

Manager Report Juli 2007: Finanzcrash

What a difference a month makes. Während wir im letzten Monat noch das Szenario hochlaufender Aktienkurse trotz auf der kompletten Breite steigenden Zinsen als Thema hatten, ist dieser Monat von fallenden Aktienkursen bei massiv fallenden Zinsen für Staatsanleihen geprägt.



0,5% Zinsrückgang sollten doch eigentlich ein Freudenfeuerwerk an der Börse einleiten?! Ja, wäre da nicht das Problem mit 2000 Mrd. Dollar Asset Backed Securities (ABS). Seit den 80er Jahren haben wir ausgehend von den USA eine Tendenz zur Verbriefung von Krediten; auf neudeutsch Securitization. Banken packen tausende von Krediten in eine Zweckgesellschaft. Diese gibt Anleihen aus, die Asset Backed Securities, Schuldverschreibungen deren Rückzahlung durch die Assets/Vermögenswerte, die Kredite, besichert ist. Typisch als True Sale ausgestattet, gehen mit dem Kauf der Anleihe durch Anleger die Rechte auf Anteile an dem Kreditpool auf den Anleihengläubiger über, der damit quasi direkter Gläubiger etwa eines Häusle-Bauers wird. Natürlich nur anteilig im Verhältnis von seiner Anleihen-Zeichnung zu dem Gesamt-Kreditportfolio. Aber die ehemals kreditgebende Bank ist damit raus. Sie hat kein Kreditausfallrisiko mehr, sondern kraft True Sale liegt dieses jetzt beim Anleiheninhaber der Zweckgesellschaft. In den Jahren 2002 bis 2005 war dies alles kein Problem. Als Folge des Crash von 2001/2002 waren Vermögenswerte billig und Zinsen kraft Zinssenkung der amerikanischen Zentralbank sowieso. Man konnte also nichts falsch machen. Auch der letzte Hasardeur bekam noch einen Folgekredit und damit wurde er erstens wahrscheinlich nicht zahlungsunfähig und zweitens konnte falls doch sein Haus problemlos weiterverkauft werden. Ergebnis: Kaum Zahlungsausfälle aus verbrieften Hypotheken auch bei schlechten Schuldnern. Das Ergebnis: Der NINJA-Kredit (no income - no job - just apply). Seit dem Höhepunkt der Immobiliennachfrage 2005 fielen nun die Häuserpreise in den USA. Aufgrund gestiegener Zinsen (Zinserhöhung der FED von 1% auf aktuell 5,25% von 2003 bis 2006) war es

plötzlich nicht mehr so einfach die Anschlussfinanzierung zu erhalten oder gar zu bedienen. Ergebnis: Zuerst im Sub-Prime-Segment, Hypotheken an Schuldner mit minderer Bonität, zunehmend auch in anderen Segmenten stiegen die Ausfälle seit 2006.

Die Kreditmärkte stehen jetzt vor folgendem Problem: Viele dieser Hauskredite wurden mit Teaser-Rates ausgestattet, günstigen Zinsen für die ersten 3 Jahre (möglich aufgrund der damals niedrigen FED-Zinsen) und müssen daher 2007, 2008, 2009 erstmalig umfinanziert werden. Und dies ist inzwischen von der ungefähren Höhe her jeder Bank bekannt.

