

Manager-Report September 2008: Lehman und der schwarze Schwan

Wenn ich Ihnen das Wort "Schwan" zurufe, dann ist wahrscheinlich das erste Bild, das in Ihrem Kopf entsteht, das eines weissen Tieres, das auf einem See schwimmt, so eines, wie wir es seit unserer Kindheit kennen.

Das menschliche Gehirn ist nun einmal so verdrahtet. Es assoziiert bestimmte Worte mit bestimmten bekannten x-fach erfahrenen Bildern, Abläufen, Ereignissen. Menschen gewöhnen sich daran, dass etwas immer in einer bestimmten Art und Weise abläuft und sind daran gewöhnt darauf in bestimmter Art und Weise zu reagieren. Dies macht die Welt einfach (man braucht nicht über alles permanent nachzudenken). Es schafft "Sicherheit" (besser sollte man sagen eine beruhigende Illusion). Menschen bilden gerne Regeln, stellen Gesetze auf, weil Ihnen dies ein Gefühl von Ordnung und damit letztlich (vermeidliche) Kontrolle über ihre Umwelt gibt.



Und ein Schwan ist nach den Bilderbuchregeln "natürlich" weiss. Das "wissen" wir seit dem ersten Kinderbuch. Das Problem dabei: Viele Regeln "funktionieren" nur zufällig, weil der Fall, in dem sie nicht funktionieren, eine geringe Wahrscheinlichkeit hat und rein zufällig noch nicht aufgetreten ist.

Nur weil etwas 50 mal hintereinander funktioniert hat, oder 50 mal hintereinander immer wieder so abgelaufen ist, muß es dies beim 51. Mal überhaupt nicht, es sei denn, es gibt eine regelnde zwingende Kraft, die genau und nur dieses Ergebnis erzwingt.

Nur weil Schwäne normalerweise weiss sind und auf dem Wasser schwimmen und im Seeboden gründeln, heisst dies noch lange nicht, dass Schwäne dies immer sind oder tun.

Zugegebenermaßen: Normalerweise sind Schwäne weiss. Aber sie können auch schwarz sein und auf der Wiese herumlaufen, wie nebenstehendes Bild belegt.

Das ist zugegebenermaßen nicht der Normalfall. Das ist der Fall, der gerne vergessen wird, der unwahrscheinliche Fall, der Fall wo das ganze System von Regeln und Annahmen nicht mehr funktioniert



Im Börsenhandel ist dies aber gerade der Fall, der über Sein oder Nichtsein entscheiden kann. Deswegen muß jede qualifizierte Börsenstrategie einen Plan B enthalten: Was machen wir, wenn es nicht so ist, wie es scheint?

"Plötzlich" ist die ganze Welt nicht mehr so, wie man sie erwartet. Alles nur noch schwarze Schwäne! Und "plötzlich" fressen die auch noch Gras!

Erfolgreiches Trading an der Börse ist die Auseinandersetzung mit dem "Unmöglichen". Es sind nicht normale größere Handelsfehler in einem definierten Umfeld, das im Großen und Ganzen so ist, wie erwartet, die typischerweise zur Katastrophe, zur Vernichtung großer Teile des Kapitals oder zum Totalverlust, führen, sondern es sind die schwarzen Schwäne, die Ereignisse, die niemand einkalkuliert hat und insbesondere die Gruppen von schwarzen Schwänen, die Situationen, wo alles anders läuft.

Was passiert wenn ein fundamentales "Gesetz" nicht mehr funktioniert?

Großbankenkonzerne sind hochkomplexe Firmengebilde mit vielen Tochtergesellschaften und einer unüberblickbaren Vertragsvielfalt mit einer Vielzahl von Parteien. Niemand kann heute noch mal schnell abschätzen, welche Bank welche Risiken in den Büchern hat. Dies gilt insbesondere für die vielfältigen Kreditderivate und die vergifteten Anleihen mit den Subprime-Krediten über die ich schon in den letzten Reports immer wieder berichtet habe. Jahrelang haben Großbanken trotzdem miteinander Geschäfte gemacht und dabei gewußt, dass die Gegenseite gegebenenfalls die eine oder andere "Problemlage" hatte. Aber man dachte diese Problemlagen seien unter Kontrolle.

Die Aufseher würden schon ein bisschen drübersehen. Großbankkonzerne seien zwar unübersichtlich aufgrund der vielen verschiedenen Geschäfte mit vielen Parteien. Deswegen aber auch breit diversifiziert. Und schließlich seien Großbankenkonzerne für das Finanzsystem viel zu wichtig, als dass die betreffenden Staaten eine Insolvenz riskieren könnten. Unter dem Gesichtspunkt des Gegenpartei-Risikos hieß dies: Eine Großbank könnte zwar übernommen werden - auch mit Folge des Fast- oder Totalverlustes des Eigenkapitals/Aktionärskapitals - aber dies betreffe dann das Eigenkapital. Die kommerziellen Geschäfte würden erfüllt. Durch eine andere Bank gegebenenfalls unter Unterstützung

mittels Staatskapital. Man könne also risikolos mit einer Großbank Geschäfte machen. Das war die goldene Regel.

Diese Regel hat nun die US-Regierung im Fall Lehman Mitte September gebrochen, als sie die viertgrößte Investmentbank in die Insolvenz schickte. Ein teurer, folgenreicher Fehler. Denn Lehman war eben keine Kleinbank, sondern ein Institut mit 650 Mrd. Dollar Bilanzsumme und tausenden von Interbank-Geschäftsbeziehungen. Die Gründe für diese Entscheidung sind letztlich irrelevant. Was relevant ist, sind die Folgen, die alle Banken sofort aus dieser Situation gezogen haben. Wenn nicht mehr gesichert ist, dass man wenigstens mit erstklassigen internationalen Großbanken risikolos Geschäfte machen kann, dann kann man es eben gar nicht. Mit niemandem. Beziehungswesie ausschließlich gegen Sicherheiten. Und da sich Banken keine Sicherheiten untereinander stellen, kann man es eben mit Banken nicht.

Als reiner Einzel-Banken-Konkurs selbst wäre der Lehman-Konkurs von der Größe her nicht zwingend zu der globalen Katastrophe geworden, die er wurde. Er legte jedoch die Schwäche des Interbanken-Handels schonungslos offen, dass nämlich Interbanken-Geschäfte Hoffnungsgeschäfte sind, Geschäfte bei denen jeder hoffen muß, dass die Gegenseite bis zur Abwicklung des Geschäfts zahlungsfähig bleibt. Im Gegensatz zum Börsenhandel, wo wir aktiv sind, und wo zwingend Sicherheiten in Cash für jedes Geschäft zu leisten sind.

