

Manager-Report Mai 2009 und Ausblick Juni: Stabile Gewinne und klare Outperformance für die GAMAG-Strategien Monat für Monat

Die Mai- und Juni-Ergebnissen belegen nun endgültig, dass beide GAMAG-Strategien wieder zu dem Verhalten zurückgekehrt sind, was immer schon ihr langfristiges Qualitätsmerkmal immer schon war, kontinuierliche positive Monatsergebnisse mit einer zweistelligen Jahresrendite. Insofern können wir die Rückkehr zur Normalität feststellen, das endgültige Ende von Verwerfungen aus der sogenannten "Finanz"krise.

Black+White verdiente im Mai 1,54%. Bei Vola+Value war es ein kleines Monatsplus hauchdünn über der Nulllinie. Im Juni performten beide Programme dann jedoch noch deutlich stärker mit +2% für Black+White und über 2,5% für Vola+Value.

Im Halbjahresvergleich sind damit in den letzten sechs Monaten über 7% in jedem Programm verdient worden (nach allen Kosten; effektive Rendite für GAMAG-Anleger) und der größte zwischenzeitliche Kapital-Rückgang lag bei -1,25% beziehungsweise -1,62% (Black+White bzw. Vola+Value jeweils Februar 2009).

Das Verhältnis von Gewinn zu maximalem Risiko lag damit im ersten Halbjahr bei rund 5:1 und dies trotz der massiven Rückgänge an den Aktienmärkten von über 20% gerade von Januar bis Mitte März.

Das Verhältnis von Gewinn zu sicherer Rendite (1% p.a. EZB-Zins; damit 0,5% pro Halbjahr) lag bei 15:1. GAMAG-Anleger haben also das 15-fache an Rendite gegenüber einer werthaltigen Festgeldanlage im ersten Halbjahr erhalten.

Wir haben quasi alle negativen Einflüsse aus Kursänderungen durch geeignete Handelsansätze ausschalten können. Trotz dieser sicherheitsbetonten Vorgehensweise war die Halbjahres-Rendite sehr ansprechend und die über 7% plus nach allen Kosten wie die Tatsache, dass diese Rendite kontinuierlich erzielt wurde, deuten in Richtung einer deutlich zweistelligen Jahresrendite für 2009.

Index	31.12.08	31.03.09	30.04.09	31.05.09	30.06.09	% Gewinn/Verlust per 31.3.09 gg. 1.1.09	% Gewinn/Verlust per 30.6.09 gg. 1.1.09
DAX	4810,20	4084,76	4769,45	4940,82	4808,64	- 15,09 %	- 0,04%
DOW	8776,39	7608,92	8168,12	8500,33	8447,-	- 13,30 %	- 3,76%
SMI	5534,53	4927,40	5225,90	5349,74	5403,97	- 10,97 %	- 2,36%
ATX	1750,83	1696,62	1863,01	2105,39	2098,64	- 13,10 %	+19,86%
Black+White	14368,24	14403,49	14869,85	15099,08	15400,- (ind.)	+ 0,24 %	+ 7,18%
Vola+Value	11225,43	11403,86	11749,10	11758,37	12052,50 (ind.)	+ 1,59 %	+ 7,37%

Betrachtet man etwas detaillierter gerade Mai und Juni vor dem Hintergrund der Geschehnisse an den Aktienmärkten, so fällt auf, dass im Mai trotz sehr starker Aktienmarktentwicklung unsere Strategien

unterdurchschnittlich zum Markt abgeschnitten haben. Grund: Wir waren zu abgesichert. Die Absicherungen haben uns einen guten Teil der Gewinne gekostet, die wir mit dem Verkauf von Optionen beziehungsweise aus unseren Finanzierungsaktivitäten erzielt hatten. Wir waren gerade bei Vola+Value Optionen nach beiden Seiten short, das heisst hatten diese verkauft, und in Erwartung einer Kurskorrektur Short-Positionen in Futures aufgebaut. Im Ergebnis konnten alle verkauften Puts als 100%-Gewinn realisiert werden (diese verfielen wertlos aufgrund des steigenden Marktes), aber sowohl auf den verkauften Kaufoptionen (diese mußten teilweise mit deutlichen Verlusten zurückgekauft werden) wie auch bei den Futures fielen Verluste an. Black+White wurde naturgemäß von diesem Effekt weniger betroffen, da dieses Programm mit der starken Ausrichtung auf Finanzierungsstrategien in jedweder Form weniger Absicherungsbedarf im Hinblick auf Aktienmarktrückschläge aufweist.

Was im Mai noch negativ war für Vola+Value wurde im Juni zum Gewinn. Die Märkte bewegten sich per saldo nicht, standen auf der Stelle. Auf den Absicherungs-Futures wurde so ein Nullergebnis erzielt und Optionen verfielen mit deutlichen Gewinnen nach beiden Seiten. Im Juni war desweiteren auch noch großer Verfallstermin, der Termin an dem die quartalsweise laufenden Optionen und Futures verfallen. Dadurch liefen mehr Optionen als normalerweise aus und unser Gesamtexposure, das Kapital mit dem wir effektiv im Markt sind, reduzierte sich auf natürlich Weise. Im Endergebnis haben wir damit nun einiges mehr an Cash auf den Konten (auch durch laufende Zuflüsse von Anlegern, die bei uns neu angelegt haben) und damit optimale Bedingungen um in der aktuell stattfindenden Kurskorrektur unten und mit höheren Prämien wieder neue Positionen aufnehmen zu können.

