

## Marktstrategie fürs 3. Quartal 2007

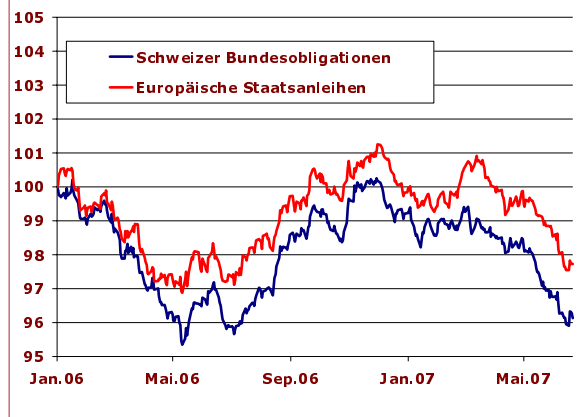
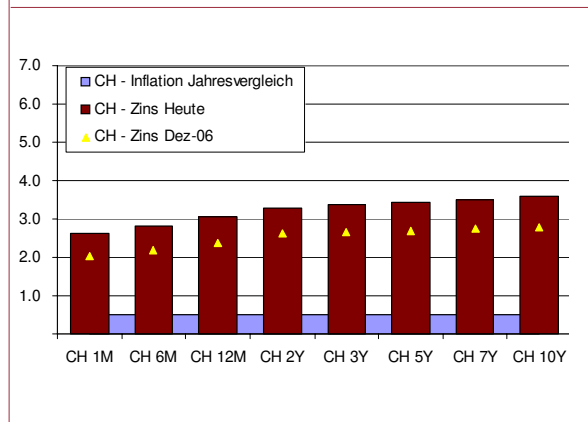
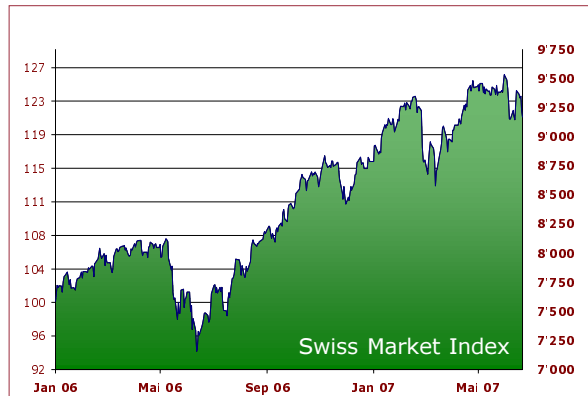
Die Gegebenheiten im hochverzinslichen Rentenmarkt veranlaßten uns, diesen Quartalskommentar kurz vor dem üblichen Termin zu verfaßen.

Die globalen **Aktienmärkte** liegen eine Woche vor Quartalsende rund 6% bis 8% über dem Jahresschluss 2006. Der Deutsche Dax Index, die Koreanische und Brasilianische Börse verbuchen Gewinne von ca. 20%. Schweizer mittelgroße und kleine Firmen haben, gemessen am Swiss Small & Middle Companies Index, mit ca. plus 16% gut mitgehalten.

**Zinspapiere** haben weltweit an Wert verloren. Die Rendite der 10-jährigen Schweizer Bundesobligation stieg um satte 0.77% auf 3.19%, was seit Jahresbeginn einen (temporären) Kursverlust von 7.71% beschert hat. Die 10-jährigen Staatspapiere von Deutschland, den USA und Japan liegen bei 4.65% (+0.78%), 5.13% (+0.52%) und 1.89% (+0.29%).

Die **Währungen** sind nervös und bewegen sich innerhalb von historisch betrachteten engen Bandbreiten. Der EUR und das GBP handeln gegenüber dem Schweizer Franken rund 3% über dem Vorjahresschluss. Der USD liegt, gemessen am CHF, rund 1% höher in der selben Zeitspanne. Nur gegenüber dem Yen hat der CHF ca. 3% an Wert gewonnen.

Das **Weltwirtschaftswachstum ist stabil** in den G-7 und stark wachsend in den Entwicklungsländern. Gesamthaft betrachtet könnte unser



Kommentar hier enden.

