

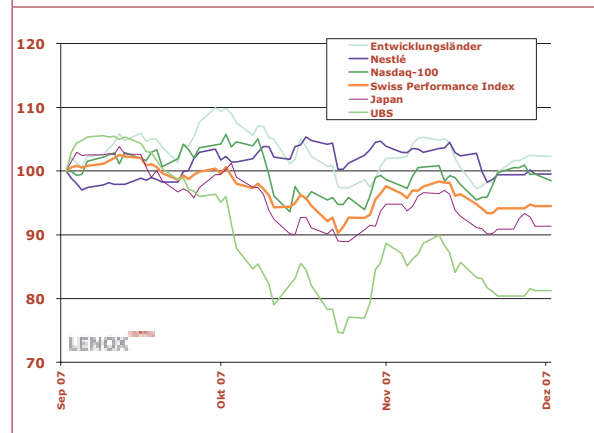
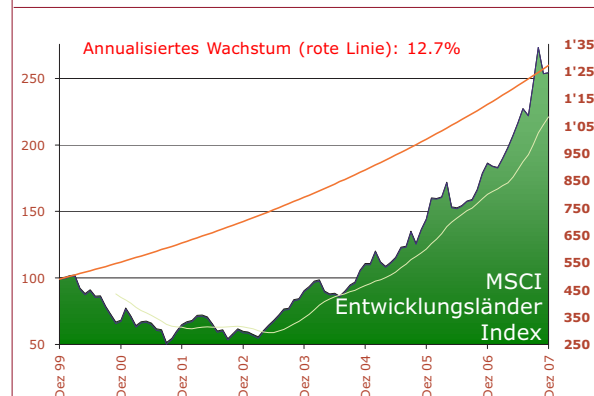
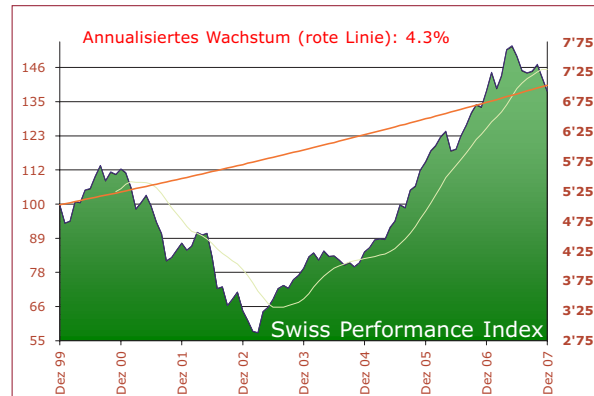
Marktstrategie fürs 1. Quartal 2008

Die Hauptaktienbörsen haben im Jahre 2007 zwischen plus 7% und minus 11% geschlossen. Dieser für uns etwas salopp gewählte Jahresvergleich rührt daher, dass die durchschnittliche Börsentendenz im verflossenen Jahr unwichtig war. Wie wir weiter unten schreiben, war speziell die zweite Hälfte von 2007 verantwortlich für die **Jahresperformance. Sie war ausgeprägt aktienspezifisch und themaabhängig**, und widerspiegelte das unterliegende gesamtwirtschaftliche Wachstum der verschiedenen G7 Länder nur wenig.

Wir beendeten unsere letzte „Marktstrategie“ mit dem Kommentar die Aktienquote nahe beim Soll zu belassen und das Wettrennen in die momentumgetriebenen Märkte nicht mitzumachen. Seit dann hat dieses konsequente Verbleiben mit den gemässigten Managern einiges Kopfzerbrechen beschert.

Institutionelle Anleger haben nämlich seit dem Sommer in ihrem üblichen Herdentrieb schonungslos Aktien verkauft. Verständlicher- und oft richtigerweise Finanzwerte, welche sowohl abgebaut wie auch im grossen Stil leerverkauft wurden. Jedoch eher unverständlich wurden mittelgrosse und kleine Firmen aus den Depots geworfen. Dies offensichtlich mit einer Vehemenz, dass Firmen, die weder teuer noch billig bewertet waren, auf Niveaus gedrückt wurden, welche wieder Firmenübernahmen ermöglichen.

