten, sondern einzig, dass wir nicht wissen, was die anderen für Probleme haben, wann diese etwa in eine Überschuldungs-/Insolvenzsituation gelangen und wir feststellen müssen, dass die Reaktionen der Marktteilnehmer insbesondere aber auch der Politik und der Aufsichtsbehörden auf die aktuelle Situation von sehr dummen und gefährlichen politischen Spielchen geprägt sind und viele Aktionen völlig dilettantisch und grundfalsch sind. Was wir heute allerdings haben - und dies ist schon beängstigend - ist, dass selbst die Masse der Handelsprofis teilweise nicht mehr einigermaßen sinnvoll reagieren (können) und das man feststellen muß: Die Leute, die eigentlich seit mindestens einem Jahr einen Plan hätten entwickeln müssen, haben keinen. Stümperhaftes ad hoc-Herumgefummel ist das Motto der Stunde bei Politik und Aufsicht. Bei den Banken gibt es auch keine Plan B. Und neurotische und ggf. in der Zwangsliquidation

befindliche Anleger verursachen durch Panikverkäufe Kursverwerfungen, die um ein Vielfaches ineffizienter sind als alles, was wir je gesehen haben.

Ein normaler Crash hat seine Ursache in der Überbewertung bestimmter abgrenzbarer Vermögenswerte. Beispiele: Zaitech: Durch gegenseitige Verkäufe von Immobilien werden die Immobilienpreise immer höher getrieben. Ergebnis: 1989 war der Wert des Geländes des japanischen Kaiserpalastes größer als ganz Kalifornien. Folge: Japan-Aktienkrash von 1989 bis 2003 von 40000 Punkte auf 7000 Punkte im NIKKEI. Aktien waren total überbewertet. Aktien fallen. Anleger kaufen. Utopische Bewertung von New Economy-Technologie-Aktien in 2000. 2001-2003 Crash: NEMAX von 10000 auf 270. DAX von 8000 auf 2700. Durch die Blase sind Aktien total überbewertet. Aktien fallen. Anleger kaufen.

Die aktuelle Finanzkrise hat alle diese Elemente. Es gibt die US-Immobilienblase und ihre Pendants in einer Reihe europäischer Länder (Irland, England, Spanien). Es gibt die unsinnige wirtschaftliche Vorgehensweise nicht leistungsfähigen Schuldern Kredite zu gewähren und auch noch im Zeitablauf bei immer weiter steigenden und damit immer mehr überbewerteten Immobilienpreisen immer weniger leistungsfähigen Kreditnehmern Kredit zu gewähren und zwar gegen immer weniger bis gar keine Eigenmittel aber mit maximaler Provisionierung für eine ganze Reihe Beteiligter. Es gibt auch die kriminelle Seite (bewußt falsche Angaben in den Kreditanträgen).

Gänzlich neu aber ist der systemische Aspekt. Dies ist kein reiner Überbewertungs-Crash, sondern ein Komplexitäts-Crash, ein Spezialisierungs-Crash und ein Juristen-Crash. Und es ist ein Containment-Crash. Bei der NewEco-Blase des Jahres 2000 gab es fehlbewertete Aktien. Man wußte, wer von der Fehlbewertung betroffen war: Alle Aktien, die irgend etwas mit Technologie zu tun hatten und wo sich die Illusion der gigantischen Gewinne der Neuen Ökonomie als Luftschloss analysieren ließ. Es war dann die Frage, welche Auswirkungen dies auf andere Bereiche (etwa Banken mit hohem Emissionsgeschäft in New Economy-Werten) haben würde. Aber letztlich wurde dadurch das System nicht in Frage gestellt. Es gab schließlich die Old Economy. Die Krise konnte isoliert werden auf die, die Unfug im Rahmen der New Economy betrieben hatten (Containment).

Spezialisierung und Komplexität: Lebens-Versicherungen benötigen im großen Stil sichere Anlagen mit über 3% Mindestzins, um den Garantiezins bei Lebensversicherungen erfüllen zu können. Aufgrund niedriger Zentralbankzinsen in den USA von nur noch 1% 2003 konnte dies mit der klassischen Anlage in Staatsanleihen nicht mehr erzielt werden. Gleichzeitig kamen aufgrund damals noch niedrigerer Hauspreise und wegen der niedrigen Zinsbelastung aufgrund niedriger Zentralbankzinsen neue Kreditnehmerschichten für Hauskäufe in Frage. Etwas riskant zwar mit diesen Geschäfte zu betreiben. Aber 2003 war es eine durchaus wirtschaftlich sinnvolle Aktivität! Wie man Geldgeber (Versicherungen, Pensionskassen) und Schlecht-Schuldner zusammen führen konnte, war rechtlich nicht besonders schwer. Die Lösung waren die bekannten SIVs, Gesellschaften, die z.B. 10000 Hypotheken an Kreditnehmer schlechter Bonität von Kreditvermittlern/Banken ankauften und über eine Mischung aus Eigenkapital, Risikoanleihen und "sicheren" niedrig verzinsten Anleihen finanzierten. Etwa durch z.B. 4% Eigenkapital des Initiators des SIV, danach z.B. 6% Hochrisiko-Anleihen ausgestattet mit 15% Zinskupon, die an risikobereite Investoren verkauft wurden. Unter der Annahme, dass es maximal zu 10% Kreditausfällen über die Lebenszeit des SIV kommen würde, waren dies die beiden Kapitalgruppen, die nach dem Konzept überhaupt nur im Risiko stehen sollten und eigentlich war auch hier die Erwartung, dass es nur zu geringen Ausfällen wenn überhaupt kommen würde, da ja Immobilien in den letzten 25 Jahren kaum und schon gar nicht deutlich gefallen waren. Die restlichen 90% Kapital konnten so von risikoaversen Investoren, wie den Lebens-Versicherungen aufgenommen werden. Zunächst 10% sagen wir als BBB-Tranche mit 5% verzinst. Darunter weitere 5% als A-Tranche mit 4,5% verzinst. und der Rest als 75% AAA-Tranche mit 4% Zins für den "supersicheren Teil", der "auf jeden Fall" zurück gezahlt werden kann. Über diese Sicherheitssituation gab es dann noch eine Bestätigung einer Rating-Agentur, dass dies eine Anlage mit höchster Bonität war (jedenfalls für die unteren 75%, der AAA-Teil; mit Qualität von Staatsanleihen vergleichbar) und sogar noch eine Versicherung des Kredites durch einen renommierten Versicherer (z.B. der inzwischen bercühtigten AIG) mit einer Bilanz von 1000 Mrd. und zig Milliarden Eigenkapital. Was konnte da schon schief gehen?

