

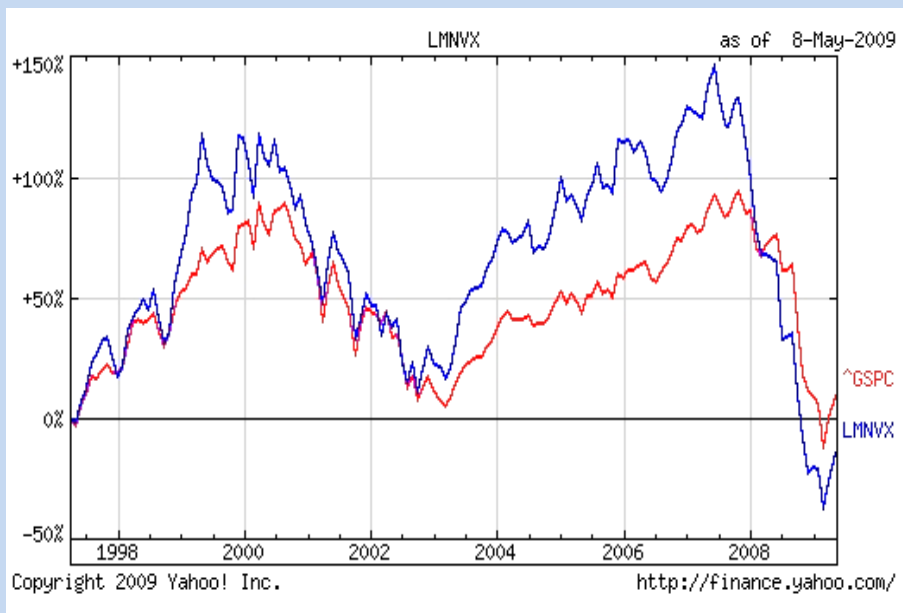
## Manager-Report März 2009 und Ausblick April: Korrektur genutzt; Absicherung nötig und voll umgesetzt; Trotzdem hohe Gewinne gerade auch verstärkt im April

Dieser Bericht könnte eigentlich recht kurz werden. Es läuft alles wie erwartet und in den letzten Reports beschrieben. Beide Programme haben im März positiv abgeschnitten. Vola und Value war mit +2,18% Monatsrendite schon deutlich positiv. Aber auch Black+White konnte mit 0,14% wiederum positiv abschneiden. Im April setzte sich diese Tendenz massiv fort. Vola+Value gewann (indikativ) 3,92%. Black+White (indikativ) 3,45%.

Hinsichtlich der Qualität unserer Strategien erübrigen sich lange komplizierte Ausführungen. In dem Zeitraum, wo die Aktienbörsen mehr als 20% verloren haben, haben wir das Vermögen gesichert und erhalten. Als dann die Börsen wieder stiegen, haben wir gut gewonnen. Die 4-5% Gesamtgewinn, die wir seit Jahresanfang damit erzielt haben, sind mehr als das Doppelte von dem, was man - auf ein Jahr! - an Festgeldzinsen erzielen kann (und dies auch nur noch bei minderwertigen Banken).

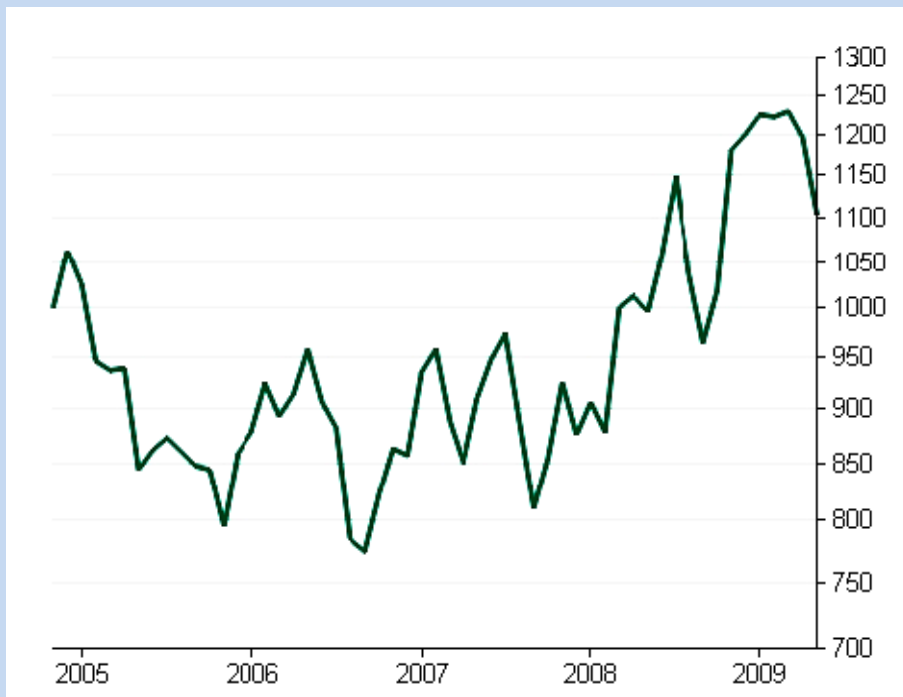
Index	31.12.08	28.2.09	31.03.09	30.4.09	% Gewinn/Verlust per 28.2.09 gg. 1.1.09	% Gewinn/Verlust per 31.3.09 gg. 1.1.09	% Gewinn/Verlust per 30.4.09 gg. 1.1.09
DAX	4810,20	3843,74	4084,76	4769,45	- 20,09 %	- 15,09 %	- 0,85 %
DOW	8776,39	7062,93	7608,92	8168,12	- 19,52 %	- 13,30 %	- 6,93 %
SMI	5534,53	4690,70	4927,40	5225,90	- 15,25 %	- 10,97 %	- 5,58 %
ATX	1750,83	1481,67	1696,62	1863,01	- 15,37 %	- 13,10 %	+6,40 %
Black+White	14368,24	14382,21	14403,49	14900 (ind)	+ 0,1 %	+ 0,24 %	+ 3,70 %
Vola+Value	11225,43	11159,07	11403,86	11850 (ind)	- 0,6 %	+ 1,59 %	+ 5,57 %