Im letzten Quartalskommentar bemerkten wir, daß unseres Erachtens für das Weltwirtschaftswachstum die Probleme am US Hypothekemarkt selber nicht beunruhigend sind. Wir wiesen jedoch darauf hin, daß es schwierig sei, die Konsequenzen der leichtsinnigen Kreditvergaben an Hedge Funds, welche für hypothekengebundene Produkte verwendet werden, beurteilen zu können.

Unterdessen sind zwei Bear Stearns Hedge Funds mit angeblich USD 1.6 Milliarden Eigenkapital und Türmen von geliehenen Geldern von gegen USD 20 Milliarden in Schwierigkeiten geraten. Dass das Eigenkapital mit größter Wahrscheinlichkeit nahezu oder im Fall des kleineren, aggressiveren Funds komplett vernichtet wurde, ist nicht relevant.

Es stellen sich jedoch drei Fragen:

A) Wie groß sind die **direkten Verluste** für alle Finanzinstitute, und nicht nur die namentlich erwähnten wie z.B. Citigroup, Merrill Lynch und Deutsche Bank, welche diese und ähnliche Operationen mit Gusto finanzieren?

B) Werden Finanzinstitute generell **Kredite** für Finanzjongleure sowie gemässigte Investoren **kürzen**?

C) Wird die Zwangsliquidation dieser esoterischen Produkte **Konsequenzen für die Bewertung von ähnlichen Produkten** mit sich führen?

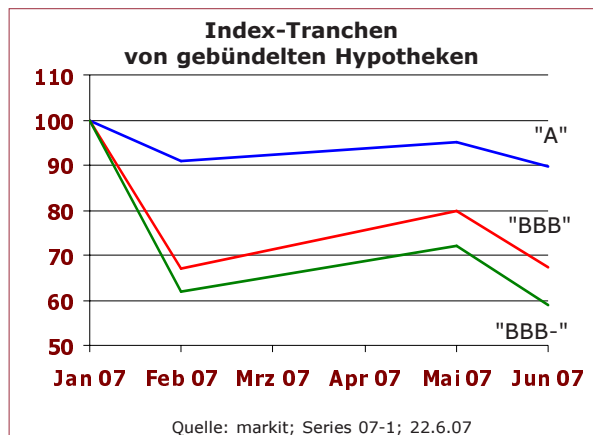
Doch zuerst, mit was für Papieren wird überhaupt spekuliert? Um das Problem bildlich aufzuzeigen verwenden wir eine vereinfachte Graphik, welche Indizes von privaten Häuserhypotheken, die in Anlagepakete gebündelt wurden, aufzeigt. Siehe dazu die Graphik auf Seite 2 (Quelle: Markit). Die blaue Linie repräsentiert eine "A" Bewertung eines Bündels, rot eine "BBB" und grün eine "BBB-". Solche Kreditbewertungen werden seit Jahren von Ratingagenturen für Obligationen ausgestellt. Sie deuten auf die Zahlungsfähigkeit bei Verfall hin.

"AAA" steht für größte Sicherheit mit kleinsten potentiellen Ausfallrisiken (z.B. Schweizer Bundesobligationen). Es folgen "AA", "A" (gute Qualität, z.B. BMW) und "BBB" (für noch akzeptables Risiko, z.B. Asea Brown Boveri; ABB hatte eine "B1" Bewertung im Dezember 2002, als ein Bankrott als möglich erachtet wurde). Anlagen mit "BB", "B" und "C" gelten als "Junk-Bonds" mit großem Ausfallrisiko.

Gemäss dieser Bewertungsskala waren die Hypotheken also relativ sicher. Ohne diese Aussage in diesem Bericht genauer zu beleuchten, möchten wir darauf hinweisen, dass die "relative" Sicherheit dazu geführt hat, Investitionen in solche gebündelte Instrumente mit großem Hebel zu tätigen. Die Konsequenzen sind leicht ersichtlich. Ein Hebel von drei mal Eigenkapital würde im Fall einer Anlage in eine "BBB-" Tranche zum Totalverlust geführt haben. Wir unterstellen Bear Stearns nicht, daß sie dies getan haben, wir haben jedoch verschiedentlich gelesen, daß der Hebel beim kleineren Fund bei 10 mal Eigenkapital lag.

