

Manager-Report März 2008: Der Mega-Crash im Finanzbereich und seine Folgen

März 2008 war 9/11 für die Bankbranche. Die Welt wird nie wieder so sein wie zuvor. Ein massiver Systemwechsel ist zwingende Folge und teilweise schon in Arbeit. Zu den Fakten, die im letzten Report schon teilweise angeführt waren:

Mitte Februar verschärfte sich die Liquiditätssituation der Banken derart, dass diese es aufgaben im rund 330 Mrd. Dollar umfassenden Markt für auction rate securities Kurse zu stellen, beziehungsweise in den Auktionen zu bieten. Auction rate securities (ARS) sind Anleihen mit längerer Laufzeit, bei denen ein sehr hoher Ausfallzinssatz vertraglich festgeschrieben ist (etwa 12-20% p.a.), deren Zinssatz vom Konzept her durch monatliche Auktionen festgelegt werden sollte analog etwa zum Verfahren bei amerikanischen Treasury Bills, wo ebenfalls der monatliche Zins in Form eines unter hundert liegenden Kaufpreises bzw. der Differenz zum Rückzahlungspreis von 100% ermittelt wird (Ein Bieter erwirbt zum Höchstgebot von 99,8% 1-Monats-T-Bills, erhält nach einem Monat diese von der US-Regierung ausbezahlt zu 100% und hat damit $0,2\% \text{ Monatsrendite} * 12 = 2,4\% \text{ Jahresrendite}$ ohne Zinseszins erzielt). Emittenten sind etwa private Krankenhäuser, kommunale Unternehmen wie Hafengebiete oder die Las Vegas Monorail, aber auch Closed End Funds. Typisch Emittenten mit erstklassiger Bonität und langfristigen sicheren Zahlungsströmen, die aber nicht das Emissionsstanding multinationaler Konzerne haben. Emissionen von 50-100 Mio USD sind durchaus gängige Größen in diesem Markt.

Diese Auction rate securities (ARS) sind zusätzlich typisch durch die gängigen Anleihenversicherer garantiert, d.h. Unternehmen wie Ambac haben eine Rückzahlungsgarantie für jede einzelne Anleihe abgegeben. Aufgrund dieser Deckung auch durch die Versicherer waren die ARS als erstklassig bewertet und wurden sehr gerne auch von Versicherungen, Pensionsfonds etc. erworben.

Da die Versicherer auch ähnliche Garantien für Portfolios mit Hypotheken-Schrott-Anleihen abgegeben hatten, aufgrund der massiven Ausfälle dort potentiell überschuldet und die Garantien nicht mehr gesichert werthaltig sind, nahmen Investoren seit Jahresanfang immer stärker Abstand von Geboten für ARS mit der Folge, dass sich in den Auktionen immer weniger externe Käufer außerhalb der Banken fanden und diese, die am ARS-Markt ihrer typischen Intention als Margenschmarotzer folgend nur am Durchhandeln verdienen wollten, sich zunehmend in der Position als Langfristinvestor in diesen ARS befanden, ARS-Berge anhäuften, die sie aufgrund ihrer zunehmenden Liquiditätsengpässe nicht mehr schultern konnten/wollten, und deswegen den Handel einstellten. Im Februar kam es bei über 70% der Auktionen nicht mehr zu Geboten: Konsequenz: Altinvestoren in den ARS, die diese nur für einen Monat halten wollten, konnten diese nicht weiterverkaufen mangels Bieter. Die Emittenten müssen den hohen Ausfallzinssatz zahlen. Liquiditätsengpässe bei Investoren und massive Zusatzkosten bei den Emittenten der ARS sind die Folge.

