

Manager Report Oktober 2007: Das Ende der Korrektur der Korrektur

Oktober ist bekanntlich der Monat, wo die traditionelle Herbstrallye oder Jahresend-Rallye beginnt, jene Phase von eigentlich immer steigenden Monaten in denen noch bis Sylvester Geld auf der Long-Seite verdient werden kann. Jedenfalls steht es so im Traders Almanach, der Bibel der Kurzfrist-Tader. Und nachdem es im August doch so stark gefallen war, kam es zu einem Dreh der Stimmung auf Hoffnung und niemand wollte die Jahresendrallye verpassen. Die Gier siegte über die Angst. Und alle wollten wieder in den Markt. Die Kurse liefen genau bis zum letzten Top, wo dann plötzlich niemand mehr kaufen wollte. Im November genügten dann ein paar negative Nachrichten aus der Finanzbranche um das Kartenhaus der heilen Welt wieder zusammenbrechen zu lassen.

Dabei war insbesondere der Kursverlauf im Detail sehr bitter.



Betrachtet man den amerikanischen Nebenwerte-Index Russel 2000 - der S&P 500 weist aber das gleiche Bild auf - dann sieht man einen generellen Aufwärtstrend bis zum Top Mitte Oktober, dann eine Korrektur bis zum 21. Oktober, der dann eine Bodenbildungsphase folgt, eine Phase steigender Höchstkurse der Kursbewegung und gleichzeitig ebenfalls steigender Tiefstkurse, die ein Konsolidierungsdreieck bilden. Just zum Monatsende wurde mit Kursen um 830 ein erneutes Anlaufen auf die Höchststände vorbereitet, dem dann aber ein scharfer Abwärtstrend folgte. Bullenfälle heisst so etwas in der technischen Analyse, ein Setup, bei dem alles nach oben deutet und dann massiv nach unten zusammenbricht.

Auslöser der Abwärtsbewegung waren dabei die Finanzwerte. Massive Abschreibungen in Folge der von uns schon lange thematisierten Subprime-Krise führten zu massiven Abgaben. Prominentes Opfer: Citicorp. Zunächst - seit Anfang des Jahres - war die Krise von dieser Großbank eigentlich gut

weggesteckt worden. Der 50er-Kurs von Anfang 2007 war mit Kursen um 47/48 bis Mitte Oktober noch nicht wesentlich unterschritten.



Erst das "Gemetzel" danach bis auf unter USD 30 schuf einen 40% Verlust. Wohlgermerkt innerhalb vier Wochen!



Rund 120 Milliarden Marktkapitalisierung wurden so vernichtet, weil die Bank rund 7 Milliarden aufgrund von Subprime-Risiken abgeschrieben hatte. Selbst wenn man weitere 10 Milliarden als ebenfalls verbrannt und zukünftig auszubuchen unterstellt, lässt sich wohl eine kleine Diskrepanz nicht ganz verleugnen und könnte auch dem weniger beschlagenen Analysten Grund sein zu überprüfen, ob wirklich das Ende der Welt naht, oder warum das Unternehmen nun plötzlich mehr als hundert Milliarden weniger wert sein soll als zuvor. Warten wir doch einmal ab, wie die Welt ohne

amerikanische Großbanken aussieht?! Warren Buffett sagte einmal, auf den Grund seines Erfolges angesprochen: Wir sind gierig, wenn andere ängstlich sind, und umgekehrt.