Betrachtet man die Entwicklung unserer Gewinne im Mai/Juni aber auch Januar/Februar, so kann festgehalten werden, dass jegliche Abwärtsbewegungen durch unsere Absicherungsstrategien fast komplett ausgeschaltet wurden und teilweise sogar positiv genutzt werden konnten. Es ist daher unsinnig GAMAG-Zertifikate nicht zu kaufen oder gar zu verkaufen, weil man einen Rückgang der Aktienmärkte befürchtet. Dazu haben wir Absicherungsstrategien! Diese wirkten auch wieder in dem immerhin auch schon wieder 7% ausmachenden Rückgang der Kurse im DAX seit Mitte Juni 2009 von 5150 auf jetzt 4750 Punkte. Trotz dieses doch schon wieder recht beachtlichen kurzfristigen Verlustes an den Aktienbörsen konnten unsere beiden Strategien den Wert gegenüber dem Hoch zur Monatsmitte Juni 2009 voll halten (Vola+Value) und sogar noch ein wenig ausbauen (Black+White).

Insofern können wir mit dem Ergebnis unserer abgesicherten aktiven Handelsansätze wieder sehr zufrieden sein und sehen auch etwaigen zukünftigen negativen (Aktienkurs-) Entwicklungen ruhig entgegen. Wer unsere negative Einschätzung der Gesamtwirtschaftslage in den letzten Reports gelesen hat, dürfte schon wissen, dass wir Mitte Juni nicht long waren. Wir hatten bekanntlich schon im März/April unser Kursziel im SP 500 mit 950 Punkten angegeben. Genau da sind wir hingelaufen und haben dort gedreht. Nun fällt es genauso wie ebenfalls von uns antizipiert. Wir haben das so erwartet und historisch an unseren Prognosen verdient und werden weiter daran verdienen. Wir brauchen sogar den aktuellen Kursrückgang unbedingt, um unsere Gewinne wieder weitgehend risikolos investieren zu können. Unten! DAX 5500 per heute wäre für uns ein schlecht zu managendes Szenario gewesen, nicht DAX 4700! Und sehr viel lieber sehen wir DAX 3500 als DAX 6000.

Wer in Alpha-Produkte, wie es unsere Zertifikate sind, investiert, macht eine Wette auf die Kompetenz des Managers, setzt darauf, dass dieser den Markt richtig liest und einschätzt. **Ein qualifizierter aktiver Manager kann an fallenden, wie stehenden wie steigenden Kurse verdienen.** Mit einem Satz: Es ist egal, was passiert. Es gibt immer viele Möglichkeiten daran je nach Risikoneigung dann viel oder auch nur ausreichend zu verdienen! **Wichtig ist nur ob ein aktiver Manager mit seiner Handelsmethodik an diesen Märkten Geld verdienen kann oder nicht.** Davon muß man seine Entscheidung bei diesem zu investieren abhängig machen, nicht von irgend welchen Erwartungen hinsichtlich der Aktien-, Wechsel- oder sonst was für Kurse.

Wir kommen mit den aktuellen Märkten wie unsere Performance beweist sehr gut klar. Es sind sogar fast ideale Märkte für uns.

Wir folgen den Handelsansätzen, die eigentlich von allen Milliardären (ob Soros, Buffett und auch viele andere) angewandt werden, die darauf gerichtet sind, sehr große Fehlbewertungen zu erkennen, nach einem Katalysator Ausschau zu halten, der ein Anstoß sein könnte, dass diese Fehlbewertungen sich normalisieren, und dann gegen die Fortsetzung der Fehlbewertungen zu setzen, wobei wir versuchen das Risiko, dass unsere Entscheidung falsch ist (die Fehlbewertung sich also noch verstärkt), durch Diversifikation, Absicherungsstrategien etc. zu begrenzen oder noch besser auszuschalten.

Wie hat das in der sogenannten Finanzkrise bisher funktioniert? Was können GAMAG-Anleger zukünftig erwarten?

Das es knallen würde, weil der Kreditballon historisch völlig absurde Dimensionen abgenommen hatte, wußten wir seit Ende 2005. Nur wann und wie war die Frage. Wir haben als der erste Domino-Stein, die reinen Subprime-Finanzierer, zusammenbrachen seit 2007 permanent massiv vor nicht abgesicherten Aktienengagements in klarer Erwartung der kommenden Rezession gewarnt. Bei uns selbst etwa bei Black+White haben wir uns aus aktienorientierten Strategien zurückgezogen, wo das Risiko bestand, dass der Manager in einem Crash aufgrund einer Netto-Long-Position verlieren würde. Teilweise haben wir sogar Short-Positionen gegen unsere Manager eingegangen. Wir hatten zum Beispiel einen sehr erfolgreichen MDAX-Fonds im Bestand, der per saldo long war und zwar deutlich. Wir haben diesen dann per September 2007/März 2008 zurückgegeben und während der Abwicklungszeit noch permanent MDAX-Futures grob im Rahmen dessen, was wir als Netto-Long-Exposure ermittelt hatten, geshortet. Nachdem wir seit 2002 rund 350% mit diesem Fonds verdient hatten, konnten wir so etwa den negativen Effekt aus dem Rückgang des MDAX bis zur quartalsmäßigen Abrechnung dieses Fonds ausschalten.