Nun haben Banken in den letzten Jahren ein wunderbares Mittel für diese Situation erfunden, den **Credit Default Swap**, ein Geschäft wo sich eine Bank verpflichtet der anderen Bank einen Betrag zu zahlen, wenn ein dritter Schuldner (Bank oder z.B. Industrieunternehmen) zahlungsunfähig wird, seinen Verpflichtungen also nicht mehr nach kommt. Im Prinzip kann bei Abschluß solcher Kreditversicherungen das Risiko, das eine Bank insolvent wird, vernachlässigt werden. Man kann also beruhigt mit einer Bank Geschäfte machen, wenn das Geschäft durch einen CDS gedeckt ist. Mit zunehmender Krise seit 2006 haben Banken deshalb vermehrt auf alles und jeden Credit Default Swaps abgeschlossen.

Nur haben diese CDSs drei große Fehler: Erstens werden auch sie im Interbankenhandel abgeschlossen, sind also auch eine Hoffnungswette nur eben darauf, dass zwar die eine Bank pleite gehen kann, die andere, die deren Ausfall dann mittels CDS ausgleichen soll, aber eben nicht. Sie helfen gegen einen Einzelkonkurs, den einzelnen schwarzen Schwan, aber nicht im Falle einer breit angelegten Konkurswelle. Zweitens stellte sich bald heraus, dass eine ganze Reihe von CDS durch Lehman garantiert waren, also durch eine nicht mehr leistungsfähige Partei. Schlimmer aber noch: Die weltgrößte Versicherung, die AIG, hatte massiv solche CDS verkauft, womit aber wiederum dasselbe galt, was ich schon in den letzten Reports zur "Absicherung" von Subprime-Forderungen ausgeführt hatte: Eine Milliarde Ausfall bei einem Schuldner wären problemlos durch eine Ausfallversicherung wie AIG gedeckt gewesen. Aber AIG hatte tausende von Milliarden an solchen CDS verkauft. Und dann war da noch Punkt 3: Das Gesamtvolumen aller abgeschlossenen CDS beträgt rund 60000 Milliarden USD also rund 20 mal das Bruttosozialprodukt der Bundesrepublik Deutschland und 5 mal dies der USA. Weder AIG noch sonst irgend jemand auf diesem Planeten ist für diese Summe auch nur annähernd gut.

Nun muß dies auch "eigentlich" niemand, denn "eigentlich" sind diese 60000 Milliarden nicht das aktuell offene Risiko aller Beteiligten, denn viele dieser CDS-Geschäfte stellen Gegengeschäfte (Weiterverkäufe/Rückkäufe) zu ehemals abgeschlossenen CDS dar. Eine Bank hatte sich beispielsweise verpflichtet für einen 5-Jahres-Kredit über 100 Mio USD an General Electric gerade zu stehen, dafür vielleicht USD 1 Mio als Prämie erhalten und sich vielleicht gegen Zahlung von USD 800000 einen identischen Kontrakt von einer dritten Bank oder etwa einem Versicherer wie AIG oder einem Hedge Fonds eingekauft. Auf den ersten Blick - und mit den Augen eines Händlers gesehen - hat diese damit gar kein Risiko mehr und USD 200000,- Handelsgewinn verdient. Auf den zweiten Blick kann die Partei, mit der sie das absichernde Gegengeschäft abgeschlossen hat, zahlungsunfähig werden, und dann ist die eigentlich abgesicherte Bank "plötzlich" (wieder) mit USD 100 Mio im Obligo, falls General Electric zahlungsunfähig würde. 100 Mio Risiko statt USD 200000 risikolos verdient. Durch die Frage des Gegenpartei-Risikos wurden CDS in der aktuellen Situation nicht zum

Problemlöser, sondern zum exponentiellen Problemverstärker. Anstatt, dass wie in der Welt des Jahres 1990 die Frage gewesen wäre, wieviele problembehaftete Kredite denn eine Bank hätte, lautete nun die Frage, wieviele solcher Kredite sie denn hat, wieviele durch CDSs abgesichert sind und nun viel schlimmer ob all diese vielen CDSs mit Gegenparteien abgeschlossen waren, die über jeden Zweifel erhaben sind. Hatte die betreffende Bank einen regen CDS-Handel, dann ist vielleicht das Ergebnis auf Ebene der Gesamtbank nicht 100 Mio Problemkredite, sondern 100 Mio-Problemkredite + 1 Mrd. an CDS von denen niemand sicher weiß, ob sie gesichert bedient werden, oder es zu einem Gegenpartei-Ausfall kommt und im allerschlimmsten Fall die Bank nicht ein 100 Mio-Problem sondern ein 100 Mio + 1 Mrd-Problem hat. Nun ist dies ein sehr unwahrscheinlicher Fall und gleichzeitig ein sehr wahrscheinlicher. 1/3 aller CDS weltweit liegen bei drei amerikanischen Großbanken. Fällt eine von diesen um, dann bricht das gesamte System zusammen.

Dies ist der Hintergrund für den Zusammenbruch des Interbanken-Handels. +200000 gegen -100 Mio, das sind nun einmal derart massive Unterschiede (mit auch völlig konträrem Ergebnis für die Sicherheit von Handelsgeschäften mit einer solchen Bank) dass die Handelseinstellung zwingend war.

Zugegebenermaßen der -100 Mio-Fall ist sehr unwahrscheinlich, da alle Staaten eigentlich alles tun müssen um diesen Fall zu verhindern und dies nach dem katastrophalen Fehler bei Lehman auch gelernt haben müssten. Wenn er aber eintritt, führt er zwingend zum Ultra-GAU, zum Blow-Up des kompletten Weltfinanzsystems. Das ist der Grund, weshalb die US-Regierung auch de facto unlimitierte Kredite an AIG vergibt und aktuell alle Systembanken dazu zwingt Regierungskapital anzunehmen. AIG wäre der erste Domino-Stein, der, würde er fallen, das Weltfinanzsystem zum endgültigen Zusammenbruch führen würde. Die Systembanken haben dieselbe Bedeutung. Und mit dem Investment des Staates soll sichergestellt und nach außen quasi durch Staatsstempel demonstriert werden, dass diese Marktteilnehmer durch den Staat gedeckt und damit sicher sind und so ein Run auf diese verhindert wird.

