

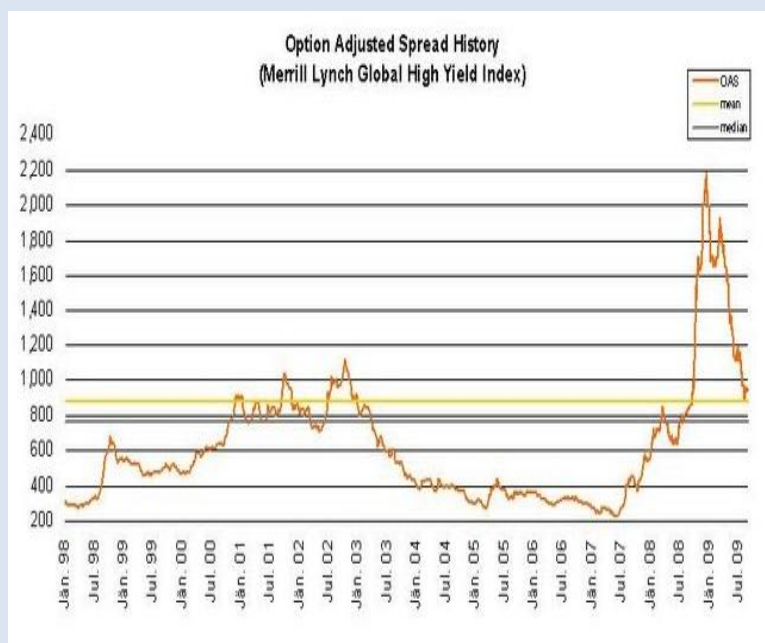
## Manager-Report Juli 2009 und Ausblick August 2009: Zweistelliges Plus seit Jahresanfang; Höchststände im Visier

Für Juli galt dasselbe, was für den August auch wieder gelten wird und für den Juni gegolten hatte: Börsengewinne werden in der Angst gemacht und wenn viele noch draußen sind und wenn die Margen hoch sind. Wir leben weiter in der hoch erfreulichen 20% + p.a.-Rendite-Welt. Kontinuierliche Gewinne mit Renditen im Schwerpunkt bei 1%-3% pro Monat definieren dieses Umfeld.

Konkret auf Black+White übertragen stellt sich dies als **+ 2,18%** für **Juni 2009**, **+ 1,78%** für **Juli 2009** und (geschätzt) **+2,06%** für **August 2009** dar. Die ersten Tage im September 2009 laufen auch bereits wieder weiter positiv. Die **Rendite seit Jahresanfang** beträgt **+11,47%** (per August). Wir sind damit auf einem guten Weg 2009 wie geplant mit **+15-20% Jahresrendite** abzuschliessen und es bleibt unser **Ziel die Höchststände aus 2008 Ende 2009 Anfang 2010 einzustellen und dann neue ewige Höchststände zu markieren.**

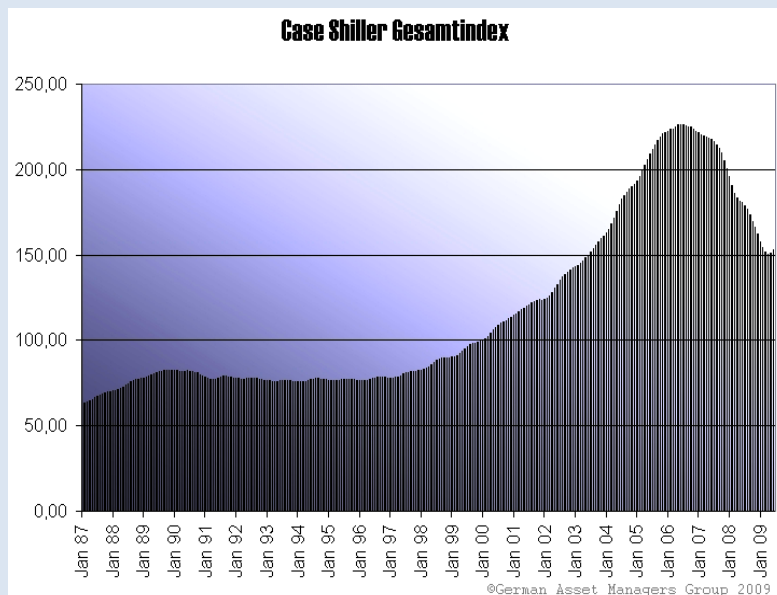
Die Kräfte, die uns dies ermöglichen werden, sind dieselben, auf die ich schon im vierten Quartal 2008 hingewiesen hatte. Gezwungen durch dumme Vorschriften aus der Bankenregulierung waren viele Banken und Finanzdienstleistungsinstitute genötigt Verkäufe zu wirtschaftlich völlig absurden, extrem zu tiefen Preisen zu tätigen. Deren Verkäufe lösten eine Abwärtsspirale der Kurse aus, die immer weitere Verkäufe erzwang, da jeder neue Verkauf, der wieder die Preise drückte, bei immer weiteren (neuen) Instituten dazu führte, dass deren Bilanzrelationen nicht mehr stimmten.