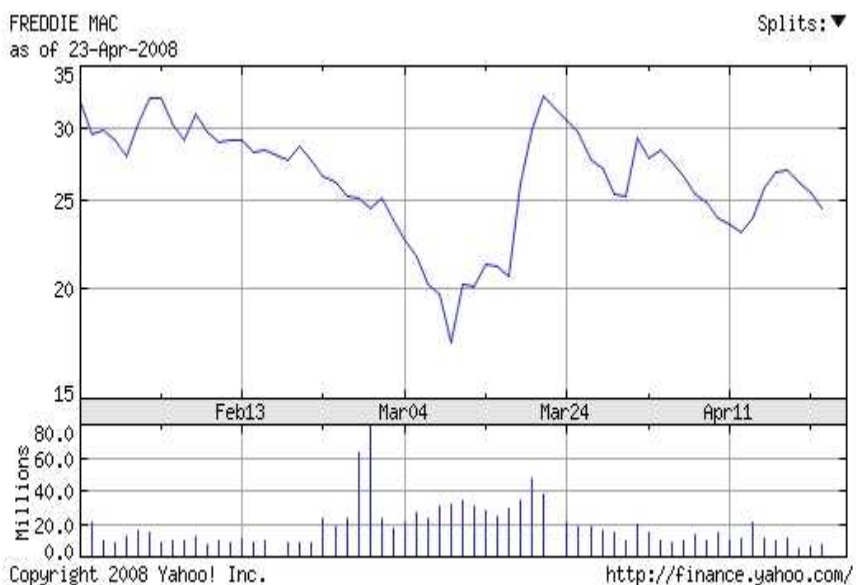
Der Zusammenbruch des ARS-Marktes führte zu neuen Bedenken hinsichtlich der Bonität speziell der Investmentbanken, wobei zunächst die schwächeren Gruppenmitglieder nämlich Bear Stearns und Lehman unter Liquiditäts-/Bonitätsverdacht gerieten. In diese hochexplosive Situation platzte dann der Präsident der amerikanischen Zentralbank Bernanke mit dem Vorschlag vorgetragen vor rund 1200 US-Bankern, Banken sollten doch einmal generell darüber nachdenken ihren Schuldner 20% der Hypothekenkredite zu erlassen, denn nur mit Zinsstundung würde man ja wohl das Problem nicht in den Griff bekommen.

Konsequenz: Die sowieso schon auf Panik-Level geschalteten Risk-Manager kalkulierten mal kurz durch, was diese 20% bedeuten würden, nämlich wenigstens USD 2000 Milliarden, d.h. das Zehnfache

der aktuell bereits kaum schulterbaren Verluste in den Bankbilanzen. Dann fragte man sich, wen es denn treffen würde und kam schnell zu den halbstaatlichen Hypothekenverbriefern Ginnie Mae, Fannie Mae und Freddy Mac. Diese fungieren in den USA als Garanten für die Hypothekenemissionen kleinerer Hypothekenbanken, wobei alleine das von Ginnie Mae garantierte Volumen bei 2600 Milliarden USD (November 2007) lag. Zusammen kommen die GSEs auf rund 9000 Milliarden USD, oder rund das Doppelte des Bruttosozialprodukts der Bundesrepublik Deutschland. Deren Eigenkapital reicht aber nicht ansatzweise aus um die oben beschriebenen 20%-Verluste abzudecken. Konsequenz: Es wurden Hypothekenanleihen in Paketen auf den Markt geworfen wie noch nie. In der Spitze stieg der Zins für Hypothekenanleihen auf knapp 3% über Staatsanleihen. Die AAA-Tranchen strukturierter Produkte aus 2007 fielen von 75% auf knapp über 50%. Es kam zum völligen Zusammenbruch des Marktes. Es ist völlig egal, ob diese 20%-Aussage irgendwie intelligent, begründet etc. war. Da es niemanden gibt, der diese Verluste abdecken kann, war es grob fahrlässig, derartiges öffentlich zu äußern und Öl ins Feuer zu werfen. Außer den völligen Kollaps des Finanzsystems zu erreichen, kann man mit einer solchen Aussage nämlich nichts erreichen. Hier kommt Dieter Nuhr in den Sinn: "Man darf in der Demokratie eine Meinung haben, man muss nicht. 'S wär ganz wichtig, dass sich das mal rumspricht. Wenn man keine Ahnung hat: Einfach mal Fresse halten."