Mit Lehman ist aber nun einmal der Geist aus der sprichwörtlichen Flasche entlassen und alle suchen nur noch nach der nächsten Gruppe von schwarzen Schwänen. Der psychologische Schaden ist dabei vergleichbar einem Verbrechensopfer. Die Illusion der Sicherheit ist weg. Hinter jeder Ecke wird der nächste Verbrecher vermutet.

Zusammengefasst: Als reiner Bankenkonkurs wäre Lehman als nicht die Riesenkatastrophe geworden, die diese wurde. Das Nachdenken über Lehman führte aber dann dazu, dass die Bonität jeder Bank und damit das Finanzsystem und die Zulässigkeit des Interbanken-Handels an sich in Frage gestellt wurden.

Die Konsequenzen

Gelder verschiedener Hedge Fonds und anderer Lehman-Kunden sind immer noch als Folge der Lehman-Insolvenz blockiert. Diese müssen sich gegebenenfalls über Verkäufe von Vermögenswerten bei anderen Brokern Geld beschaffen. Um jeden Preis. Dies schaffte massive direkte kurzfristig zu erfüllende Liquiditätsnöte.

Lehman war eine recht große Adresse im Rohstoffhandel. Mit dem Konkurs ist dieser Geschäftspartner plötzlich nicht mehr vorhanden. Keine Möglichkeit mehr für Kunden zu handeln. Notwendigkeit zu anderen Adressen Geschäft zu verlagern. Konsequenz: Verringerte Liquidität im Rohstoffhandel. Schlimmer noch: Zwangsabwicklung bestehender Eigenhandels-Positionen von Lehman in einer sowieso schon durch Rezessionsängste und massive Rohstoffverwerfungen geprägten Umwelt. Die daraus folgenden massiven Glattstellungsaktivitäten führten zum Zusammenbruch der Rohstoffmärkte, zu irrwitzigsten Schwankungen der Rohstoffmärkte selbst im Intra-Day-Bereich und damit für alle Teilnehmer in der gesicherten Welt, den Börsen, zu massiv steigenden Sicherheitsanforderungen und damit auch zur Notwendigkeit Liquidität zu produzieren.

Der Zusammenbruch des Interbankenhandels führte dazu, dass der Geldausgleich innerhalb des Systems nicht mehr funktionierte. Während normalerweise eine Geldversorgungsspitze bei einer Bank im Tagesverlauf dadurch ausgeglichen werden konnte, dass das Geld sofort bei einer anderen Bank beschafft wurde, wo es naturgemäß im Überfluß vorhanden war, da jeder Unterdeckung eine Überdeckung irgendwo im System entspricht, kann jetzt Geld nur noch einmal pro Tag von der Zentralbank abgefordert werden. Kommt es also im Tagesverlauf zu einem möglichen interessanten Geschäft, bei dem Kapital benötigt würde, kann dieses gegebenenfalls nicht abgeschlossen werden, weil das Kapital nicht verfügbar ist. Schlimmer noch: Kommt es aufgrund von Veränderungen von Vermögenswerten oder etwa Sicherheitenanforderungen bei börslichen Geschäften zu einem Kapitalbedarf, kann dieser nicht mehr sofort durch Geldgeschäfte bei einer anderen Bank gedeckt werden, was dazu führt, dass die Börse tätig werden würde und Positionen gegebenenfalls zu Tiefstkursen zwangsverkauft. Banken haben darauf dadurch reagiert, dass sie massive Gelder bei den Zentralbanken vorhalten um diesem Szenario vorzubeugen. Gemäß heutiger Mitteilung der EZB haben die europäischen Banken 244,89 Mrd. bei der EZB zu einem Tageszinssatz von 3,5% geparkt, sind damit zunehmend gegen massive kurzfristige Kapitalanforderungen abgesichert. Diese Gelder wurden aber natürlich dem System entzogen, stehen aktuell eben nicht für Rohstoff- oder Aktienkäufe oder reale Kredite zur Verfügung.

Das System selbst ist illiquider geworden und alle Banken haben ein Vielfaches an Zentralbankgeld gegenüber dem Normalfall gehortet um solchen Situationen vorzubeugen.

Um das Entstehen eines Verdachtes im Hinblick auf die eigene Leistungsfähigkeit auszuschalten, bemühen sich Banken nun möglichst risikobehaftete Transaktionen zu vermeiden und die Bilanz zu verkürzen sprich Geschäft zu reduzieren.

Infolge stehen Gelder nicht mehr selbst für eine Vielzahl von allereinfachsten Arbitrage-Transaktionen zur Verfügung. Viele relative Preise stimmen einfach nicht mehr. So müßte etwa der Terminpreis für Dollar/Euro die Zinsdifferenz widerspiegeln. Der FED-Zentralbankzins für USD beträgt seit gestern 1%, für EUR immer noch 3,75%. Auf 1/2 Jahr müßte der USD-Dollar deutlich niedriger gegen EUR notieren (bei einem angenommenen aktuellen Wechselkurs von USD/EUR von 1,30 ca. 180 Stellen niedriger bei 1,2820). Für 4 1/2 Monate - ungefähr die Zeit bis zum Verfall der März-Terminkontrakte - wären es analog rund 135 Stellen. Fakt ist: März 2009-EUR/USD-Futures notieren gerade einmal 20 Stellen tiefer als der (aktuelle) Kassa-Wechselkurs. Eine Fehlbewertung von einem vollen Prozent für diesen Zeitraum.

All dies hat weder etwas mit einer drohenden Rezession/Depression noch mit dem Subprime-Problem zu tun. All dies ist überhaupt nicht das Ergebnis irgend welcher einigermaßen sinnvoller wirtschaftlicher fundamentaler Überlegungen, sondern schlicht das Ergebnis des teilweise zusammengebrochenen Systems, das Ergebnis permanenten Krisenmanagements bei einigen Marktteilnehmern, weil all das, worauf man seit zig Jahren vertraut hat und was immer funktioniert hat, plötzlich nicht mehr funktioniert. Wie gesagt alles nur noch schwarze Schwäne!

Letztlich gibt es in der aktuellen Situation nur zwei Gruppen von Marktteilnehmern: Die einen, wie wir, sind konservativ finanziert, haben im Grundsatz die Krise vorher gesehen - auch wenn wir wie wohl jeder von der Größe der Aus- und Einsläge im Detail überrascht sind - haben aber mit ausreichenden Finanzmitteln die Krise begonnen, haben jetzt alle Handlungsspielräume, sind aber mit aberwitzigen Kursbewegungen konfrontiert, die alle historischen Vergleiche sprengen, und können deshalb aber nur sehr vorsichtig und mit sehr viel Cash in der Hinterhand handeln - allerdings mit riesigen Gewinnen bezogen auf die Gelder, die effektiv eingesetzt werden - um nicht in die Situation zu geraten, in der sich die anderen befinden, dass nämlich eine Zwangsliquidation die nächste jagt und das Portfolio buchstäblich filetiert wird mit katastrophalen existenzvernichtenden Verlusten für diese schief liegenden Marktteilnehmer.