In einer Betrachtung, die sowohl Risiko als auch Rendite einbezieht, haben wir damit alle realistischen Alternativen geschlagen. Momentan lassen sich einige Anleger wieder von den 30% Gewinn seit den Tiefständen der Aktienbörsen Mitte März blenden. Dabei wird natürlich "vergessen", dass diese "Gewinne" nur die Antwort auf die davor erfolgten massiven Verluste waren. Im Vergleich mit dem Jahresschluß 2008 haben die Aktienmärkte bisher denn auch nichts gewonnen (selbst die noch weiter positive Entwicklung im Mai eingerechnet), sondern nur Verluste aufgeholt, eine Übertreibung nach unten korrigiert!



Unter strategischen Gesichtspunkten gibt es übrigens auch keinen Handelsansatz (Hellseherei vorbehalten), der diese 30% als Endergebnis geliefert hat. Mitte März waren die Kurse massiv unterbewertet. Das waren sie nur davor und auch im November 2008 und im Februar 2009 auch schon. Wer also als klassischer Value Investor sich an Unterbewertungen orientiert, der war schon viel zu früh investiert, wie etwa sich aus Warren Buffetts Aufruf im November 2008 in US-Aktien zu investieren, belegen lässt. Oder als Extrembeispiel Bill Millers Value Trust (LMNVX), ein Aktien-Fonds, der von 1991 bis 2007 jedes Jahr den SP 500 geschlagen hatte, was Bill Miller eine getreue Gefolgschaft und 15 Mrd. unter Management einbrachte, nur um dann durch zu frühe Investments in Banken im letzten Jahr diese Outperformance der letzten Jahrzehnte nicht nur abzugeben, sondern auch noch 20% Unterrendite zu erzielen.

Zugegebenermaßen können sind Investoren in diesem Fonds jetzt über sogar 60% 2-Monatsrendite freuen (das Jahrestief des Fonds war 21,39 am 9. März 2009; 8. Mai 2009 34,20), was allerdings nur ein bisschen Balsam nach 70% Vorjahres-Verlust ist. 60% Gewinn sind bekanntlich keine Kompensation für 70% Verlust. Bill Miller braucht dazu noch weitere mehr als 100%, denn um einen Verlust von 70% zu kompensieren, helfen keine 60%. Der Jahresschlusskurs 2007 für den LMNVX lag bei 70,36!



Auch Trendfolge, wie sie etwa von Futures Funds praktiziert wird, hat dies nicht geleistet. Die Monats-Ergebnisse für die Managed Futures Funds gemäß CSFB Tremont Index liegen bei -0,56% (Januar 2009), -0,16% (Februar 2009), -2,18% (März 2009) und werden gerade für April massiv negativ sein. Betrachtet man mit der Superfund A-SICAV einen der im deutschsprachigen Raum bekannteren Managed Futures-Anbieter, dann weist deren Performance nach durchaus ansprechenden +35,4 % Gewinn für 2008 (der Anfang des Crash wurde mit +17,8% für Oktober 2008 gut mitgenommen und dieses Ein-Monats-Ergebnis ist maßgeblich verantwortlich für die 2008er-Performance) seit Jahresanfang 2009 bis Anfang Mai aufgelaufene jetzt -12 % aus. Weder konnte also von dem weiteren Rückgang Anfang 2009 profitiert werden, noch von der Erholung. Schlimmer noch: Es wurden sogar 12% Verlust erzielt. Nachdem Managed Futures eigentlich die einzige Gewinn-Strategie in 2008 war, scheint sie sich für 2009 zur einzigen großen Verlierer-Strategie zu entwickeln. Und etwa diese 30% sicher mitzunehmen hat dieser Ansatz schon gar nicht geleistet.