Wir meinen damit nicht Finanzinstitute wie z.B.



eine UBS, sondern Industriefirmen wie z.B. eine Agfa Gevaert, die von Mitte Jahr bis Mitte November 2/3 ihres Werts verlor. Verschiedene erfahrene wertbasierte Fondsmanager halten diese Firma in ihren Fonds, was uns bestätigt, dass unser unabhängig denkender Manager nicht der einzige ist, der ein Potential in der Umstrukturierung der Firma zu erkennen glaubt. Mit diesem Kommentar empfehlen wir nicht diese Aktie zu kaufen, sondern versuchen zu erklären, wie wir Positionen von unseren Managern vergleichen mit denen von anderen Managern, die eine ähnliche Anlagestrategie verfolgen. Dadurch können wir nachvollziehen, ob die Manager auch umsetzen, was sie versprochen zu tun.

Wenn also unsere „gemässigten“ Fondsmanager in einem wenig liquiden Marktumfeld wie heute Fondsrücknahmen erhalten, weil an den Finanzmärkten eine Umschichtung in Wachstumstitel stattfindet, können sie gezwungen werden Positionen mit marktüberdurchschnittlichem Potential zu reduzieren. Die Verkaufsgründe haben also nicht mit dem spezifischen Umstrukturierungspotential z.B. einer AGFA sondern schlicht und einfach mit dem Umschichten von kleineren Firmen und Substanzwerten in Wachstumstitel und grosskapitalisierte Aktien zu tun. **Diese Umschichtungen werden nun in einem labilen Umfeld scheinbar so brutal ausgeführt, dass man sich fragen darf, ob die Entscheidungsträger überhaupt wissen, was sie wie tun.** Selbstverständlich leiden kleinere Firmen in einer Rezession erfahrungsgemäss mehr als die grossen. Aber wenn 2008 eine Rezession in den G-7 Ländern erwartet wird, kann ein brutaler Wechsel in den Wachstumsfirmen nur ein Schritt vom Regen in die Traufe sein.

Inwieweit diese institutionellen Umschichtungen fortgeschritten sind, ist schwierig abzuschätzen. Ob es doch noch richtig wäre zumindest einen Teil der Anlagen mit den übertrampelten Substanzwertmanagern zu veräussern, scheint gegen den **simplem Grundsatz zu gehen, günstig zu investieren und teuer zu verkaufen.**

Verschiedene weitere Überlegungen führen zum gleichen Schluss:

1) **Viele Firmen sind so weit gefallen, dass sie auf diesen tiefen Niveaus günstig sind.** In äusserst zynischer Weise wird diese Annahme durch den Branchenliebling Goldman Sachs untermauert. Nachdem Kunden mit dem GS Global Alpha Hedge Fund in den ersten 11 Monaten von 2007 anscheinend beinahe 40% an Wert verloren haben, gab die Firma kurzerhand bekannt, dass sie ihren Kunden einen neuen Hedge Fund offeriert, der mit weniger Fremdfinanzierung und einem neuen Anlageansatz operiert, nämlich der Analyse gemäss dem fundamentalen „bottom-up“ Prinzip. **Also genau das, was einen wertbasierten Manager in guten und schlechten Zeiten ausweist: Analyse.** Wir schliessen daraus, dass Goldman Sachs für die unmittelbare Zukunft keine grossen Chancen sieht, für sich mit quantitativen Modellen Management- und Performance-Fees zu generieren. Gemäss Pressereporten hat GS kommentiert, dass der alte Fund mit einem verwalteten Vermögen von mehr als USD 10 Milliarden so oder so zu gross gewesen sei. Bloomberg meldete, dass das Fee-Einkommen vom Alpha Fund für GS im Jahr 2006 bei USD 700 Millionen lag. Das verwaltete Kapital des Alpha Funds liegt heute bei angeblich USD 3 Milliarden. Marktgeschwätz sagt, dass GS Ambitionen hat, Kapital für den grössten Hedge Fund bei der Lancierung zu sammeln. Man spricht von rund USD 10 Milliarden...

2) Anstatt nur zu entscheiden, wo allenfalls zu de-investieren sei, weil die Performance in den verflochtenen sechs Monaten enttäuschend war (Siehe oberste Graphik auf Seite 3), untersuchen wir nun, **wohin denn die Anlagegelder in den G-7 Ländern tatsächlich flossen.** Und das ist vielleicht noch aussagekräftiger. Die stärkste G-7 Länderbörse war **Deutschland** mit plus 22.3%. Die stärksten Gewinner vom DAX sind die Deutsche Börse (plus 94.8%) und Volkswagen (plus 81.7%), beide Übernahmekandidaten, also einmalige Gründe. Es folgen mit Gewinnen zwischen 67%



und 41% die Firmen Man, Bayer, Siemens, Daimler und E.ON (Exporte in Entwicklungsländer, Grundversorgung). **Solche Aktien haben seit der ersten US Zinssenkung Mitte August, entlang der Stärke in den Entwicklungsländern, nochmals stark an Wert gewonnen.** Lohnt es sich heute noch, enttäuschende Fonds mit solchen zu ersetzen, welche die enorm gestiegenen Übernahmekandidaten und Infrastrukturwerte vom DAX übergewichtet haben?