Wir erleben momentan eine durch die plötzliche (Über-) Konzentration auf das Gegenparteirisiko wie auch durch die Höhe der Kursausschläge erzwungene Reduzierung des Geschäftsvolumens aller Handelsteilnehmer weltweit mit gigantischen Kollateralschäden, insbesondere massiven

Zwangsaufösungen von Positionen. Bei einer Vielzahl von Rohstoff-Investoren ist dies schon öffentlich bekannt. Etwa wurde der CEO von Chesapeake, einem der größten US-Driller, gezwungen Aktien im Wert von 560 Millionen USD, die er - unvorsichtigerweise teils mit Kredit finanziert - in einer Familienstiftung hielt, zu verkaufen, weil sich der Kurs der Aktien nach einem Run von 20 auf 74 drittelte. Banken entfernen sich aus gesamten Geschäftsbereichen und Segmenten und nehmen ihre Rollen, die sie teils seit Jahrhunderten dort hatten, nicht mehr wahr. Das Ergebnis ist dann eben, dass der USD/EUR-Kassa-Kurs eben in keinem vernünftigen Verhältnis zum Terminkurs mehr steht, weil kein Interesse mehr besteht, niedrig rentierliche Arbitragen durchzuführen. Und dies wird dann dadurch zur self-fulfilling prophecy. Weil niemand mehr bereit ist eine enge Termin-Arbitrage durchzuführen, laufen die Kurse völlig aus dem Ruder und die Schwankungsbreite der Währungen nimmt massiv zu. Letztlich kommt es nicht mehr zu Gegenbewegungen dort, wo vielleicht ein Market Maker wieder sehr deutliche Gewinne hat, sondern nur noch dort, wo die Endnutzer, Investoren, Industrieunternehmen und Staaten es für lukrativ halten zu agieren oder eben zwangsliquidiert werden. Die Wendepunkte, wo diese großen Spieler aktiv werden, sind aber eben 5% oder 10% voneinander entfernt und deshalb kommt es eben zu den aberwitzigen kurzfristigen Bewegungen von 2,3, oder auch 4% innerhalb eines Tages, die wiederum dazu führen, dass die Market Maker sich mangels kalkulierbarer Erträge weiter zurückhalten und damit die hochvolatile Situation sich fortsetzt.

Insofern ist der größte Fehler, den man bei der Bewertung der aktuellen Situation machen kann, der, diesen systemischen Aspekt zu vernachlässigen. Mindestens 70% wenn nicht bis zu 100% dessen, was aktuell an den Börsen und Kapitalmärkten passiert, ist nicht das Ergebnis wirtschaftlicher Zukunftsüberlegungen - und schon gar nicht rationaler- sondern das Ergebnis von reiner Panik, Zwangsvollstreckungsmaßnahmen und Notoperationen gewisser Handelsparteien und letztlich der Suche nach dem letzten weissen Schwan (Sicherheit) in einer Welt wo plötzlich alle Schwäne schwarz sind.

Grundregel: Marktpreise kann man in einer solchen Situation vergessen. Sie sind interessant um zu ermitteln, wie groß denn zukünftige Gewinne sein werden. Strategien, die sich aktuell noch an Marktpreisen orientieren - insbesondere verkaufen, weil Preise fallen und kaufen, wenn diese steigen - sind jedoch zwingend zum Scheitern verurteilt, denn alle diese trendfolgenden Ansätze können nur funktionieren, wenn es langfristige fundamentale Gründe dafür gibt, dass sich eine Bewegung fortsetzt, was heute bereits in einigen Bereichen nicht mehr der Fall ist.

Vielmehr muß mit fundamentaler Analyse festgestellt werden, ob und wo eine massive Unterbewertung oder Überbewertung gegeben ist und diese so extrem ist, dass sie eine deutliche Sicherheitsmarge bietet.

Erfolgreiche Strategien

Wir nehmen aktuell Positionen in den verschiedensten Märkten auf, wo unsere Analysen 15-20% p.a. abgesicherte laufende Cash-Rendite fest für mindestens 10 Jahre plus eine Wertsteigerung von wenigstens 100% über die nächsten 3 Jahre erwarten lassen.

Natürlich dürfte es solche Investitionen angesichts eines Festgeldzinssatzes von 1-3% je nach Währung - nächste Woche fällt auch der Euro-Zins und in den nächsten Wochen und Monaten noch viel mehr! - "eigentlich" nicht geben.

Aber in der Welt der schwarzen Schwäne gibt es sie. Wenn wieder irgend ein über Kredit finanzierter Marktteilnehmer zwangsliquidiert wird, dann gibt es eben Ware zum halben Preis oder zu einem Drittel von dem, was schon Sonderangebot wäre. Das ist an der Börse genauso wie auf dem Wochenmarkt oder wenn irgend ein Geschäft schließt: Zwangsliquidation zu 50%, 70%.

Dazu eine kleines Beispiel: Das Jahrestief von Chesapeake am Tag der Zwangsliquidation jener 560 Mio lag bei USD 11! Aktuell ist der Kurs mit 22 schon wieder 100% höher.



Investoren haben dies die letzten 20 Jahre nicht erlebt und deshalb ist das neu. Aber der "tödlichste" Fehler, den man machen kann, ist der, in einer solchen Situation dann zu verkaufen. Wer hier den Hintergrund nicht begriffen hat und etwa auch noch spekulativ ganz unten short gegangen ist, weil ja aufgrund der Rezession die Rohstoffpreise fallen werden, hat ganz schnell 100% verloren. Gestern gab Chesapeake übrigens den Quartalsgewinn bekannt: 3 Mrd. alleine als Quartals-Gewinn aus Absicherungsgeschäften und dies bei einem Marktwert des Unternehmens von rund 10 Mrd. USD. Damit einem KGV irgendwo um die 5 und 15% langfristigem Wachstum. Zugegeben 2009 wird hart, aber zum Konkurs und den Konkursnotierungen zu denen die Aktie Mitte Oktober notierte ist es doch ein sehr weiter Weg.

