

Manager-Report September/Oktober 2011 und Ausblick November 2011: Überleben und profitieren in der Dauerkrise

Leser der letzten Reports werden feststellen, dass das Wort Crash-Update aus der Titelzeile verschwunden ist. Wir sind nach unserer Ansicht in den kalkulierbaren Bereich zurückgekehrt sind, wo wir nicht nur Zukunftsszenarien entwickeln, sondern auch wieder präziser prognostizieren und konstante Monatsergebnisse produzieren können. Bevor wir die Märkte diskutieren kurz die Zahlen zum letzten Monat.

Investment	September 2011	% September 2011	Oktober 2011	% Okt. 11
Black + White	17021,41	- 6,92%	17663,20	+3,77%
Vola + Value	12560,46	- 5,38%	13151,16	+4,70%

Gegenüber den schon mitgeteilten Ergebnissen per Mitte Oktober ergab sich eine weitere Verbesserung bei unseren beiden Strategien, bei Vola + Value sogar sehr deutlich um fast weitere 2% auf einen doch sehr ansprechenden Monatsgewinn von +4,70% für Oktober 2011. Black + White konnte auch weiter gut Boden gutmachen mit +3,77%.

Beide Strategien zeigen damit die übliche Aufarbeitung der Verluste nach einem Crash. Wir setzen in dieser Phase typisch massiv Optionsstrategien ein, die von der Börsengesamttendenz unabhängig sind. Nach einem Crash wird in quasi allen Bereichen über sehr hohe Optionsprämien zu viel für Absicherungen bezahlt. Das ist der Katrina-Effekt: Nach dem bekannten Wirbelsturm Katrina, der New Orleans flutete, wollte jeder plötzlich Hochwasserversicherungen abschliessen. Die Versicherungsprämien verdoppelten sich. Eine zweite Sintflut blieb aus. Die erhöhten Versicherungsprämien wurden zu Riesengewinnen für die Versicherer. Selbst ein zweites Mini-Katrina im Folgejahr wäre aber immer noch profitabel gewesen, weil die Prämien so hoch waren.

Dasselbe gilt für uns beziehungsweise unsere Strategien: Es kommt nicht (mehr) zu einem Verlust, wenn Kurse gegen uns laufen, sondern erst, wenn diese sich so stark gegen uns bewegen, dass auch die aktuell extrem hohen Prämien dies nicht mehr kompensieren. Ansonsten verdienen wir über die Optionsprämien und bei Beruhigung der Märkte noch mehr. **Investments in unseren Strategien sind daher heute gerade deshalb extrem attraktiv, weil Investoren Katastrophen erwarten und die wirtschaftliche Lage desaströs ist und wenn nur die erwarteten Katastrophen kommen, dann schadet uns das nichts beziehungsweise nicht mehr!**

Dies ist vielleicht der wichtigste Aspekt von Börse und der am meisten mißverstandene. Börse ist ein Antizipationsmechanismus. Börsenpreise sind Einstellungen von Marktteilnehmern zu erwarteten Ereignissen. Erwartet jeder ein Desaster, dann liegen die Preise schon auf einem Niveau, als sei das Desaster erfolgt. Häufig und das ist das spannende und ertragreiche an Börse, übertreiben die Marktteilnehmer, liegen die Kurse sogar

unter dem, was bei einem Desaster zu erwarten ist.