Wie sieht es sonst in Europa aus? Die grössten Gewinner vom **Eurostoxx 50** sind, und wen überrascht dies: Deutsche Börse und Volkswagen,

gefolgt von Nokia (plus 71.3%). **Frankreich:** ArcelorMittal (Stahl; plus 66.3%), Electricité de France (plus 47.6%), Alstom (+43.1%). Der selbe Tenor in der **Schweiz:** ABB (plus 49.3%) und Bank Bär (plus 39.5%; siehe dazu Seite 4 mit der SMI-Graphik mit Jahres/Quartalsgewinn). Internationale Werte im Natural Resources Bereich trumpfen in der **UK** Tabelle an vorderster Stelle: Amec, Rio Tinto, Cairn, Vedanta BG Group und BHPBilliton verbuchen Jahresgewinnen von zwischen plus 65% und 99%.

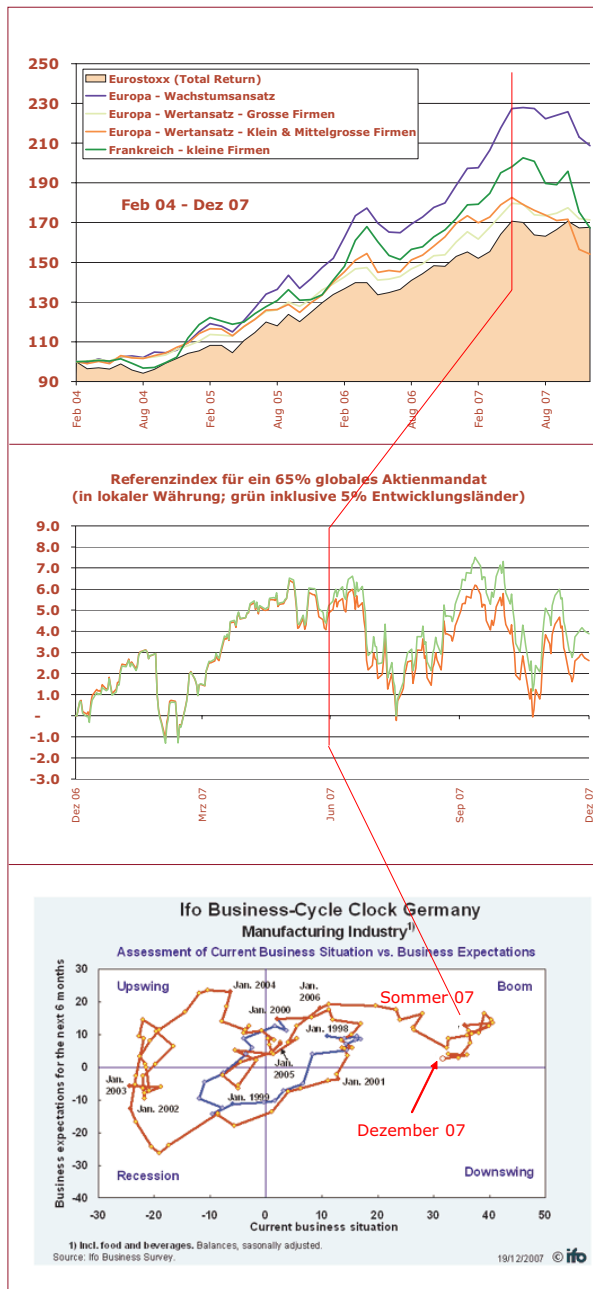
Ähnliches in den **USA.** Nebst Energie- und Infrastrukturwerten sind es vor allem Technologieaktien, die als Gruppenleader figurieren. Im technologie-lastigen Nasdaq 100 (Jahresplus von 19.2%) führt das chinesische (!) Internetportal Baidu.com mit einem Jahresgewinn von 246.3%.