Wir haben keine Position in CHK und ich bringe dieses Beispiel nur, weil es eines der aktuell bekanntesten ist und zeigt, welche massiven Verwerfungen momentan an den Rohstoffmärkten erfolgen und wie dumme Herdentrieb und Zwangsliquidationen momentan die Marktpreise verzerren. Diese Verwerfungen führen auch bei unseren abgesicherten Energiebeteiligungen zu Verwerfungen, ermöglichen aber die exzellenten Einstiegsmöglichkeiten zu 15-20% abgesicherter Langfristrendite + Kursverdoppelungschance, eine Chance, die wir ansonsten nie haben würden.

Die Panik hat reihenweise die Märkte zerlegt. Anders kann man es nicht beschreiben. Ich hatte im August-Report bereits auf das Extrem bei den High Yield Bonds

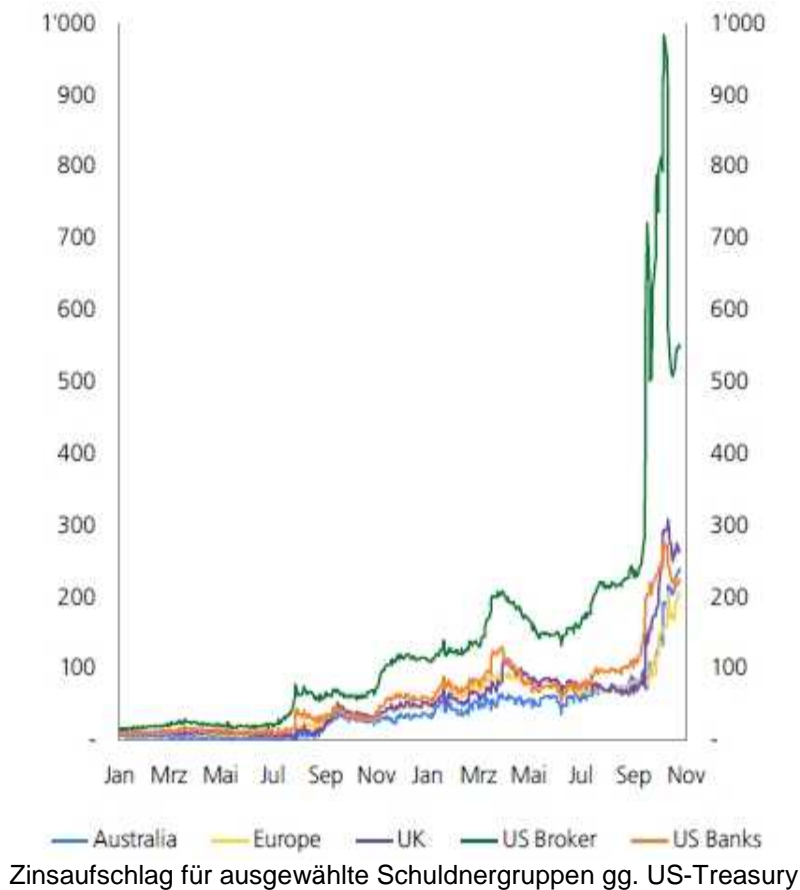
aufmerksam gemacht. Nach einer nochmaligen Verschärfung bis zum 20. Oktober hat es hier jetzt in Folge der Kapitalmaßnahmen der Regierungen eine Entspannung gegeben.

Allerdings sind die Aufschläge weiterhin im absurden Bereich, bedeuten sie doch, dass etwa Australien mit 8% Wahrscheinlichkeit innerhalb drei Jahren zahlungsunfähig wird und Europa mit rund 7% und bei einer nachfolgenden Zwangsversteigerung kein Resterlös mehr zu erwarten ist.

Wenn es dagegen nicht zu einem Konkurs kommt, dann wird eben der Zusatzzins verdient. Dies sind natürlich alles ziemlich absurde Annahmen. Aber das macht ja gerade auch den Spaß an der aktuellen Situation aus. Ich habe Zeit meines Lebens noch nie eine Situation in den Märkten erlebt, wo die (relativen) Preise derart absurd falsch waren.

Eine der kuriosesten aktuellen Entwicklungen: Geld bei der US-Zentralbank leihen und an die US-Regierung verleihen. Geldaufnahme kann zu unter 1% erfolgen. Der Zinssatz für 30-Tages-Anlagen ist von 0,65% am Monatsanfang 1.10.08 auf 0,13% per 31.10.08 gefallen. Der Zins für 5-Jahres-Anleihen des US-Treasury dagegen von 1,92% auf 3,65% gestiegen! Man kann also über 3% verdienen, indem man sich Geld von der US-Zentralbank leiht und an den US Finanzminister weiterverleiht.

Nun könnte es einen Grund dafür darin geben, dass etwa in Zukunft massive Anstiege bei den kurzfristigen Zinsen erwartet werden, der aktuelle Zinsvorteil also durch einen Zinsnachteil in der Zukunft kompensiert würde. Dies ist jedoch nicht der Fall. Die Terminpreise für Kredite mit kurzer Laufzeit zu zukünftigen Terminen (also etwa per März 2009, 2010 etc.), die sogenannte Swap-Kurve geben dies nicht im Ansatz wieder. Insofern gibt es für die aktuell feststellbaren Preise nur zwei Erklärungen: Der Markt antizipiert einen Konkurs von US-Staatsanleihen mit 15% Wahrscheinlichkeit (3% Zinsaufschlag mal 5 Jahre) innerhalb der nächsten 5 Jahre oder noch einfacher: Er hat aufgehört noch irgendwie sinnvoll zu funktionieren! Letzteres ist unseres Erachtens



der Fall.

Noch stärker hat es übrigens den Emerging-Markets-Bereich zerlegt. Während Anfang August Investoren noch auf 22% Rendite seit 2006 bei Staatsanleihen aus den Entwicklungsländern zurückblicken konnten, reduzierte ein nachfolgender durchschnittlicher Kursrückgang um 30% dies auf -10%. Indonesien weist als Folge z.B. Zinsen von 15-18% auf. Am schärfsten hat es Russland getroffen mit jetzt inzwischen 42% Verlust auf den Anleihen und durchaus bessere Banken wie Sberbank oder VTB müssen für ihre Auslandsschuldverschreibungen bis zu 17% Zinsen zahlen.