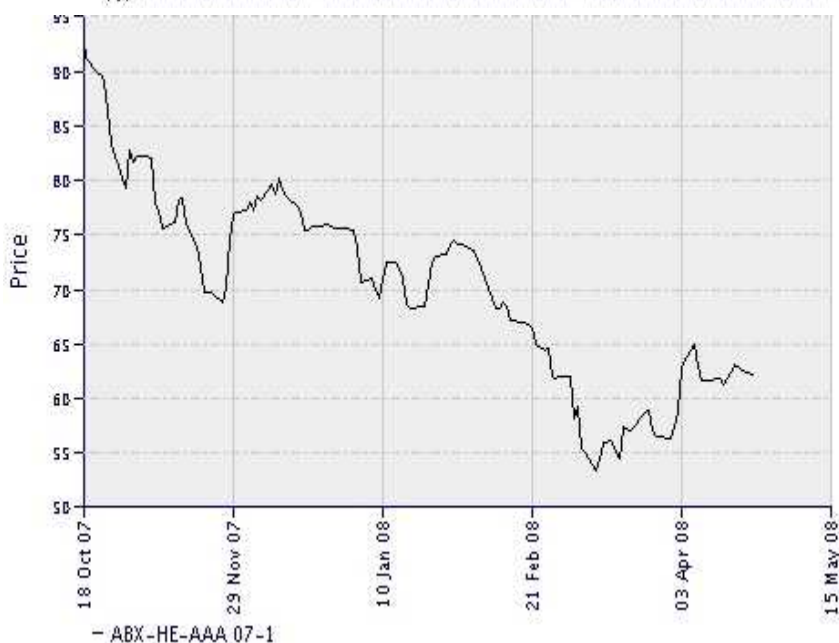
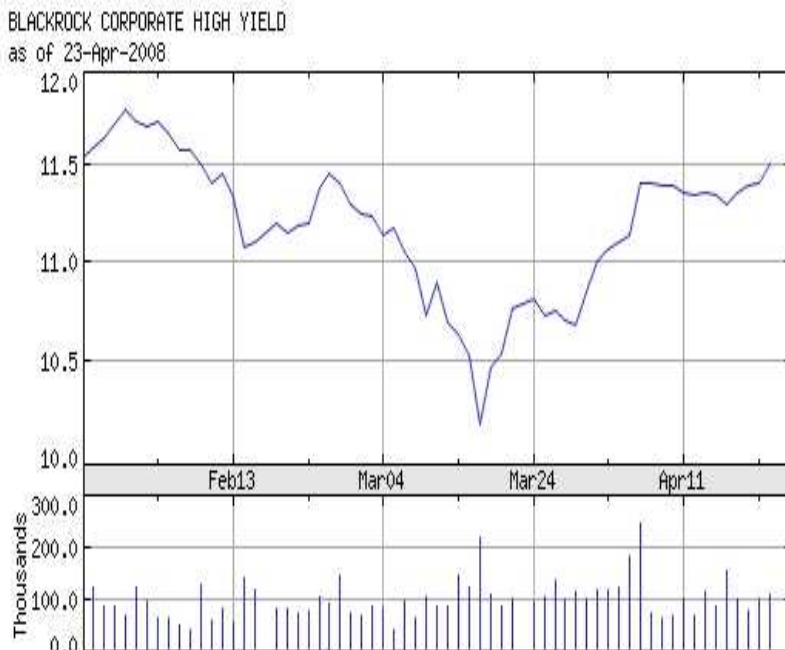


Letztlich mußte dann die Sachbearbeiter-Ebene der FED die Kohlen aus dem Feuer holen. Nachdem mit Bear Stearns die erste der fünf großen US-Investmentbanken aufgrund von Liquiditätsabzügen in die de facto-Insolvenz getrieben wurde, änderte die FED ihre Sicherheitenrichtlinien. Hypothekenanleihen wurden neu als Sicherheiten für Zentralbankkredite akzeptiert und der Markt stabilisierte sich wieder. Dessen ungeachtet brachte diese ganze Situation Verwerfungen mit sich, wie man sie im Anleihebereich noch nie gesehen hatte.



Dieses Umfeld ermöglichte es Unternehmen nicht mehr mit Aufnahme von Eigenkapital schnell genug auf Wertveränderungen in den Anleihen-Portfolios zu reagieren und so etwaige Margin Calls abzuwehren. Die Folge war etwa der politisch flankierte Zwangsverkauf der fünftgrößten US-Investment-Bank Bear Stearns zu zunächst USD 2 später angehoben auf USD 10 an den Konkurrenten JP Morgan Chase. Die neuen politischen Risiken im Finanzbereich werden dabei in der Aussage deutlich, dass das US-Finanzministerium "die Position vertrat der Kaufpreis solle nicht zu hoch ausfallen, da die Regierung eingegriffen habe" und die US-Zentralbank sich als Retter des Finanzplatzes darstellte nach einem Run auf die Bank, den sie

zumindest mitverursacht hat und hätte verhindern können, wenn die inzwischen beschlossene Akzeptanz von Hypothekenanleihen als Sicherheiten für bei der Zentralbank aufgenommene Gelder bereits im Februar getroffen worden wäre.