Angehalten wurde dieser Teufelskreis im ersten Quartal dadurch, dass durch staatlicherseits zwangsweise eingebrachtes Eigenkapital kurzfristig die Relationen bei allen wieder stimmten, sogar zu viel Geld da war und durch Aufkäufe von Wertpapieren durch die Zentralbanken zusätzlich Druck vom Markt genommen wurde. Desweiteren wurden die Regeln ausgesetzt. Regeln, die davor den Verkauf erzwangen, schufen desweiteren nun aufgrund steigender Preise für Wertpapiere immer neue Zusatz-Investitionsspielräume. Aktuell haben die Banken bereits wieder teilweise viel zu viel Geld und gleichzeitig den Zwang dieses zu investieren um die Renditen zu erwirtschaften, dass sie die hohen Zinsen auf den Staatsgeldern und diese selbst (zurück)zahlen können.



Da die Zinsen im sicheren Bereich entweder keinen Ertrag bringen (kurzfristige Geldanlage zum EZB-Zins von 0,5% p.a.) oder extreme Kurs-Risiken mit sich bringen (10-Jahres-Geldanlage zu 4%, wenn dann die Zinsen steigen) war und ist der einzige Weg sprichwörtlich den Tiger zu reiten und Geld für riskante Investitionen, Risikoanleihen zu 10,12, oder 14% auszuleihen und zu versuchen sich auf diesem Weg zu sanieren.

Nur konsequent hat sich der High Yield Spread, der Zins-Aufschlag von Risikoanleihen gegen sicheren Anleihen, von in der Spitze 2200 Basispunkten = 22% Zinsaufschlag (also 22% Zusatzzins pro Jahr!!) auf etwas weniger absurde 900 Basispunkte reduziert. Dies heisst immer noch, dass Investoren hier für sehr konservative Anlagen im Vergleich zu einer Aktienanlage in Standardaktien 10-12% Rendite pro Jahr erwarten können. Durch qualifiziertes Management, wie wir es einsetzen, auch noch mehr. Vergleicht man das aktuelle Zins(spread)niveau mit der Historie, so sind wir jetzt wieder in den Normalbereich für ein massive Krise zurückgekehrt, die Zinsaufschläge, die auch 2001-2003, während die Anleihenmärkte mit den massiven Verlusten aus dem Platzen der Techno-Blase und Betrugsfällen wie Worldcom oder Enron konfrontiert waren und ganz nebenbei auch noch einem bevorstehenden Irak-Krieg, wo einige schon den Einsatz nuklearer Massenvernichtungswaffen erwarteten.



Vergleicht man 2003 mit heute, dann sind die Häuserpreise aktuell wieder auf demselben Niveau wie 2003 und die Zinsaufschläge auch. Wir sind nicht in Vorkriegszeiten. Durch den hirnrissigen Versuch die weltwirtschaftlichen Ungleichgewichte durch immer neue Kreditaufnahmen und über künstliche Vermögenssteigerungen in den westlichen Ländern zu "lösen", wurden die realwirtschaftlichen Probleme jedoch nur verschlimmert, da jetzt auch noch die Zinsen und Zinseszinsen der letzten Jahre zu tragen sind und die Handlungsoptionen sich massiv reduziert haben.