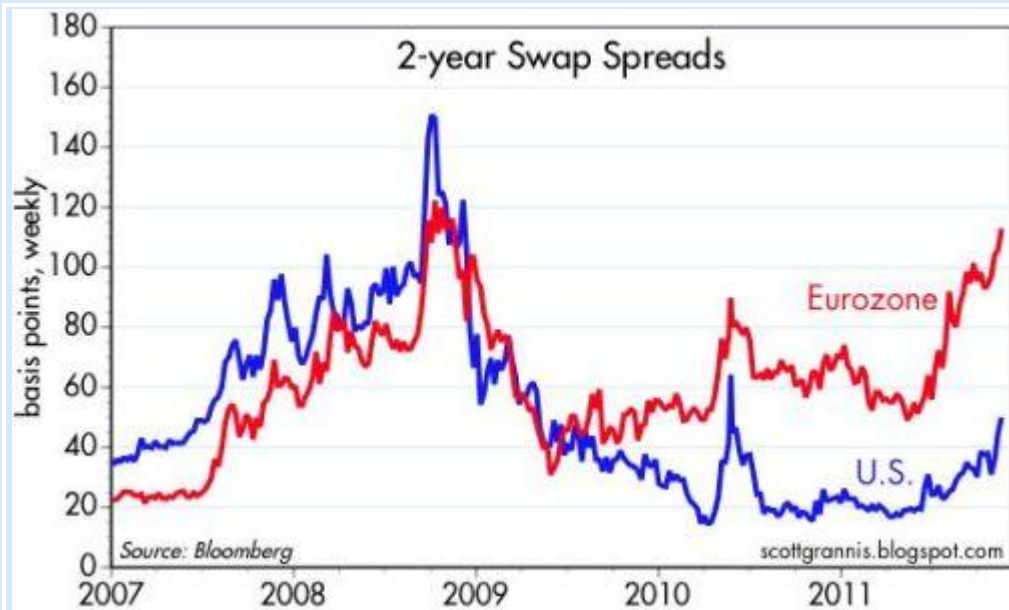
Verdienen kann man dann nicht mehr daran, dass man auf das Desaster setzt und dieses dann auch erfolgt, sondern genau im Gegenteil: Kommt es zum Desaster, passiert nichts, steigen die Kurse vielleicht sogar, weil die Auswirkungen des Desasters überschätzt wurden. Kommt es nicht zum GAU, dann explodieren die Kurse.

Um dies einmal konkret zu illustrieren. Bei der Deutschen Bank (rund 1 Mrd. Aktien ausstehend) steht einem bilanziellen Eigenkapital von rund € 53 Mrd., also rund € 53/Aktie ein Kurs von €28 gegenüber. Der Markt erwartet also massive Abschreibungen/Verluste in der Größenordnung von mehr als € 25 Mrd. beziehungsweise €25/Aktie erwartet, das also plakativ rund die Hälfte des Eigenkapitals als verloren unterstellt wird. Durch Abschreibungen auf Südeuropaanleihen (Griechenland, Italien, Spanien etc.) kann aber ein solcher Bilanzverlust nicht passieren, da die Deutsche Bank davon nur rund 4 Mrd. in der Bilanz stehen hat. An € 4 Mrd. Anleihen kann man keine € 25 Mrd. verlieren! Der Markt erwartet also (daneben?, zusätzlich?) den zukünftigen Ausfall einer oder mehrerer größerer Geschäftspartner, ganze Branchenzusammenbrüche und Kreditausfälle in großem Stil, keine nennenswerten Gewinne etc. Nur dann kann es zu einem solchen Bilanzverlust kommen, machen solche Bewertungen "Sinn"! Wenn aber dieses (unterstellte) Extrem-Desaster ausbleibt, was dann?? Wie groß ist des Weiteren in unserer politisch manipulierten Welt die Chance, dass es dazu kommt und nicht etwa - wie heute schon absehbar - im Zweifel zumindest massive systemrelevante Kreditausfälle durch Gelddrucken verhindert werden? Wie realistisch ist es also, dass aus der aktuellen massiven Unterbewertung eine noch massivere wird? Dies sind die Überlegungen, die wir heute anstellen und die man anstellen muß um korrekt Börsentendenzen zu prognostizieren.

Unsere Gesamtwürdigung: Es wird bei extremer Anspannung des Systems gedruckt. Dies stützt die Aktienkurse. Wir haben an der US-Börse, wo die Daten einfacher zu berechnen sind, unter den 5000 größten Börsengesellschaften bereits 400, die unter Buchwert notieren, wo also der Börsenkurs geringer ist, als das bilanzielle Eigenkapital, wo Investoren also die Aktien billiger bekommen, als sie wert wären, wenn man das Unternehmen zerschlagen und die Einzelteile zum Bilanzansatz verkaufen und die Aktionäre ausbezahlen würde, wo sich also ein Zerschlagungsgewinn ergibt. Damit sind wir in der ganz ultralangfristigen Börsentendenz (Anlagehorizont 10 Jahre+) sehr billig und Gewinne vorprogrammiert. Vorsicht allerdings: Nach Keynes können Märkte länger irrational bleiben, als Investoren solvent. **Begrenzte kurzfristige Rückschläge sind möglich** und auf Kredit kann eine solche Strategie daher nicht durchgeführt werden. Aber ein Crash wie 2000-2002 oder 2008/2009 ist der Höhe nach vom aktuellen Niveau aus ausgeschlossen. **Aktienanlagen sind sicherer als in den letzten Jahren. Spielräume nach unten sind deutlich begrenzter als in den letzten Jahren.**