Ganz einfach: Was Anfang 2003 durchaus funktionierte, wurde mit steigenden Hauspreisen und geringerem Eigenkapitalanteil ein immer heisseres Spiel. Wenn 70% aller Schuldner nicht leistungsfähig sind, dann die Häuserpreise auch noch fallen und inklusive Abwicklungskosten im Schnitt nur noch 50% aus den Hypotheken erlöst werden können, dann sind eben 35% des Kapitals des SIV verloren, wertlos, und damit dann auch von den unteren "total sicheren" 75% nur noch ein Teil (die unteren 65%) vorhanden. Und Geld für Zinszahlungen wenigstens für diesen supersicheren Finanzierungsteil gibt es dann eben auch nicht. Aber da gibt es dann doch diese andere Versicherung, die Kreditausfallversicherung!? Wenn es nur eine Anleihe über 1 Mrd. gegeben hätte, dann wäre dies alles bei z.B. 20 Mrd. Eigenkapital des Versicherers sicher kein Thema gewesen. Aber wenn dieser Versicherer nun 1000 Anleihen über je eine Mrd. ver"sichert" hat und von diesen 50% verloren sind?? Dann bekommen alle Versicherten eben bestenfalls einen Bruchteil aus dieser Quelle, was zwar den Schmerz ein wenig lindern mag, aber von einer Vollabsicherung des Risikos wie gedacht natürlich weit entfernt ist.

Was aber die Angelegenheit nun wirklich schlimm und so besonders macht, ist, dass diese vergifteten Anleihen wild von einer Bank zur anderen verkauft, mit anderen Schrott- und Gut-Anleihen kombiniert wurden um Basis für weitere Anleihen zu sein, die etwa eine breite Risikostreuung bieten sollten, dadurch dass etwa Hypotheken aus verschiedenen Regionen kombiniert wurden, und das dieses ganze wilde Geflecht, teilweise - und niemand weiß genau in welcher Höhe und welcher Zusammensetzung - sich noch in den Banken selbst befindet, teilweise auch in Versicherungen und Gegenposten etwa zu Einlagen ist. Weder sind damit die Spareinlagen noch voll über alle Banken gerechnet gedeckt, noch werden Zinsen erwirtschaftet um Zinsen auf die Bankeinlagen zahlen zu können, sondern eine Abschreibungswelle nach der anderen rollt durch Banken und Versicherungen und treibt diese in die Überschuldung.

Das Zusammenspiel der Profis hat also nicht funktioniert. Das Gutachten der Rating-Agentur war genauso wenig wert, wie die Kreditausfallversicherung. Und daneben hätte die Verbriefungsabteilung der Bank sich darum kümmern müssen, dass es nicht so extrem schlechte Bonitäten gab und hätten bei steigenden Preise die Eigenkapitalanforderungen erhöht und nicht erniedrigt werden müssen. Alle Marktteilnehmer sind davon ausgegangen, dass es eine Aufsicht gibt und diese sicherstellen wird, dass es keine Positionen bei Banken gibt, die die Erfüllung laufender Geschäfte gefährden können und das, wenn schon eine Bank aus dem Ruder läuft, dann der betroffene Staat einschreitet und so die Erfüllung der Interbank-Geschäfte gesichert ist. Faktum ist: Die Aufsichtsbehörden hatten weder die notwendige Sachkompetenz noch waren die Positionen irgendwie in vertretbarer Höhe und die Politik hat wie üblich antichambriert und im Fall Lehman aus "ordnungspolitischen Gründen" einen Konkurs zugelassen und in völliger Verkennung der Konsequenzen erklärt Banken müssten eben mit so etwas kalkulieren. Das haben diese auch prompt getan und entschieden, dass man mit so einem wilden undurchsichtigen und unkontrollierten Geflecht wie einer Großbank eben keine Geschäfte machen kann und den Handel untereinander eingestellt.

Konsequenz: Anstatt Lehman zu retten und das alte System fortzusetzen, hat man in völliger Verkennung der Situation einen Herzinfarkt des Systems erzeugt und damit die Büchse der Pandora geöffnet. Und dieses ist damit unrettbar verloren. In kleinkariertem Manier wollte jeder Staat sich im Fall Lehman aus der Verantwortung stehlen. Ergebnis: Der größte Crash der letzten 25 Jahre und nun müssen über tausend Milliarden her um das System wieder anzufahren und ist noch nicht einmal sicher, ob dies wieder funktioniert.

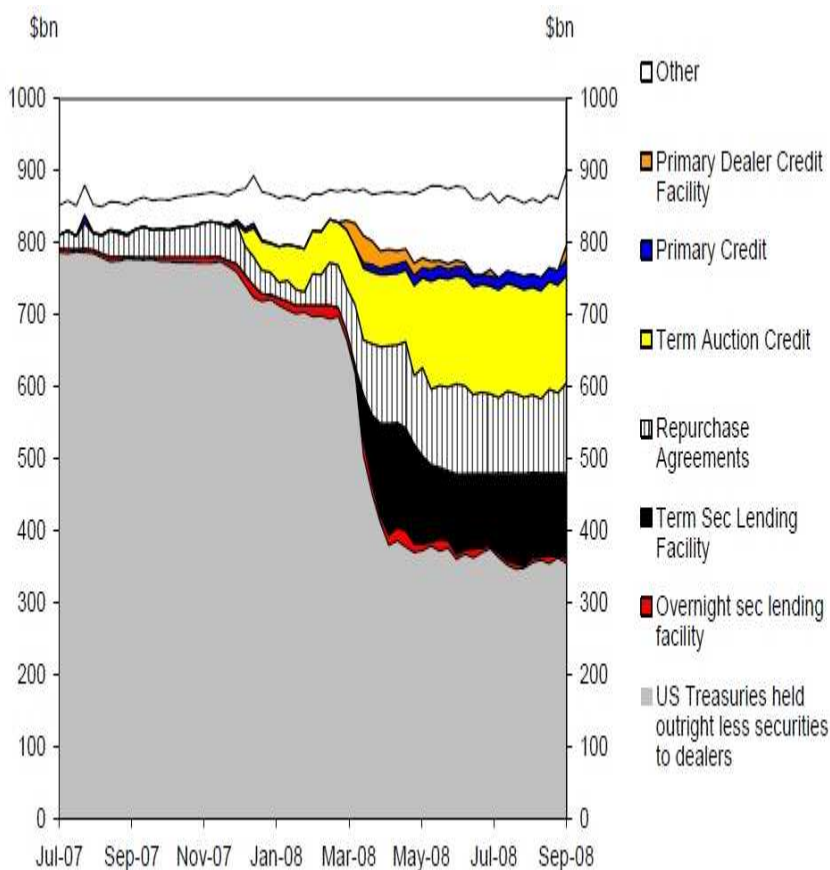
Damit kommen wir langsam in die Richtung, in die wir allerdings sowieso erwartet hatten, dass sich die ganze Situation auflösen würde, egal was passiert: Fluten des Systems mit Geld um jeden Preis.