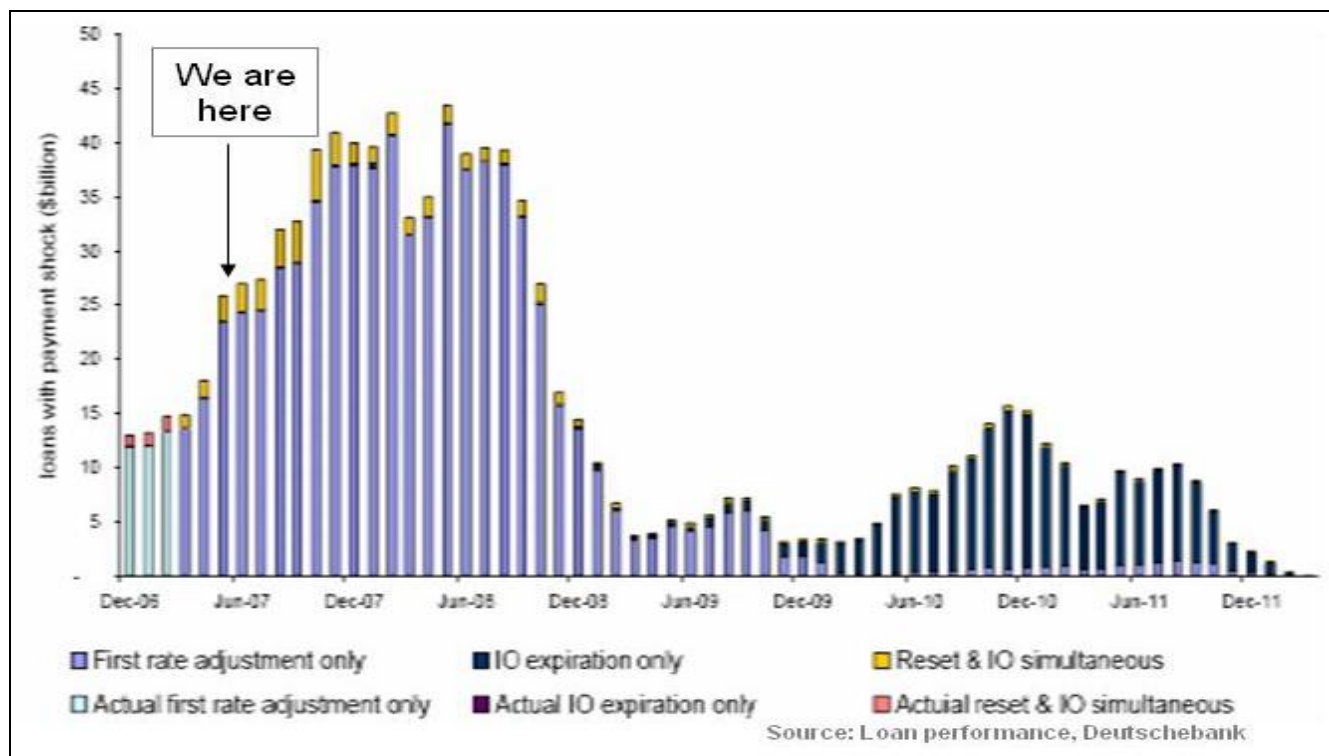
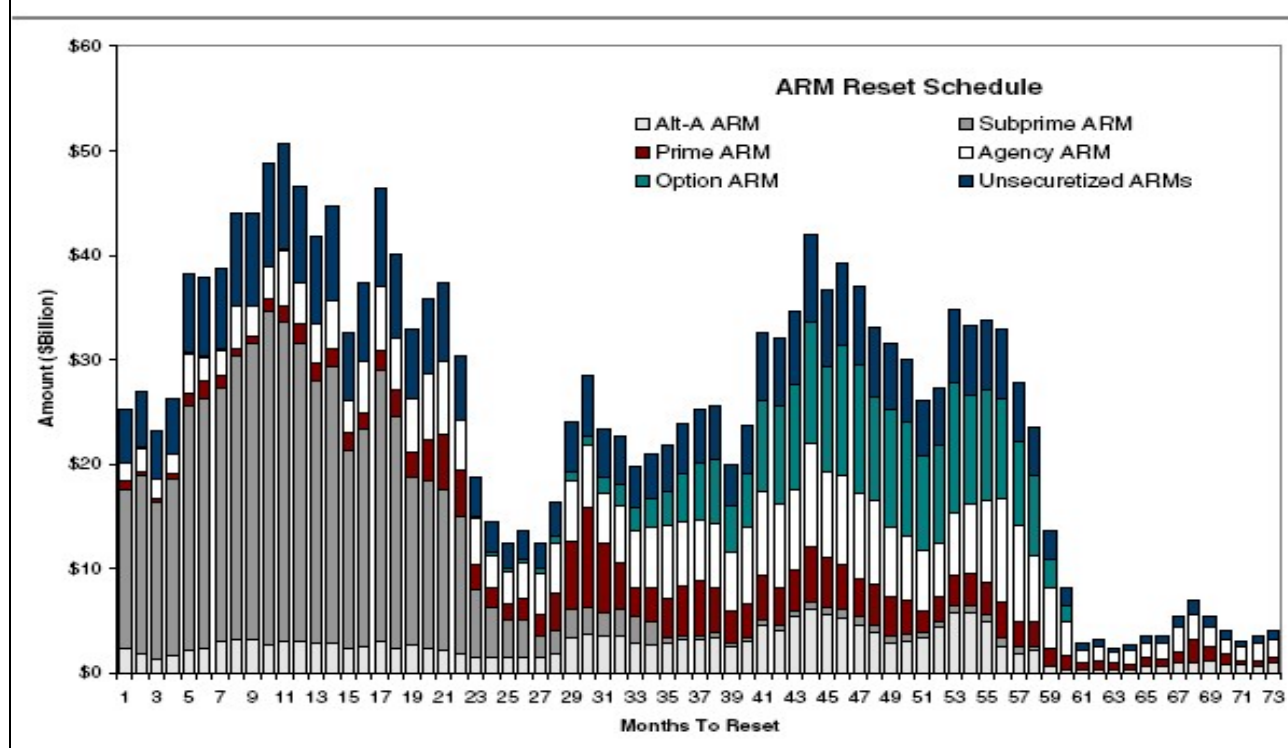


Exhibit 42: Adjustable Rate Mortgage Reset Schedule



Note: Data as of January 2007.