Wir nahmen Ende 2007, als die Aktienbörsen immer noch nicht fallen wollten und wir sogar im Herbst 2007 mit unseren Short-Positionen in Emerging-Markets Verluste erzielt hatten, Puts ins Portfolio, die uns im ersten Schlag des Crash im Januar 2008 dann gute Gewinne brachten beziehungsweise den Kursverfall voll kompensierten.

Dann kam es bekanntlich zur Rettung von Bear Stearns. Für uns war dies das Signal, dass die Politik begriffen hatte, dass sie eingreifen mußte, dass sie den schlimmsten Versager jetzt abgewickelt hatte und wohl auch Konzepte für den Rest in der Schublade hätte, gerade weil der US-Finanzminister als Chef von Goldman Sachs die Probleme kennen mußte. Wir hielten Situation für weiterhin höchst gefährlich, aber unser Szenario war ein hochvolatiles mehrjähriges Seitwärts-/Abwärts-Szenario in dem analog wie in China Anfang des neuen Jahrtausends die Probleme unter den Tisch gekehrt aber letztlich die fehlenden rund USD 1000 Milliarden in den Bankbilanzen aufgrund der Subprime-Verluste durch Gewinne aus dem laufenden Geschäft kompensiert würden. Wir haben im Mai 2008 die bisher größte Reallokation in Black+White umgesetzt und in private unternehmerische Finanzierungen und Infrastruktur-Projekte umgeschichtet. Die Logik dahinter war, dass durch die schon seit 2007 restriktivere Kreditvergabe der Banken der Zinsaufschlag für risikobehaftete Kredite sich massiv erhöht hatte und etwa erstklassige Pipeline-Investments schon 10% Rendite abwarfen. Für uns ausreichend um zu überwintern und uns aus dem absehbaren Schlamassel möglichst herauszuhalten.



Hier investierten wir etwa in eine Nustar, eine Limited Partnership, die knapp zehntausend Meilen Pipelines, eine Vielzahl von Tanklagern und etwa Gasbehandlungsanlagen und neu erworben zwei Asphaltfabriken ihr eigen nennt. Alles in allem ein konservatives Infrastrukturinvestment mit ständig steigenden quartalsmäßigen Auszahlungen.

Ende 2007 hatte es im gesamten Segment der Limited Partnerships eine euphorische Kaufwelle gegeben, bei der Nustar-Partner-Units bis auf knapp USD 60,- angestiegen waren. In Reaktion darauf war der Kurs dann bis auf unter USD 50,- im ersten Halbjahr 2008 gefallen.

Bei rund USD 4,- an Distributionen ergab sich eine erwartete Ausschüttungsrendite von rund 8,3% auf Basis unserer USD 48,- Einstandskurse im Mai 2008. Durch zusätzliche Verkäufe von Calls ergab sich eine gut zweistellige Rendite.

Infolge der Anspannungen bei den Banken, die diese Partnerships ebenfalls im Bestand hatten und verkaufen mußten, kam es im Juni/Juli zu einem weiteren Kursrückgang, der durch die Erholung vor der Ausschüttung im August aufgeholt wurde. Mitte September ex-Ausschüttung stand NS immer noch auf Einkaufsniveau und Zusatzeinkommen durch die verkauften Optionen war auch aufgelaufen. Die desaströsen Kursauschläge nach dem überraschenden Zusammenbruch beziehungsweise der fehl-gemanagten Lehman-Pleite führten dann zu massiven Kursstürzen bis auf USD 26,- in den schwarzen Tagen des Oktober 2008 und damit einem Anstieg der Ausschüttungs-Rendite auf 15%!

Dabei verbesserte sich das Geschäft der Gesellschaft laufend. Die Asphaltfabriken wurden Selbstläufer gerade vor dem Hintergrund der absehbaren Infrastrukturprogramme der US-Regierung, die inzwischen verabschiedet sind und wo der gesteigerte Straßenbau zwingend zu steigender Nachfrage nach Asphalt führen wird. Hier zeigt sich die nicht handelbare Dimension des Geschehens des letzten Jahres. Man konnte alles richtig machen. NS ist auf Platz 44 der Forbes-Rangliste der besten Unternehmen. NS erlebt gerade das beste Jahr ihrer Unternehmensgeschichte. Die Ausschüttungs-Rendite liegt um Größenordnungen über Staatsanleihen. Aber seit unserem Kauf kam es erst einmal zu einem in der Spitze 40%igen Kursverlust, der dann zwar schnell aufgeholt wurde (und inzwischen gibt es ja neben den laufenden Ausschüttungen auch noch einen Kursgewinn, so daß wir zusammen mit den Optionsprämien jetzt über 20% verdient haben), aber erst einmal verbucht werden mußte. Trotz fundamental permanenter Verbesserung massive Kursverluste auch bei einem Einkommens-orientierten sicheren Investment.