In der Presse geistern momentan viele Berichte über 1929 und die Depression herum. 1929 hatten wir einen Goldstandard. Geld war Gold-Geld, hatte einen physischen Wert. Kredite waren demnach auch in Gold zurückzuzahlen und niemand war bereit etwas anderes als Gold anzunehmen. 1929 erlebten wir eine Depression (zurückgehende Preise bei fallender Wirtschaftsleistung), weil in einer

Überschuldungssituation jeder Kreditnehmer versuchte mit noch günstigeren Angeboten für Waren an Gold zu kommen, also bei fallenden Preisen Gewinn zu machen, um seine Schulden zurückzuzahlen, die dabei natürlich real immer höher wurden (durch die fallenden Preise) was es wiederum immer noch schwieriger machte, die Schulden zu bedienen, Zinsen zu zahlen, was reihenweise zu Unternehmenszusammenbrüchen, Massenarbeitslosigkeit etc. führte. In besonders schwieriger Situation dabei Deutschland, dass Kriegsreparationen gemäß dem Versailler Vertrag zahlen sollte.

Heute ist Geld durch nichts gedeckt außer durch Hoffnung, ein reines massenpsychologisches Phänomen. Inzwischen ist die Masse daran gewöhnt diese lustigen Papierschnipsel anzunehmen und sogar noch nicht einmal sichtbare Zahlen auf einem Magnetstreifen einer Kreditkarte und Buchungen in einem online-Konto zu akzeptieren ohne die einzig relevante Frage zu stellen: Was mache ich eigentlich, wenn meine anderen zukünftigen Vertragspartner diese lustigen Papierschnipsel oder Magnetimpulse nicht mehr haben wollen, sondern auf einer realen Gegenleistung für das bestehen, was ich in Zukunft von Ihnen haben will?

Geld wird von Zentralbanken ausgegeben, aber nicht wie 1929 als Bezugsschein gegen Goldanlieferung, sondern gegen Einlieferung von zukünftigen Zahlungsverprechen. Wenn eine Bank etwa einen diskontierungsfähigen Wechsel, ein Zahlungsverprechen aus einem Handelsgeschäft, von einem Industrieunternehmen erhält, kann sie damit zur Zentralbank gehen, sich Geld leihen und dieses an das Industrieunternehmen oder andere weiterverleihen. Und damit erhöht sich der Geldumlauf. Im Laufe der Geschichte wurden auch Staatsanleihen als "Sicherheiten" zugelassen, das heisst Hoffnungspapiere auf die zukünftige ausreichende Steuerkraft eines, typisch aber nur des eigenen, Landes. Eine Bank kann heute also auch etwa Anleihen des US-Staates etwa zur FED, zur Zentralbank bringen um dafür Geld zu bekommen. Auf diese Art pumpen momentan die USA Geld ins System um das Geld auszugleichen, dass durch im Wert fallende Immobilien verloren wurde. Gleichzeitig hat die US-Zentralbank jede Art von minderwertigen Anleihen als Gegenwert für Bankkredite akzeptiert. Als letzte Aktion konnte man seitens der FED vernehmen, dass diese Montag den anderen Zentralbank eine unlimitierte Dollarlinie einräumte.



Source: FRB, DB Global Markets Research

Während 2007 das umlaufende US-Bargeld noch im wesentlichen durch Staatsanleihen gedeckt war, der Hoffnung auf zukünftige ausreichende Steuereinnahmen zur Bedienung dieser, wurden diese Staatsanleihen jetzt an Banken ausgeliehen im Tausch gegen Schrottanleihen mittels sogenannter Rückkaufsvereinbarungen (Repurchase Agreements, Term Auction Credits etc.) Dadurch soll die Zentralbank zwar in Zukunft die Staatsanleihen wieder zurückbekommen und die Bank im Gegenzug die Schrottanleihen. Allerdings setzt dies voraus, dass diese Liquiditätsspritze funktioniert, die Bank überlebt und irgendwie aus zukünftigen Gewinnen die Abschreibungen auf diese Schrottanleihen zukünftig wieder schultern kann. Ansonsten kann die Zentralbank nur die mehr oder weniger dubiosen Wertpapiere verwerten, die sie mit diesen Swap-Geschäften erhalten hat und worunter inzwischen eben auch Hypothekenanleihen ausgegeben von diesen wunderbaren SIVs fallen. Diese werden zwar nur mit Risikoabschlägen

angekauft, aber wenn sie völlig wertlos wären, nutzt dies natürlich auch nichts.

Für jeden, der Cash hält, heisst dies, dass er ganz früher ein Scheinchen hatte, dass durch Gold gedeckt war, dann eines, dass einen Anspruch auf zukünftige Steuerzahlungen und damit gegen alle Steuerzahler darstellte. Ausgegeben durch einen (hoffentlich) starken Staat. Jetzt hat er Scheinchen, die nur noch zur Hälfte durch Ansprüche auf diesen Staat gedeckt sind und zur anderen Hälfte durch die Hoffnung, dass sich die Bankenkrise irgendwie lösen wird, Banken wieder leistungsfähig werden und diese Rückkaufsvereinbarungen irgendwie in Zukunft einlösen können, damit wenigstens zukünftig Geld wieder ein wenig werthaltiger wird. Dies ist dabei nun nicht nur ein US-Phänomen. Die Situation auf seiten der EZB ist durchaus nicht unvergleichbar. Auch diese hat sich schon vor drei Wochen beschwert, Banken würden allen möglichen Anleihenmüll bei ihr parken um an Geld zu kommen und entsprechend die Sicherheitenquote, den nicht beleihbaren Anteil für solche Anleihen, deutlich erhöht.

Faktum ist: Bargeld ist durch nichts gedeckt außer einer Illusion

Die massiven Verluste der Banken haben starke Unruhe bis Panik bei den Privatanlegern ausgelöst. Nachdem Irland letzte Woche eine Staatsgarantie für Einlagen bei ihren Banken abgegeben hat, folgte am Wochenende Deutschland mit einer Bürgschaft für alle "privaten Spareinlagen". Und auch Schweden, Österreich und Dänemark haben hier nachgezogen und Einlagengarantien gegeben.

Mit diesen Aktivitäten soll die Panik der Anleger eingedämmt werden. Nur was sind diese Garantien wert?