Interessantes Ergebnis einer Zeit mit massiven Trends! Aber auch bezeichnend für die (Investment-) Welt, in der wir aktuell leben. Vieles, was früher funktionierte, funktioniert nicht mehr und aktive Handelsstrategien funktionieren nicht so, wie erwartet. Der Hauptgrund dafür ist, dass in den letzten Monaten nicht irgend welche im Kern wirtschaftliche Überlegungen das Börsengeschehen dominant beeinflussten, sondern politische und liquiditätsmäßige.

Spätestens seit Mitte 2008 befanden wir uns bekanntlich in der zweitschlimmsten aller Welten.

Es wurde allgemein immer breiter bekannt, dass gewisse Großbanken (speziell die amerikanischen Investmentbanken aber auch einige europäische Institute) hohe riskante Kredit- und Kreditderivatepositionen im Interbankenmarkt im bis zu 35-fachen ihres Eigenkapitals eingegangen waren, wobei etwa im Falle Merrill Lynch das Volumen an Schlecht-Schuldner-Krediten, speziell an US-Hauskäufer minderer Bonität, das Eigenkapital bereits überstieg.

Dies führte zu Zweifeln an der Bonität quasi aller Banken, was den Interbankenmarkt wenn vielleicht auch nicht völlig zum Erliegen so doch massiv einschränkte. Banken liehen sich weniger aktiv - wenn überhaupt noch - Geld gegenseitig aus.

Gleichzeitig setzte eine verstärkte Absicherungswelle ein, bei der die Prämien für Optionen, die bei Ausfall eines Kreditnehmers dem Käufer den Wert seines an diesen vergebenen Kredits ersetzen, ungeahnte Höhen erreichten.

Der größte Verkäufer solcher Kreditabsicherungen, die amerikanische AIG Versicherung, wurde zu einem Insolvenzfall.

Der Mangel an neuen Kreditausfallversicherungsverkäufern führte dazu, dass Banken eingehende Gelder/Liquiditätsüberschüsse nur noch in Staatsanleihen anlegten und risikobehaftete Kredite verweigerten.

Der Lehman-Konkurs war dabei bekanntermassen der Auslöser, der das Faß zum Überlaufen brachte und alle Entwicklungen beschleunigte und die normalen Marktanpassungsbewegungen, die schon seit 2007 in kleinen Schritten erfolgt waren, durch dilettantische staatliche Eingriffe zu einer Lawine werden ließ.



Die Konsequenz war die bisher größte Spread-Ausweitung der Weltgeschichte. Während Staatsanleihen mit immer niedrigeren Zinsen gekauft wurden, wurde alles verkauft, was sich irgendwie noch zu Geld machen ließ und irgend etwas auch nur im Entferntesten mit Risiko zu tun haben könnte. Die Zinsdifferenz zwischen "sicheren" Staatsanleihen und "unsicheren" Unternehmensanleihen explodierte auf mehr als 23% Jahreszinsaufschlag!

Das institutionelle Idiotentum tat dabei wieder sein übriges. Banken müssen monatlich und dann noch einmal umfassender quartalsmäßig eine ausreichende Eigenkapitalausstattung im Vergleich mit ausgelegten Krediten nachweisen. Dabei müssen für Kredite, die man an den Staat vergeben hat, keine Eigenmittel nachgewiesen werden. Für Kredite an

Private Eigenmittel mit dem unterstellten Risiko steigenden unterschiedlichen Prozentsätzen.

Aufgrund dessen schichteten Banken gegen Jahresende massiv in unterlegungsfreie Staatsanleihen um. Die Gegenbewegung Anfang des Jahres ließ dann die 20% Kursgewinn, die die 30-jährige amerikanische Staatsanleihe von November bis Dezember 2008 machte, von Jahresanfang 2009 bis Februar 2009 ebenso schnell wieder verschwinden.

Hatten einige Banken durch die Umschichtungen in Staatsanleihen sowohl kraft niedrigerer Eigenmittelanforderungen als auch durch die Kursgewinne sich Luft zum Jahresende verschafft, wurde es Anfang 2009 durch die Gegenbewegung sofort wieder eng, was zu erneuten massiven Verkäufen auf breiter Front auch bei den Aktien führte.

Diese Zusammenhänge, die gar nichts mit realwirtschaftlichen Überlegungen zu tun haben, waren und sind die marktbelegenden Faktoren.