3) Entwicklungsländerbullen sind selbstverständlich der Meinung, dass Punkt 2 nur widerspiegelt, wo in der Welt zum Tanz aufgespielt wird, wie dies der Ex-Chef der Citigroup noch im Sommer so treffend beschrieb. Unsere Überlegung geht jedoch etwas tiefer. Können wir es verantworten für Kunden, die uns einen grossen Teil ihres Vermögens anvertraut haben, jetzt vermehrt mitzutanzten, nur weil andere Partygänger es so vorleben? **Heisst Kapital zu schützen nicht auch leichtsinnige Entscheide zu meiden? Heisst Diversifikation nicht mit verschiedenen Managern zu investieren, die eine ungleiche Strategie in verschiedenen Rechtshoheitsgebieten verfolgen, mit dem Risiko, dass nicht alle im gleichen Moment steigen und fallen?** Wieviel kann direkt in Einzelländer investiert werden, in welchen politische Willkür an der Tagesordnung ist oder die Liquidität künstlich knapp gehalten wird um unter anderem spektakuläre Erstemissionen zu garantieren, wie dies auch mit Xinjiang Goldwind Science & Technology der Fall war? Die chinesische Windenergiefirma platzierte 8% des Aktienkapitals im freien Handel und die Aktie eröffnet 3 mal höher als der Emissionspreis. Übrigens hat Mitte November ein chinesischer Regierungsreport

gemeldet, dass **rund 2/3 von chinesischen Unternehmen über zu grosse Sektor-Produktionskapazitäten lamentieren. Unter anderen im Textil- und Pharmabereich. Wenn diese Information stimmt, wo ist die unersättliche Inlandnachfrage, welche die drosselnde Nachfrage seitens den USA ersetzen soll?**

4) Was wäre überhaupt der mögliche Performanceimpakt gewesen, wenn z.B. in einem 65% Aktienmandat seit anfangs Jahr 5% vom Gesamtvermögen (entsprechend 7.7% der effektiven Aktienquote) in den MSCI Emerging Markets Index investiert worden wäre, welcher in USD 39.2% an Wert zulegte? Die Graphik rechts in der Mitte weist einen **Potentialunterschied von rund 1.3% aus, dies jedoch erst seit Mitte Jahr**, und dies ohne Berücksichtigung des Dollarfalls von rund 7%. Wie wir bereits im letzten Bericht geschrieben, sind wir nicht gegen das Investieren in Entwicklungsländern. **Was uns jedoch gänzlich widerstrebt ist zu investieren wo gemäss unserer Einschätzung vor allem momentum-getrieben gewettet wird.** Ein 365%-iger Zwei-Jahresgewinn der Börse von Shanghai steht in keiner Relation zum künftigen unterliegenden Wirtschaftswachstum. Was das Risiko von momentum-getriebenen (und fremdfinanzierten) Anlagestrategien ist, hat der Goldman Sachs Global Alpha Hedge Fund gezeigt. Ein Wertverlust von 22.5% wie im August 07 ist hart wieder gut zu machen. Ein **Verlust des Nasdaq 100 von 10.9% in nur vier Tagen anfangs November 07 zeigt wie labil die Märkte weiterhin sind.** Siehe dazu die unterste Graphik auf Seite 1. Nur zur Erinnerung und nicht als Prognose gedacht: Von August 2000 bis März 2001 verlor der Nasdaq 100 Index 71% an Wert, im liquidesten Markt der Welt.

Das Kopfzerbrechen seit dem Sommer hat also wenig(er) mit der Wahl der bestehenden Manager zu tun, welche im jetzigen Umfeld unter Gegenströmungen leiden, sondern mit der angeblich fast einzig verbleibenden Anlagealternative: Entwicklungsländer, Rohwaren etc. und das dazupassende ethisch



korrekte Investieren, die unseres Erachtens allesamt in einer krass beschleunigenden Modephase eines 5-jährigen Bullenmarkts sind.

Alle anderen Anlagen, sofern sie nicht irgendwie in dieses Thema passen, sind verpöht. Kundenberater von Fondsvertriebsgesellschaften bekommen ein müdes Lächeln, wenn wir sie auf günstig bewertete Anlagen ansprechen wie z.B. den schlechtesten Aktienmarkt der Welt: **Japan**. Sind nicht mehr als 50% des Bruttonationalprodukts von Japan exportgetrieben – und dies mehrheitlich in die asiatische Region? Dieser Anteil ist grösser als in allen anderen G-7 Ländern. Wieso sinkt die japanische Aktienbörse jedes Mal, wenn in den USA enttäuschende Wirtschaftszahlen publiziert werden, aber die US Börse es spätestens nach einem Tag elegant wegsteckt? Ist Toyota Motors Jahresverlust von 20% gerechtfertigt und ist Volkswagen mit einem Jahresanstieg von 81.7% noch heute die bessere Investition? Was sind die Gründe für Dubai International Capital LLC, USD 500 Millionen in Sony zu investieren, wenn nicht von einem Anstieg zu profitieren. Dies just wenn **Anlagefonds enorme Rücknahmen von desillusionierten Anlegern erfahren**. Angeblich sei seitens dieser Gruppe eine weitere Milliarde bereit in Japan zu investieren.