Ist es nicht so, dass die Bundesrepublik Deutschland der Nachfolgestaat von Wilhelms Deutschem Reich (Vernichtung aller Spareinlagen durch die Hyperinflation von 1919), Hitlers Dritten Reich (Vernichtung von 90% aller Spareinlagen durch den 10:1 Nachkriegs-Währungsschnitt) und Honneckers und Ulbrichts sozialistischem Pleitestaat ist? Angesichts von drei Formen massiver Vernichtung von Volkskapital in der Vergangenheit muß jeder selbst entscheiden, ob er jetzt beim vierten Mal wieder auf den Staat vertrauen will, angesichts einer Linken, die immer noch nicht begriffen hat, dass man nicht mehr ausgeben kann, als eingenommen wird, und angesichts einer Bundesregierung, deren bedeutendste technologische Großtat der letzten Jahre ein satellitengesteuertes Steuerabzocksystem für LKW-Gebühren war mit dem man - zusätzlich zu einer 3%igen Mehrwertsteuererhöhung - den Bundeshaushalt wieder ins "Gleichgewicht" gebracht hat. Wen will man eigentlich jetzt noch weiter schröpfen, um diese etwaig fällig werdenden "Garantien" zu erfüllen? Nach letzten Berichten werden jetzt bis zu 1600 Mrd. deutscher privater Spareinlagen "garantiert" (einen Gesetzesvorschlag dazu gibt es aktuell noch nicht, so dass nicht klar ist, was wie "garantiert" wird). Diese "Garantie" erfolgt durch einen Staat, der einen süßen kleinen Bundeshaushalt von 283 Mrd. für 2008 sein eigen nennt, der 270 Mrd. geplante Steuereinnahmen und 12,6 Mrd. Einnahmen aus Verkauf neuer Anleihen ausweist und dessen wesentlicher Ausgabenposten mit 124 Mrd. soziale Zahlungen (etwa Arbeitslosengeld, Rentenzuschüsse etc.) sind, die konjunkturbedingt in 2008 besonders niedrig waren, aber wohl für 2009 massiv steigen werden. Dessen zweitgrößter Ausgabenposten aktuell bereits 43 Mrd. ausmachende Zinszahlungen auf historischen Überkonsum (Sozialausgaben) sind. Mit 29,5 und 24 Mrd. für Verteidigung und Verkehrsinfrastruktur sind weitere 54 Mrd. geblockt, womit es schon näherungsweise unmöglich ist, zu erklären, wie man denn die kleineren Bürgschaften für die IKB und jetzt die Hypo Real Estate (so rund 40 Mrd.) bezahlen würde, so sie denn fällig würden, geschweige denn, wie man jetzt alle Spareinlagen "garantieren" kann. Aber möglicherweise ist ja eine Steuer auf Spareinlagen zur Bedienung der Spareinlagen und Festgelder ein gangbarer Weg?!

Damit man mich hier nicht als Deutschland-Basher mißversteht: Island hat eine Bevölkerung von 250 000 Personen, 5 Milliarden Zentralbankreserven, fünf Banken und diese sind alle seit drei Tagen unter Staatszwangsverwaltung gestellt. Und noch besser: Die isländische Währung kann man auch nicht mehr handeln. Isländisches Cash ist damit aktuell nichts mehr wert. Die Aktienkurse sind ausgesetzt

und der isländische Ministerpräsident denkt laut darüber nach, ob er den Staatsbankrott erklären will, da die isländische Regierung nämlich eine Einlagensicherungsgarantie in Höhe von € 20000,- für alle Bankeinlagen bei ihren Banken abgegeben hat, aber die 250000 Isländer wohl kaum in der Lage sind für die 100 Milliarden gerade zu stehen. Als Zwischenschritt hat sich Island jetzt erst einmal - politische Gegenleistungen dürfen unterstellt werden - 4 Mrd. von Rußland geborgt.

Rein pragmatisch für Anleger: Alle Konten auf Island sind aktuell zu. Geldabheben unmöglich. Auch für deutsche, schweizer und österreichische Festgeld-Anleger bei isländischen Banken! Und der Außenwert der isländischen Krone? Um 40% gefallen.

Das Argentinien in der Krise 2001 die Bankkonten eingefroren hat, dürfte auch bekannt sein, genauso, dass Richter in Argentinien 11 Monate lang kein Gehalt bekamen, weil halt einfach kein Geld da war.

Faktum ist auch: Arnold Schwarzenegger, als Gouverneur von Kalifornien hat den Finanznotstand ausgerufen. Zahlungen für die medizinischen Staatshilfe-Programme Medicare und Medicaid wurden eingefroren. Die Ärzte und Kliniken bekommen nicht mehr ausreichend Geld und die ersten Insolvenzen bei Ärzten sind deshalb da. Der größte US-Bundesstaat bekommt keine Mittel mehr von Banken. Dasselbe gilt für Massachusetts und einige Kommunen. Wir sind nun auch amtlich in den United bankrupt States of America (UbSA). Wer also dachte wir würden die Realität in unseren letzten Reports mit dieser Abkürzung überzeichnen, sollte einmal die Realität zur Kenntnis nehmen. In einer globalen Welt sind Staaten einfache Schuldner (sie waren dies überigens auch im Altertum oder im Mittelalter). Gegebenenfalls mit Atomraketen ausgerüstet, aber trotzdem ganz normale Schuldner, deren Verschuldungsmöglichkeiten begrenzt sind. Und wenn die Verschuldungsgrenze überschritten ist, wenn sich die Erkenntnis durchgesetzt hat, dass der Staat nicht mehr leistungsfähig ist? Dann kommt es zum Staatsbankrott. Das ist jetzt in Island der Fall.

Was daraus für solche Staats"garantien" folgt, kann sich jeder selbst ausrechnen. Nur eine letzte kleine Anmerkung: Die Pro-Kopf-Verschuldung beträgt € 18392 für jeden Bundesbürger. Jedes Baby. Jedes Kind. Jeden Student. Jede Hausfrau. Jeden Renter. Jeden HartzIV-Empfänger. Ich möchte jetzt dem einen oder anderen reichen Rentner sicher nicht zu nahe treten, aber die Zahl der wirklich belastbaren Deutschen dürfte wohl nur 1/3 sein, womit die Pro-Kopf-Belastung der Leistungsfähigen dann ungefähr bei € 60000,- an Staatsschuld liegt. Man kommt nicht umhin sich wohl fragen zu müssen, ob diese belastbaren Deutschen, die neben ihren privaten Ratenkrediten, Hypotheken etc. auch noch für diese zusätzlichen € 60000,- Staatsschuld haften müssen und diese bedienen sollen auch noch für die 1600 Mrd. weiteren Kredit gut sind. Eine Frage, die wohl zu verneinen ist, womit sich die Frage nach der Qualität der Garantien wohl erledigt.