Source: Credit Suisse Fixed Income U.S. Mortgage Strategy

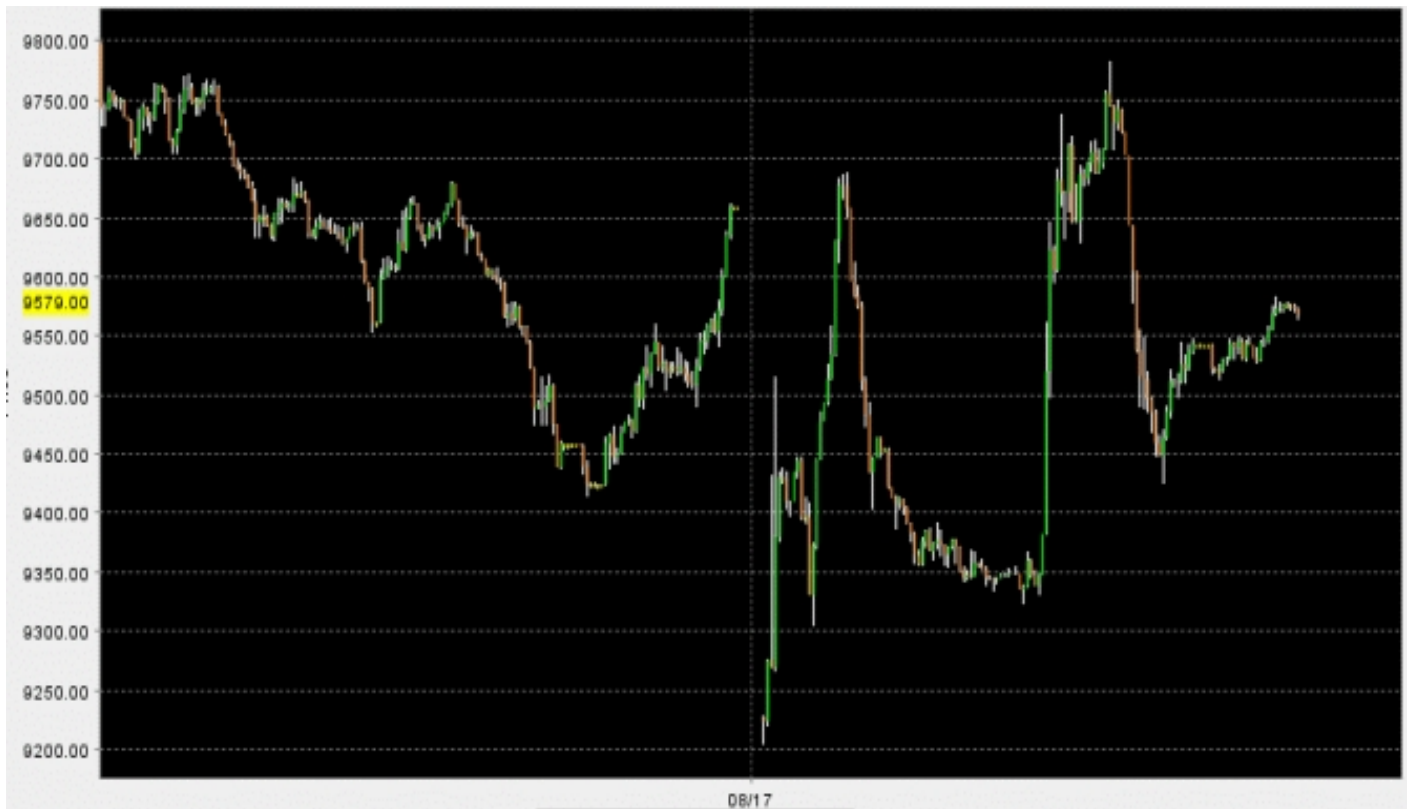
Zusammengefasst: In jedem der nächsten 12 Monate werden 40 Mrd. USD solcher ARMs (Adjustable mortgage rates) fällig und deren Zinsen gehen um rund 2 1/2 % nach oben. Die spannende Frage ist nun: Wieviele Schuldner wird dies noch zusätzlich zum Umkippen bringen? Wer hat welche Anleihen mit welchen Anteilen von NINJA-Loans im Bestand? Wie groß werden die Verluste daraus für die einzelnen Banken sein? Wer wird dies überleben und wer nicht? Dies ist die große Vertrauenskrise, die, nachdem bekannt wurde, dass diese vergifteten Anleihen bis in Geldmarktfonds hinein verkauft wurden, die Kreditbranche beherrscht. Die Antwort darauf ist, dass Banken in der Kreditvergabe in den letzten Tagen massiv restriktiv waren; insbesondere auch hinsichtlich Kreditvergabe an andere Banken. Diese Vertrauenskrise kann man am besten am TED-Spread erkennen. Großbanken geben sich untereinander 90 Tage-Dollar-Kredite am Eurogeldmarkt, sogenannte Eurodollar. Die Alternative für eine 90 Tage-Geldanlage ist der Kauf von Schatzanweisungen der USA, den T-Bills. Der TED-Spread ist die Zinsdifferenz zwischen beiden Anlageformen und der ist explodiert.