So etwas kann man vernünftigerweise nicht absichern, es sei denn man wollte permanent (Put-) Optionsprämien bezahlen, um sich gegen Derartiges abzusichern. Nun kostet aber etwa der Januar 2010 Put Basis 40, das Recht die Aktien bis Januar zu USD 40 verkaufen zu dürfen rund einen Dollar, was damit 2 % sicherer Halbjahresverlust (USD 1 / USD 50 aktueller Kurs) sind und damit zu einem Dauerverlust von 4%/Jahr führen würde, wollte man sich bei gleichbleibendem Konditionen so permanent absichern und dann auch nur gegen den nochmaligen Ultracrash (die Verluste von aktuell USD 53,- bis USD 40,- würden beim Kauf einer derart weit aus dem Geld liegenden Option natürlich noch nicht abgesichert, erst darüber hinaus) helfen würde. Dies würde aber die Gesamtrendite langfristig deutlich schmälern und ist damit keine sinnvolle Strategie. Es bleibt damit nichts anderes übrig als solche Risiken hinzunehmen, was auch der Grund dafür war, warum wir im Herbst 2008 nicht abgesichert waren und aktuell auch nicht sind. Die aufgetretenen Verluste, die auch wir in unseren

Portfolios Ende 2008 erleiden mußten, die zwar bei Nustar aufgeholt wurden aber bei vielen anderen Werten nicht, waren insofern weder das Ergebnis eines Analyse- noch Umsetzungsfehlers, sondern einer bewußten langfristigen Entscheidung bei Werten derart hoher fundamentaler Qualität nicht auf zwei Jahre 8% und auf drei Jahre 12% sicheren Verlust aus Absicherungen in Kauf zu nehmen, sondern lieber eine Situation, wie sie dann vorgekommen ist, auszusitzen und diese 12% und die natürlich weiter zufließenden hohen Ausschüttungen einzusetzen um Zusatzeinkommen zu erzielen und so auf Sicht drei Jahre letztlich ein höheres Gesamtergebnis zu erzielen.

Damit sahen wir dann kurzfristig zwar nicht so optimal aus, aber es ist das Wesen einer durchdachten Strategie, dass sie aufgeht. Das sehen GAMAG-Anleger jetzt im ersten Halbjahr. Wir haben gerade im Mai/Juni über verkaufte Optionen, aus denen uns die Aktien abgerufen wurden, eine ganze Reihe von Energie-Partnership-Beteiligungen verloren und werden hier nach einer Korrektur wieder zukaufen. Daneben haben wir die laufenden Ausschüttungen erhalten und in der Triade aus über 10%-Durchschnitts-Ausschüttung, Gewinnen aus verkauften Optionen und Kursgewinnen zumindest wieder auf das Einstiegs-Niveau ergibt sich ein hochlukratives Portfolio, dass auf Sicht von 2-3 Jahren nach unserer Ansicht immer weiter neue Allzeithöchststände produzieren wird. Insofern sehen wir auch den zwischenzeitlichen Kursrückgang im vierten Quartal als das, was er ist: Eine durch die Liquiditätsklemme der Banken erzeugte massive Unterbewertung, die sich im Laufe der Zeit normalisieren wird und deren negative Effekte auf unsere Portfolios auf die eine oder andere Art und Weise zukünftige zu hohen Gewinnen führen wird, wahrscheinlich sogar schon bis Jahresende der Vergangenheit angehören wird.

Wenn wir das zweite Halbjahr genauso performen wie das erste (und dafür spricht einiges), werden wir gegen Jahresende die Allzeithöchststände in unseren Indizes einstellen, diese also übersteigen.

Aktuell bieten sich durch die gerade geschilderten Marktverwerfungen, die in breiten Bereichen immer noch nicht auch nur teilweise aufgeholt sind, weiterhin Traumchancen für Anleger, die den Panikschalter aus- und den Verstand einschalten können.

Wir erzielen aktuell aus unseren Energiebeteiligungen 12,5-15% p.a. 12,5% ist hier ein guter Durchschnittswert für Kreditengagements. Für Eigenkapital gibt es die 2,5% mehr, weshalb aber Eigenkapital nicht wirklich attraktiv ist und wir mehr zu den Anleihen neigen.

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



Das erstklassige Kredit-Segment hat genau bis zu dem Punkt aktuell korrigiert, wo neue Verkäufe von Anleihen zu erwarten gewesen waren, dem Extremwert aus 2002. Deshalb sind wir hier eher short und in kleinen, unbekanntenen Anleihen, die den Zinsabstieg noch nicht gemacht haben, long.