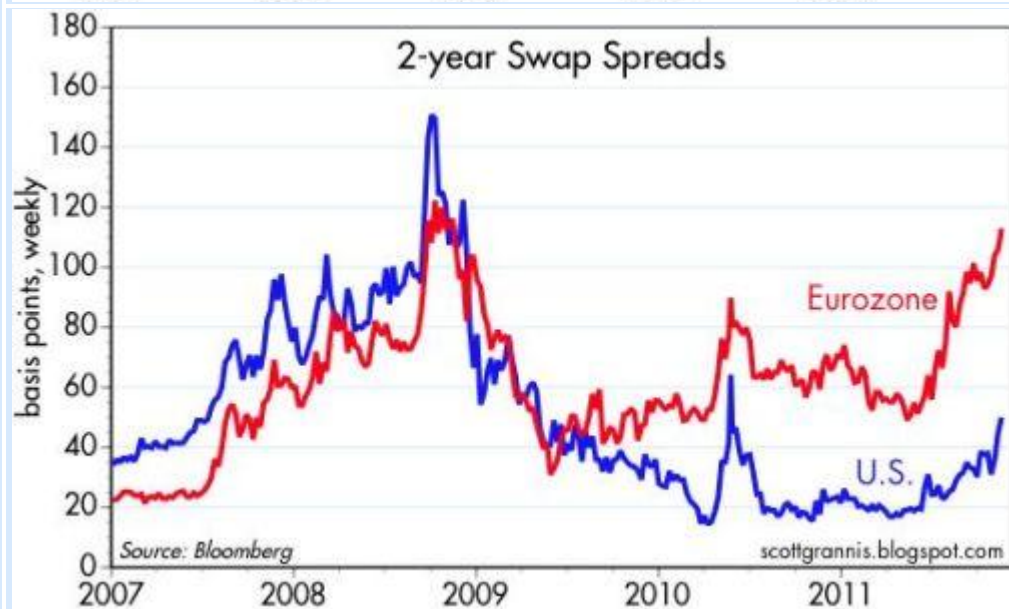
Gibt es etwas, das diese guten Zukunftsperspektiven eintrüben kann? Was kann alles kurzfristig und mittelfristig noch schief laufen? Betrachten wir dazu die Börsen-Großwetterlage. 2008 war eine Liquiditätskrise, eine Privat-Schlechtschuldnerkrise, eine Liquiditätskrise, in der schließlich niemand niemandem mehr traute, viele Marktteilnehmer zu stark investiert waren, zu geringe Liquidität hatten und das System dadurch zum Halt kam. Nach den Liquiditätsspritzen der Zentralbanken lief das System wieder rund. Heute schwimmen immer mehr Marktteilnehmer im Geld. Wir haben Extremwerte von Sparguthaben. Wir haben hunderte von Milliarden, die Banken bei der EZB hinterlegen, weil sie anderen Banken nicht trauen. Aber viele Banken haben diese erst einmal - genau der Gegensatz zu 2008, wo eine Liquiditätsklemme bestand - und bekommen von Anlegern noch hunderte von Milliarden nachgeschmissen, die diese aus Aktien etc. abziehen. Aktuell haben die Fähigen zu viel Geld und wissen nicht, was sie damit sinnvoll anfangen sollen. **Das viele Geld an der Seitenlinie spricht für einen Puffer nach unten.**

Was eine positive Wirtschaftsentwicklung und Börsenentwicklung zurückhält, sind massive Unsicherheiten hinsichtlich der Frage, ob es zu annehmbaren Lösungen hinsichtlich des Überkonsums durch Staatsverschuldung in den letzten Jahren kommt. Heute vertrauen Banken Banken nicht deshalb nicht, weil diese dubiose Privatimmobilienkredite herausgelegt haben, sondern weil diese Staatsanleihen im Bestand haben.