Das erste große Problemfeld ist und bleibt, dass in Deutschland eine grundsätzlich arbeitsfähige Hartz 4-Familie mit Wohngeld und allen weiteren sozialen Wohltaten locker um die € 1500,-/Monat erhalten kann (ohne jede Gegenleistung!) und damit die Gesellschaft und die produktiv Arbeitenden entsprechend kostet und in China der ungelernete Bauarbeiter in mit 10 Mann und doppelstöckigen Betten in Wechselschichtbelegten Zimmerchen produktiv arbeiten muß um seine Familie durchzubringen und dafür mit € 100-200/Monat vergütet wird (inklusive Krankheitsfürsorge für die ganze Familie). Die ungerechtfertigten Unterschiede globaler Vergütung in den unteren Lohngruppen und bei den Nicht-Leistern sind das Kernproblem.

Das zweite große Problemfeld ist, dass die sogenannten sozialen Sicherungssysteme gesichert ohne massive Änderungen, insbesondere ohne einen massiven Anstieg der Produktivität oder massive Leistungskürzungen in spätestens 20-30 Jahren nicht mehr finanzierbar sind.

Der dritte Problemkreis ist, dass die Anzahl der Menschen permanent zunimmt, die mit der immer komplexer werdenden Lebenswirklichkeit nicht mehr klarkommen, (wirtschaftlich) keine auch nur ansatzweise durchdachten Aktivitäten entfalten und dadurch einen negativen Effekt auf ihre Mitmenschen haben, insbesondere auch durch die Summen, die sie bewegen. Ein Beispiel gefällig? Lenny Dykstra, ehemals sehr erfolgreicher Baseball-Spieler, danach Betreiber einer Autowasch-Kette und schließlich selbst-ernannter Börsenguru und Herausgeber einer Zeitschrift für Finanzberatung für Profi-Athleten hat jetzt Konkurs angemeldet wobei er seine Schulden mit irgendwie zwischen 10 und 50 Millionen angibt. Ein absolutes Highlight dieses Falls ist sein 18 Minuten-CNBC-Interview in dem er behauptet, dass er eigentlich gar nicht pleite sei. In den letzten Wochen hat Lenny jetzt noch eins draufgesetzt. Er will jetzt für vermeindliche Wasserschäden am Haus seine Versicherung auf 10 Millionen USD verklagen.

Man kann sich nun fragen, was neben der Tatsache, dass dies alles ein Stück Realsatire ist, aus diesem Fall an Erkenntnissen zu gewinnen ist. Ich finde ihn in mehrfacher Hinsicht interessant. Er zeigt

neben den die Masse, die gesamte Volkswirtschaft betreffenden Grafiken, den abstrakten Milliardensummen, die ich schon oft gezeigt habe, anhand eines plastischen Einzelfalles, was hinter der Finanzkrise steckt und stellt auch ein paar Verantwortlichkeiten richtig.

Dumm-gierige Kreditnehmer und die Politik, die in einer Demokratie ihren Wählern niemals sagen kann, dass diese massive Fehler machen, haben ein hübsch-verlogenes Bild gezeichnet von Krediten, die armen und unschuldigen Kreditnehmern aufgeschwätzt wurden und bei diesen armen und bemitleidenswerten Menschen nun die negativen Konsequenzen haben. Dass Selbstüberschätzung, Hybris und pure Dummheit seitens der Kreditnehmer, wie sie sich in [Dykstra's Selbstdarstellungs-Video](#) wiederfinden, massiven Anteil hatten, wurde wohlweislich verschwiegen.

Wichtiger aber noch zeigt dieser Fall, wie bei einem 20-Millionen-Objekt getrickt wurde um die Finanzierungen hinzubekommen und wie eine Finanzierungsvariante die andere ablöste. Wichtig deshalb, weil es hierbei nicht mehr um Kredite an Leistungsunfähige und Minderleister, den Subprime-Bereich, geht, der uns am Anfang der Krise beschäftigte. Diese rund tausend Milliarden an Subprime-Krediten sind mehr oder weniger bekannt, teilweise abgewickelt und auf jeden Fall kann man einen nicht mehr leistungsfähigen Subprime-Schuldner als Mieter weiterwohnen lassen, für sein doch eher Standard-Haus einen neuen Käufer oder Mieter finden, oder lassen sich weitere einfache Abwicklungsvarianten denken, bei denen zumindest ein Teil des eingesetzten Geldes wieder an den Gläubiger zurück kommt.