Großbanken fordern volle 3% mehr Zinsen um Geld an Großbanken zu geben, als sie zur Weiterreichung an den Staat verlangen. 0,5% sind normal. 3% Aufschlag gegen Staatskredit das ist normalerweise die Bewertung von Junk-Bonds, Müll-Anleihen an minderwertige Schuldner. Panik regiert den Geldmarkt, den Geldhandel unter Banken. Seit knapp 30 Jahren bin ich im Börsengeschäft. So etwas habe ich noch nicht gesehen! Es werden jeden Tag Milliarden von ABS fällig, können nicht umplatziert/umfinanziert werden, und die Schuldner müssen sich sehr teuer eindecken und alles zu Geld machen, was sich nur kurzfristig zu Geld machen lässt. Dies ist kurz gesagt die Situation der letzten Woche (bis 18. August gewesen).

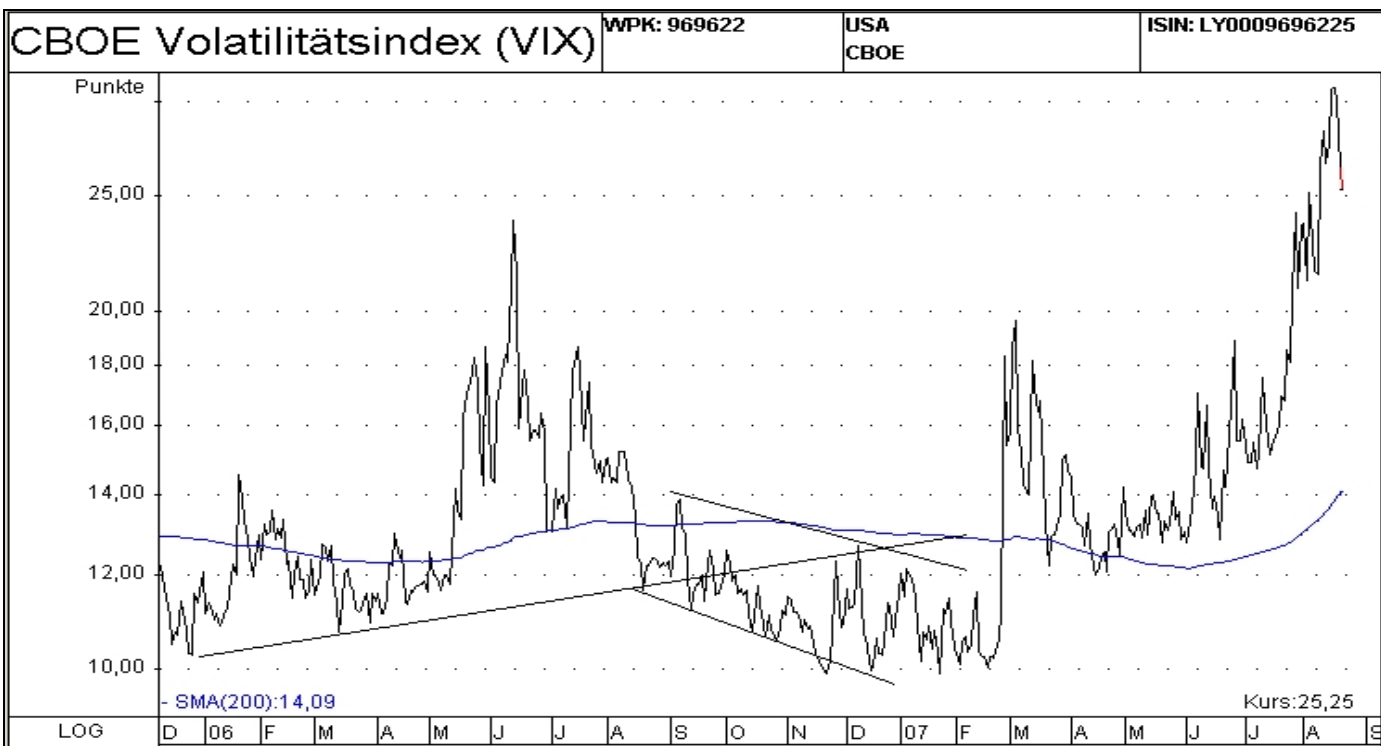
In einem solchen Szenario kann man jede Art von normaler Börsenanalyse vergessen. Fast alle größeren Bewegungen von Aktien der letzten Wochen waren Panikglattstellungen und Positionsreduzierungen. Gerade letztere hatten dabei einen massiv "kurszerreissenden" Aspekt. So reduzierten etwas Hedge Fonds massiv ihre Energiemarkt-Positionen. Die davor verfolgte Spekulation lautete: Öl ist zu billig und Gas genügend vorhanden. Entsprechend waren hohe Spreadpositionen am Markt, Öl-Kontrakte gekauft und Gas-Kontrakte verkauft worden. Ohne dass sich an diesem Szenario irgend etwas geändert hatte, explodierte plötzlich der Gas-Preis von 6 auf 7 Dollar und fiel Öl. Grund: Für die Positions-Reduzierungen mussten Öl-Kontrakte verkauft und Gas-Kontrakte eingedeckt werden.

