

Manager Report Januar 2007 mit Ausblick Februar 2007: Sieben - der Monat vor dem Mini-Crash

Der Januar 2007 lief im Schema der Vormonate. Die Kurse stiegen gleichmäßig ohne jede Reaktion und klebten dabei an der Obergrenze der Bollinger-Bänder und waren damit weiterhin im extrem überkauften Bereich. China setzte seine beeindruckende Rallye von 2006 noch einmal verstärkt fort und auch die anderen Börsen verharrten im Friede, Freude, Eierkuchen-Modus.

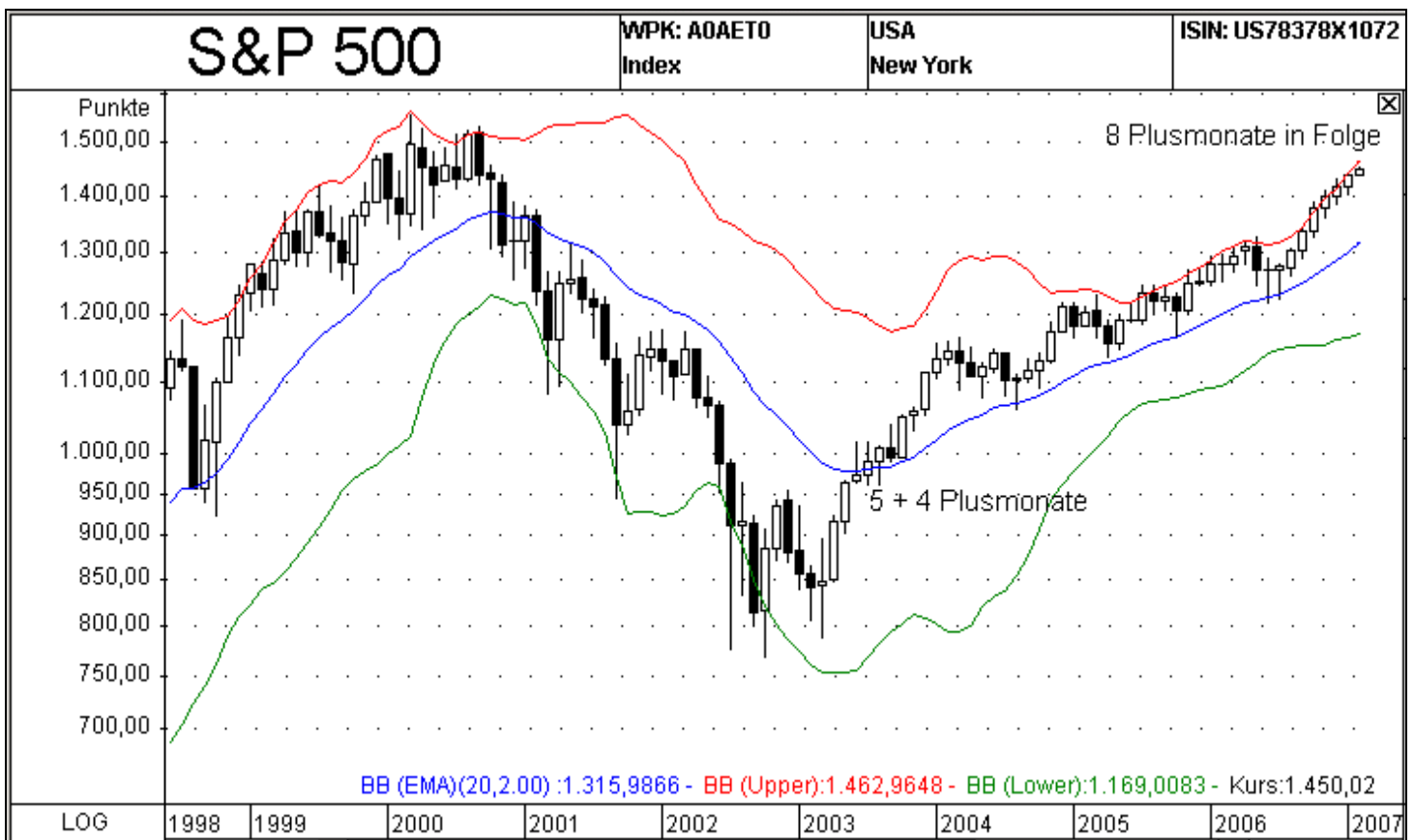
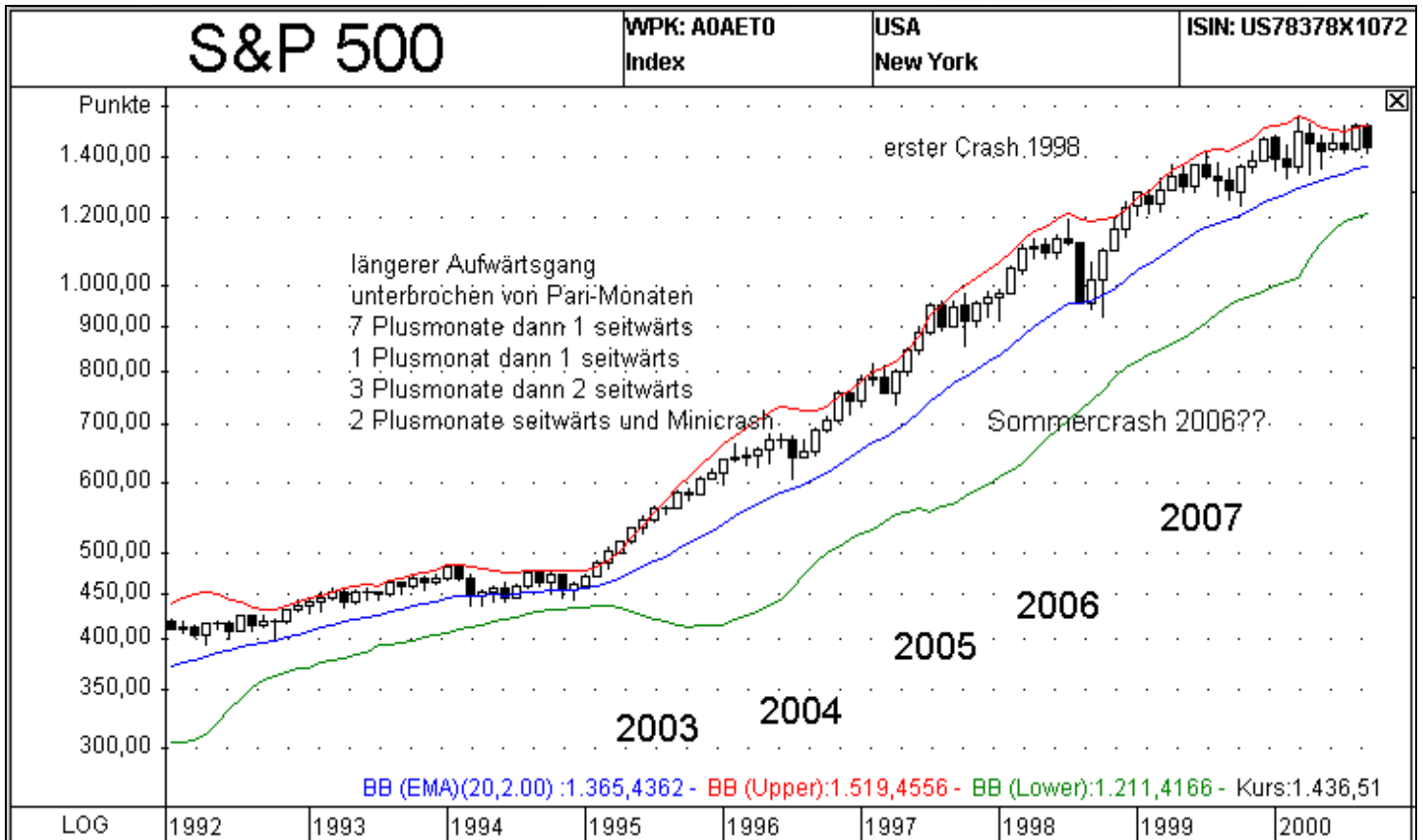
321 Tage in Folge, an denen der S+P500 niemals um mehr als 2% nachgegeben hatte. Dies war nah am bisherigen Rekord von 323 Tagen.