2008 explodierten die Zinsen für jede Art von Hochzinskrediten, etwa Junk Bonds, auf über 24% p.a., weil private Geldgeber für jegliche Vorhaben keinerlei Geld mehr geben konnten, aufgrund allgemeinem Liquiditätsmangels. Nachdem die Zentralbanken und die Staaten über Bankrekapitalisierungen für frisches Geld bei den Banken gesorgt hatten, normalisierte sich der Junk Bond-Bereich wieder und die Zinsen liegen heute mit aktuellen 7-8% p.a. auf Vorkrisenniveau.

Heute explodieren die Zinsen für Staatskredite und Ausleihungen zwischen Banken sind schon wieder auf Extremniveau von 2008 angelangt, der Interbankenmarkt extrem angespannt.



Viele Euro-Banken bekommen überhaupt kein längerfristiges Geld mehr und wenn doch, dann nur noch zu deutlichen Zinsaufschlägen. Die Zinsaufschläge im 2-Jahres-Interbankenhandel in Euro (2-Jahres-Swaps) haben bereits wieder 2008er-Niveau erreicht.

Die 10 größten US-Geldmarktfonds hatten im Oktober 9% ihrer indirekten Ausleihungen durch Kauf von Schuldtiteln europäischer Banken zurückverlangt. Vor einer Woche dann kam es zu einem ersten Überspringen auf die Interbanken-Finanzierung zwischen US-Banken, was der Grund für den am Mittwoch verkündeten Schritt aller relevanten Zentralbanken weltweit war sich gegenseitig Kreditlinien einzuräumen, um die Finanzierung von Geldabzügen betroffener Banken sicherzustellen.



Damit wurde Zwangsverkäufen durch Banken zum Zwecke der Liquiditätsbeschaffung vorgebeugt.

Wir haben damit den nächsten Bailout und die Zentralbanken werden noch mehr als schon heute letzte Finanziers zumindest für Problembanken. Wichtiger aber noch: Es kommt erst einmal zu keinen weiteren Zwangsliquidationen, beziehungsweise kam zu der massiven Erholung in der letzten November-Woche.

Auf der Volatilitätsseite bedeutete dies alles Verharren auf hohem Niveau.

Wie gehen wir mit dieser Dauerkrise um?

So wie es unsere Analyse vorgibt. Wir sind in der Auspendelphase nach einem Crash. An dieser Analyse aus dem Monatsreport Juli/August hat sich nichts verändert. Addieren wir die oben genannten Erkenntnisse, dann bleibt das Szenario Auspendeln nach einem Crash mit vielleicht der Änderung, dass wir nicht mehr von einer schnell erfolgenden Beruhigung bei den Volatilitäten ausgehen, sondern von vielen Monaten mit Volatilität auf immer noch erhöhten Niveau. Im Oktober versuchten die Märkte die eine von uns beschriebene Variante, deutlicher Optionspreistrückgang. Im November kam es aber zu einer deutlichen Korrektur. Getrieben durch die Liquiditätsklemmen bei Banken wurden Optionen massiv nachgefragt, was fast wieder zu Optionsextrempreisen führte. Hinsichtlich der Nettoveränderungen der Aktienkurse bleiben wir, solange sich keine politische Lösung ergibt, in Moll gestimmt. Hochvolatil seitwärts bleibt das Gesamtszenario.

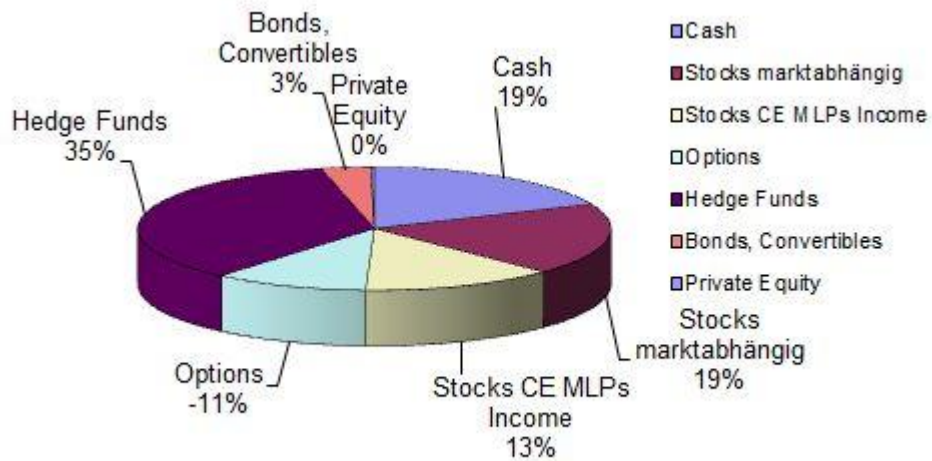
Allokation Black + White



Wir handeln weiterhin breit diversifizierte Aktien und Schuldverschreibungsmärkte weltweit.