Der ABX erholte sich nach der Vorstellung der neuen Refinanzierungsmöglichkeiten durch die FED. Auch die Kurse von Portfolios von Unternehmensanleihen erholten sich nach teilweise massiven Verlusten zur Monatsmitte März deutlich. Ergebnis: In den letzten Wochen "normalisieren" sich die Märkte insofern, als dass eine Vielzahl völlig absurder Bewertungen korrigiert wurden, wohlgermerkt außerhalb des Finanzbereiches. Für letzteren gilt die Aussage eines Mitglieds der FED Kevin Warsh, dass der Heilungsprozess der Märkte weder schnell noch ohne Zwischenfälle ablaufen wird.

Konsequenzen: Die Ereignisse des März haben eine neue Dimension regulatorischer Risiken offen gelegt. Während man bisher davon ausgehen konnte, dass Zentralbanken zumindest ihre Großbanken schützen würden, wurde durch unqualifiziertes Verhalten fast ein Systemkollaps produziert und eine der fünf großen US-Investmentbanken in die Abwicklung getrieben, wohlgermerkt die Investmentbank mit dem höchsten Anteil an Mitarbeiteraktien und privatem Kapital. Nimmt man die Aussagen zur politischen Einflußnahme auf den Kaufpreis bei Bear Stearns hinzu so zeigt sich, dass man als privater Investor mit seinem Eigenkapital völlig zum Spielball politischer Interessen wird. Statt wie früher als konservative staatlich geschützte Einkommensquelle muß man Großbanken also als politikgefährdete Hochrisikoinvestments einstufen und von kalter Enteignung ausgehen. Wir werden dies zukünftig in unseren Anlageentscheidungen zu bewerten haben.

Wo stehen wir nun konkret und was sind erfolgversprechende Investitionen für die Zukunft?

Die Kurse zeigen dies bereits: Gewonnen hat in den letzten Tagen, wer wie wir an den Aufräumarbeiten mitarbeitete, die die Panik-Entwicklung seit Januar mit sich gebracht hat. Wir hatten auf eine Vielzahl von Fehlbewertungen schon im Februar-Report hingewiesen. Jetzt können wir erste Erfolge vermelden:

Allokation Black+White

Hier mussten wir im März ein kleines Minus von 1,94% hinnehmen. Grund waren die oben beschriebenen Verwerfungen, die nicht nur im Hypotheken- und ARS-Bereich auftraten, sondern in blinder Panik viele weitere Marktsegmente umfassten. Alles, was irgendwie ein bisschen etwas mit Risiko zu tun hatte, fand nur noch begrenzte Aufnahmebereitschaft bzw. wurde schon von kleineren Abgaben deutlich mit Kursverlusten getroffen. Gerade auch Distressed Investments, d.h. Investitionen in Gesellschaften bzw. deren Finanztitel, die unter Stress stehen, kamen unter Druck, was zu Verlusten bei unseren Distressed Funds führte.

Der Markt für auction rate securities ist quasi zum Erliegen gekommen (siehe auch oben). Von den über 330 Milliarden, die an ARS begeben wurden, sind über 50% Finanzierungen von Unternehmen, etwa des Betreibers des New Yorker Hafens oder eine Vielzahl von Krankenhäusern, die jetzt Investitionen zurückfahren müssen, sich überlegen, wie sie die Securities zurück kaufen, um nicht die hohen Zinsen zahlen zu müssen, die vereinbart sind, falls die Auktionen keine Gebote aufweisen. Da aktuell überängstliche sogenannte institutionelle Investoren sich scheuen hier Geld zu investieren bestehen exzellente Möglichkeiten diese Securities zu erwerben und die hohen Zinsen zu vereinnahmen. Dies gilt auch für eine Vielzahl anderer Unternehmensfinanzierungen. Der oben dargestellte BlackRock-Fonds zeigt die Richtung. Seit Mitte März konnten hier deutliche Kursgewinne verzeichnet werden. Zusätzlich zu 10% laufender Rendite auf das Portfolio.