Als Ergebnis wurde der Markt unkalkulierbar jedenfalls was die Bewegungen der nächsten Minuten betrifft. Als Beispiel das Preisgeschehen um den 18.8. im MDAX, bei mittelgroßen deutschen Aktien als 5-Minuten-Chart.



Ja, das waren Bewegungen im Index! von 4,5% innerhalb von 1/2 Stunde und dies mehrmals nach beiden Seiten! Und teilweise Eröffnungssprünge um mehrere Prozentpunkte. Und dies selbstverständlich ohne Grund außer, dass irgend jemand irgend wann aus irgend einer Position um jeden Preis aussteigen wollte/musste und dies innerhalb der nächsten 10 Minuten. Und auch im größeren Zusammenhang wurden in den letzten Wochen viele stabile Korrelationen, sinnvolle Zusammenhänge etc. über den Haufen geworfen. Was ist der Grund dafür z.B. dass der MDAX als ein Index, der eher mittelständische deutsche Industrieunternehmen repräsentiert und europäischen mittelgroße Gesellschaften ganz allgemein die größten Verluste aufgrund der Hypothekenkrise in den USA hinnehmen mussten? Genau einer: Dort waren gute Gewinne mitzunehmen. Dort sind noch einige sehr interessante Gesellschaften. Dort konnte man noch schnell an Geld kommen, wenn auch zu gegen Vortag vielleicht massiven Verlusten aber langfristig immer noch mit Gewinn. Und dann wurde liquidiert. Ohne Hirn. Ohne Verstand. Nur raus um Löcher zu stopfen.

Ein gewisses Mass an Marktschwankung ist gut, denn ohne dieses kann man nichts verdienen. Zuviel Volatilität führt bei falscher Positionsgröße und mangelnder Erfahrung mit solchen Märkten zu Panikreaktionen und absurden Kursbewegungen. Die Marktteilnehmer suchen nach Schutz über Optionen, was die Optionspreise zur Explosion bringt und über die Hedging-Aktivitäten der Optionshändler wieder für neue massive Schwankungen sorgt. Das Ergebnis: Die Optionsindizes erreichten weltweit Extrem-Panik-Niveau. Die Panik-Levels des 11. September und des Golf-Krieges wurden fast erreicht. Die März/April 2000-Stände eingestellt.



Allokation Black+White-Portfolio

Wer das letzte Jahr unsere Berichte, unsere kritische Meinung zu amerikanischen Subprime-Situation etc. gelesen hat, weiß, dass wir Derartiges, was wir heute sehen, grundsätzlich erwartet haben. Insofern war unser Finanzwerte-Anteil minimal. Selbstverständlich hatten wir keine ABS- oder Mortgage-Arbitrage-Fonds, die in derartige Anleihen investieren oder versuchen zwischen solchen zu arbitrieren, im Portfolio. Allerdings sind wir vom Ausmaß des Desasters und den Kollateralschäden negativ überrascht. Das in Deutschland mit IKB und SachsenLB bereits zwei Banken wegen milliardenschweren Fehl-Investments in NINJA-Bonds mit Milliarden-Kapital-Spritzen seitens anderer

Banken aufgefangen werden mussten, ist beispiellos in der Nachkriegszeit. Das mit der BNP eine der größten europäischen Banken erklärt, sie könne keine Kursberechnung mehr für ihre ABS-Fonds erstellen, da keine verlässlichen Kurse zu erhalten seien und sie schon gar nicht zu solchen verkaufen könne, weil offensichtlich niemand die Fondswerte kaufen wollte, ist ebenfalls beispiellos.