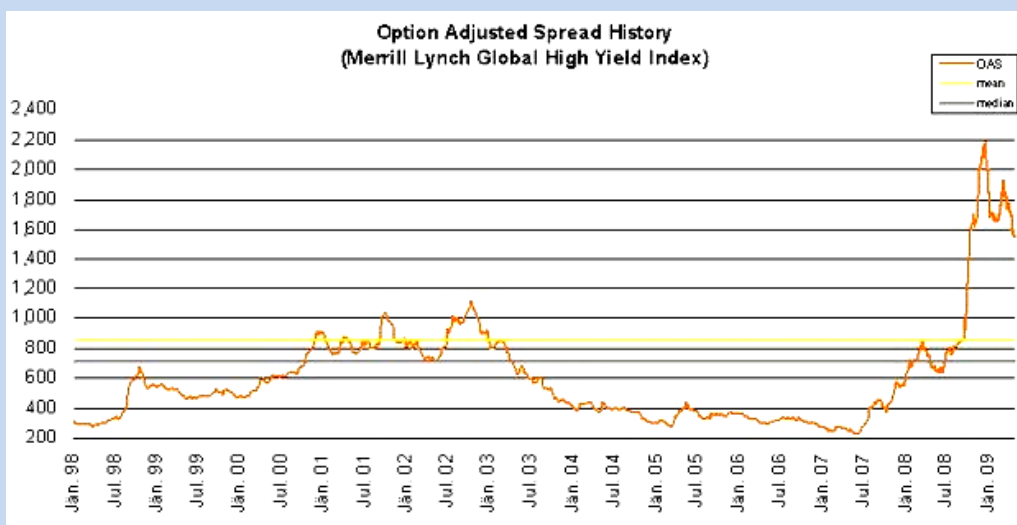
Markttechnisch ist etwa der Rückgang des SP 500 wie nebenstehend von Februar bis März 2009 nicht etwa Ergebnis einer plötzlichen Wirtschaftsverschlechterung in diesem Zeitraum oder einer massiven Änderung der Erwartung hinsichtlich



der zukünftigen, sondern war gerade auch in seiner Brutalität Auswirkung der gerade geschilderten Kreditzwänge und Kapitalbeschaffungszwänge.

Entsprechend erreichte der High-Yield-Markt in diesem Zeitraum noch einmal eine Zins-Spitze. Diese lag jedoch deutlich niedriger als das November-Hoch, womit eine Divergenz zum neuen Aktienmarkt-Tief vorlag, eine Gegenbewegung (Aktien-Hausse) zwingend wurde, die, wie von uns erwartet, nun auch erfolgt ist.

Wichtig dabei: Die Jahresanfangs-Aktienbaisse war hauptsächlich durch massive Zusammenbrüche bei Finanzaktien verursacht und auch die jetzige Erholung ist Ergebnis einer Erholung schwerpunktmäßig der Finanzwerte, jenes Sektors, der die Kreditklemme widerspiegelt und aller Titel mit massiven Krediten und damit (vermuteten) Anspannungen.



In meinen Lehrjahren an der Börse, Ende der 70er, Anfang der 80er Jahre des letzten Jahrhunderts gab es auch den üblichen Schweinezyklus von Über- und Unterbewertung. Aber es gab hauptsächlich Marktteilnehmer, die noch wußten, was sie taten, und für das, was sie taten, sofort zur Rechenschaft gezogen wurden, weil sie entweder als Privatinvestor mit eigenem Geld handelten, oder als Vermögensverwalter dem Kunden Rechenschaft ablegen mußten. Aktien und Anleihen befanden sich dadurch im Großen und Ganzen in einem Gleichgewicht. Als etwa im Crash 1987 die Aktien fielen, verkauften viele die Staatsanleihen und kauften die Aktien, weil es unter langfristigen Anlagegesichtspunkten intelligent war, man eine Mehrrendite erwartete. Es gab also Über- und Unterbewertungen. Aber, wenn diese abgebaut waren, kam es zu einer Stabilisierung. Letztlich verloren in diesen Märkten Investoren, die fragwürdige Ideen vertreten hatten, die etwa im Jahr 2000 mit absurden Bewertungen Aktien aus dem Technologie-Bereich überbezahlt hatten. Das ist Marktwirtschaft. So funktioniert es.

Wie muß man nun das bewerten, was ich gerade geschildert habe (extrem überteuerte Staatsanleihen



kaufen und extrem unterbewertete andere Vermögenswerte verkaufen)? Nun das ist das institutionelle Idiotentum, das ich schon mehrfach massiv kritisiert habe. Während man sich noch in den 80er-Jahren darauf verlassen konnte, dass bei 5-6%-Mehrrendite-Erwartung spätestens sich der Markt ausglich und stabilisierte, kam es jetzt erst bei über 20% zur Stabilisierung. Statt das das zu teure verkauft und das zu billige gekauft wurde, passierte (zunächst) aufgrund regulatorischer Zwänge noch einmal das genaue Gegenteil. Damit können in der aktuellen Finanzwelt auch intelligente Investoren nicht mehr damit rechnen, dass sie selbst bei Käufen tief unter Wert wenigstens das Vermögen erhalten können, eine neue Dimension des Risikos, das wir früher nicht hatten.

Sowohl die Formalisten/Juristen, die neben den Politikern für die immer mehr um sich greifende Regulierungswut verantwortlich sind, als auch die politische Linke (jene Leute, die nicht begriffen haben, dass Geld ein Bezugsschein auf Leistungen anderen Menschen ist, den man bekommt, wenn man diesen eine Leistung erbringt, und das sie deshalb nicht haben, weil sie sich den ganzen Tag nur damit beschäftigen, wen sie denn als nächstes bestehlen können, Diebstahl aber wohl keine Leistung sondern eine Straftat ist), meinen daraus nun ein Versagen der Marktwirtschaft ablesen zu können.