Nur noch weniger Millionen USD Insider-Käufe im Januar, das war das nächste Warnsignal. Die Profis wollten nicht mehr kaufen, nachdem sie im Juli/August 2006 nach der Korrektur noch mit Milliarden-Käufen zugehört hatten.

70% Privatanleger, die steigende Aktienkurse in den USA für die nächsten 6 Monate erwarteten. Nach sieben Monaten Dauerhaussa hatten sich die weniger qualifizierten Anleger endlich zu einer sehr positiven Einstellung zur Börse durchgerungen, nachdem im Juli/August 2006 nur 40% diese Meinung vertreten hatten.

Und dann natürlich 7. Sieben Todsünden gibt es bekanntlich nach der Bibel und dürften auch den nicht bibelfesten Lesern dieser Zeilen durch den Thriller mit Brad Pitt und Morgan Freeman aus 1995 vielleicht bekannt sein. Superbia (Hochmut/Übermut) ist die erste. Avaritia (Geiz/Habgier) die zweite. Und Gula (Völlerei/Unmäßigkeit) die dritte.

Dumme übermütige Gier dominierte im Januar und Anfang Februar den Markt. In Zusammenhang mit hoher unberechtigter Selbstsicherheit. Und es dauerte in der Vergangenheit kaum mehr als sieben Monate, bevor eine solche Folge von Plus-Monaten auf den Boden der Realität zurück geholt wurde. Typisch durch eine scharfe Korrektur, einen Mini-Crash, oder seinen ausgewachsenen Bruder, den großen Crash. Mit nur geringerer Wahrscheinlichkeit mit einer Folge von Seitwärts-Monaten, die mindestens sechs Monate andauerte. Nachfolgend 30 Jahre S+P 500 im Monatsraster.



Am häufigsten sind längere Serien von Plusmonaten (über 5 Plusmonate) bei sieben Monaten am Ende angelangt. Nur vereinzelt kommt es noch zur 8 oder 9. Der Februar 2007 wäre die "8" gewesen, wenn er denn auch noch positiv abgeschlossen worden wäre. Aber dies wäre schon

außergewöhnlich gewesen. Insofern ereignete sich im Februar 2007 genau das, was überfällig war, ein Mini-Crash.

Dieser war nun nicht nur schön prognostizierbar, sondern die Analyse der Vergangenheit liefert auch eine gute Prognostik hinsichtlich der Zukunft. Werden wir innerhalb des nächsten halben Jahres DAX-Kurse von über 7000 noch oder wieder sehen? Mit mehr als 80% Wahrscheinlichkeit nicht. Folgt der Markt dem Muster der 70er- und 80er-Jahre, dann steht im besten Fall ein Kursverlust von 5-10% ins Haus. Im schlechtesten 30%. Neue Tops sind dann nach einer so ausgeprägten 7-Monats-Hausse ausgeschlossen. Einzige Ausnahme war die Langfristhausse der zweiten Hälfte der 90er-Jahre. Hier kam es nach sieben Monaten und dann nach weiteren 1, 3 und 2 Monaten zu Seitwärtsmonaten und Mini-Crash. Der Langfristtrend nach oben wurde jedoch nicht beendet.