Diese Situation und die oben geschilderte zwangsweise Liquiditätsbeschaffung macht es aktuell ziemlich schwierig präzise Prognosen für kurzfristige Umkehrpunkte der Märkte zu errechnen und entsprechend Positionen abzusichern. Wenn man sich nicht alle Gewinnmöglichkeiten abschneiden will, muss man aktuell dem Markt gewisse Freiräume lassen. Punktlandungen im Hedging sind aktuell schwierig und der Versuch zu solchen, kurzfristiges Nachhedgen, kann sehr teuer kommen, wenn man - siehe oben - die falsche Kurzfristbewegung erwischt.

Erfreulicherweise haben wir dies aber auch nicht unbedingt nötig. Unser Portfolio war und ist aktuell nur zu 30% vom Markt abhängig. Was unsere europäischen MidCap-Fonds betrifft, so war uns deren positive Performance im Juni einfach zu stark. Das MDAX-Niveau von 11500 war uns zu luftig und wir hatten entsprechend Futures-Positionen verkauft und unser gesamtes Engagement zu einem guten Teil abgesichert. Dazu kamen einige Optionspositionen, sowohl auf der Short Call- wie Long Put-Seite, die im Endergebnis nicht nur die Ergebnisse der L/S-Fonds, sondern auch negative Wertentwicklungen bei anderen Fonds überkompensiert haben.

Zusammengefasst waren unsere L/S-Fonds zu stark bullish ausgerichtet und brachten negative Ergebnisse, die vom Hedge aber überkompensiert wurden. Unsere volatilitätsorientierten Positionen wie Convertible Arb konnten von den steigenden Marktschwankungen im Juli gut profitieren, genauso wie unser MicroCap-Vol-Fund, der mit +3,5% wieder das beste Ergebnis erzeugte. Unsere PIPE-Funds waren konstant positiv. Emerging Markets leicht negativ.

Letztlich ist ein plus von 1% ein sehr zufriedenstellendes Ergebnis für diesen nicht einfachen Monat. Ein Blick auf die Zukunft: Der Ausfall vieler Kreditgeber wird unseres Erachtens zu massiven Verspannungen in der Unternehmensfinanzierung führen. Neben den Hypotheken-Anleihen gibt es rund 1200 Mrd. USD an kurzfristigen Commercial Paper, kurz- und mittelfristigen Unternehmensschuldverschreibungen. Ausgegeben werden diese etwa von den größten Unternehmen und speziellen Zweckgesellschaften, etwa zur Refinanzierung von Automobilratenkrediten etc. Auch in diesem Segment knirscht es momentan mächtig. Die amerikanische Zentralbank versucht aktuell mit Herausgabe spezieller Finanzmittel über das Diskont-Fenster ein Übergreifen der Finanzkrise auf die Realwirtschaft zu verhindern. Dabei ist aber eines klar. Wenn ein derartig großvolumig laufendes Spiel einmal angehalten wurde, dann kommt bestenfalls etwas kleines wieder. Der Markt für Technologie-Werte in Deutschland nach 4 Jahren Börsenhausse ist immer noch nur ein Schatten des Neuen Marktes. Entsprechend werden Unternehmen nicht mehr so einfach wie bisher an Geld kommen. Weil massiv Kapital vernichtet wurde, ist der Zins höher. Wir erwarten damit perspektivisch bessere Bedingungen für unsere PIPE-Fonds. Es gibt einfach weniger Wettbewerb.

Aufgrund des 20%igen Kursverlustes europäischer MidCap-Werte sind diese sehr attraktiv geworden. Wir haben unsere Hedges abgebaut und lassen hier wieder mehr Marktrisiko zu. Fundamental ist hier noch alles in Ordnung. Die Chindia-Story wird für eine Stabilisierung des Weltwirtschaftswachstums sorgen, wenn auch die Effekte der amerikanischen Hypothekenkrise nach den jetzt erkennbaren Dimensionen deutlich schärfer sein werden, als die aktuelle Propaganda von Politikern, Zentral- und anderen Bankern aktuell zu gibt. Mit einer Grundposition von fundamental günstiger Aktie long und Verkauf aktuell sehr teurer Indexoptionen sollte sich aber ein positives Endergebnis erzielen lassen.

Unsere Cash-Quote ist durch die erfolgreichen Hedges eigentlich schon wieder zu hoch, wird aber ebenfalls für eine Stabilisierung der Portfolio-Ergebnisse sorgen.

Insofern erwarten wir eine Fortsetzung oder sogar Verstärkung der Ertragstendenz des letzten

Jahres allerdings unter ggf. stärkerer Streuung der Monatsergebnisse, solange die aktuellen Marktverwerfungen anhalten.