Performance

Russia Corporate Bond Index (RUBI); JPMorgan Asia Credit Index (JACI); Latin Eurobond Index (LEI)



Performance change (%)	ytd	1 Month	1 Year
Russia Corporate Bond Index	-42.44%	-34.12%	-42.49%
Latin Eurobond Index	-23.91%	-21.49%	-24.10%
JPMorgan Asia Credit Index	-20.70%	-18.05%	-20.33%

Source: JPMorgan, Bloomberg, UBS WMR, as of 28 October 2008

Was heisst das nun für Investoren? Es ist die beste Chance um reich zu werden, die Sie in Ihrem Leben erhalten werden. Irrationale Anleger verschleudern Vermögenswerte zu absurdesten Preisen. Die einzige Voraussetzung dazu: Hören Sie auf Marktpreise als irgendwie relevant oder sinnvoll zu betrachten und schon gar nicht darauf prozyklisch (verkaufen, weil es fällt) zu reagieren. Gehen Sie an die Märkte mit derselben Einstellung heran, wie bei einem Immobilienkauf: Kaufen Sie mit der Intention vorerst einmal "unendlich lange" (also mit Zeithorizont 3 Jahre +) die Vermögenswerte zu halten und sorgen Sie dafür, dass innerhalb dieser 3 Jahre entweder ein Rückfluß des Geldes in voller Höhe über Zinseinnahmen und Dividenden - das heisst Zufluß in Cash! - stattfindet, oder wenn schon nur die Hälfte, dass dann sehr gute Wahrscheinlichkeiten auf Kursgewinne bestehen, die den Gesamtertrag auf über 100% ansteigen lassen.

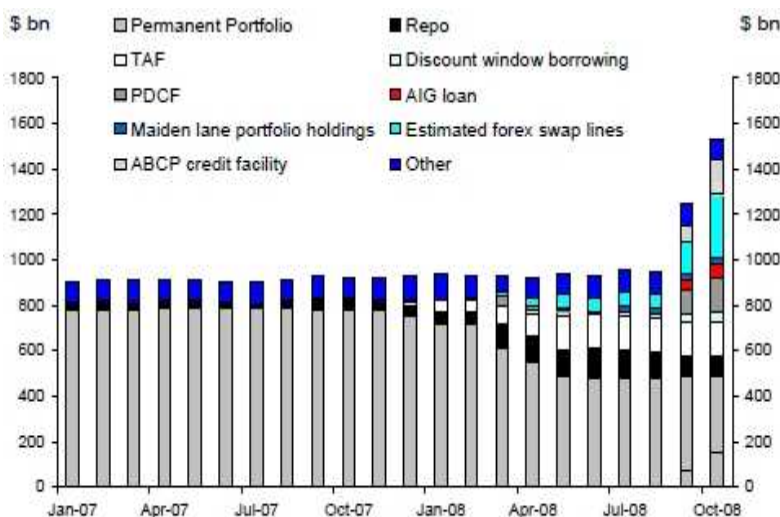
Einige Investoren haben uns gefragt, wann denn das aktuelle Desaster an den Märkten beendet sein würde. Die Antwort ist einfach: Jetzt gehen die intelligenten, hartgesottenen Investoren in den Markt und kaufen Aktien und Beteiligungen in rezessionssicheren Branchen mit dem 5-8 fachen des Gewinnes. Teilweise gibt es bei kleineren Beteiligungswerten, wie unseren abgesicherten Energie-Beteiligungen 2-3er KGVs. Sprich: Diese Aktien verdienen sich selber innerhalb von 3 Jahren und 100-200% Kurschance sind daneben auch noch drin. Aufgrund der extremen Kursschwankungen können dabei Aktien auch noch über

Optionen mit extremen Discounts hereingenommen werden, falls Optionen gehandelt werden. Dies ist dann noch lukrativer und sicherer. Diese Käufe der Hartgesottenen sorgen für eine Bodenbildung. Wir kalkulieren mit 15-20% laufender Rendite und zusätzlich 30-50% Wertsteigerung bis Ende 2009 für unsere Energiebeteiligungen. Dadurch können Investoren nach unserer Kalkulation jetzt schon mal mindestens die ersten 50% auf das nächste Jahr verdienen.

Großbankstudien, die uns vorliegen, gehen sogar weiter und haben 82% Jahresrendite prognostiziert.

Mit diesen dicken Gewinnen können diese Investoren dann weitere Investments tätigen und dies führt dazu, dass zunächst innerhalb 12-15 Monaten diese abgesicherten Werte unserer Meinung nach höher notieren werden als aktuell unabhängig vom Gesamtmarkt. Letztlich kommt es dann aber auch zu einer Stabilisierung der anderen Wirtschaftsbereiche. Es ist noch zu früh hier auf Aufwertung zu setzen. 2002-2003 dauerte es auch mehr als ein Jahr, bis wieder genügend Eigenkapital geschaffen worden war, um die Basis für einen neuen Aufschwung zu bilden. Diesmal wird es aufgrund der viel breiter und global ablaufenden Kapitalvernichtung unseres Erachtens sehr viel länger dauern.

Allerdings ist die Frage, wo und ob es überhaupt noch zu weiteren massiven Rückgängen an den Börsen kommt. Wir sehen hier eher einen U-förmigen Boden mit exzellenten Trading-Chancen und der Möglichkeit immer wieder mal für aufmerksame Börsianer ein Schnäppchen zu machen. Summa: Die Märkte bleiben schwankungsanfällig, aber es kommt nicht zu einer Fortsetzung des massiven Abwärtstrends von September/Oktober. Der einfache Grund: Dieser war nicht das Ergebnis von freien Entscheidungen von Investoren, sondern Zwangsliquidationen. Wer aber zwangsliquidiert wurde, kann nicht noch einmal zwangsliquidiert werden. Wer aber wie wir diesen Abwärtsgang überlebt und sogar aufgrund guter Kapitalausstattung zugekauft hat, der muß, wenn es wieder leicht fällt nicht verkaufen. Mit einem Satz: Wer verkaufen mußte, hat. Wer nicht muß, muß beim nächsten Abwärtsgang auch nicht und bekommt ständig hohe Kapitalzuflüsse. Warum sollte er also? Es wird also vielleicht noch ein paar Mal fallen und dann wieder steigen, eine volatile Seitwärtsphase eben, aber ohne den notwendigen Druck, jedenfalls in den Bereichen, wo jetzt schon massive Abgaben erfolgt sind und der Markt deshalb bereinigt ist.



Source: IMF, DB Global Markets Research

Dies sind zum Beispiel die Rohstoffsektoren. Das Langfristthema mangelnde Versorgung einer wachsenden und sich qualifizierenden Menschheit ist keineswegs erledigt. Durch die Finanzkrise gibt es weder plötzlich mehr Wasser auf diesem Planeten noch ist etwa das Problem endlicher Ölreserven, insbesondere was billiges Öl betrifft, erledigt. Es gibt aufgrund massiver Verbrauchseinschränkungen von Konsumenten, deren monatliches Konsumbudget schrumpft, eine kurzfristige Entspannung an der Preisfront über vielleicht 2-3 Jahre. Aber gerade weil aufgrund der Finanzkrise und der fallenden Rohstoffpreise und der massiven Preisrisiken aktuell zu wenig investiert wird, ist das nächste Preishoch nur um so sicherer.