Anleger folgen meiner Meinung nach momentan einem nicht nachvollziehbaren, potentiell wirtschaftlich selbstmörderischem Verhalten, wenn sie alles mögliche verkaufen, nur um es dann in vermeintlich sicheren Spareinlagen anzulegen. Diese Anleger sind Hochrisiko-Zocker aus meiner Sicht und dies in einem Zock mit einer sehr ungesunden Chance-Risiko-Relation. Diese Anleger meinen, sie würden auf jeden Fall ihr Geld wiedersehen und die Einlagen blieben werthaltig. Und selbst mit den mickrigen Zinsen sei dies eine viel bessere Situation, als aktuell auch die kleinsten "Risiken" einzugehen. Und dies sei eine sichere Möglichkeit die kommende Rezession/Depression zu überstehen.

Dahinter steht die Idee, eine Inflation käme zustande, wenn es der Wirtschaft ziemlich gut geht und sie deshalb die Preise erhöhen kann. In einer Rezession/Depression sei es besser Cash zu haben, weil dann die Preise fallen. Das ist falsch. Eine Inflation kommt zustande, wenn es mehr Geld gibt als reale Güter. Die Hyperinflation des Jahres 1919 resultierte aus dem weitgehenden Darniederliegen der deutschen Wirtschaft (keine ausreichende Güterproduktion) nach dem ersten Weltkrieg.

Marktwirtschaft, die Güter aber keine ausreichenden Güter produziert, führt, wenn dies bekannt wird, zu Hamsterkäufen und dann zu Hyperinflation. 1949 gab es keine Marktwirtschaft. Waren wurden via Essensmarken zugeteilt. Es gab zwar freie Güter - etwa bei den Bauern - aber diese eben nur gegen Sachwerte, denn Reichsmark auf dem Sparbuch hatte jeder schon genug und wollte niemand. Es gab zwar keine Hyperinflation, aber dies, weil schon die Endstufe der Hyperinflation erreicht war: Selbst gegen Hergabe von unendlich vielen Reichsmark wollte niemand etwas verkaufen. Erst der

Währungsschnitt sorgte durch Reduktion des Papiergeldes wieder dafür, dass Geld etwas wert war und die Regale wieder voll.

Cash ist also keine intelligente Strategie für alle Wirtschaftsuntergangsszenarien. Cash ist überhaupt nicht sicher. Gerade wer den Untergang des Finanzsystems unterstellt, sollte nicht in Cash, sondern in Sachwerten investiert sein. Wenn reihenweise Unternehmen und private Schuldner nichts mehr verdienen und in Konkurs gehen - und dies ist in einer Depression der Fall - dann sind die ungesicherten Kredite an diese wertlos und letztlich sind weder der Staat noch das Eigenkapital der Banken in der Lage die Auswirkungen von Massenarbeitslosigkeit wie Unternehmenszusammenbrüchen in einem Depressionsszenario aufzufangen. Dies kann genauso wenig funktionieren, wie die "Garantien" der AIG für Subprime-Schuldner.

Insofern kann ein Sparer nur hoffen, dass es gerade nicht zur Depression kommt.

Letztlich muß aber auch wieder ein vernünftiges Verhältnis von Spareinlagen zu Unternehmereigentum hergestellt werden. Strategisch muß der Risikokapitalanteil deutlich erhöht und attraktiver verzinst werden. Nach 10 Jahren Nullrendite oder Minusrendite für die Aktionäre weltweit bis auf einige Ausnahme-Märkte, wird eine Umverteilung von Profiten und Risiken in der Gesellschaft erfolgen müssen.



Dies alles wird den Sicher-Sparern wenig schmecken, aber es wird passieren beziehungsweise passiert schon mit Gewalt. Die Zinsen für US-Zentralbankguthaben waren tagelang bei 1,5%, sind jetzt nach der Zinssenkung in den USA noch weiter gefallen und in der Spitze wurden für Schatzanweisungen der US-Regierung in den letzten Tagen -0,19% bezahlt, das heisst man mußte Geld dafür bezahlen, nur dass die Regierung es einem nach einem Monat wohlbehalten zurück gibt!

Gleichzeitig bieten Sachwerte Renditen von bis zu 30% in Cash. Diese sind extrem billig, weil Anleger dem unsinnigen Sicherheitsinstinkt folgen.

Sparen ist deshalb eine Hochrisiko-Mini-Gewinn-Strategie. Klappt die Heilung der Wirtschaft

nicht, dann verliert der Sparer in der Depression am Schluß über Hyperinflation oder Währungsschnitt alles. Sachwerte wären dann besser gewesen.



Klappt die Kur, dann hat er seine Mini-Zinsen erzielt, aber der Investor zweistellige Renditen.

Und dann gibt es noch die wahrscheinlichste Lösung: Da alle wissen, dass um jeden Preis die Depression vermieden werden muß und deshalb im Zweifel eher das System mehr geflutet wird als nötig, kommt es zu einer Inflation mit oder ohne Wachstum. Möglicherweise ist also ein Stagflationsszenario das Ergebnis.



Aktien sind massiv gefallen in Antizipation der Rezession. Diese wird auch kommen. Selbst in Highflyer-Wachstums-Märkten wie China ist jetzt die 10-Jahres-Rendite wieder bei 0.

Man kann also nicht einfach blind investieren, aber aus den vorstehenden Überlegungen folgt: Beteiligungen an Unternehmungen, die auf Basis von Sachwerten stabile Einkommen erzielen, sind das Investment der Stunde.

Kommt die Depression bleiben die Sachwerte erhalten. Kommt die Inflation werden sie nominal mehr wert. Und in dem Umverteilungsszenario knappen Geldes in einer Rezession sind stabile Erträge die Antwort, die diese Investments liefern.

Aktien von normalen Aktiengesellschaften fallen dann

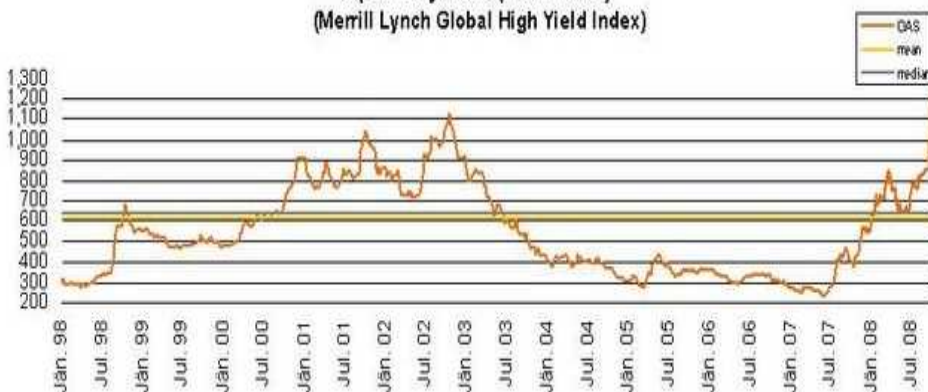
vielleicht deutlich, aber solange das komplette Eigenkapital nicht aufgezehrt ist, bleibt der Wert von Einkommenstiteln voll erhalten. Deshalb hat einer der reichsten Männer der Welt Warren Buffet gerade auch sowohl 5 Mrd. in Vorzugsaktien bei General Electric wie in Goldman Sachs investiert.