Mit ähnlicher Vehemenz habe ich zwischen 1998 und 2000 gegen die Technologierallye gewettet. Auch zum damaligen Zeitpunkt wurden Substanzwerte ignoriert. Um nicht als ewiger Schwarzmalzer zu gelten, weisen wir darauf hin, dass **meine Quartalsberichte im 2002-2003 das Aufwärtspotential aufzeigten**. Auch beurteilten wir in den letzten Berichten die heutige Bankkrise erstrangig als die von Finanzinstituten, welche zwischenzeitlich in einem ersten Schritt begonnen haben ihren selbstverschuldeten Scherbenhaufen aufzuräumen. Zu hohen Kosten für die treuen Alt-Aktionäre haben sie Neu-Investoren gefunden um sich zu rekapitalisieren. Inwieweit die G-7 Wirtschaft – mit einem Wachstum um die knapp 2% - mit einem blauen Auge davon kommt, können wir wie wohl die meisten weiteren Investoren nicht voraussagen (Siehe IFO Graphik linker Hand). Immerhin haben

die Schwarzmaler trotz enormen Unbekannten die Oberhand bis jetzt nicht gewonnen.

Nach den grossen Marktverwerfungen seit August haben wir das Lenox Geschäftsmodell, nämlich das **langfristige Investieren für grössere Vermögen durch Haussen und Baissen via passive Strategien und talentierte Fondsmanager**, kritisch überprüft.

1. In einer extrem unsicheren Phase haben wir die Gesamtrisiken in den Kundendepots im Sommer leicht reduziert, und halten etwas Cash in den Depots.

2. Unsere Entscheidung nicht in momentumgetriebene Strategien umzusteigen, hat die Performance – relative zu Referenzindizes – seit dem Sommer zurückgehalten. **Weil der Schutz des Anlagekapitals von Privatpersonen wichtiger ist als ein relatives Wettrennen einen Referenzindex zu schlagen, würden wir in einer ähnlichen Situation strategisch gleich handeln.**

3. Wir erlitten **keine Ausfälle von Strategien, die in sich zusammenfielen und/oder vor Rücknahmen gestoppt wurden.** Das bestätigt uns, bei der Auswahl von Strategien und Managern kritisch zu bleiben. Nicht alles, was glänzt, ist anhaltend.

4. **Das Vertrauen in einen Manager ist bei einer Fondsstrategie das Allerwichtigste.** In den letzten sechs Monaten haben wir Manager mit enttäuschender Performance kritisch untersucht, aber keinen Grund gefunden diese zu ersetzen, weil sie **unseres Ermessens so investieren, wie sie versprochen es zu tun.** Im vergangenen Jahr haben wir nur in zwei Fällen das Vertrauen in die Umsetzungsmöglichkeit der respektiven Strategien und nicht in das Fachwissen der Manager verloren, sodass wir eine Änderung vornahmen.

5. **Mit einer leichten Anpassung an unseren Anlageansatz, nämlich eine Entwicklungsländerkomponente in die Referenzindizes einbauen,** zwingen wir uns formell, das langfristige Potential von Entwicklungsländern nicht aus den

Augen zu verlieren. Inwieweit wir solche Positionen in den Depots in der nahen Zukunft ändern, hängt jedoch von der Marktentwicklung ab und nicht von der Indexperformance. Wie oben erwähnt lehnen wir die Aufforderung zum (Momentum-) Tanz - zu diesen Preisen – weiterhin höflich ab.

Seit dem Jahr 2000 verfolgen wir diesen disziplinierten globalen Ansatz. In dieser Zeit sind die letzten sechs Monate mitunter die schwierigsten gewesen. Der kurzfristige Erfolg hängt nun davon ab, wie sich die Dislokationen an den Börsen in den nächsten 3-6 Monaten ordnen werden. Damit würde sich die relative Performance einiger unserer Manager innerhalb akzeptabler Zeit wieder bereinigen. Die Entwicklung seit dem Mitte-November-Tief stimmen uns diesbezüglich positiv.



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.