Während in den Ausverkaufstagen des August einige Finanzwerte deutlichen Value aufwiesen, haben wir jetzt die Extreme Value-Zone erreicht. Eine ganze Reihe von kleineren Finanzwerten sind bei oder sogar deutlich unter dem Buchwert zu kaufen. Unternehmen wohlgernekt die aktuell noch Geld verdienen und nur sekundär von der Krise berührt sind. Ein Beispiel: Americredit, der größte bankenunabhängige Autoratenkreditgeber der USA. 2 Milliarden Eigenmittel und 16 Milliarden aufgenommene Fremdmittel finanzieren rund 1 Mio PKW. Die Zinsmarge ist dabei hoch. Der Kunde zahlt 10,5-11% über Zentralbankzins. Das Fremdkapital wird zum Zentralbankzins aufgenommen. Allgemeine Verwaltungskosten (2,6%) und auch Abwicklung von schief laufenden Kreditverträgen (Wiederinbesitznahme und Weiterverkauf der Autos über Auktion) mit rund 5,6% Verlust jeweils reduzieren die Zinsmarge, führen aber immer noch dazu, dass die Nettozinsmarge bei rund 2,8% liegt, ein sehr attraktiver Puffer selbst eine zukünftige Verschlechterung der Zahlungsfähigkeit der Kreditnehmer unterstellt. Haupteinflussfaktor für die Zahlungsfähigkeit der Americredit-Kunden ist die Arbeitslosenrate. Gemäß der aktuellen Unternehmenspräsentation wird der Break even erreicht, wenn diese auf 7% (aktuell 4,3%) ansteigt. In der Rezession 2002 lag diese bei 6%.



Betrachtet man nun die aktuelle finanzielle Situation, so gilt: Der Gewinn des letzten Quartals lag bei 0,48 Cent/Aktie, deutlich reduziert gegen Vorjahr aufgrund von höheren Rückstellungen für Kreditrisiken. Dieser Gewinn mal vier gibt rund USD 2 Jahresgewinn und damit beim aktuellen Kurs eine 20%ige laufende Rendite, die erst einmal - das Unternehmen zahlt keine Dividende - den Kurswert steigen lässt. Gerade dieser Kurswert schießt nun buchstäblich den Vogel ab. Statt der rund 2 Milliarden Eigenkapital wird das Unternehmen nur mit 1,3 Milliarden bewertet. Es wird also so bewertet, als würde es 30% seines Eigenkapitals verlieren, während die aktuell verminderten USD 2/Aktie meines Erachtens ein guter Anhaltspunkt für eine langfristige Rentabilität sind und das Eigenkapital somit eher 20% p.a. steigt!

Zusammengefasst kann man also - und dies soll hier nur ein Beispiel sein - Unternehmen der zweiten Reihe im Finanzbereich in den USA zum Extrem-Discount kaufen: Am Fall ACF: 17 Dollar tangible book value; 2 USD langfristiger Gewinn; 10 Dollar aktueller Kurs. Gravierende Management-Fehler vorbehalten sehen wir hier wenig Möglichkeiten, wie man hier auf 2-3 Jahre weniger als

100% verdienen kann. Im aktuellen Kurs ist jedenfalls nicht nur eine schwere Rezession, sondern bereits eine Depression eingepreist, das 1929-Szenario.

Allokation Black+White-Portfolio

O.k. Wir haben also die Extrem-Panik in den Finanzmärkten. Sicherheitsbetonte Anleger erkennen plötzlich, dass ihre Anlagen nicht ganz so sicher sind und eine Großbank morgen nur die Hälfte wert sein kann, von dem, was sie heute kostet. Wie reagiert man darauf, wenn man ein Hedge Fund-Portfolio strukturieren will? Ganz einfach: Wir versuchen einerseits uns möglichst weit vom Kern des Mißstandes entfernt zu halten. Dies machen wir bei Black+White. Wir schwimmen regelrecht in Cash und können jetzt bei den Managern alloziieren, die besonders gut von der Krise profitieren werden. Nachdem im Junk-Bond-Segment in der Euphorie des Jahres 2006 nur noch ein absurd niedriger Zinsaufschlag von 1% gegenüber guten Schuldnern verlangt wurde, sind jetzt wieder 5-7% zu erzielen. Damit sind mit geleveragten Bond-Portfolios an Schuldner gerade in den noch unterfinanzierten Emerging Markets wieder Renditen von 20-30% pa. möglich. Wir haben hier einen langfristig äußerst erfolgreichen Manager unter Vertrag und freuen uns bei einem anderen, der lange für neue Investments geschlossen war, wieder neu alloziieren zu können.