Unsere unternehmensnahen Finanzierungen wurden durch diese Situation zunächst von Verlusten getroffen, die teilweise erst im April wieder aufgeholt werden konnten, so dass rein buchhalterisch ein Minus für März bleibt, das den Monatsgewinn drückte. Dies wurde noch dadurch verstärkt, dass wir bei solchen Fonds seit Anfang März sukzessive zugekauft haben. Aber man kauft eben unten! Im April wird es zu einer entsprechenden Gegenbewegung kommen.

Auch unsere Investitionen in den Emerging Markets mußten dadurch Federn lassen, dass hier nach den sehr positiven Entwicklungen der letzten Jahre noch deutliche Gewinne mitgenommen werden konnten. Letztlich gab es im März kaum ein Segment, das nicht in Mitleidenschaft gezogen wurde. Aufgrund von Liquiditätsnöten wurde halt verkauft, was noch verkauft werden konnte.

Wie im Februar-Report beschrieben führte dieser Verkaufsexzess dazu, dass Hochzinsanleihen mehr als 9% höhere Zinsen abwarfen als Staatsanleihen. Inzwischen sind es nur noch 8%. Dies ist aber immer noch ein durch nichts zu rechtfertigender Zinsaufschlag, der ausgezeichnete Zukunftsgewinne verspricht.

Insgesamt sehen wir die Aktienmärkte weiter anfällig. Wer die Beschreibungen zu den Vorgängen zu den Vorgängen an den Kreditmärkten aufmerksam liest, sieht die massiven Probleme, die platzende Finanzierungen nicht nur für die Unternehmensfinanzierung, sondern auch die Absatzfinanzierung machen. Der Zusammenbruch von 18% bei den Auftragseingängen bei General Electric bei Medizingeräten, die nicht bestellt werden können, weil die Krankenhäuser höhere Zinsen auf ihren ARS bezahlen müssen und/oder durch Tilgung dieser finanziell angespannt sind, zeigt die Richtung. Es ist erheblich Sand im Getriebe, was auf jeden Fall eine rezessive Wirkung haben wird und die Unternehmensgewinne unter Druck bringt. Gleichzeitig bekommt man von Unternehmensanleihen die oben beschriebenen Zinsen auf historischem Extrem-Niveau, was nicht nur die Kosten bei den Unternehmen anhebt, sondern auf die Kapitalvergabe an Unternehmen via risikoloserem Fremdkapital viel interessanter macht als einen Aktienkauf.

Wichtig dabei auch: Die Unternehmensgewinne und gerade die Bilanzrelationen sind im Gegensatz zu 2000-2002 noch so solide, dass die bestehenden Anleihen ohne größere Probleme bedient werden können, im Zweifel unter Verlustausweis, das heisst auf Kosten der Aktionäre. Aber eben nicht mit massiven existenzgefährdenden Verlusten. Solange derart attraktive Gewinne erzielt werden können im Unternehmensanleihenbereich sind angesichts der nur begrenzten Gewinnchancen bei Aktien diese keine Alternative.

Damit ist eigentlich schon klar, wie ein erfolgreiches Portfolio zu strukturieren ist: Weg von der Aktie. Hin zum Unternehmensfremdkapital. Solange zweistellige Zinsen für Unternehmensanleihen gezahlt werden, sind Aktien keine Alternative.

Beteiligungen an Unternehmensfinanzierungsfonds, PIPEs etc. sind die Gewinner der Krise. Mehr-Zins durch Ausfall der Banken als Wettbewerber.

Asset Backed Lending, Kreditvergabe gegen harte Sicherheiten. Eigentlich ein Bankgeschäft. Aber aufgrund der Liquiditätsklemme der Banken suchen hier Unternehmen Geld zu guten Zinsen.

Weiteres Beispiel sind Anleihenportfolios aus Staats- und Unternehmensanleihen, die in Zweckgesellschaften geparkt sind, die teilweise zu klein sind, als dass ein hochliquider Markt ohne Banken existieren kann. Die Investoren in diesen können diese in der aktuellen Liquiditätssituation nur bis Endfälligkeit durchhalten, oder an uns und unsere Spezialhedgefonds mit Abschlägen verkaufen wobei wir diese dann langfristig halten und ggf. durch Spreadtransaktionen absichern. 10% Zinsrendite eingekauft zu 10% Abschlag auf den Nennwert macht 20% Rendite-Chance.