Selbst Anleihen sind dabei wie der nebenstehende Chart zeigt hochvolatil. Nur professionelle Handelsstrategien mit extrem kurzen Reaktionszeiten können in einem solchen Szenario Verluste vermeiden und Gewinne erzielen. Wir setzen deshalb selbst im Anleihensegment intraday-Handelsstrategien ein. Wir gehen allerdings von einer Beruhigung aus, das heißt wenige ganz extreme Trends wie die 6-Tages-Serien der letzten Wochen.

Sachwert schlägt Geldwert. Unsere Pipelines und Erdölgesellschaften mit Absicherung verhalten sich recht stabil und liefern uns stabile Erträge. Während Anleger bei Bankeinlagen und Staatstiteln zittern müssen, können wir hier ruhig schlafen. Wir haben direkte Eigentumstitel an den Quellen und Pipelines. Ein etwaiger Konkurs einer Bank ist für uns damit egal, da wir eine direkte Geschäftsbeziehung mit den Förderunternehmer haben. Durch unseren direkten Zugriff auf die Vermögenswerte sind wir gegen jegliche Widrigkeiten gut abgesichert.



Gegenüber Vormonat wurden einige Hedge-Fonds-Positionen ausgebaut, wo wir Beteiligungen deutlich unter Nettovermögenswert erwerben konnten. Wir entfernten uns aus einer recht großen Position an EV Energy. Hier hat das Management einen Fehler bei den Energie-Hedges aus unserer Sicht gemacht (zu niedrige Absicherung in den fallenden Markt), was auf ca. 1 -2 Jahre die Ergebnisse belasten wird. Des Weiteren verloren wir über verkaufte Optionen Teile unserer Energiebeteiligungen vor den quartalweisen Ausschüttungen Anfang November und können diese nun wieder billiger zurück kaufen.

Wie im Vormonatsreport beschrieben, haben wir in die gefallen Märkte im November tendenziell zugekauft. Im Dezember erwarten wir noch bei einigen unserer Investments außerordentlich steigende Kurse, da diese einen Nachlauf in der Bewertung gegenüber den Aktienmärkten und den Aktien der ersten Reihe haben. Wir erwarten weiterhin das, was wir vor zwei Monaten dargelegt haben. In der Seitwärts-/Stabilisierungsphase nach dem Crash werden wir selbst, wenn es noch den einen oder anderen Monat abwärts gehen sollte per Saldo Geld verdienen über unsere Optionsstrategien, über die konstanten Ausschüttungen aus unseren Energiebeteiligungen, über die Differenzen zwischen Minen und Energiequellen und den Kontrakten auf die Erze beziehungsweise Öl und Gas. Wir haben ein sehr attraktives Portfolio, das weltweit gestreut ist und aus einer Vielzahl von Quellen marktneutral Gewinnen erwirtschaften kann. Unsere Hedge Fonds werden mit ihren Distressed- und Relative Value-Strategien uns in den nächsten Monaten überproportional Freude bereiten.

Wir haben wie oben am Beispiel Deutsche Bank aufgezeigt, selbst bei Blue Chips massive Diskrepanzen zwischen aktuellen Preisen und dem was bei vernünftiger Bewertung Finanztitel wert sein sollten. Wenn es dort schon nicht stimmt, erübrigt sich eigentlich ein Verweis darauf welche gigantischen Fehlbewertungen bei illiquideren und unbekannteren Werten möglich sind. Hier haben wir gerade im September Einbußen erzielt, erwarten aber gerade deshalb mit dem üblichen Nachlauf jetzt auch Gewinne und auch signifikante Gewinne, wenn wie jetzt wieder frisches Geld durch die Zentralbanken in die Märkte gepumpt wird. Diese Investments stehen noch dort, wo sie standen, als der DAX bei 5300 Punkten und der SP 500 bei 1100 notierten, bieten also eine Möglichkeit die jüngste Rallye noch einmal mitzunehmen.