Unternehmensfinanzierungen (Mezzanine, Buy Out etc.) werden auch mangels Wettbewerbern plötzlich wieder interessant. Es freut uns, dass Banken hunderte von Milliarden verbrannt haben. Damit scheiden sie als Wettbewerber aus. Unsere PIPE-Fonds, Private Equity-nah, haben so bessere Chancen noch mehr Geld zu verdienen, als die schon attraktiven 15-20% p.a., die diese aktuell produzieren. Wohlgemerkt: In all unseren Investments lehnen wir jeden größeren Zinshebel ab und insbesondere investieren wir nicht in irgend welche Fonds, die an engen Zinsschwankungen oder -differenzen profitieren wollen. Wir verlangen eine vernünftige hohe Marge, die alle Risiken ausreichend abdeckt. Ansonsten investieren wir nicht. Sowohl im PIPE-Sektor, da Eigenkapital, ist Fremdkapital-Einsatz unüblich, als auch noch in einer Vielzahl von Emerging Markets nicht so verbreitet wie in der westlichen Kredit-Pyramiden-Welt. Während der amerikanischen Staat und Konsument überschuldet sind, ist dies für den Unternehmenssektor nicht gegeben. Nicht nur sind wir bei Unternehmen sondern dann auch noch teilweise in den Emerging Markets bei den guten Schuldnern aktiv.

Gänzlich unbeeinflusst von jeder Kreditdiskussion sind unsere Investments bei Wetter-Derivaten.

Im Oktober konnte Black+White ein neues Allzeit-Hoch erreichen und stieg weitere 2%. Wir sehen das Portfolio gut gerüstet für die Zukunft. Den Anteil aktienmarkt-lastiger Hedge Fonds haben wir auf rund 20% reduziert. Daneben setzten wir hier eine aktive Hedge-Strategie mittels Indexfutures und -optionen ein. Damit kann selbst eine extreme Fehleinschätzung der Markttrichtung durch unsere Manager, etwa long im Crash, uns nicht massiv Performance kosten. Unsere anderen Fonds verdienen konstant und weitgehend marktunabhängig Geld. Wir erwarten für Black+White weitere Wertzuwächse für die Zukunft.

Allokation Vola+Value-Portfolio

Ein bisschen zu viel Marktschwankung und ein bisschen zu viele Einzelaktientrends führten bei Vola+Value zu nur einem kleinen Gewinn im Oktober. Optionen verbilligten sich zwar. Aber der Gewinn aus Zeitwertverfall und Vola-Reduktion wurde durch extreme Einzelaktienbewegungen wieder zunichte gemacht. Letztlich ist dies aber ein Preis, den wir bereit sind zu zahlen um ganz unten investiert zu sein. Derartige Extremschwankungen, wie wir sie aktuell gerade im Finanzbereich sehen, sind kurzfristig schwierig zu managen und wir konzentrieren uns darauf kein Geld zu verlieren. Dazu setzen wir Strategien ein, die Aktien 20-30% unter Markt kaufen und dann bei einer konträr zur Erwartung laufenden Entwicklung - weitere Abwärtsbewegung - nachhedgen. Wir können

so auch massive Abwärtsbewegungen weitgehend ausgleichen, konkret machen nur kleine Verluste statt der massiven 30-40% Verluste, die aktuell neben den Finanzwerten auch einige Technologie- und SmallCap-Werte reihenweise sehen.