Was noch bevorsteht ist die Abwicklung der Finanzierungen, die gerade auf dem Höhepunkt der Immobilienhysterie mit typisch fünf Jahren Laufzeit für Besserverdienende und zur Finanzierung von Bürogebäuden getätigt wurden, eben die 20 Millionen-Kredite wie hier für den Ankauf eines Trophy-Bungalows. Für Häuser, die sich jetzt niemand mehr leisten kann. Für Office-Immobilien, die jetzt nach der Krise und aufgrund immer stärkerem Vordringens von Home-Office und mobilen Arbeitsplätzen niemand mehr braucht.



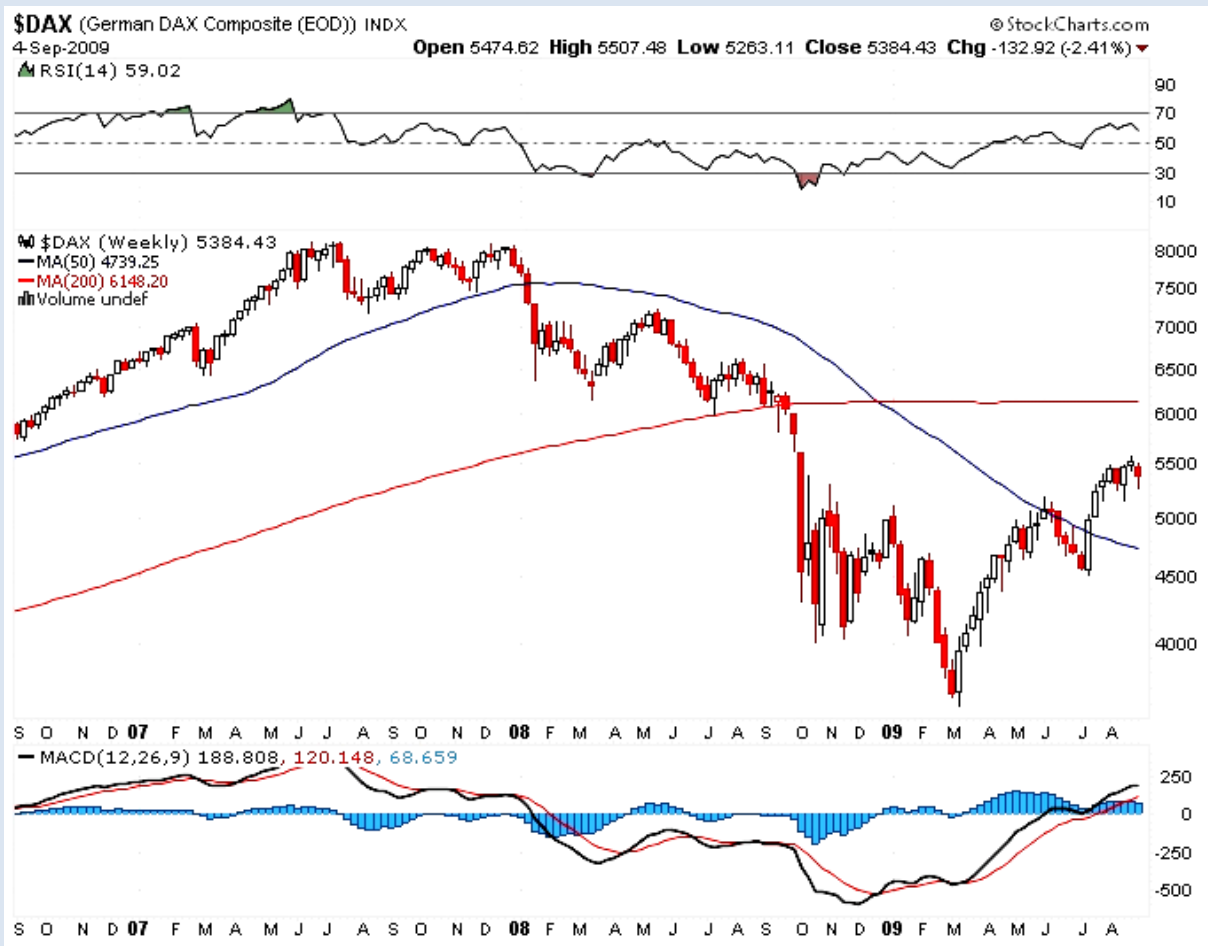
Diese Kredite werden in größter Zahl Mitte 2011 fällig und hier droht die nächste Zeitbombe für die Bankbilanzen. Gerade bei diesen hochpreisigen Objekten kommt es zu massiven Wertverlusten. Mangels positivem Eigenkapital kann eine Anschlußfinanzierung nicht erfolgen.