Allokation Vola + Value



Im letzten Report hatten wir auf die längerfristig noch unentschlossene Bewegung der Vol verwiesen. Hier sehen wir nun klarer. Wir hatten jetzt viele Wochen mit Dojis nach oben, wo also die Optionskäufer versucht haben noch einmal durch wildes Kaufen von Optionen Geld zu verdienen. Per saldo ist in diesen Wochen aber wie die kleinen Körper der Kerzencharts zeigen nichts passiert. Unentschlossenheit auf hohem Niveau ist die richtige Interpretation. Die letzten Wochenkerze ist nun aber ziemlich eindeutig,

deutliche Beruhigung, **noch ein wenig Angst vor den Tiefstständen Ende Oktober, aber im Gesamtbild doch eine Beruhigung.** Das ist ein sehr gutes Szenario für Vola+Value. Wir werden also vielleicht noch den einen oder anderen Ausreißer nach oben haben, sprich es werden vielleicht noch ein paar Optionen zu Konditionen halber Panik gekauft, aber Optionskäufer werden an diesen wohl nicht viel Freude haben, da sich langsam eine Wende zu einer Bewegung unter die 200-Tage-Linie abzeichnet. Diese heisst für die Volatilität das, was sie auch für die etwa Aktienkursanalyse heisst, Trendwende, Trend hin zu fallenden Preise, nur hier eben nicht fallenden Aktienkursen, sondern fallenden Optionsprämien. Die Marktteilnehmer an den Optionsmärkten sind tendentiell recht gut in derartigen Prognosen. Diese Entwicklung ist damit ein weiterer Beleg für unsere Erwartung einer Marktberuhigung und einer Seitwärtsphase, die wir durch Optionsverkäufe gut nutzen wollen. Der nochmalige Anstieg der Volatilität war im November nicht gut für unsere langfristigen Optionen. Jetzt kommt es aber wohl zum langfristigen Dreh in der Vol-Tendenz. Damit würden dann deutliche Gewinne gerade in diesem Teilbereich unseres Optionshandels erfolgen. Parallel dazu haben wir aber nach dem Anstieg der Optionspreise auch eine Reihe von ultrakurzfristigen Optionspositionen eingegangen, wo wir Prämien für das Stillhalten während einer Woche oder auch nur während einiger Tage erhalten. Hier gehen wir mittels Hit-and-Run vor. Schneller Gewinn, wenn auch nur eine Beruhigung für ein oder zwei Tage absehbar ist. Ein Anstieg nach Ablauf dieser Ultra-Kurzfrist-Positionen ist dann irrelevant.

Unser kürzeste Beispiel: Verkauf von DAX-Optionen Basis 6100 Verfall 2. November 2011 beim Rückschlag des DAX auf ein Niveau von 6110 zu knapp 40 Punkten. Es folgte ein Anstieg bis 6180 Punkte. Der Optionsverfall um 13 Uhr erfolgte um das Niveau von 6150 Punkten. Die Option verfiel wertlos, da der Abrechnungspreis über 6100 lag. 40 Punkte Gewinn = 0,65% für 3 Stunden Risikoübernahme. Am Tagesende (DAX-Stand 6050) wäre die Option schon wieder 50 Punkte wert gewesen, aber da war sie ja schon verfallen. Totalverlust für den Optionskäufer. 100% der Prämie vereinnahmt für uns. Wir wissen nicht, wie es am Montag weitergeht, aber wir hatten, so wie der Tag begann, eine recht sichere Indikation für die nächsten paar Stunden bis zum Verfall, die wir dann so genutzt haben.

Ein erfolgreicher US-Value-Hedge Fonds, schrieb im letzten Report: "Wir haben in den letzten Wochen einige größere institutionelle Investoren, jeder mit mehreren Milliarden Anlagevermögen, besucht, um diese für unseren Fonds zu begeistern und erhielten von vielen die Auskunft, sie würden jetzt ganz kurzfristige Handelsstrategien einsetzen. Wie Value-Analysten damit erfolgreich sein wollen, ganz kurzfristig zu handeln, was aufgrund von Unternehmensinterna offensichtlich nicht geht, wissen wir nicht. Wir bleiben bei unserer Kernkompetenz die richtigen Unternehmen auszusuchen und darin long-short zu investieren."