Weiteres Beispiel sind Portfolios von Hypothekenanleihen, aber ausschließlich mit massiven Abschlägen auf den Nennwert und sehr selektiv unter genauer Analyse der zugrunde liegenden Immobilien. Als wir dies in unserem Mid-Month-Newsletter angedeutet haben, haben wir Rückfragen bekommen, ob dies denn nicht riskant sei. Eine Anfrage unterstellte die Finanzkrise könne noch 3-4 mal so stark ausfallen und wir möchten doch bitte dazu Stellung nehmen, wie wir dies in einem solchen Fall sähen. Die Antwort erschließt sich aus dem oben gezeigten ABX-Chart. Dieser gibt bekanntlich (nähere Infos in den Januar- und Februar-Reports) einen Durchschnittskurs für die "erstklassigen" Anleihen d.h. die unteren 80% des Beleihungswertes von Hypotheken aus Anfang 2007 wieder. Wenn also ein Haus zu 220000 Dollar gekauft zu 200000 finanziert wurde, dann reden wir hier über die unteren 160000 dieses Gesamtkredites. Diese 160000 können wir aktuell knapp über 50% erwerben, d.h. zu 80000.

Erste Aussage zu der 3-4 mal so stark ausfallenden Krise: Eine Anleihe, die 50% gefallen ist, kann rein rechnerisch nur noch 50% fallen. 3-4 mal ist also nicht möglich.

Realistisch gibt es bei diesen Anleihen zwei Möglichkeiten:

a. Der Schuldner bedient den Kredit. Dann bekommen wir z.B. 5 1/2% Nominalhypothekenzins auf 160000 bzw. 11% laufende Rendite auf unsere 80000 Einsatz. Daneben ergibt sich noch eine Zusatzrendite von 100% auf das eingesetzte Kapital bei Endfälligkeit, bei einer 20 Jahres-Hypothek also noch einmal 2-3% p.a., denn diese 80000 Einsatz werden ja mit 160000 zurückgezahlt. Allerdings erst in 20 Jahren.

b. Der Schuldner zahlt nicht. Dann bekommen wir einen Titel gegen eine Immobilie, die 2006/2007 einmal zu 220000 gehandelt wurde zu $80000/220000 = 36\%$ dieses Wertes.

Ein Teil der Immobilien wird sicher ausfallen und abgewickelt werden müssen. Ein Teil wird aber auch zahlen. Wenn man nun aber unterstellt, dass die Häuser zu 50-60% des 2006er-Wertes verkauft werden können, dann ergibt sich ein Rückzahlungsgewinn aus der Abwicklung von rund 50% (60%/38%). Diese 50% aber dann nicht in 20 Jahren, sondern in 2-3 Jahren, womit die Nicht-Zahler-Rendite sogar höher ausfällt, als bei korrekter Bedienung der Schulden. Dabei sollte auch nicht vergessen werden, dass der Eigentümer persönlich für die Schuld haftet und nicht jeder Privatinsolvenz

anmelden wird. Nüchtern betrachtet sind zweistellige Endergebnisse auf das Gesamtengagement also sehr wahrscheinlich! Und Festgeld wird damit allemal zu schlagen sein.

Daneben darf der Kern des Problems nicht vergessen werden. Letztlich ist diese Finanzkrise eine Krise der westlichen Welt. Ein Haufen satter gieriger im Weltmaßstab völlig überbezahlter Banker und Kreditvermittler hat sich überlegt, wie sie sich richtig die Taschen voll machen können, und die "schlaue" Lösung, die diese gefunden hatten, war, jedermann Kredit zu geben, diese Kredite so zu zerstückeln, mit wertlosen Bewertungsgutachten durch käufliche Rating-Agenturen und Schönwetter-Garantien durch Kreditversicherer zu garnieren und in Anleihen zu verpacken, dass den Käufern nicht mehr klar war, was sie da für einen Mist insbesondere im Extremfall, der jetzt eingetreten ist, kauften, und diese so zum Kauf dieser Pseudo-AAA-Anleihen zu bewegen und sich dabei hohe Provisionen zu bezahlen. Diese hohen Provisionen waren wunderbar dazu geeignet riesige Bankengewinne in den letzten Jahren vorzutäuschen, die eigentlich aufgrund der inversen Zinsstruktur - Kursfristzinsen lagen in den USA lange Zeit über Langfristzinsen und das klassische Fristentransaktionsgeschäft von Banken (Gelder über Sparbuch zu 2% aufnehmen und zu 5% langfristig weiterverleihen) funktioniert in einer solchen Situation naturgemäß nicht - nie vorhanden waren. Rechnet man realistisch die aktuellen hohen Banken-Verluste als zwangsläufige Kosten für das Erzielen der historischen Provisionen mit den Gewinnen der letzten 5 Jahre auf, dann ergibt sich ein realistischeres Bild: Überbezahlte Investment-Banker und Kreditvermittler und mangelhafte Aktionärsrendite.