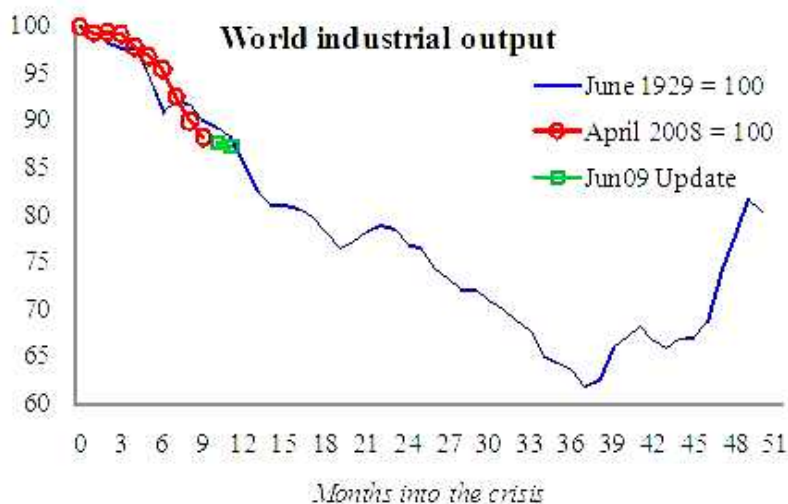
Im Covered Call-Bereich erzielen wir aktuell eine Durchschnittsrendite von 19% p.a. Ein Small Cap Premium Dividend Fund wirft 23% p.a. ab. High Income Trusts sind mit 15% weiterhin im Angebot. Es macht weiter viel Spaß Investor zu sein. 7-10% Halbjahresrendite und damit 15%-20% p.a. ergeben sich für Anleger. Dies nutzen wir und je tiefer es jetzt wieder geht, desto (noch) bessere Einstiegsbedingungen erhalten wir.

Der Markt ist und bleibt ein Profi-Markt in dem man nur durch intensivstes, tiefgehendes Research und unter Einsatz aller Handelstechniken, insbesondere Optionen, gewinnen kann. Aber er bietet gerade

wegen des Ausfalles vieler ehemaliger Wettbewerber, sprich Konkurse/Liquiditätsklemme der Banken, auch massive Chancen.

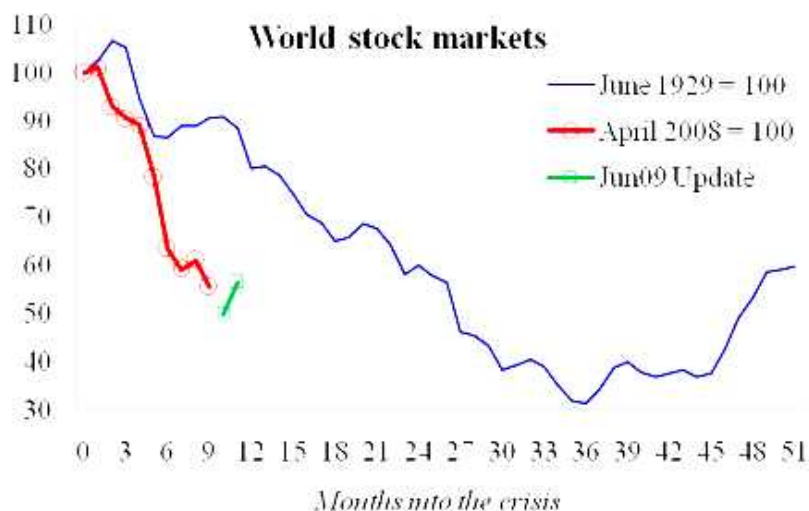
Das traurige und bedenkliche an der aktuellen Situation ist die gute Möglichkeit Geld in Finanztransaktionen zu verdienen im Gegensatz zur allgemeinen politischen und Wirtschaftsentwicklung. Hier läuft nichts aber auch gar nichts in die richtige Richtung.

Updated Figure 1. World Industrial Output, Now vs Then (updated)



Gemäß einer aktuell stark beachteten [Analyse der Wirtschaftshistoriker Barry Eichengreen \(University of California at Berkeley\) und Kevin O'Rourke \(Trinity College, Dublin\)](#), gibt es vielmehr weder die viel beschworenen ersten grünen Pflänzchen des neuen wirtschaftlichen Aufschwungs, sondern das realwirtschaftliche Desaster folgt vielmehr bisher dem Pfad von 1929 und den Folgejahren.

Updated Figure 2. World Stock Markets, Now vs Then (updated)



Nur der Zusammenbruch auf der Kapitalmarktseite erfolgte schneller und brutaler. Hier wurde in 9 Monaten schon das erreicht, wozu es 1929 2 Jahre gebraucht hatte.

Die Handlungen auf der politischen Seite sind jedoch weiterhin noch weniger zielführend als 1930 und müssen eher als völliges wirtschaftliches Unverständnis im Sinne der Vorgänge zur Zeit Ludwigs des XV., also der Zeit von John Law, die ich schon im [Mai 2008](#) und im [letzten Report](#) dargestellt hatte, bezeichnet werden, denn als massive wirtschaftliche (Detail-) Fehler bei grundsätzlich richtigem Vorgehen wie 1929.