Allokation Vola+Value-Portfolio

Traumzeit für Schreiber mit Nerven und Hirn und damit für uns. Besser kann man die aktuelle Situation nicht beschreiben.

Warum? Weil wir eine klassische strategische Patt-Situation haben: Die reale Ökonomie sieht eigentlich noch ganz gut aus. Aber dies könnten historische Daten sein. Das Negativ-Szenario, eine Rezession in den USA, ist gut möglich, und eine massive Abschwächung im dritten Quartal eigentlich unvermeidbar. Die aktuellen Finanzierungsprobleme führen nun einmal zwingend dazu, dass gewisse wirtschaftliche Aktivitäten nicht oder nur verspätet stattfinden werden. Und das heisst vermindertes oder negatives Wirtschaftswachstum. Und dann haben die Börsen noch reichlich Platz nach unten. Wann werden wir die Antwort wissen? Frühestens gegen Jahresende wird der Datenkranz einigermaßen belastbare Ergebnisse bieten. Wir haben die tausend Milliarden von Billigzinsanleihen an auch schlechte Schuldner, die umfinanziert werden müssen und die mangels unzureichender Bedienungsfähigkeit der Zinsen aus diesen kommenden Ausfälle. Wann werden wir wissen, wen es wie stark trifft? Das dauert noch wenigstens ein Jahr, mit nachfolgenden Zwangsversteigerungen länger. Und dann haben wir ein viel größeres Problem: Die Securitization hat ein Principal-Agent-Problem offen gelegt: Die Bank hatte nur das Interesse gehabt, möglichst schnell und viel an Vermittlungskommission am Zusammenpacken dieser Schuldverschreibungen zu verdienen. Investoren haben Milliarden verloren und misstrauen jetzt logischerweise den Banken. In einem Email an uns hat ein Anleger das jüngste Marktverhalten als einen Rülpsen bezeichnet. Tut mir leid. Der Markt hat keine Verdauungsprobleme, sondern mindestens Typhus. Und er hatte keine Impfung. Die Ausschläge, die wir in den letzten Wochen gesehen haben sind keine kleinen Abgaben einzelner gewesen, sondern massive Positionsliquidierungen und zwar mit Verlust jedenfalls gegen Juni. Sie haben für viele Marktteilnehmer zu Verlusten geführt, die weit außerhalb dessen waren, was diese als Risikotoleranz hatten. Nur so sind derartige Bewegungen zu erklären. Konsequenz: Wir werden sehr vorsichtige kleine Aktivitäten sehen, wenn sich jemand aus der Deckung wagt. Letztendlich sind wir jetzt im April 2000. Jeder weis, dass mit Luft gehandelt wurde. Nur gab es Mitte 2000 noch illusionäre Charaktere, die gerade dann noch Neue Markt-Werte kauften. Die gibt es nicht mehr. Kreditleute wollen nicht von Risiken profitieren wie wir, sondern sie vermeiden und an kleinen Zinsmargen schmarnotzen. Und dieser Ansatz ist mit den Sub-Prime-Bonds so katastrophal schief gegangen, wie man sich nur vorstellen kann. Statt ein halbes Prozent mehr Rendite aus einer neuen Finanzierungsform 20-50% Kapitalverlust. Das ist das Ergebnis. Nach so einem k.o.-Schlag läuft erst einmal gar nichts mehr.

Und wie verdienen wir den nun daran? Durch Schreiben von Optionen. Optionen auf einige der Gesellschaften, die solche Anleihen ausgegeben haben, sind derart absurd teuer, dass sie jede mögliche Bewegung und mehr abgelden. Nur damit die Idee klar wird - wir werden hier im Interesse unsere Investoren nicht eigene Positionen offenlegen - betrachten wir einmal Thornburg Mortgage Inc. TMA vergibt eigentlich nur Jumbo-Kredite (über 417 000,- USD) naturgemäß an die Personengruppe, die in Deutschland immer gern als "die Reichen" bezeichnet wird. Die Gesellschaft hat nach einem Verlust-Verkauf von 20 Milliarden ihrer Assets aktuell folgende Finanzierungsstruktur (vereinfacht):

35 Mrd. ausgegebene Immobilien-Jumbo-Kredite finanziert über

20 Milliarden ausgegebene Anleihen

13,3 Milliarden Bankkredite inkl. Rückkaufsvereinbarungen

1,7 Milliarden Eigenkapital

Der Buchwert/Aktie Eigenkapital/Aktie wird aktuell mit USD 14/Aktie angegeben. TMA betreibt ein

einfaches Geschäft: Geld über Anleihen und Interbankkredite aufnehmen und an sehr potente Anleger gegen Immobiliarsicherheiten ausleihen, ist also das amerikanische Gegenstück zu einer Hypothekenbank. Die Zinsmarge betrug laut letztem Quartalsbericht 0,78%.