Erstmals seit ich denken kann habe ich vorigen Monat auf der 5th Avenue in Manhattan einen Flagship-Store gesehen, der nicht unter der Hand vermietet wurde, sondern via Plakatierung angeboten wird, für den sich also kein Anschlußmieter gefunden hat. Die Normalität war, dass es Wartelisten für 5th Ave gab. Leerstände zwischen 45. und 55. Strasse sind aber ein absolutes Novum.

Diese Beobachtung passt auch zu einer Nachricht aus Downtown-Manhattan. Für einen der 5 Ersatz-Wolkenkratzer, die dort entstehen sollten, wo einst das World Trade Center stand, ist die Finanzierung kollabiert und dieser jetzt auch schon wieder in der Abwicklung.

Ist also die "Finanz"krise vorbei? Mitnichten! Solange breite Schichten in der westlichen Welt mit bemerkenswertem Realitätsverlust herumschwafeln es gäbe ein Finanzproblem anstatt die realen Probleme zu nennen, zu akzeptieren und über Lösungen wenigstens nachzudenken, werden sie den Weg des Lenny Dykstra gehen und dessen letztes Video zeigt kein gutes Ende.

Wenn in den letzten Tagen die Meldungen eine generelle Trendwende zu belegen scheinen und einige Illusionisten schon wieder vom Ende der Rezession reden so zeigt dies freundlich betrachtet deren unqualifizierten Formalismus. Nach deren Vorstellungen ist die Rezession beendet, wenn nach einem Rückgang des Bruttosozialprodukts von 6% in vier Quartalen ein Quartal mit 1% Wachstum auftritt. Wenn also nach einem massiven Zusammenbruch, nach einer Schockstarre, die Menschen wieder ein wenig Essen einkaufen und die Unternehmen ihre völlig leergelaufenen Lager auffüllen, dann ist dies der Anfang eines neuen Wachstumszyklus? Ich würde es eher als Korrektur einer Übertreibung nach unten bewerten wollen. Und eine manipulierte zudem. Die USA haben ein \$ 8000 pro Hauskäufer-Förderprogramm aufgelegt, neben ihrem Cash-for-Clunkers-Programm für verbilligte Autokäufe. Zwei Programme, die genauso wie die deutsche Abwrackprämie kurzfristige Nachfrage generierten um den Preis möglicherweise vorgezogener Käufe. Alles Porgramme, die kurzfristig für ein Strohfeuer gesorgt haben. Die Frage, was auf diese (Zwischen-?) Erholung folgt ist noch völlig offen aus meiner Sicht. Obama plant schon für 2010 Steuererhöhungen. Ist dies Konsum- und Wirtschafts-fördernd?



Betrachtet man die Charts eigentlich aller relevanten Märkte, dann zeigen diese die wirtschaftliche Erholung. Der Nicht-Weiter-Absturz ist voll eingepreist. Aber bei 6000 DAX-Punkten ist erst einmal Schluß und ein Rückfall auf 5000 Punkte wäre von dort aus der nächste Schritt. Die Stimmung der Marktteilnehmer ist bereits schon wieder weltweit betrachtet bullish. Genauso wie bei 800 Basispunkten Zinsaufschlag sich das Interesse der Käufer an Risikoanleihen etwas deutlicher reduzieren dürfte (vgl. obigen Chart).