**Nun, damit eine Marktwirtschaft versagen könnte, müßte es sie ja wohl zuerst einmal geben!**

Betrachtet man die Ereignisse etwa um den Kauf von Merrill Lynch durch Banc of America, wo der amerikanische Finanzminister Paulson dem Chef von BoA damit gedroht hat ihn abzusetzen, weil dieser, nachdem ihm klargeworden war, dass er mit Merrill dabei war ein schwarzes Loch zu kaufen, vom Kauf zurücktreten wollte, dann ist wohl langsam auch dem letzten klar, dass es selbst in Amerika keine Marktwirtschaft mehr gibt, jedenfalls nicht im Finanzbereich.

Was wir aber haben ist eine immer stärker um sich greifende Filzokratie aus Politmanagern und ebenfalls nicht an den Organismen, die sie steuern, mit eigenem Geld beteiligten Bankmanagern, die in Hinterzimmern bestimmen, dass der eine Manager eben jetzt das andere Unternehmen zu kaufen hat und dass als Nebenfolge davon die Aktionäre des übernommenen Unternehmens, die eigentlich einen Totalverlust hätten realisieren müssen, da ihr inkompetentes Management das Unternehmen bis zur Konkursreife an die Wand gefahren hatte, plötzlich Aktionäre des übernommenen Unternehmens werden (und auch noch zu eine Traumpreis!). Und wer zahlt die Zeche? Nun da hätten wir die Aktionäre des Übernehmers, die mal eben einige zig Milliarden an Wertverlusten aufgebremmt bekommen als Ergebnis solcher Polit-Schacherei.

Letztlich bestimmt damit bei einer Großbank nicht die Geschäftsstrategie und Zukunftsperspektive oder gar die Profitabilität des Unternehmens den Wert der Aktie, sondern die Frage wie nach irgend welchen kommunistischen Umverteilungsspielchen als Ergebnis irgend eines politischen Gemauschels wer was behalten darf oder einzahlen muß. Sollte ein Vorstand tatsächlich die Frechheit gehabt haben, sein Unternehmen, seine Bank, nicht durch idiotische Kreditvergaben an Asoziale an die Wand gefahren zu haben, oder noch dreister sogar noch einen (größeren) Gewinn gemacht haben, dann wird dieser wieder abkassiert, um die Versagerunternehmen am Leben zu halten. Schöne neue Welt!

Die Konsequenz: Völlige Bastardisierung des Wirtschafts- und Finanzsystems. Konkurse haben Lehr- und Disziplinierungseffekte. Wenn die anderen Zebras sehen, dass das eine Zebra, dass nicht schlaue genug war, sich weit genug von den Löwen entfernt zu halten und gefressen wird, dann werden sie eine im Zweifel eher etwas größere Distanz selber halten um beim nächsten Mal nicht auch gefressen zu werden. Und sie werden sich durch Lauftraining fit halten, um den Spurt mit dem Löwen gewinnen zu können. Nach diesen Gesetzen funktioniert die Natur und hat eine erstaunliche Anzahl von wunderbaren Lebensformen auf diesem Planeten hervorgebracht. Und, was das Allerwichtigste ist, die Natur funktioniert. Seit Milliarden von Jahren.

Nach diesen Gesetzen funktionierte und funktioniert auch heute noch die Technologie-Revolution. Die Geschichte der 80er Jahre bis heute ist voll von Opfern. KAYPRO (erster tragbarer Computer), Commodore (Homecomputer), Schneider PC (Homecomputer), Sinclair (Mini-Homecomputer), alles letztlich Unternehmen, die sich nicht behaupten konnten. Yahoo war die führende Suchmaschinen des Jahres 2000. Heute googlen wir alle. Und morgen?

Welche Technologie, welche unternehmerische Organisationsform sich durchsetzt, muß und kann nur im Wettbewerb ermittelt werden. Nur so funktioniert es. Nur dadurch, dass die Unfähigen eliminiert werden, kann die Gesellschaft sich fortentwickeln. Die Alternative ist gesellschaftlicher Niedergang. Alle Experimente, die etwas anderes versucht haben, seien es die sozialistisch/kommunistischen Staatsmodelle etwa in Rußland, den Ostblock-Staaten und China haben dies bewiesen und massive Vermögensverluste für die entsprechenden Gesellschaften geschaffen.

Die aktuelle "Finanz"krise belegt nicht dass die Marktwirtschaft nicht funktioniert, sondern die permanenten, dummen Eingriffe in diese, das Regulierungssystem, die Regulierer, die Politik sind der Grund der Krise! Gäbe es keine Regulierung, gäbe es keine (indirekten) Bestandsgarantien hinsichtlich Banken, dann hätten Anleger diesen niemals soviel Geld anvertraut. Dann hätten sich die heutigen verworrenen Großbanken, bei denen niemand weiß, ob diese eigentlich Pleite sind oder zahlen können nie entwickeln können. Es gäbe nur kleinere oder zumindest besser durchstrukturierte Institute, es gäbe nicht soviel Kredit in der Wirtschaft und es wären mehr solidere, klarere Geschäfte gemacht worden und im Endeffekt hätte nie je eine "Finanz"krise dieses Ausmaßes geben können!