Und als Zusatzfaktor sollte man nicht vergessen, dass wir aktuell die - zugegebenermaßen einzige nach gangbare - Möglichkeit erleben, wie die massiven Überbestände an sicheren Geldforderungen mit den realen Gütern in Einklang gebracht werden können: Vernichtung der Sparguthaben durch Inflation. Die FED-Bilanz, die, wie schon im letzten Report geschildert, noch 2007 ausschließlich aus guten Staatsanleihen des US Treasury bestand, hat jetzt ein 100 Milliarden-Darlehen an AIG, verschiedene Swaps mit ausländischen Zentralbanken und eine Vielzahl von anderen mehr oder weniger wertlosen Aktivposten, die den ausgegebenen Passivposten, nämlich Zentralbankgeld gegenüberstehen. Will man es primitiv sehen, dann gibt es heute 50% mehr Dollar als Anfang 2007, was in einem normalen Umfeld sofort zu Hyperinflation führen müßte, jetzt jedoch nicht, da massives Sparen und damit Reduktion der Umlaufgeschwindigkeit die reale Geldmenge vermindert und diese massive Geldausweitung der Zentralbank kompensiert. Nur ändert alles dies nichts am qualitativen Aspekt. Die USD sind deutlich weniger wert geworden, sind jetzt durch zunehmend dubiose und illiquide Forderungen "besichert" und es gibt viel mehr Dollar als gut wäre..

Dies begreift momentan die breite Bevölkerung nur (noch) nicht. Eine wunderbare Chance für uns uns zu positionieren, bevor es knallt. Und auch hier gilt dann, dass die Hard Assets und das heisst wir profitieren und überleben werden.

Allokation Black+White

September war ein Minus-Monat wie schon im August-Report indiziert. -4,94% auf 16429,59 ist das Ergebnis. Gegen Jahresanfang jetzt ein Minus von 7,18%. Dies ist nicht schön, aber angesichts der massiven Verwerfungen war es nicht zu vermeiden. Letztlich haben wir Energiebeteiligungen in den fallenden Markt mit Renditen von über 10% als ideale Möglichkeit um hochrentierlich und abgesichert zu überwintern gekauft um damit unsere hohe Liquidität nicht ungenutzt und inflationsgefährdet sowie auch ansonsten optimal gegen staatliche Übergriffe geschützt zu parken. Dazu stehen wir. Diese Aktivitäten waren ex ante richtig. Es ist immer eine Frage wie tief ein Crash geht und wieviele Opfer er produziert. War es zum Beispiel sicher, dass Chesapeake bis 11 fallen würden? Letztlich muß man bei jeder Strategie von Wahrscheinlichkeiten ausgehen. Wir haben einigermaßen intelligentes Verhalten und wenigstens ein Grundwissen über einfachste Zusammenhänge auf seiten der Politik unterstellt. Dieses war nicht gegeben. Mußten wir davon ausgehen, dass die US-Regierung Lehman in die Insolvenz schicken würde? Nein. Nach Bear Stearns war es unseres Erachtens eher unwahrscheinlich. Letztlich war es ein deppertes Spiel bei dem alle Beteiligten von Regierungen über Aufsichtsbehörden

bis hin zu Großbankenvorständen ihr Blatt erheblich überreizt haben. Letztlich wollte jeder den schwarzen Peter weiterschieben. Wenn man die jetzt ermittelten direkten Insolvenz-Schäden von 300 Mrd. USD - nicht die Marktverluste von tausenden von Milliarden und sonstigen Verluste bei Dritten beziehungsweise die Folgeschäden - als reinem Insolvenzschaden betrachtet und weiß, dass es maximal 30 Mrd. Investment - noch nicht einmal sicheren Verlust - gekostet hätte Lehman zu stabilisieren, dann zeigt sich ein Ausmaß an Inkompetenz, welches keiner weiteren Betrachtung bedarf.

Wenn man aber schon auf Insolvenz entscheidet, dann wäre ein qualifizierter Plan notwendig gewesen, den zu entwickeln ja auch monatelang Zeit gewesen war.

Letztlich haben wir uns davon leiten lassen, dass die Situation schlimm war, aber ein Lehman- oder sonstiger Konkurs eine technische Frage, die einen Knall wie 1987 auslösen könnte - als Extremfall - aber einigermaßen intelligente Notfallplanungen aller Beteiligten unterstellt dies nicht wahrscheinlich war. Mangels irgend welcher einigermaßen intelligenter Vorsorge der Beteiligten wurde es dann deutlich mehr als 1987.

Der totale Zusammenbruch des Interbankenhandels führte zu so massiven Liquiditätsverspannungen, dass auch solche eigentlich extrem sicheren Investments wie unsere Energiebeteiligungen kurzfristig unter die Räder gerieten. Pipeline-Beteiligungen zu 12-14% p.a. sind eigentlich ein Witz, ein Zinsaufschlag von über 10% auf Staatsanleihen für para-staatliche lebensnotwendige Infrastruktur. Historisch normal sind 2% Aufschlag über Staatsanleihen. Aber es ist dennoch passiert und bietet eine der sichersten Einkommensmöglichkeiten für die nächsten Jahre.



Als Beispiel hier eine der Beteiligungen bei denen wir aktiv sind. Wir waren hier im Juli zu Kursen um 45 eingestiegen, lagen vor Lehman 10% im Gewinn ohne Dividende. Lehman führte zunächst nur zu einigen kleineren Kurszuckungen. Dann jedoch begann mit der zunehmenden Liquiditätsverknappung im System ein beispielloser Ausverkauf. Der Ultimo-Kurs September lag bei schon extrem schwachen 42. Es folgte ein absurder Abverkauf, ausgelöst durch Panikverkäufe und Zwangsglattstellungen gewisser Fonds auch aus dem Umfeld von Lehman bis auf 28. Inzwischen sind wir wieder im plus.

Das absurde daran: Dies alles passierte in einem Zeitraum, wo die Gesellschaft das beste Quartal ihrer Geschichte angekündigt hatte und Mitte Oktober eine deutliche Dividendenerhöhung um rund 8% von 3,88 auf 4,23 p.a. bzw.