Bedingt durch die Finanzkrise in der Kredit nicht mehr verfügbar ist, haben sich die Zinsen für High Yield Income-Investments drastisch erhöht. 1200 Basispunkte über Treasury und damit 16% Durchschnittszins werden hier geboten. 16% umgerechnet auf das Kursgewinn-Verhältnis bedeuten ein KGV von 6. Aktien-KGVs liegen für viele Aktienmärkte aktuell bei 15-20. Dies ist nun ein ziemlich absurdes Mißverhältnis, bedeutet es doch, dass Investoren, die im Insolvenzfall besser gestellt sind als Aktionäre und auch noch vorab immer eine sichere Verzinsung erhalten, auch noch eine höhere Rendite erhalten.

Aktien sind also nicht nur in einer Rezession zuerst gefährdet, sondern auch völlig überbezahlt im Verhältnis zu High Yield Income-Investments.

Betrachtet man nun den historischen Spread, den Zinsaufschlag von Hochzins-Einkommenstiteln gegenüber Staatsanleihen und damit auch Festgeld oder Sparbuch, den vermeintlich sicheren Anlagen, dann ist klar, dass dieser noch nie so hoch war wie jetzt.

Option Adjusted Spread History
(Merrill Lynch Global High Yield Index)



Zusammenfassung:

- Wir sind in einer massiven System-Krise im Finanzmarkt und zwar erst im ersten Drittel. Nach dem Zusammenbruch des Interbanken-Marktes und der Kreditvergabe haben die Staaten die Schleusen für die Geldausgabe weit geöffnet und versuchen das System wieder zu starten. Die mangelnde Kreditversorgung hat bereits zu ersten massiven realwirtschaftlichen Auswirkungen am Automarkt geführt. Massive realwirtschaftliche Störungen werden sich anders als 1987 nicht vermeiden lassen. 1987 war es eine Krise einer kleinen Schicht von Aktionären. Heute ist es eine globale Krise und betrifft die kompletten Gesellschaften. Eine Rezession ist

damit sicher.

Nachdem etwa die FED den anderen Zentralbanken unlimitierte Kreditlinien eingeräumt hat, wird es eher eine Geldübersversorgung geben, auch da eine Depression um jeden Preis vermieden werden muß.

Wir gehen davon aus, dass es zu einer scharfen Rezession mit Inflation kommt, wahrscheinlich zu einem Stagflationsszenario.

- Bedingt durch die Kreditkrise und die mangelnden Möglichkeiten von Banken noch irgend welche Risiken zu nehmen, ist der HighYield-Markt zusammengebrochen. Er weist sowohl gegenüber Aktien eine 3-4 fache Rendite auf, als auch einen historisch nie dagewesenen Aufschlag gegenüber "sicheren" Anlagen wie Staatsanleihen oder Festgeld.
- Aufgrund der aktuellen Verschuldungssituation der Welt muß der Insolvenzaspekt berücksichtigt werden. Dinglich gesicherte Forderungen sind nicht dinglich gesicherten Forderungen vorzuziehen.
- Die idealen Investments für die aktuelle Situation sind dinglich gesicherte High Yield Investments.

Was tut nun die GAMAG konkret?

Zunächst einmal hilft uns unser Geschäftsmodell, dass letztlich vor dem Hintergrund des Crash 1987 konzipiert wurde. Wir haben ausreichend Cash. Wir benötigen für unser Geschäft keinen Kredit.

Wir sind selbst nicht im Interbanken-Markt, dem Handel zwischen Banken aktiv. Sofern wir selbst handeln, erfolgt dies ausschließlich an Börsen, als Börsenhandel. An der Börse müssen alle Marktteilnehmer - auch alle Banken! - Sicherheiten hinterlegen, bevor sie überhaupt am Handel teilnehmen dürfen und ausreichende Sicherheiten jeden Tag vorhalten. Die Berechnung dieser Sicherheiten erfolgt unabhängig und transparent und objektiv nach klaren Regeln durch die Börse, einen Nicht-Händler, der keine Handelsinteressen hat. Dies gilt insbesondere auch für die Terminbörsen. Das Risiko, dass eine Bank ihre Verbindlichkeiten hier nicht erfüllt, stellt sich gar nicht, da ein mehrstufiges Sicherheitensystem die Erfüllung aller Verträge sicherstellt. Die Börse, eine zentrale Gegenpartei, erfüllt alle Geschäfte und hat sich dazu davor Sicherheiten (Cash und Staatsanleihen) stellen lassen und die sind ausreichend groß und deren Höhe wird auch während des Handels im Tagesablauf permanent kontrolliert. Insofern ist es irrelevant, ob man der einen oder anderen Bank noch vertrauen kann und ob diese vielleicht, weil sie hohe Verluste in Hypotheken hat, überschuldet ist und dann auch etwa den Gegenwert für einen Aktienkauf nicht mehr anschaffen kann. Sie muß den Gegenwert anschaffen, bevor sie überhaupt handeln darf, und wenn sie nicht angeschafft hat, wird sie abgeschaltet! Insofern ist es egal welche anderen ggf. auch existenzbedrohenden Probleme diese in anderen Bereichen hat. **Insofern funktioniert auch der Börsenhandel weltweit völlig sicher weiter, trotz Bankenkrise. Auf der Handelsseite, dort wo unsere Vermögenswerte liegen, arbeiten wir mit Spezialbanken, die ausschließlich das Börsengeschäft betreiben. Unsere Vermögenswerte sind insofern permanent im Hochsicherheitstresor des Börsenhandels. Keines dieser Institute betreibt Hypothekengeschäfte oder ungesicherte Zinsgeschäfte.**

Es ist der ungesicherte Bereich, der sogenannte Interbankenhandel, bei dem Banken untereinander individuelle Verträge ohne jede Sicherheiten abschliessen, der aktuell die Probleme bereitet. Handelsseitig kann dieser uns selbst unmöglich beeinflussen.