Und im übrigen gibt es keine "Finanz"krise. Wir sind ja wohl offensichtlich Teil des Finanzsystems und genauso wie hunderte kleinerer Banken und Vermögensverwalter in den USA muß ich feststellen, dass unsere Geschäftsmöglichkeiten sich verbessert haben und wir gar keine Probleme damit haben das zu tun, was wir immer getan haben nämlich intelligent und wertorientiert zu investieren. Es ist wie unsere Ergebnisse zeigen offensichtlich möglich (kontinuierlich) Gewinn zu machen.

Wir haben keine "Finanz"krise, sondern eine Bonitätskrise und eine Konzeptionslosigkeit"krise". Wer irgend welche undurchdachten Geschäfte gemacht hat, sinnlosen Geschäftsmodellen folgte, wer über seinen Verhältnissen gelebt und geschäftlich agiert hat, der hat jetzt offensichtlich eine "Krise". Wer erwartet hat, dass er immer wieder Geld nachgeworfen bekommt, obwohl dies in einer serösen Wirtschaft unvernünftig war und sein Geschäftsmodell müllig, der hat jetzt "Krise". Nach einer längeren Schönwetterphase kommt dies vielleicht unerwartet, aber das hat nichts mit nicht funktionierender Marktwirtschaft zu tun, sondern so funktioniert sie. Undurchdachte "sonnige" Geschäftsmodelle überleben ggf. keinen Winter und die Unternehmen gehen in Konkurs. Hoffentlich überleben es die Beteiligten persönlich wirtschaftlich und haben für das nächste Unternehmen daraus gelernt.

Was nur eine wirkliche Krise produziert, ist dass diese normalen Folgen aus politischen Gründen nicht mehr zugelassen werden.

Anstatt das die Konkursfähigkeit von Banken wieder hergestellt wird, sofern man denkt, die eine oder andere Bank sei zu groß, als dass man einen Konkurs gesellschaftlich akzeptieren könnte, häufen sich dumme und undurchdachte Regulierungsversuche. Ein Regulierungsgesetz jagt das nächste. Per ad hoc-Gesetz wird die Enteignung der Hypo Real Estate Aktionäre beschlossen.

Analoge Vorgänge findet man aktuell in den USA in der Diskussion um Chrysler. Dort hatten eine Gruppe von Anleihenbesitzern darauf hingewiesen, dass es eigentlich nicht sein kann, dass sie nur 30% des Nennwertes ihrer Anleihen bekommen, die Chrysler-Angestellten aber neben laufender Weiterbezahlung ihrer Gehälter Mehrheitseigentümer an einer auf Staatskosten sanierten Chrysler werden sollen. Unter anderem hatte ein Anleihebesitzer, der diese als Rücklage zur Studienfinanzierung seines Sohnes erworben hatte, eine Sicherstellung der Rückzahlung durch den Staat oder zumindest auch einen Besserungsschein für die Zukunft gefordert. Unter massivem politischen Druck hat die Gruppe von Anleihebesitzern, die zunächst gerichtlich gegen den Plan vorgegangen war, Ende der Woche nachgegeben. Ergebnis dieses politisch massiv beeinflussten Prozesses: Unfähige seit Jahren überbezahlte Chrysler-Mitarbeiter erhalten ihr Gehalt weiter und über den Besserungsschein Aktienbeteiligung eine Altersabsicherung. Dies obwohl ihre Pensionsforderungen nachrangig waren zu den Forderungen der Kreditgeber, denen das ganze Unternehmen gehörte, und die deshalb diese Aktien hätten bekommen müssen. Endergebnis: Überbezahlte Arbeiter erhalten ihren 30% über etwa dem Niveau der Toyota-Arbeiter liegenden Lohn weiter und weitere Benefits. Die Kreditgeber, die deren Übergehalt über Jahre mitfinanziert haben, verlieren 70% ihres Kapitals.



Die Proleten der Straße haben gewonnen und die wirtschaftliche Disziplin verloren. Negative Auswirkungen auf die Finanzierung aller Unternehmen, bei denen auch staatliche Übergriffe zu befürchten sind, sind absehbar.

Die SPD meint:



**Proleten der Straße wählen dann wohl eher SPD?**

Die Subventionierung der Autoabwrackung geht in dieselbe Richtung. Warum soll ich mit meinen Steuern ihren Autokonsum bezahlen? Warum soll ich auch noch für die dafür jetzt aufgenommenen Kredite des Bundes bezahlen? Vor allem: Wenn es zu hohe Kapazitäten in der Autoindustrie gibt und die Produktion so unflexibel ist, dass sie nicht runtergefahren werden kann: Wo kommen die zukünftigen Käufe her, wenn jetzt schon über Vorzieheffekte alle neue Autos kaufen? Warum ist dies langfristig intelligent? Das der komplette Gebrauchtwagenmarkt durch die Abwrackprämie durcheinandergeraten ist, war auch schon Thema in den Medien. Die Gebrauchtwagenhändler machen jetzt Verluste, weil es ja die Neuen viel billiger gibt. Endergebnis: Marktverwerfungen.