1,053/Quartal veröffentlichte, die jetzt in den nächsten Tagen gezahlt wird.

Die Zukunft für 2009 sieht auf Basis der Angaben in der letzten Telefonkonferenz sehr stabil und weiter positiv aus. Insbesondere ist das Hauptgeschäft, Durchpumpen von Öl, Gas und Fertigprodukten durch das eigene Pipeline-Netz, ein extrem stabiles Gebühren-Geschäft mit staatlich festgesetzten Preisen und damit sicheren Gewinnen. Die Preise für Öl und Gas mögen schwanken. Aber transportiert werden müssen sie eben immer und dies kostet auch immer annähernd dasselbe, da die Gebühren dafür staatlich festgesetzt sind.

Letztlich haben wir hier sehr dumme Reaktionen des Marktes gesehen, die inzwischen, nachdem die Panik etwas gewichen ist, korrigiert wurden, aber zunächst unser Portfolio deutlich negativ beeinflusst haben. Per September gab es aber hier deshalb erst einmal einen Verlust. Für die nächsten Quartale erwarten wir aus unseren Energiebeteiligungen aber nun die eigentlich von Anfang an intendierte stabile Rendite von 10% + X bei den konservativeren Titeln bis hin zu 15%+X und 20%+X bei den aggressiveren Investitionen. Daneben sehen wir die aktuelle Entwicklung gemäß obigem Chart als Vorbote dafür, dass der Markt langsam unseren Denkansatz begreift. Es gibt kaum eine bessere Möglichkeit um diese Krise zu hochprofitabel und ohne größere Risiken zu überleben als stabile zweistellige Erträge aus lebensnotwendiger Infrastruktur, das heisst harten Assets, zu erzielen.

Unsere Hedge Fonds lieferten uns im September gemischte Ergebnisse. Unsere Unternehmensfinanzierungs-Fonds lieferten stabile Erträge, wenn auch unter den normalen 1+1,5%/Monat, die diese sonst erbringen. Hier haben wir im Prinzip denselben Effekt, wie bei den Energie-Beteiligungen. Die Liquiditätsproblematik am Markt wirkt zunächst negativ. Sie führt aber dazu, dass alle Gelder, die die Investoren in diesem Segment erhalten, zu erheblich höheren Renditen wieder angelegt werden können, als zuvor. Letztlich ist damit die Finanzkrise für uns kurzfristig belastend. Langfristig aber ausgezeichnet, da durch den Wegfall der Banken als Konkurrenten, die Renditen, die wir erzielen können, deutlich steigen werden.

Emerging Markets und Distressed lieferten deutlich negative Ergebnisse. Auch hier gilt, dass nun so extrem günstige Konstellationen erreicht sind, dass Gewinne langfristig kaum zu vermeiden sind.

Zusammenfassend: Die massiven Marktverwerfungen im Rahmen der Lehman-Pleite haben zu Verlusten geführt. Unser Risiko-Kontrollansatz hat die massiven Marktverwerfungen problemlos überstanden. Die massiven Verluste die viele Marktteilnehmer erlitten haben sind letztlich Teil eines Bereinigungsprozesses.

Die massiven Eigenkapitalverluste führen aktuell dazu, dass nur noch begrenzt Eigenkapital vorhanden ist und nur noch extrem lukrative Geschäfte eingegangen werden. Im Rahmen dieses Prozesses, der mindestens die nächsten zwei Jahre dauern wird, sehen wir die Ultra-Rendite für Eigenkapitalinvestoren, deutliche massive nie dagewesene Renditeaufschläge für Eigenkapital. Dies wird auf Sicht wieder zu mehr Eigenkapital und damit höheren Kursen führen. Aber es wird nicht so schnell wie 2003, 2004 ablaufen. Exzellente Zeiten für unsere Strategien.

Allokation Vola+Value



So sieht eine Explosion in den Optionsprämien aus. Wir handeln aktuell immer noch annähernd die höchsten Volatilitäten seit der Erfindung derselben. 2002/2003 lagen die Spitzen bei 45. Jetzt mit 90 beim Doppelten. Dies macht die ganze Dimension der Krise deutlich.

Auch hierfür gibt es wieder die schon bekannten Gründe. Extremes "Sicherheits"denken und massive Eigenkapitalverluste vermindern die Bereitschaft wie die Möglichkeit noch Risiken zu nehmen. Die extremen Optionsprämien sind hier der Beleg. Letztlich ist dies aber die identische Situation etwa zu Hochwasser-Versicherungs-Prämien im Nachlauf zum Wirbelsturm Katrina. Als New Orleans überflutet wurde, verloren viele Versicherer viel Geld. Ergebnis: Die Preise für Wasserversicherungen an der Küste vervielfachten sich.

Große Gewinne waren für alle Investoren in diesem Segment dann die Folge. Denn nachdem es in den letzten Jahren keine großen Stürme im Golf gegeben hat, die Katrina gleich kamen, bleiben die Schäden deutlich unter dem, was Versicherer immer noch an Prämien vereinnahmen können.

Genau dasselbe gilt hier für den Aktienmarkt. Wer auf den amerikanischen Aktienindex SP 500 aktuell Optionen per November verkauft, kann 10% Prämie einstreichen (etwawertlos. bei einem gleichzeitigen Verkauf von Calls Basis 1000 und Puts Basis 900). Schwankt der amerikanische Leitindex nun in einer Schwankungsspanne von 900 bis 1000 Punkten, dann werden beide Optionen nicht ausgeübt und verfallen. Eine Rendite von 10% für 3 Wochen.

Für ein Optionsschreibe-Programm waren die letzten Wochen eine schwierige Zeit. Rund 5% Monatsverlust stehen hier für September in den Büchern. Grund: Wir haben schon bei den bisherigen Allzeit-Höchstständen in der Volatilität Positionen aufgenommen, das heisst bei rund 35-40%. Die massiven Kursbewegungen konnten nur schwer abgesichert werden. Betrachtet man allerdings die 5% Monatsverlust und die Chance nun aber für einige Monate eine Reihe von Positionen eingehen zu können, bei denen 10% Gewinn erzielt werden (pro Monat wohl gemerkt), dann ist auch diess quasi ein Preis, den man für diese schönen Chancen zahlen muß. Ohne dieses Chaos würden Anleger den DAX eben immer noch auf Niveau 7000 oder 8000 Punkte handeln und nicht wie jetzt unter 5000. Und wer Optionen mit den aktuellen Prämien verkaufen wollte, wäre ausgelacht worden.

Deshalb ergreifen wir diese Chance. Es wird sich lohnen.