Wir wußten nicht, dass die Politik so dumm sein würde und Lehman in Konkurs gehen lassen würde. Seit Juni war uns aber klar, dass es nicht so war, dass die politische Führung in Amerika die Stärke zu führen und ein Konzept entwickelt hatte, um mit dem Schrottanleihen qualifiziert umzugehen und dieses nur aus politischen Gründen nicht umsetzte (Vorrang des Marktes als politische Grundlinie des Republikaner), sondern dass zwar mit einer Ad-Hoc-Aktion im März der Konkurs von Bear Stearns gerade noch abgewendet worden war, aber kein Gesamtkonzept zur Lösung der Hypothekenfrage existierte. Die immer höher steigenden Zinsen für die Schrottanleihen, die wir in unseren Reports der

letzten Monate thematisiert haben, waren hier eine klare Ansage des Marktes, dass nichts funktionierte, nicht etwa im Hintergrund alles andere geregelt wurde.

Allokation Black+White

Wir haben dann gehandelt. Seit Juli 2008 haben wir konsequent ein Handels-Neuverbot für Positionen in Finanzinstituten jeder Art ausgesprochen. Aktienpositionen in diesem Segment werden nur noch abgewickelt. Und alles, was akut gefährdet war, haben wir sofort glattgestellt. Wir folgten dabei einer Grundentscheidung eines sehr erfolgreichen Hedge Fonds-Managers, der über 1000% Rendite im letzten Jahr mit Short-Positionen in Schrottanleihen verdient hatte, dann im März 2008 einen neuen Fonds mit ähnlichem Ziel auflegte und vor zwei Monaten seinen Anlegern das Geld zurück gab schon nach kurzer Zeit. Begründung: Theoretisch könnte man zwar weiter mit diesen Strategien dicke Gewinne machen. Gegenparteien sind dabei aber Banken und da man nicht weiß, ob und welche Bank überleben wird, ob und in welchem Umfang es staatliche Eingriffe gibt und dann vielleicht Transaktionen annulliert, Positionen zwangsliquidiert, Gelder eingefroren werden etc., wäre solches Investieren reines Spiel und auch noch unkalkulierbares Spiel. Man sollte einfach akzeptieren, dass es einen Grund dafür gibt, wenn Banken mit Banken keine ungesicherten Geschäfte machen. Wir können das komplette Risikoprofil einer Großbank genauso wenig abschätzen wie etwa die Großbanken selbst, wissen nicht welche Leichen diese etwaig im Keller hat. Wir können nicht abschätzen, welche Konsequenzen die aktuelle Panik auf Geschäftsergebnisse der Banken in der Zukunft haben wird noch welche überleben werden. Das Risiko ist es nicht wert.

Wir haben unsere Positionen in Convertible Arbitrage Fonds schnellstens aufgelöst. Grund: Diese führen Arbitrage-Transaktionen zwischen Aktien und Wandelanleihen durch und dies mit erheblichem Hebel und im Interbankenmarkt. Sie brauchen Kredit. Sie brauchen einen perfekt funktionierenden Interbank-Markt. Wir wußten nicht, dass es so schlimm kommen würde, wie es gekommen ist. Aber dass solche Geschäfte in einem solchen Umfeld problematisch sein können, wußten wir.

Wir sind nur noch in unternehmerischen Finanzierungen sowie opportunistisch in Special Situations aktiv. Bei den Finanzierungen geht das Geld aus unseren Fonds direkt an ein Nicht-Finanz-Unternehmen, etwa eine Fischfarm, eine Wasseraufbereitungs- und Recycling-Unternehmen, ein Medizingerätehersteller etc. Alles nur und ausschließlich Unternehmen der realen Wirtschaft. Keine Finanzinstitute sind Kreditnehmer dieser Finanzierungen und gerade die großen multinationalen Investmentbanken sind in diesem Segment überhaupt nicht aktiv und nicht vonnöten.

Daneben haben wir einen Schwerpunkt bei Energie- und Infrastrukturbeteiligungen. Diese setzen ideal unsere Anforderungen um. Hier werden z.B. 500 produzierende Öl- und Gasquellen in eine Gesellschaft eingebracht, das Öl auf die nächsten fünf Jahre per Termin verkauft. Ergebnis: Über den Terminverkauf entsteht ein konstanter Einkommensstrom. Dieser ist auch zumindest längerfristig gegen Inflation geschützt, denn spätestens nach fünf Jahren gäbe es dann höhere Preise. Gegen Währungsschnitte, Hyperinflation etc. schützt uns der Sachwertcharakter unserer Quellen.

Welche Ergebnisse erzielen wir nun in dieser wilden Börsenzeit?

August war eine schwarze Null mit einem Endstand von 17284,25. Bei rund - 1% für den DAX und - 1,47% für den CSFB Tremont Hedge Fonds Index

September brachte eine deutliche Verschärfung der Kreditkrise. Unsere erstklassigen Anlagen in Income-Titeln wurden dadurch doppelt belastet. Erstens werden diese Profi-Anlagen von Banken und Brokern selbst im Bestand gehalten. Bei einigen unserer Gesellschaften etwa waren gängige Broker wie Merrill Lynch, Goldman Sachs, Lehman etc. Großaktionäre, hatten diese Gesellschaften gesponsert. Wir wußten dies, haben aber nicht mit dem Irrsinn gerechnet, der dann aus der totalen Verweigerung der Kreditvergabe folgte: Eine Verkaufswelle rollte nach der anderen über die Börse und es wurden solche abgesicherten Investitionen auf Niveaus von bis über 25% laufender Dividendenrendite

herabverkauft. Dies hat in diesem Segment zu sehr deutlichen völlig unberechtigten Verlusten geführt, wie auch bei Closed End-Funds und anderen Vehikeln. Wir werden dazu noch detaillierter im September-Report Stellung nehmen. Es liegen uns noch nicht alle Ergebnisse unserer HedgeFonds vor. Wir gehen jedoch in Summe von einem Gesamtergebnis von -4% aus, womit sich ein indikativer Wert per September für GAMAG Black+White von 16600,- ergeben würde.

Oktober. Der Ausverkauf begann am 6.10. nachdem sich keine Lösung der Finanzmarktkrise abgezeichnet hatte und dann auch in Europa reihenweise Banken umfielen. Wir haben zunächst im aktiven Handelsportfolio deutliche Verluste hinnehmen müssen, weil sich die Unterbewertung von Income-Konstrukten noch weiter fortsetzte. Wir haben dann unser Research noch einmal bestätigt indem wir bei allen relevanten Gesellschaften mit dem Finanzvorstand bzw. IR telefoniert haben und dann, nachdem uns die institutionellen Hintergründe noch klarer waren, massiv zugekauft. In der Masse mittels Optionen um das Kapital zu schonen. In den letzten Minuten des Crash Freitag Mittag kam es zu den üblichen Extrem-Kapitulationsbewegungen und Optionen wurden uns sehr billig verkauft. Montag, der 13.10. war dann der gewinnträchtigste Tag meines bisherigen Lebens. Die Norm war ein Gewinn von 25%. In der Spitze zeigten einzelne Income-Werte bis zu 60% Tagesgewinn. Die Optionsblöcke taten ein übriges. Wir konnten dann schon Montag gegen Abend Teile der Handelspositionen wieder schliessen und haben dann auch den ganzen heutigen Tag verkauft und unsere Bestände reduziert. Jetzt per 14.10. sind wir wieder auf Niveau vom Monatsende September gegebenenfalls etwas darüber, was den aktiven Teil unseres Portfolios betrifft. Dies obwohl die Aktienmärkte insgesamt noch 10% (SP 500) bzw. 13% (DAX) unter dem Septemberstand liegen.