Gebrauchtwagenhändler werden zukünftig weniger für die Alten bieten, weil sie ja auf dem Bestand schon Verluste haben und zukünftig derartige politische Manöver auch als zusätzliches Risiko in ihre Ankäufe einpreisen werden. Endergebnis: Preisverzerrungen. Verluste für alle die aktuell noch Autos besitzen. Umverteilung zugunsten derer, die sich jetzt ein Auto anschaffen.

Nur aus Gründen einer vollen Offenlegung: Kein Unternehmen der GAMAG-Gruppe hat irgend welche Aktien oder Anleihen von Chrysler, GM direkt oder indirekt im Portfolio. Und wir beschäftigen uns auch nicht gerade mit dem Verkauf von Firmenfahrzeugen.

Warum dann soviel Politik und warum dann überhaupt Chrysler und Autos etc.?

Weil es um eine zunehmende Bedrohung unser aller Vermögen geht dadurch, dass völlig klare vertragliche Konsequenzen im Nachhinein durch Eingriffe der Politik nicht mehr gelten, dass Preise massiv politisch beeinflusst werden, das Preisgefüge gestört wird und unser Vermögen dadurch beschädigt werden kann. Verträge werden nicht mehr respektiert. Die Grundpfeiler der Marktwirtschaft, wonach es Eigentum gibt, der, der Eigentum hat, bestimmt und die Konsequenzen positiv wie negativ zu tragen hat, dass Käufer und Verkäufer Preise bestimmen, all dies wird außer Kraft gesetzt. Und Eigentümer werden zur Zahlung von Konsequenzen aus dem Versagen anderer zur Rechenschaft gezogen, bekommen nicht mehr, was ihnen zusteht.

Und damit wären wir nun wieder mitten im Hauptthema unseres Reports: Wie geht es mit den Märkten weiter?

Früher hieß es: Politische Börsen haben kurze Beine. Den Effekt politischer Übergriffe konnte man vernachlässigen, sich an langfristig wirkenden wirtschaftlichen Faktoren orientieren. Die aktuellen Börsen sind politische Börsen und werden es bleiben.

Gerade gestern brachte das Wallstreet Journal einen Artikel, dass die amerikanischen Banken mit der sie testenden Finanzaufsicht die Eigenkapitalanforderungen nachverhandelt haben und so etwa Banc of America nun einen Ausweis von 34 Milliarden neu notwendigem Kapital statt eigentlich errechnet 50 Milliarden ausgewiesen bekam. Solange derartige Eingriffe weitergehen und viele "Informationen" Polit-Marketing sind, werden die Börsen politisch bleiben.

Was wir aktuell an den Märkten sehen, sind rein spekulative Bewegungen ohne irgend eine wirtschaftliche Substanz. Keines der langfristigen Probleme ist gelöst, geschweige denn ist auch nur eine Lösungsbereitschaft erkennbar und sind Lösungen angedacht.

Insofern bleiben wir bei unserem Handelsansatz: Maximale Absicherung, schnelle Transaktionen, Konzentration auf Sektoren, die mit geringer Wahrscheinlichkeit von politischen Übergriffen gekennzeichnet sind. Nutzung kalkulierbarer Ineffizienzen. Durch die massive Marktrallye sind Optionen im Vergleich zum Risiko, das nicht geringer geworden ist, wieder billig geworden. Damit kann man sich jetzt wieder profitabel absichern. Insofern sehen wir für unsere Strategien, wo wir weitgehend von den Marktbewegungen unabhängig sind, weiter ausgezeichnete Chancen. Aber es bleibt ein rein professioneller Markt. Genauso schnell, wie die Gewinne entstanden sind, kann auch wieder eine neue Abwärtsbewegung auftreten. Wir können diese alledings über Optionen heute schon profitabel festschreiben.

1

## Black+White

April war der Dreh im Distressed-Sektor. Dieses Marktsegment, dass sich mit problembehafteten Krediten beschäftigt, war während der gesamten letzten Monate von massiven Kapitalabzügen und damit natürlich Druck auf die Märkte gekennzeichnet. Im April konnten wir hier mit unseren Strategien erstmals wirklich große Gewinne realisieren. Dies könnte der Auftakt zu einer Umbewertung sein, wo Staatsanleihen verkauft und die "riskanteren" Unternehmensanleihen gekauft werden. Sollte diese Bewegung jetzt beginnen, dann wird dies nicht nur zu sehr hohen Gewinnen führen, sondern dies auch über einen längeren Zeitraum. Der oben dargestellt High Yield-Chart wies vor den Vorgängen des letzten Jahres bekanntlich aus dem 2002er Hoch einen Extremwert von 12% Zinsaufschlag pro Jahr auf. Allein ein Rückgang auf dieses bisherige Allzeit-Hoch bietet bereits massives Gewinnpotential.