Letztlich stellen sich dabei aber eine Reihe viel grundsätzlicherer Fragen: Ist die Tendenz im Westen sich immer mehr auf vermittelnde "Dienstleistungen", Beratungsumsätze etc. auszurichten und die Entwicklungsländer arbeiten zu lassen eine zukunftssträchtige Form von Wirtschaftsorganisation, insbesondere vor dem Hintergrund dass diese Länder zunehmend eigenes Wissen aufbauen? Können im globalen Dorf (die westlichen) Gesellschaften überleben, die ihren Hartz IV-Empfängern mehr für Nichtstun zahlen als ein Ingenieur in China als Monatsgehalt erhält? Die Finanzkrise ist hier ein Beispiel, wie behauptet schlaues Vorgehen massiv gesellschaftliches Kapital vernichtet hat: Weder waren die Subprime-Schuldner berechtigt Hauseigentümer zu werden, noch die Banker Provisionen für ihre geldvernichtenden Aktivitäten zu erhalten. Beide haben sich einer kurzen Illusion hingegeben, ohne Leistung könne dennoch durch dumme Immobilienzockerei Wohlstand für jedermann erreicht werden und in diesem Reise-nach-Jerusalem-Spiel muß jetzt nur noch festgelegt werden, wer keinen Stuhl mehr hat und ausscheidet.

Konsequenzen für unser Portfolio: Weg von insbesondere Anbietern komplexer "Dienstleistungen" und hin zu Investitionen in den Emerging Markets. Dort erreicht nämlich die Infrastruktur inzwischen ein Niveau, dass qualifiziertes Arbeiten mit westlichen Standards bereits vielerorts möglich ist und noch mit unkomplizierten einfachen Aktivitäten gute Gewinne noch möglich sind. Die jungen Märkte hatten noch gar nicht die Finanzinfrastruktur um mit unsinnigen Immobilienspekulationen Geld verlieren zu können und z.B. die brasilianische Bank Bradesco ist nicht nur 65 Mrd. schwer sondern kerngesund und erreicht laufend neue Höchstkurse. Letztlich ist die Finanzkrise ein Wetterleuchten für die westliche Zivilisation. Anstatt im globalen Wettbewerb sinnvolle hochwertige Produkte oder Dienstleistungen zu generieren hat im Westen eine unsinnige Provisions- und Bonifikationsmentalität unsinnige Finanz"investitionen" produziert. Die Abwicklung dieser ist ein Geschäft für die nächsten Jahre. Ganz normale Finanzierungen für die steigenden Infrastrukturbedürfnisse der Emerging Markets ist das andere Geschäft. Die Ernährung und Energieversorgung der (restlichen) Welt sind die großen Herausforderungen. Dort wird das große Geld verdient und dort investieren wir massiv.

Hinsichtlich der Anlageinstrumente gehen wir von Aktie verstärkt hin zu Mezzanine, PIPE, Unternehmensanleihen etc. d.h. hin zu Fremdkapital auch eigenkapitalersetzendem. Wir beschäftigen uns damit selber Zugriff auf gedeckte Kredite zu bekommen bzw. uns an Gesellschaften zu beteiligen, diese nicht vermitteln, sondern selber intelligent vergeben, als Investoren, direkte Kredit-Beziehungen mit den investierenden Unternehmen haben. Hinsichtlich der Unternehmen gehen wir auf Old-Economy, klassische berechenbare Unternehmen mit soliden Bilanzen, sowie etablierte High Tech-Unternehmen mit stabilen Cash Flows. Daraus erwarten wir stabile zweistellige Renditen.