Zurück zu den drei Fragen:

A) Die Einschätzung der direkten Verluste ist schwierig bis unmöglich. Merrill Lynch z.B. versuchte in den letzten Tagen glücklos Papiere im Gegenwert von USD 850 Millionen zu veräußern. Einer unserer Hedge Fund Manager, der im Umstrukturierungsgebiet arbeitet, hat eine Liste von diesen Titeln zur Begutachtung bekommen. Eine seiner Äußerungen war, daß gewisse Positionen schlichtweg nicht zu verstehen seien, weil sie derart verschachtelt sind. Unterdessen gewährt Bear Stearns selber eine Kreditlinie von USD 3.2 Milliarden für einen der beiden von ihnen verwalteten Hedge Funds. Eine der Aussagen von Bear Stearns ist, daß ein Teil der Positionen heute unterbewertet sei, so daß ein solcher Kredit seitens der Institution gewährt werden könne. **Wieviel sind die Anlagen nun tatsächlich Wert, wenn sich also Merrill Lynch und Bear Stearns nicht einig sind** und unser Hedge Fund Manager, als unparteiischer,



potentieller Investor, die Konstrukte nicht leicht auseinandernehmen kann?

Des Weiteren ist klar, daß es nicht nur um die jetzige prekäre Lage geht. Zur Erinnerung, UBS hat die Hedge Funds Gruppe Dillon Read nach einem Handelsverlust von CHF 150 Million anfangs Mai geschlossen. Die Kunden hätten verdient. Im eigenen Buch jedoch wurden Verluste aus angeblich Altpositionen generiert.

B) Wahrscheinlich beantwortet sich die zweite Frage von selbst. In einer Krisensituation werden Kredite immer zurückgefahren. **Was bedeutet das für all die aktuellen und geplanten Firmenübernahmen, welche die Aktienbörsen in den letzten Monaten beflügelt haben?**

C) Die dritte Frage beängstigt uns am meisten. **Wer sind die Endinvestoren, und via welche Wege haben sie investiert?** Es ist davon auszugehen, daß viele institutionelle und private Investoren via Fund-of-Funds investiert sind. Im letzten Quartalsbericht haben wir geschrieben, daß eine steigende Aktienbörse es ermöglichen würde, solche Probleme über Zeit zu lösen. **Dies scheint nun mit dem Bear Stearns Debakel nicht mehr möglich zu sein.** Wir erwarten, daß in den nächsten Monaten die verschiedensten Fund-of-Funds enttäuschende Resultate zeigen werden.

Selbstverständlich sind die meisten dieser Funds nur teilweise in solche Strategien investiert. Aber wenn in der Vergangenheit das Marketingdepartment einer Finanzgruppe stetige Gewinne mit tiefer Volatilität versprochen hat, dann muß der Endinvestor enttäuscht sein, wenn er nur noch wenig verdient, weil innerhalb eines Fund-of-Funds die "aufgeflogenen" Anlagen an der Gesamtrendite zerren. Im konkreten Fall des grösseren Bear Stearns Fund habe dieser in den 41 Monaten bis März 2007 jeden Monat positiv mit einem Gewinn von 1%-1.5% abgeschlossen (Stand April 07: minus 5% seit Jahresbeginn). **Werden nun Rückgaben von enttäuschten Fund-of-Funds Anlegern unvermeidlich die Liquidationsspirale antreiben?** Könnte die Liquidation von leicht handelbaren Papieren wie Obligationen und Aktien gebraucht werden um solche Rücknahmen zu finanzieren? Wer aber bleibt hängen mit den weniger liquiden Papieren und mit was für Bewertungen werden diese gehalten?

Weil zum jetzigen Zeitpunkt niemand diese Fragen beantworten kann, haben wir die Aktienquote in den Kundendepots um bis zu 10% reduziert.

Kontakt:

Lenox Capital AG  
Löwenstrasse 11  
CH-8001 Zürich

+41 44 210 25 55

markus.bamert@lenox-cap.ch

Die geäußerten Meinungen in diesem von Lenox Capital AG verfassten Bericht basieren auf Quellen und Informationen, die wir als zuverlässig erachten. Lenox Capital AG kann jedoch keine Gewähr für die Richtigkeit und Vollständigkeit der Informationen geben. Des weitern kann sich die Interpretation und Meinung der Lenox Capital AG jederzeit an neue Marktgegebenheiten anpassen. Der Leser dieses Berichts ist eigenverantwortlich für seine Anlageentscheide und Aktivitäten.