In der Presse wird aktuell die "Finanz"krise diskutiert, die sich darin ausdrücken soll, dass Banken nicht "genügend" Kredite vergeben. Hier ist festzustellen, dass die weltweiten Kredit-Junkies immer noch nichts gelernt haben und auf dem politischen Parkett weiterhin fröhlich Ringelrein tanzen. Geld ist ein Bezugsschein auf Leistungen anderer Menschen und Kredit kommt von lateinisch credere = glauben und bezeichnet eine Geldzahlung, die jemand an einen anderen leistet, von dem er glaubt, dass dieser ihm zukünftig diesen Kredit und auch noch mehr (Zinsen) zurückzahlen kann. Wer nichts leistet, kann kein Geld bekommen und von wem dies bekannt ist, von dem nimmt niemand, der einigermaßen bei

Verstand ist, an, dass er zukünftig etwas leisten wird, etwas zurückzahlen kann, und der ist deshalb schon gar nicht kreditwürdig.

Und hier liegt das Problem, das noch nicht einmal ansatzweise öffentlich diskutiert wird. **Es gibt keine Finanzkrise.** Alle, die kreditwürdig sind, haben ausreichend Kredite. Manche wie wir nehmen sogar das, was wir an Krediten bekommen könnten, bewußt nicht in Anspruch. Nur hat sich aufgrund der massiven Vermögensverluste, der mangelnden Einkommen, der erhöhten Risiken die Bonität vieler (potentieller) Kreditnehmer naturgemäß verschlechtert. Wir haben bestenfalls eine **Bonitätskrise. Eine solche kann man aber naturgemäß nicht durch Verbesserungen der Kreditvergaben an Banken lösen, weshalb es überhaupt nicht überrascht, dass sich trotz tausenden von Milliarden frischem Geldes immer noch keine Ende des Abschwungs erkennen läßt.**

Es gibt eine **Produktivitätskrise**, die man dadurch beschreiben und messen kann, dass als Beispiel als Gruppe deutsche Arbeitnehmer in DAX-Gesellschaften etwa ihr Geld in den letzten 10 Jahren nicht wert waren. Der Beweis ist trivial. Trotz eines aktuell hohen Kurs-Gewinn-Verhältnisses ist der Kurs des DAX heute niedriger als vor 10 Jahren und die Unternehmensgewinne sind jämmerlich. Die Eigenkapitalgeber haben eine negative Verzinsung ihres Kapitals erhalten. Die Arbeitnehmer waren also überbezahlt, hatten als Gruppe keine ausreichende Produktivität und haben letztlich damit konsumiert, was ihnen nicht zustand, von ihnen nicht anteilig erschaffen wurde, sondern sie haben (teilweise) das Eigenkapital, das Eigentum der Aktionäre, als Lohn erhalten. Und dies entlarvt die noch viel größere Dimension dieser **doppelten Überkonsumkrise.**

Nicht nur haben Arbeitnehmer (aber auch Nicht-Arbeitnehmer) einem durch Kredite finanzierten Überkonsum gefrönt und sich etwa Häuser geleistet, die sie nicht abzahlen konnten, wie wir dies schon seit 2005 immer wieder herausgearbeitet haben (Mißverhältnis Einkommen zu Ausgaben). Das Einkommen war auch noch zu hoch im Verhältnis zu dem, was produziert wurde, zur Produktivität. Das Ausmaß dieses durch die gigantische Kreditpyramide erzeugten aber auch übertünchten Überkonsums ist also noch viel größer als es auf den ersten Blick erscheint.

Die Antworten der Politik, die wir nun sehen, laufen auf **reine Realitätsverweigerung** hinaus, da man dem heutigen Souverän offensichtlich ebenso wenig wie im Mittelalter dem König eine einfache Wahrheit nahebringen kann, das man nämlich nur das konsumieren kann, was man auch produziert hat, langfristig nur das verbrauchen kann, für das man eine Gegenleistung erbracht hat.

Was passieren müßte, ist das, was Ex-Bundeskanzler Schröder so schlaksig als "dann müßt ihr eben produktiver werden" umschrieben hat, selbstredend ohne sich mit dem "wie" zu beschäftigen.

Maßnahmen dazu könnten umfassen:

Massive Aus- und Fortbildungsanstrengungen. Beschleunigung der Entwicklung und Markteinführung neuer Produkte. Es müssen Leistungsprinzip und Verantwortlichkeit wiederbelebt werden. Das gesamte Sozialsystem muß an maximaler Förderung der Fortentwicklung der Menschen im Rahmen des Möglichen und Bestrafung mangelnden Einsatzes ausgerichtet werden. Es muß zu einem unternehmerischen Aufbruch in der Breite kommen. Unternehmerische Freiräume müssen geschaffen werden.

Immer komplexere Technologien aber auch die globale arbeitsteilige Organisation erfordern zukünftig in immer größerem Maße Eigenkapital und eigenkapitalersetzende Mittel, die nur noch von Finanzierungsinstituten aufgebracht werden können, die eigenes Fachwissen mitbringen, da die Risiken für normale Finanziere nicht mehr abschätzbar sind und die Unternehmen, gerade im Software-Bereich und am Anfang der Unternehmensentwicklung (denken Sie an GOOGLE) auch nicht über werthaltige Sicherheiten verfügen, trotz später hunderten von Milliarden an Marktkapitalisierung.