Warum bleiben wir eigentlich nicht draussen oder gehen short? Zum letzteren: Wir möchte nicht in einer Aktien wie ACF massiv unter Buchwert short sein, nur, weil die gerade doch stark fällt. Wenn morgen ein Aufkäufer kommt und der Kurs über Nacht 50-100% steigt, dann hatte man ein Portfolio. Zum ersteren: Wir wollen den Tiefpunkt des Marktes. Wir wollen zum tiefsten Kurs kaufen und dann weite Teile der Erholung abwarten und davon profitieren. Wir haben 2002/2003 Allianz und Münchner Rück für Vola+Value im Portfolio gehabt zu Einstiegskursen unter den Tiefstkursen, die je gehandelt wurden. Unsere Optionsstrategien machen dies möglich. Die Alternative wäre eine komplette Bodenbildung abzuwarten und dann auf einen Ausbruch, neuen Aufwärtstrend zu setzen. Gegenüber uns kauft ein solcher Momentum-Investor dann aber 30% höher und mehr ein. Bei Aktien, wo man aufgrund eines berechenbaren Geschäfts einen Tiefpunkt annähernd berechnen kann, ist dies unseres Erachtens keine sinnvolle Herangehensweise. Wir haben Positionen in den Finanzwerten massiv aufgebaut und wollen nun von den aktuell extrem hohen Optionsprämien profitieren. Ein Beispiel (wieder mal ACF): Mai 2008 10er Puts liegen per heute ungefähr bei USD 2,30. Mai 15er Calls bei USD 1,30. Wer also die Aktie kauft und beide Optionen verkauft (jeweils für 50% des ansonsten für ein Aktieninvestment vorgesehenen Betrages) wird im Mai eine von drei Umweltszenarien erleben:

a) ACF steht unter USD 10. Der Call verfällt wertlos. Der Call-Käufer wird von seinem Recht, die Aktie zu 15 kaufen zu dürfen keinen Gebrauch machen. Der Put Käufer wird uns Aktien anliefern, die wir zu 10 abnehmen müssen. Da wir aber USD 2,3 + USD 1,3 für die Optionen bekommen haben, ist unser Einstiegskurs für diese USD 10 - USD 3,6 = USD 6,40. Zusammen mit der anderen Hälfte Aktien, die wir bei 10 erworben haben, ergibt sich damit ein Durchschnittseinstiegskurs von USD 8,20 ($10+6,4 = 16,4/2$) für die Gesamtposition. Erst wenn die Aktie noch mehr als 20% fallen sollte, wäre es besser gewesen noch abzuwarten.

Wenn die Kurse der letzten Tage mit Tiefs bei rund 9,5 aber das Tief der aktuellen Bewegung waren, dann reduzieren die verkauften Optionen den Einstiegspreis für unsere Aktienposition und wir sind tiefer, als ggf. je gehandelt wurde, investiert.

b) Steht ACF im Mai 2008 bei 13, dann wird weder der Käufer der 15er-Kaufoptionen sein Rechts ausüben, noch bekommen wir vom Käufer der Put-Option irgend welche Aktien zu 10 angedient. Unter Anrechnung der vereinnahmten USD 3,60 an Optionsprämie haben wir dann einen Einstiegskurs von USD 6,40 und damit 30% unter dem Niveau, welches als Tiefstkurs je an der Börse gehandelt wurde (und ganz nebenbei - obwohl das in unserer heutigen Zeit niemanden mehr zu interessieren scheint - 1/3 des aktuellen Buchwertes). Dies finden wir sehr viel attraktiver, als eine etwaige Bodenbildung abzuwarten, um dann vielleicht bei 13 die Aktie zu kaufen.

c) Sollte die Aktie über 15 steigen, werden unsere Aktien abgerufen. Der Gewinn in diesem Fall: Verkaufskurs 15 : Einstiegskurs 6,4 = 134% Gewinn bis Mai 2008.

Solche Geschäfte können wir momentan reihenweise nicht nur bei den Finanzwerten sondern auch bei einer Vielzahl von Rohstoff- und Technologie-Aktien abschliessen. Wir bauen hier langsam unser Portfolio aus in Werten, wo wir die fundamentalen Hintergründe verstehen und massive Fehlbewertungen gegeben sind. Vola+Value wird wohl, wenn die extreme Volatilität anhält, in Zukunft etwas stärker schwanken als im letzten Jahr. Aber die Renditen sollten uns dafür überkompensieren. 2003 haben uns die Financials 26% Jahresrendite für Vola+Value gebracht. Warum nicht 2008 wieder?