Fundamental fehlt mir - um das End-90er-Muster zu unterstellen - der Katalysator, die Serie großer Basis-Innovationen, die ganze neue Industrie-Zweige entstehen ließ, wie dies mit dem Internet, der Digitalisierung von Information (z.B. CD, DVD) und der mobilen Kommunikation (Handy etc.) Ende der 90er der Fall war. Aber selbst wenn man dies wiederum annehmen wollte 2003-2006 wäre das Pendant zu 1995-1998, dann wäre 2007 als viertes Aufwärts-Jahr das Pendant zu 1999 und spätestens 2008 würde dann der nächste große Crash beginnen. Wenn also Geschichte irgend eine Relevanz hat, dann ist mit den Geschehnissen im Februar 2007 der Bär erwacht und er wird uns noch einige Zeit begleiten. Präzise: Entweder geht es jetzt mehr als ein halbes Jahr seitwärts, oder es kommt zu einer deutlichen Abwärtsbewegung oder, sollte es allen Unkenrufen zum Trotz trotzdem weiter steigen, dann sehen wir das heutige Kursniveau und wahrscheinlich noch viel tiefere Kurse spätestens in 1 1/2 Jahren wieder. Der S+P 500 Level von 1200 Punkten des Jahresanfangs 1999 wurde jedenfalls schon 2001 wieder erreicht (im freien Fall aus der luftigen Höhe von 1450 Punkten). Dann aber mit den Tiefs des Jahres 2002 bei 800 Punkten noch weit unterschritten. Noch kürzer: Es gibt keinen vernünftigen Grund für Long-Positionen.

Allokation Black+White-Portfolio

Black+White beendete auch den Januar 2007 wieder mit einem Allzeithöchststand. Mit einem Plus von 1,11% wurden 16263,31 Punkte erreicht. Das Black+White-Portfolio ist weiterhin stark in marktneutralen Ansätzen gewichtet. Da auch Hedge-Fonds-Manager in einer Hausse dazu neigen zu versuchen am Aufwärtstrend zu partizipieren und 61% aller Hedge Fonds-Manager ebenfalls positiv gestimmt waren, haben wir daneben nennenswerte Short-Positionen auf Indizes aufgebaut. Diese Herangehensweise unterscheidet uns signifikant von etwa Angeboten aus dem Banken-Bereich. Wir sind keine Beamten. Wir sind keine Banker. Wir sind keine Buchhalter. Wir sind keine Bürokraten.

Wir sind aktive Händler. Wir wissen wie Händler handeln. Wir wissen nicht nur theoretisch, wie ein Hedge Fonds funktioniert, sondern handeln auch täglich unser Vola+Value. Dazu beobachten wir alle anderen denkbaren Strategien. Wir wissen wie sie funktionieren. Wir wissen, wann sie funktionieren. Und wir wissen insbesondere, welche großen Fehler die Manager dieser Strategien immer wieder machen. Long/Short-Manager haben z.B. die Tendenz in einer steifen Hausse den Long-Teil überzugewichten, was zu einer Netto-Long-Quote führt. Das Ergebnis: +6,5% im Dezember, aber -1,2 im Februar.

Was macht man nun, wenn man dies weiß? Kündigen und das Geld schnell abziehen, sobald die Märkte fallen? Die Märkte fallen schneller, als man ein Hedge Fonds-Investment auflösen kann! Diese haben teilweise Kündigungsfristen von mehreren Monaten!

Bei solchen Fonds nicht investieren, sondern nur in Fonds, die immer marktneutral sind, weil nur die immer voll gehedgt sind? Nun, dann wären uns gute 25% Gewinn in 2006 aus diesem Fonds entgangen!

Die Antwort lautet: Wenn der entsprechende Hedge Fonds keinen Optionshandel einsetzen will oder beherrscht oder aus regulatorischen Gründen nicht einsetzen kann, dann machen wir das eben. Wenn eine kritische Phase erreicht wird, bei der wir Fehler antizipieren können, dann setzen wir eine Optionsposition dagegen. Ergebnis: Dies hat uns im Januar und Anfang Februar Geld gekostet. Unsere Put-Optionsprämien fielen naturgemäß stark im Wert mit den steigenden Börsen. Seit der Mini-Crash begonnen hat, verdienen wir dafür ebenfalls klar doppelt und dreifach das hinzu, was wir zuvor verloren haben. Gesamtergebnis: Leichte Gewinne aus der Gesamtposition, als die Märkte stiegen und etwas größere nun, wo sie fallen.

Derartige direktionale Überlegungen sind aber nur für rund 30% des Portfoliowertes überhaupt relevant, die Investments im Long/Short-Equity-Bereich. In den anderen Sektoren ist die Reaktion auf die Aktienmarktgesamttendenz sehr viel weniger ausgeprägt und teilweise sogar negativ. So profitiert etwa Convertible Arbitrage generell von wilden Schwankungen der Märkte, da dies bessere Arbitragemöglichkeiten bietet, und ist somit Crash-Profiteur.