Wir haben unsere sehr hohen Optionspositionen behalten und die Aktienbestände um einiges reduziert und warten jetzt was passiert. Wir haben immer noch mindestens 30-50% Aufwertungs-Spielraum in vielen unserer Income-Titel, teilweise auch noch über 100% und wenn wir einfach nichts tun erhalten wir immer noch zwischen 2,5% und 6% Dividendenrendite. Nicht etwa im Jahr, sondern im Quartal! Also bis zu 25% p.a. laufende Rendite. Eine aktuelle Großbankenstudie hat für das Segment, in dem wir aktiv sind, einfach bei einer Marktnormalisierung 82% mittleren Gewinn auf Jahressicht ermittelt. Das hört sich absurd an. Wenn man aber unterstellt, dass Warren Buffett für seine Investition in Blue Chips 14% Rendite erhalten hat und unsere Titel kleiner aber noch hochrentiertlicher sind, wird klar, dass dies kaum anders sein kann. Eine Rückkehr zur Normalität würde 7-8% Rendite bedeuten bei Buffetts BlueChip-Income-Titeln - und Anfang 2007 war dies eine hohe Verzinsung! - und 10-12% für unsere Investments. Und dies bedeutet eben eine Kursverdoppelung von dem 25%-Niveau, wo wir aktuell stehen.

Bei derart absurden Bewertungen und Bewegungen und auch aufgrund der Tatsache, dass auch die Ergebnisse unserer Hedge Fonds stark schwanken werden, ist klar, dass präzise Punkt-Prognosen momentan unmöglich sind. Aber im Gegensatz zu Aktieninvestitionen, wo Anleger nicht im Traum daran denken können die 8000 im DAX in naher Zukunft zu erreichen, möchte ich zwar nicht das Wort sehr sicher benutzen, halte es aber für sehr wahrscheinlich, dass wir sehr deutliche Gewinne in den nächsten Monaten machen werden, die Black+White auf neue Höchststände führen werden. In den nächsten Tagen wird eine Ausschüttungsmeldung bei unseren Energiebeteiligungsgesellschaften die nächste jagen. Anfang November werden dann alle Investoren diese 2,5% bis 6% auf ihren Kontoauszügen sehen, jedenfalls die, die nicht so dumm waren, jetzt in der Abwärtsbewegung zu verkaufen. Wir gedenken diese Dividenden wieder zu investieren, was eine noch höhere Dividenden-Zahlung für Februar dann nach sich zieht. Solange die Banken und das gesamte Finanzsystem ihre massiven Probleme haben werden wir es zwar nicht vermeiden können gegebenenfalls stärkere Schwankungen zu erleben. Andererseits ist es so wie bei Carlos Slim. Mr. Slim hat sicher auch nicht gedacht, dass es möglich wäre die größte mexikanische Versicherung zu 5% des Buchwertes zu kaufen. Er hat und wurde Milliardär. Wir machen jetzt dasselbe mit unseren Energiebeteiligungen.

Allokation Vola+Value

Wir haben die höchste je im Markt gemessene Volatilität. Dies schrieben wir schon im letzten Report. Wir haben jetzt die 100% in SP 500-Optionen erreicht, könnte die Nachricht für diesen Monat lauten. Vola+Value ist ein Contrarian Programm. Wir kaufen was unterbewertet ist und nutzen dabei Möglichkeiten der Optionsmärkte, profitieren also, wenn sich unterbewertete Aktien wieder auf Normalniveau stabilisieren und wenn Optionsprämien sich reduzieren. August war insofern ein erfreulicher Monat, denn er war handelstechnisch für ein Contrarian-Programm nicht einfach. Wir haben trotzdem den Monat mit einer roten Null erfolgreich abgeschlossen und dabei besser wie der Aktienmarkt und die gängige Hedge Fonds-Indizes abgeschlossen.

September war ein sehr böser Monat. Wir waren der Meinung, dass die Kursrückgänge an den Rohstoffmärkten deutlich überzogen waren. Der Markt hat unsere Meinung nicht geteilt. Auch ansonsten funktionierte wenig. Wie schon bei Black+White ausgeführt, gibt es scheunentorweite Arbitrage-Situationen aktuell. Nur vergrößerte sich dieses Scheunentor erst noch im September. Das Ergebnis wird mit - 4% ungefähr gleichauf wie Black+White liegen.

Als Contrarian- und Arbitrage-Programm geht Vola+Value gegen Bewegungen und gegen die Volatilität. Trends sind schlecht. Seitwärtsphasen sind gut. Seitwärtsphasen mit hoher Volatilität sind noch besser. Wir sehen die aktuelle Situation vergleichbar mit 1987. Die Verunsicherung ist ebenso stark. Nur die Auswirkungen auf die reale Wirtschaft und die globale Reichweite dieser Krise sind noch stärker. Wir erwarten nicht, dass die Tiefpunkte der letzten Woche also DAX-Niveaus um 4400 Punkte und SP500 800 Punkte bzw. NIKKEI 8000 kurzfristig unterboten werden. Wir sehen eine hektische Seitwärtsphase. Als Ergebnis des unerfreulichen September-Ergebnisses haben wir die Positionsgrößen reduziert. Wir sind dadurch tradingmäßig noch flexibler geworden. Wir konnten im Crash unten wie bei Black+White schön zukaufen und in den letzten Tagen und Stunden wieder gut Optionen verkaufen. Die Optionsprämien sind noch extrem hoch und für einen Range-Trader wie wir ist dies ein hochlukratives Umfeld. Wir haben den Anspruch Oktober positiv abzuschließen. Wir werden sehen, ob der Markt dies zulässt. Wir sehen aber aktuell derart absurde Optionsprämien, dass es schwer wird für die Optionskäufer noch etwas zu verdienen und umgekehrt für uns langfristig etwas zu verlieren. Die Optionsmärkte sind stärker durcheinander als 2003 und dies war ein sehr erfolgreiches Jahr.

14.10.2008 Straush