Zu spät also um ungesichert long zu gehen. Zu früh um auf Baisse zu setzen. Zu problematisch die fundamentale Lage um ungesichert zu sein. Zu lukrativ die abgesicherten Möglichkeiten!

## Allokation Black+White

Morgan Stanley kamen vor zwei Wochen mit einer Szenario-Analyse auf den Markt, die wir unterschreiben würden: Es geht mit abnehmender Volatilität seitwärts. In den nächsten fünf Jahren!

Was bedeutet das für Black+White? Wir setzen weiter auf "Anleihen" statt Aktien. Wir sind damit in den letzten Monaten sehr gut gefahren und mit viel weniger Risiko als bei der Aktienanlage. "Anleihen" steht dabei für Forderungstitel und Einkommens-orientierte Aktien. Dazu kommt ein ständig steigender inzwischen schon recht massiver Block an Indexabsicherungen, der uns gegen einen deutlicheren Kursrückschlag allerdings unterhalb eines Crash vom Umfang her absichert.

Die letzten beiden Monate waren gerade auch im Verlierersegment des Jahres 2008, bei den Convertible Bonds, ausgezeichnete Monate mit sehr hohen Gewinnen. Viele unserer Convertible-Positionen haben 15% und mehr zugelegt. Damit teilweise noch mehr als Standardaktien. Hier sind wir nun dazu übergegangen von Convertible Long auf Long/Short umzuschalten das heisst langsam immer mehr zusätzlich Aktienpositionen gegen unsere Wandelanleihen-Bestände zu verkaufen und auch über Verkauf von kurzfristigen Optionen Geld einzunehmen und Zusatzeinkünfte sicherzustellen, die vom allgemeinen Trend der Aktienmärkte unabhängiger sind.

Gerade Juli und August waren ausgezeichnete Distressed-Monate. Im März, in der Spitze der Panik-Welle mußten selbst renommierte Firmen wie BMW oder Daimler 7%-9% Zinsen für Anleihen bieten um überhaupt an Geld zu kommen. Diese Chance für Investoren ist nicht mehr gegeben. Anleihen guter Schuldner notieren wieder etwa auf Staatsanleihe-Niveau bei uninteressanten 4-5% p.a. Zinssätze, die das Risiko, dass es doch irgendwann bei diesen Firmen nicht klappt, einfach nicht wert sind. Dann doch lieber etwa auf argentinische Unternehmensanleihen setzen, die im Gleichlauf mit den Staatsanleihen im Juni/Juli rund 50% Kursaufschlag erzielen konnten, oder auf Immobilienfinanzierungen in Osteuropa, wo wir seit März jetzt über 100% in einzelnen Titeln an Gewinn haben. Dies alles natürlich in kleinen Größenordnungen und schnell und flexibel reagierend. Aber wenn man eine Anleihe zu 30% des Nominalwertes erwerben kann, dann ist eben häufig auch schon mehr als der Wertverlust im Konkursfall abgesichert. Und wenn auch ein solches Investment nur 2-3% des Portfolios ausmacht, dann ergeben sich eben bei richtiger Einschätzung und 100% Gewinn (Anstieg etwa auf 60% bei der betroffenen Anleihe) 2-3% Portfolio-Gesamtrendite und damit eine nennenswerte Auswirkung auf unser Portfolio. In jedem Einzelfall ist hier natürlich eine sehr sorgfältige Analyse aller verfügbaren Originaldokumente, wie Prospekte und Quartalsberichte sowie sind Gespräche mit den Unternehmensleitungen und Hintergrundabklärungen etwa zur Unternehmenssubstanz notwendig. Wir können aber aus unserer Arbeit in den letzten Monaten feststellen, dass hier immer noch eine Reihe unentdeckter Perlen im Markt zu finden sind, wo einfach durch die Panikverkäufe alles verkauft wurde/werden mußte und dabei sich unsinnige Preise sich ergeben haben. Diese Positionen sind arbeitsintensiv aber sehr lohnend.