Allokation Vola+Value

Im März ist einiges schief gelaufen. Mit 4% Monatsverlust lagen wir zwar besser, als viele Aktienindizes. Geld wurde jedoch keins verdient. Dafür gab es drei Gründe:

1) Das Ausmaß der Kreditkrise wurde von uns unterschätzt, beziehungsweise die Intelligenz der handelnden Akteure massiv überschätzt. Wir waren davon ausgegangen, dass die westlichen Zentralbanken nach dem massiven Ausverkauf gegen Jahresanfang und der Erholung durch die FED-Zinssenkungen den Markt weiter beruhigen würden. Wie oben dargestellt war dies nicht der Fall. Die massiven Verluste bei einigen Finanztiteln konnten selbst durch die extremen Optionsprämien nicht ausgeglichen werden.

2) Unser Portfolio ist ein Value Portfolio. Der Grund-Denkansatz ist, dass es risikoloser ist auf Aktien, die massiv unterbewertet sind Put-Optionen zu verkaufen, als beispielsweise auf Wachstumstitel, da erstere ja einen Bewertungspuffer aufweisen. Dies ist langfristig richtig und empirisch belegbar. Während jedoch Value-Investments langfristig und speziell 2000-2002 gute Gewinne brachten, funktioniert Value seit 2006 nicht mehr. Anders ausgedrückt. Massiv unterbewertete Aktien werden noch unterbewerteter, wofür es zwei Gründe gibt:

a. Da klassische Aktien-long-Value-Fonds in den letzten Jahren schlechte Gewinne hatten, werden diese zurückgegeben. Folge: Es ist nicht nur kein neues Kapital da, sondern es werden sogar völlig unterbewertete Value-Aktien verkauft.

b. Auch quantitative Ansätze, die auf Bewertungsunterschiede zwischen Aktien bzw. deren Normalisierung setzten, haben starke Verluste in 2007 eingefahren. Auch hier wieder: Verluste führen zu Abzug von Anlegerkapital und produzieren damit neue Verluste.

Letztlich sehen wir aktuell wieder den üblichen Anleger-Schweinezyklus: Von 1992 bis 2006 hat etwa Bill Miller mit seinem Legg Mason Value Trust 15 Jahre in Folge! jedes Jahr besser als der S&P 500 abgeschnitten. Von 2004 bis 2006 wurde allein eine Outperformance von 20% erreicht. In 2006 nivellierte sich diese. In 2007 gab es Underperformance und im ersten Quartal 2008 rund 20% minus, während sich der S&P schon wieder gegen die Nulllinie bewegt. Und natürlich geben jetzt Anleger ihre Fondsanteile zurück, gerade jetzt, wo man als intelligenter Anleger, jedenfalls falls man der Meinung ist, dass es sich bei Value um eine intelligente Strategie handelt und bei Miller um einen da langfristig erfolgreichen auch zukünftig erfolgreichen Manager, zwingend investieren müsste. Dies ist ein dummes Vorgehen. Wir werden hier selbstverständlich nicht mit in der Herde in die falsche Richtung rennen. Wir können natürlich nicht gegen 6,5 Mrd, die der LMVTX hat oder die anderen Value-Fonds vom Kapital her gegenhalten beziehungsweise deren Kapitalabzüge ausgleichen.

Unsere einzige Möglichkeit damit umzugehen besteht darin dies auszusitzen, Positionen zu reduzieren und über unsere Optionsschreibestrategien laufende Einnahmen zu realisieren. Dies gelingt uns angesichts der Verluste, die Value als Strategie aktuell hat, recht gut, auch wenn es natürlich nicht befriedigend ist, was wir aktuell verdienen. Letztlich ist aber das 4%-Monats-Minus nicht katastrophal. Mit den aktuellen Gewinnen, die jetzt gegen Ende April schon wieder bei 1,5% liegen, werden wir dies kurzfristig aufholen. Value ist halt eine böartige Strategie. Man muss in der Lage sein - hauptsächlich mental - die Aktien durchzuhalten. Irgend wann kommt es zur Aufhebung der Fehlbewertung und dann werden schlagartig ohne dass man typisch erklären kann warum und warum jetzt diese Bewertungsabschläge aufgeholt. Entweder man ist dann im Markt investiert, oder nicht. Wir sehen nach zwei schlechten Jahren im jetzt dritten schlechten Value-Jahr den Boden nah. Sollen die anderen verkaufen. Wir warten die nächsten 100% Gewinn ab und verkaufen dann.

27.4.2008 Straush