Unsere Substanz-/Inflationstrades auf Öl erzielen auch laufende gute Erträge. Unsere Pipelines bieten gute und steigende Erträge

Der gesamte PIPE-Sektor ist weiterhin eingefroren. Die dort finanzierten kleineren Unternehmen suchen weiterhin händeringend nach Geld. Während der High Yield Zinsgraph typisch Milliarden-schwere Unternehmen mit Problemen widerspiegelt und sich dort jetzt die erste Entspannung abzeichnet, ist bei den MicroCap-Unternehmen weiter Eiszeit. Damit haben wir noch sehr viele Möglichkeiten für die Zukunft. Aktuell heisst dies, dass wir noch zu absoluten Spitzenkonditionen bei wirklich innovativen Unternehmen investieren können und dort häufig der einzige sind, der sich überhaupt noch interessiert.

Commercial Real Estate, also Geschäftsgebäude sind eine weitere Zukunftsidee. Hier hatten wir im April das erste erfreuliche, beziehungsweise unerfreuliche Ereignis mit dem Konkurs von GGP. Mit 22 Mrd. Anlagevolumen ist General Growth Properties der größte REIT für Shopping Malls in den USA gewesen. Aufgrund mangelnder Zinsdeckung schickten die Kreditgeber das Unternehmen in die

Insolvenz. Dies dürfte der Anfang einer Serie von Aufräumarbeiten bei amerikanischen Geschäftsimmobilien sein, wie auch unsere Private Deal Flow Pipeline anzeigt. Quasi täglich werden wir mit Angeboten die Finanzierung dieses oder jenes Wolkenkratzers in New York, Jewelier-Marktes in New Jersey etc. bis hin zu ganzen Inselentwicklungsprojekten zugeworfen. Die IRRs werden dabei langsam wirklich interessant. Wir mögen es, wenn dieser interne Zinsfuß die 40%p.a.-Marke erreicht. Dann ist auch, wenn gegenüber Plan einiges schief läuft, noch genügend Rendite-Luft.

Im April haben wir ein wenig in Richtung Osteuropa im Distressed Bereich bei Geschäftsimmobilien investiert und dort die Tiefststände gut nutzen können. Alle diese Ideen benötigen 2-3 Jahre um zu voller Blüte zu gelangen. Aber wir haben die Zeit und im High Yield Segment ist auch bei den Nicht-Distressed-Situationen die Rendite immer noch bei 11% und mehr, so daß wir für das Abwarten fürstlich entlohnt werden.

Es bleibt also Einkaufszeit allerdings preisbewußt und in Sektoren ohne politischen Einfluß und durchaus mit der Einstellung auch mal Zwischengewinne mitzunehmen.

## Allokation Vola+Value



Vola+Value hat sich bisher im Jahresverlauf besser entwickelt als Black+White, was speziell dem Rückgang der Optionsprämien geschuldet war. Die Kurzfristige Volatilität ist jetzt sehr deutlich unter die langfristige gefallen und der Schnitt des 50-Tage-Durchschnitt (blaue Linie) unter den 200-Tage-Durchschnitt (rote Linie) zeigt diese Tendenz. Momentan und seit Anfang Mai stehen damit die Zeichen auf weitere Beruhigung. Nur ist die Situation wie der RSI zeigt schon wieder überverkauft. Der Rückgang der Schwankungserwartungen ist also genauso weit weg von Gut und Böse, wie die Kursrallye der letzten Tage überzogen ist. Alles deutet hier auf eine Wiedererholung der Volas hin, das heisst steigende Optionsprämien.

Von der bisherigen Abschwächung hat Vola+Value als Options-Contrarian-Programm gut profitieren können. In den letzten Tagen haben wir eine ganze Reihe von Optionen zu Restwerten zurückgekauft und warten nun auf die nächste große Bewegung.

Wir sind in Vola+Value inzwischen von der Options-Schreiber-Position in eine "finanzierte" Optionskäufer-Situation gewechselt. Dabei haben wir eine Reihe von Indexoptionen gekauft und zur Finanzierung Optionen auf eher defensive Einzelaktien verkauft, die weitgehend vom Index unabhängig sind, etwa aus dem Biotech-Bereich. Damit verlieren wir nichts, wenn die Indizes sich nicht wie erwartet

deutlich bewegen. Sollten die erwarteten Indexbewegungen aber erfolgen, werden wir schöne Gewinne zu verzeichnen haben.

Unser Fazit aus dem letzten Report war, dass wir eine Erholung beim SP 500 bis äußerst 950 erwarten. Diese Zielzone haben wir jetzt annähernd erreicht. Wir wollen hier weder long noch short sein, sondern lassen den Markt entscheiden. Wir sind ziemlich sicher, dass uns eine weitere große Bewegung bevorsteht. Wohin ist aber unklar und hier sind Optionen ein optimales Werkzeug um trotzdem zu profitieren.

9.5.2009 Straush