Distressed Equity beschäftigt sich zwar generell auch mit Aktien, aber solchen in Problemsituationen (Insolvenz, Massive andere Rechtsstreite, wie etwa die Asbest-Verfahren etc.). Die Kurse dieser Aktien hängen nur bei extrem großen Marktbewegungen am Gesamtmarkt. Typisch führen sie jedoch ein Eigenleben, welches von etwa dem Ausgang von Gerichtsverfahren etc. abhängt.

Unsere PIPE-Investments verfügen alle über einen eingebauten Crash-Schutz durch die Natur der abgeschlossenen Verträge. Hier erhalten wir mehr Aktien, wenn die Kurse fallen.

Aktuell ist die Aufteilung auf die einzelnen Strategien in Prozent wie folgt:

Distressed Equity	11,80 %
L/S Equity	19,00 %
PIPE	29,40 %
Convertible Arbitrage	4,90 %
Equity Futures&Options&Cash	27,40 %
Energy	7,50 %

Alle Segmente brachten positive Gewinne im Januar mit starken Gewinnen bei den PIPEs und im L/S Equity-Bereich, geringer Distressed, Convertible Arbitrage und Energy. Das Futures&Options-Segment war per saldo leicht negativ. Positive Ergebnisse aus einigen Fonds wurden durch negative Ergebnisse aus dem Index-Hedge überkompensiert.

Im Februar gab es wiederum gute Gewinne in allen Sektoren, bis auf Long/Short-Equity. Dafür aber deutliche Gewinne über den Index-Hedge.

Black+White ist insofern gut für die weitere Börsen-Zukunft gerüstet. Wir gehen von einer Seitwärts-Abwärts-Phase aus, die wir optimal nutzen wollen. Alle Fonds, die wir im Bestand haben, können hier unseres Erachtens nach einen Beitrag zur Portfolioperformance leisten. Wir sind sehr ausgewogen strukturiert über die verschiedenen Strategie-Ansätze, so dass sich egal ob Trend oder seitwärts irgendwo wird Geld verdienen lassen.

Allokation Vola+Value-Portfolio

Auch in Vola+Value konnten wir wiederum ein neues Allzeit-Hoch erzielen. Vola+Value stieg auf 12916,98 Punkte. Per Ende Februar konnte die Marke von 13000 Punkten genommen werden. Und in den ersten März-Tagen setzte sich diese Erfolgstendenz noch verstärkt fort. Vola+Value profitiert als Optionshandelsansatz naturgemäß von der aktuellen Handelsumgebung. Mit dem

Januar-Ergebnis dürfte die Phase geringer Monats-Gewinne abgeschlossen sein. Ein Contrarian-Programm wie Vola+Value benötigt zwei Faktoren, um erfolgreich zu sein: Schwankende Volatilität, das heißt schwankende Optionsprämien und Kurse, die nicht nur ruhig in eine Richtung laufen, sondern durchaus starke Gegenreaktionen aufweisen. Wie jeder Value-Ansatz kauft nämlich Vola+Value, wenn es billig ist und verkauft, wenn es teuer wird. Wird es danach noch teurer, ist naturgemäß nichts mehr da, was verkauft werden kann.

Dasselbe gilt für die Optionen. In einer Phase langsam konstant steigender Kurse, kann so nur über den Verfall von Optionsprämien ein Gewinn erzielt werden, ein eher längerfristiger und bei nur kleinen Optionsprämien auch recht bescheidener Ertrag. Viel schöner ist es, wenn die Aktien deutlich schwanken und auch mal eine Option innerhalb 24 Stunden mit dem doppelten Preis wieder verkauft oder zur Hälfte zurückgekauft werden kann, wie aktuell. Daneben führen derart starke Schwankungen wie seit Ende Februar dazu, dass generell das Preisniveau für Optionen höher ist und sich dadurch auch durch den Optionspreisverfall mehr Geld verdienen lässt.

Wir erwarten insofern deutlich positive Monatsergebnisse für Vola+Value für die nächsten Monate.

05.03.2007 Straush