Die klassischen Großbanken aber auch generell Finanzierungs-Modelle, die sich an Sicherheiten orientieren, sind als Geschäftsmodell zur Finanzierung der Wissensgesellschaft und damit der Zukunft genauso überholt und fehl am Platz wie Kaufhäuser im Einzelhandel. Standardprodukte kauft man

heute beim Discounter billiger und Spezial- und HighEnd-Produkte, wo man vielleicht auch mit Gleichgesinnten reden möchte oder Beratung oder Speziallösungen benötigt, in der Boutique. Kaufhäuser haben im Einzelhandel noch Randfunktionen, können noch als Service-Anbieter etwa im Rahmen eines Multi-Boutiquen-Konzeptes Räume und Abwicklungskapazitäten für Boutiquen zur Verfügung stellen und etwa als Innenstadt-Erlebnis übertriebene Preise rechtfertigen. Als allein seeligmachendes Geschäftsmodell für "Einzelhandel" sind sie jedoch genauso nicht mehr das adäquate Geschäftsmodell wie Großbanken.

Was für den Einzelhandel gilt, gilt nämlich auch für die Finanzbranche. Alle politischen "Lösungen" beschäftigen sich jedoch aktuell damit die nicht funktionierende und überholte Regulierung aus dem bestehenden Bankensystem auf jedermann auszudehnen, damit um jeden Preis diese überholten Unternehmensformen zu erhalten und deren Pfründe zu sichern, wobei die bisher freien Bereiche mit zusätzlichen Kosten straguliert werden sollen. Wir haben jetzt schon das Problem, dass neue Technologie-Unternehmen nicht mehr an die Börse gebracht werden können, weil etwa mit dem Börsengang in den USA die Berichtspflichten gemäß SARBANES/OXLEY greifen, die bei einem mittelgroßen Unternehmen schnell 3-5 Mio/Jahr an Kosten nur für das Berichtswesen ausmachen können. Der Börsengang macht also aus einem Wachstumsunternehmen, das zum Beispiel 10 Millionen p.a. verdient ein solches, das nur noch 5 Millionen p.a. verdient. Damit kommt es zwangsläufig dazu, dass sich Verkäufer, etwa ein Private Equity Fonds und Emissionsbanken nicht mehr auf einen adäquaten Preis einigen können. Die 5 Mio Zusatzkosten multipliziert mit einer KGV von 25 machen dann mal eben 125 Mio Emissionsverlust (und eine Halbierung des Unternehmenswertes aus) und der jährliche Zusatzaufwand führt damit dazu, dass man den Börsengang dann eben besser sein lässt, womit aber ein Exit für Venture Capital und Private Equity versperrt ist, deren Kapitalbeschaffung erschwert und verteuert wird, was letztlich alles auf Kosten des Wirtschaftswachstums und der Produktivität geht.

Statt dass das Überkonsum-Unterproduktivitäts-Problem angegangen wird, wird, nachdem nicht mehr genügend Geld da ist, der Autokauf über die Abwrackprämie subventioniert, damit wieder weiter konsumiert werden kann durch Leute, die dafür keine angemessene Gegenleistung erbringen. Gleichzeitig jagt ein dummes Regulierungsvorschlag den nächsten mit dem die nächste Finanzkrise verhindert werden soll, die so sowieso nicht mehr passieren wird, da sowohl die Art der Geschäfte nicht mehr betrieben werden, als auch die Protagonisten dieser aus ihren Jobs verjagt wurden.

Solange dieser Zustand der Realitätsverweigerung und kontraproduktiver politischer Aktivitäten anhält, gehen wir davon aus, dass die Krise sich nicht nur fortsetzen sondern durchaus möglich noch verstärken wird. Es mag durchaus auch zu mehrere Monate umfassenden Erholungen kommen. Aber die Langfristfragen müssen erst einmal akzeptiert und dann erfolgreich beantwortet werden, bevor nach unserer Ansicht ein nachhaltiger Aufschwung möglich ist. Solange dies nicht erfolgt, wird es zu immer härteren Verteilungskämpfen kommen und wir gehen von einem bestenfalls längerfristigen wirtschaftlichen Siechtum aus.

In der Konsequenz heisst dies Finger weg von Aktien. Mangels Produktivität und Zukunfts-Investitionen wird kein ausreichendes Kapital gebildet. Wegen der Risikoscheu gibt es weiterhin zu wenig Risikokapital und die Wirtschaft kommt nicht in Schwung.

Gerade deshalb aber - weil Kapital überall fehlt, gerade Risikokapital und unternehmerisches Kapital - gibt es auf Jahre hinaus allerbeste Bedingungen für Investoren wie uns, die Derartiges zur Verfügung stellen.

Die nächsten 5 Jahre werden eine ausgezeichnete Zeit für aktive Investoren werden. Angstsparere dürfen 5 Jahre beten, dass sie ihr Geld auch noch wiederbekommen und die betroffene Bank nicht wie Kaupthing etc. pleite geht. Als aktive Investoren werden wir selbstverständlich Ausfälle haben, aber bei qualifizierter Vorgehensweise und aufgrund der hohen Renditen wird sich am Ende trotz Verlusten bei einzelnen Engagements eine sehr schöne zweistellige Überschuss-Rendite p.a. unserer Meinung nach ergeben.

Betrachtet man den obigen Chart, dann ist eines klar: Die Finanzmärkte sind zu stark relativ zur Wirtschaftsentwicklung zusammengebrochen. Damit ist das Risiko nach unten begrenzt und eine Überrendite für unsere Strategien absehbar. Gerade weil die Krise andauert werden wir überproportional verdienen.