Unser Kommentar: Wir wissen damit jetzt, woher die irrsinnigen Ausschläge kommen, die wir jüngst gesehen haben. Die Banken können gegen die Bewegungen nicht mehr gegenhalten, da sie wegen der Staatsanleihenmisere Kapitalproblem haben und die Value-Fonds, die auch unten kaufen und oben verkaufen, wollen jetzt zunehmend auch nur noch im Minutentakt handeln. Es fehlen also die klassischen Gegenparteien, die Märkte normalerweise stabilisieren.

In der Gesamtbetrachtung teilen wir die Schuster-bleib-bei-deinen-Leisten-Analyse unserer Geschäftsfreunde. Die aktuellen massiven Ausschläge bringen nicht nur dicke Gewinne, sondern dahinter stehen auch dicke Verluste bei denen, die jeweils die andere Richtung des Trades hatten. Es wird also wahrscheinlich bei diesen Investoren schief gehen und ob man mit Milliarden in den heute illiquiden Märkten sich bewegen kann, wagen wir auch zu bezweifeln.

Wir waren aber immer schon auch im kurzfristigen Segment unterwegs und wir sind klein an Volumen und sehr flexibel. Wir haben immer schon gutes Geld gerade in den letzten zwei Tagen vor Verfall am Verfall der Optionsprämien verdient und die Prognose der Kursentwicklung in den letzten Stunden vor Verfall ist eine Kernkompetenz von uns. Wir verfügen insofern über die ganz kurzfristige Methodik, die Handelssysteme und den Rhythmus der Trader.

Das einzige, was sich für uns damit ändert, ist, dass das, was eher ein Nebengeschäft (Optimierung eines längerfristigen Trades hinsichtlich der letzten Stunden) war, jetzt zu einem Haupt- oder Alleingeschäft (aktives Eingehen neuer Positionen auch nur für kurze Zeit) wird, rein pragmatisch solange es eben so gut funktioniert wie jetzt.

Insofern erwarten wir hier weiter gute Gewinne in den nächsten Monaten.

Die Kernbotschaften dieses Monats:

Solange die politischen Grundfragen nicht gelöst sind und nichts deutet darauf hin, dass dies auch nur geht, schon gar nicht, dass ein Konsens in Europa dazu existiert, haben wir Dauerkrise. Durch die Zentralbanken wird aber Geld in den Kreislauf gepumpt, so dass der GAU ausbleibt.

Die Unternehmensbewertungen sind extrem zu niedrig. Hier existiert langfristig erhebliches Potential.

Die Märkte können aber länger irrational bleiben, als Investoren lieb ist.

Optionskäufer müssen aber nicht nur in der Richtung richtig liegen, sondern auch noch die aktuell hohen Optionsprämien verdienen um schließlich einen Gewinn zu erzielen.

Die Optionspreise schwanken massiv. In einem stark schwankenden Seitwärtsszenario der Kurse opportunistisch entgegen der Tendenz Optionen zu verkaufen, ermöglicht hohe Prämien zu vereinnahmen und von der Gegenbewegung der Kurse, der Optionsprämien und dem Zeitwertverfall gleichzeitig zu profitieren. Nur extreme Kurzfristtrends, die man völlig falsch einschätzt, können in einem solchen Umfeld per saldo deutliche Gewinne verhindern. Deshalb bleibt diese Art des Optionseinsatzes ein Hauptarbeitsfeld in den nächsten Monaten für beide Strategien.

Langfristig dürfte ein Investment in vielen ausgebombten Titeln ein lukrativer Ansatz sein. Wichtig ist dabei auf konstante Einnahmen zu achten. Hohe Dividenden und Ausschüttungen sind in der Null- und Negativzins-Welt das, was Investoren suchen. Deshalb haben wir diese Investments und deshalb sind dort größere Kursverluste ausgeschlossen, weil alle dann sofort zugreifen würden.

Das Gelddrucken hat wieder begonnen und damit gilt wieder einmal Sachwert vor Geldwert. Mit unseren Energieinvestments und Minen sind wir hier gut aufgestellt. Unsere MLPs liefern uns hier das Beste aus zwei Welten, den Sachwert Öl, Gas, oder Pipeline und die hohen laufenden Ausschüttungen.

Langfristig werden wir schöne Gewinne aus der Korrektur der verschiedenen massiven Fehlbewertungen sehen. Kurzfristig mag die Irrationalität noch anhalten, aber wir verdienen ja schon und dann noch zusätzlich viel mehr.