Ein Verkauf von Januar 7,5 Puts erbringt eine Prämie von USD 1,80/Aktie. Ein Verkauf von Januar 15 er Calls bringt dasselbe. Wer also beide Optionen gleichzeitig verkauft erhält USD 3,60/Aktie.

Auswirkungen: Der Put berechtigt den Käufer desselben die Aktie zu USD 7,5 bis Januar zu verkaufen. Der Verkäufer, also z.B. wir, des Put muß diese dann abnehmen. Da er aber die doppelte Prämie von USD 3,60 erhalten hat, ist dies kein Problem, solange die Aktie zu mindestens USD 7,5 - USD 3,6 = USD 3,90 verkauft werden kann und damit zu 30% des aktuellen Börsenkurses (USD 13,-).

Orientiert sich der Aktienkurs weiter am Eigenkapital, dann bedeutet ein Kurs von USD 4,- einen Verlust von 70% von 1,7 Milliarden oder rund 1200 Millionen und zwar bis Januar.

20 Milliarden der ausgegebenen 35 Milliarden sind über die Anleihen finanziert und erbringen eine positive Zinsdifferenz, z.B. 6,5% Schuldnerzins -5,75% Anleihezins = 0,75%. Dies sind rund + 75 Millionen/Halbjahr. Das Eigenkapital von 1,7 Milliarden vereinnahmt natürlich den Schuldnerzins ohne Abschläge: Da die Zinsen weiter gestiegen sind: 7,5% Schuldner-Zins auf 1,7 Milliarden erbringen rund 64 Millionen.

Ob es Thornburg schafft, durch Verluste aus der Refinanzierung für die restlichen 13,3 Milliarden diesen Zinsüberschuss von rund 140 Millionen in einen Verlust zu wandeln, was passiert, wenn TMA für die restlichen 13,3 Milliarden mehr als 2% über dem vereinnahmten Hypothekenzins aus den vergebenen Krediten zahlen muss, bleibt abzuwarten. Um aber dadurch das Eigenkapital bis Januar um 1200 Millionen zu vermindern und damit den Buchwert desselben auf unter USD 4/Aktie zu drücken, müsste die Refinanzierung schon aus dem Rotlicht-Milieu zu über 25% p.a. erfolgen. Es ist nicht so schwer sich vorzustellen, dass die Gesellschaft, die gerade in der Lage war 20 Milliarden ihrer Kredite weiterzuverkaufen noch die eine oder andere etwas günstigere Finanzierungsvariante einsetzen wird. Andererseits wird es kaum möglich sein diesen Block ertragreich zu refinanzieren, so dass es keinen Grund gibt, warum die Aktie der Gesellschaft explodieren sollte. Es wird für TMA schwer werden profitabel zu bleiben. Weitere Verluste sind zumindest kurzfristig zu erwarten. 15-20% sind sicherlich die Untergrenze, die ein Investor für das Eigenkapital in der aktuellen Lage verlangt, und wenn kurzfristig nur Refinanzierungen zu 8-9% zu erhalten sind, dann ist die Aktie nach oben gedeckelt.

Und nun zur Rendite: Liegt der Kurs per Januar irgendwo zwischen 7,5 und 15, dann verfallen beide Optionen und es wird USD 3,60 vereinnahmt. Bezogen auf den heutigen Kurs von 13 eine Rendite von 28% = 56% p.a. Bezogen auf die Sicherheitenleistung/Margin die man für ein solches Geschäft hinterlegen muß, eine Rendite von über 150% oder 300% p.a. mit doch sehr gut abschätzbaren Risiken.

Die Volatilitätspanik der letzten Tage hat solche Situationen zuhauf geschaffen. Das Juli-Ergebnis von Vola+Value war negativ. Grund: Wir hatten uns an den VIX-Tops vom März bei knapp über 20 und dem großen Ausverkauf im Sommer 2006 (VIX = 23) orientiert und schon die ersten Positionen eingegangen. Die noch teurer werdenden Optionen (VIX bis 37 in der Spitze) haben dann natürlich noch ein bisschen Geld gekostet. Nicht alles konnte über unsere Index-Short-Positionen abgefangen werden. Aber unser konservatives Money Management und unser Risk Management hat deutlichere Verluste verhindert. Und seit Mitte August verdient das Optionsportfolio jeden Tag gutes Geld.

Frühjahr/Sommer 2000 war ein sehr guter Zeitraum für Vola+Value mit einem Gewinn von über 10%. Schauen wir mal, ob es diesmal genauso läuft. Die strategische Unsicherheit und die gute Wahrscheinlichkeit für eine Seitwärtsphase sind jedenfalls gegeben.

22.08.2007 Straush