Im Emerging Markets Segment haben wir bei Aktien deutlich reduziert. Nach 12er-Kursmultiplikatoren im März sind wir hier auf 18er-Niveaus angestiegen. Das ist nicht mehr auch nur ansatzweise attraktiv. Wir glauben an das überdurchschnittliche Wachstum. Aber es ist kurzfristig zu teuer bezahlt.

Große Ergebnisträger waren im Berichtsmonat wie dann auch im August wieder unsere Energiebeteiligungen. Hier ist bekanntlich Anfang Februar, Anfang Mai, Anfang August und Anfang November Zahltag. Typisch für einkommensorientierte Titel steigen diese im Vorfeld an und fallen danach, wobei letzteres im August nicht passierte. Unsere Gasspeicher sind bedingt durch den extrem niedrigen Gas-Preis bis zur Oberkante gefüllt und wir verdienen maximal an der Lagerung und auch die Durchleitungen/Pipeline-Nutzungen haben sich nur sehr begrenzt reduziert. Das Einkommens-Niveau bleibt daher bei unseren Transport-orientierten Mid-Stream-Beteiligungen weiter ausgezeichnet. Unsere abgesicherten produzierenden Quellen verzeichnen aktuell hohe Gewinne aus ihren Absicherungsgeschäften, die zu Liquiditätszuflüssen führen und konstanten Gesamtergebnissen (Kursrückgänge werden durch die Positionen am Terminmarkt mehr als aufgefangen).

Während sich die Volatilität im Aktienbereich so weit reduziert hat, dass wir gerade bei Standardwerten

nicht mehr verkaufen sondern eher kaufen wollen, ist sie bei Öl weiter sehr hoch und ermöglicht dort gute Gewinne aus dem Verkauf von Optionen. Nachdem hier in den letzten Wochen Positionen ausgelaufen sind, warten wir hier auf die nächste größere Bewegung um dann wieder deutlicher aktiv zu werden.

Wir sehen uns mit unseren Long/Short-Denkansätzen weiterhin auf dem richtigen Weg zu weiter ansprechenden Monatsgewinnen. Solange die Welt so unsicher bleibt und so viele kritische Problemkomplexe existieren werden wir sehr gut weiterhin Geld verdienen können.

## Allokation Vola+Value



Die Volatilität, die unterstellte Schwankungsbreite der Optionen verharrete im Juli und dann auch im August auf historisch mittleren 25% p.a. und genau über der langfristigen 200-Wochen-Unterstützung. Der 50-Wochen-Mittelwert liegt aber noch über der 40%-Marke. Es ist schwierig in einem solchen Szenario Geld zu verdienen. Man kann nicht mit gutem Gewissen Optionen schreiben. Kommt es auch nur zu einer Korrektur auf den massiven Rückgang der Schwankungserwartungen, etwa einem Anstieg in Richtung 40%p.a., wird es sofort teuer. Kauft man dagegen Optionen und passiert dann, was im Juli und August letztlich passiert ist, nämlich nichts, verliert man massiv am Rückgang der Optionsprämien.

Wie schon im letzten Report beschrieben, muß man daher Long/Short arbeiten, versuchen eher daran zu verdienen, dass einige Einzeloptionen relativ zu anderen zu teuer oder zu billig sind und Transaktionen im Hinblick auf Anpassung relativer Preise ermöglichen.

Das Endergebnis war durchaus erfolgreich. Immerhin stellen 0,65% Monatsrendite immer noch 8% p.a. dar, was für einen solche Übergangsmonat durchaus akzeptabel ist. Wir sind jetzt im September. September/Okttober ist die klassische Verlust-Periode in der historisch viele der Crashes stattfanden. Nach dem Disaster des letzten Jahres ist eine Wiederholung eher unwahrscheinlich. Wenn doch, werden wir an unseren Option-Long-Positionen gut verdienen. Ansonsten ist schon im nächsten Monat wieder Zeit um sich dann für eine weitere Beruhigung zu positionieren und dann wieder auch daran 2% pro Monat zu verdienen.