Allokation Black+White

Wir bleiben, was die Strategien und Märkte betrifft, bei den Grundlinien, die ich schon in den letzten Reports vorgestellt hatte:

Kredit/Anleihe/Vorzugsaktien statt Aktie. Fremdkapital statt Eigenkapital. Durch wahre Werte abgesicherte Transaktionen statt ungesicherte Forderungen. Starke Portfolioabsicherungen zum Schutz gegen die massiven Unwägbarkeiten. Abgesicherte Relative Value-Ansätze und Arbitrage statt direktionalem Investment.

Aus Gründen der Sicherheit und Flexibilität erfolgt die Durchführung der Strategien inzwischen verstärkt mittels Managed Accounts, wo wir nicht nur permanent im Rahmen unseres Risk Managements die Positionen beobachten können, sondern auch gegebenenfalls nicht nur schneller eingreifen sondern auch Gegenpositionen zu einem Manager aufnehmen können.

Wir präferieren aktuell auch liquide Strategien im Vergleich zu illiquiden. Kurze Bindungsdauern ermöglichen es uns schnell auf Änderungen der Großwetterlage zu reagieren.

Nur noch 30% des Portfolios sind bei Hedge Fonds selbst angelegt, wo wir gegebenenfalls etwas längere Kapitalbindungen haben, sprich erst nach einer Kündigung zum nächsten Monat oder Quartal wieder an unser Kapital gelangen könnten. 70% liegen in Managed Accounts, wo abgesicherte, gehedgte Strategien umgesetzt werden und sind dort täglich liquide. Wir haben damit aktuell den höchsten Liquiditätsgrad, den wir jemals in der Geschichte der GAMAG-Gruppe hatten.

Bei den Strategien dominieren Substrategien, die man unter unternehmerische Finanzierungen im weitesten Sinne zusammenfassen kann. Von Absatzzwischenfinanzierungen über Projektfinanzierungen, den Kauf von Beteiligungen an Infrastrukturprojekten (wie etwa Pipelines, Tanklager etc.) verfügen wir über ein Portfolio, das Beteiligungen an mehr als 300 Unternehmen und Projekten weltweit umfasst.

Distressed-Strategien, die sich damit beschäftigen, von Fehlbewertungen zu profitieren bei Unternehmen mit rechtlichen Schwierigkeiten, bleiben ein weiteres Betätigungsfeld.

Futures- und Optionsstrategien sind aktuell mit rund 10% des Kapitals dotiert.

Alle Sektoren lieferten im Mai wie im Juni 2009 positive Ergebnisbeiträge. Außergewöhnlich gut waren gerade im Juni aufgrund Nachlaufeffekt riskantere Kredite bei kleineren Unternehmen.

Die Rendite war mit 1,5% und 2% sehr konstant was auf unsere Absicherungen über Futures und Optionen zurückzuführen ist.

Allokation Vola+Value



Vola+Value verdient, wenn die Märkte stehen oder wenn sich auf der Kursseite mit Contrarian-Strategien Geld verdienen lässt, also eigentlich immer bis auf die Situationen, wo es zu einer überraschenden unkalkulierbaren Bewegung kommt und keine Absicherung dagegen eingesetzt war.

Mai war diesbezüglich ein wenig problematisch, da wir nach dem starken Hochlaufen der Kurse von einer schnelleren und deutlicheren Kurskorrektur als eine der Möglichkeiten, wie es weitergeht, ausgegangen sind. Entsprechend hatten wir starke Absicherungen etabliert und diese haben wesentliche Teile des Gewinnes aufgezehrt. Im Juni 2009 waren dann nach einer nun absehbaren längeren Top-Bildungsphase mangels sofortiger Korrektur nach unten weniger Absicherungen aktiv und durch die Seitwärtstendenz konnte gut verdient werden.

Im Zuge des quartalsmäßigen Optionsverfalls liefen dann viele Positionen aus beziehungsweise konnten zu den Vola-Tiefständen zurückgekauft werden. Dadurch wurde viel Kapitalk freigesetzt, was jetzt nach dem Anstieg der Optionsprämien wieder erfolversprechend eingesetzt werden kann.

Wir hatten die Zielzone vom 950 im SP 500 erreicht, wie erwartet dort nun gedreht und befinden uns nun auf dem Weg zum nächsten Einstiegspunkt. Wir erzielen immer noch im Verhältnis zu den dann letztlich stattfindenden Kursbewegungen sehr hohe Optionsprämien, so dass wie bei einer Autoversicherung nach Auszahlung der Unfälle ein guter Gewinn jeden Monat übrig bleibt. Wie bei Black+White ist auch Vola+Value von einer sehr kontinuierlichen Gewinnentwicklung gekennzeichnet beziehungsweise weist das Programm diese wieder auf. Wir erwarten daher auch für die Folgemonate positive Gesamtergebnisse und sehen beide Programme auf gutem Weg bis Jahresende die bisherigen Allzeit- Höchststände wieder zu erreichen und dann zu übertreffen.

9.7.2009 Straush