

GANÉ Aktiengesellschaft

„Letter to Partners“ 2007/2008

Inhaltsverzeichnis

	Seite
GANÉs Performance vs. DAX-30	2
Über GANÉ	3
Das allgemeine Bild im ersten Kalenderhalbjahr 2008.....	5
Unsere Aktivitäten im abgelaufenen Geschäftsjahr 2007/2008	9
Partnertreffen	15
Ausblick	16

GANÉs Performance vs. DAX-30

	<u>Jährliche Änderung in Prozent</u>				
	für den Buchwert pro GANÉ-Aktie <u>(1)</u>	für den Buchwert pro GANÉ-PPS <u>(2)</u>	für den DAX-30 <u>(3)</u>	Relatives Ergebnis <u>(1)-(3)</u>	Relatives Ergebnis <u>(2)-(3)</u>
<u>Geschäftsjahr</u>					
2007/2008 ¹	0,4	0,0	-20,4	20,8	20,4

¹ Am 2. Januar 2008 begannen wir mit der operativen Tätigkeit. Das Geschäftsjahr endete mit dem 30. Juni 2008. Der Buchwert des Partnerpartizipationsscheins hat sich im Berichtszeitraum von 50.000,00 Euro auf 50.016,17 Euro erhöht. Da wir einen Investitionsschwerpunkt in Deutschland haben und bevorzugt in Aktien investieren, erscheint uns der bekannte und solide Blue-Chip-Index DAX-30 als Vergleichsmaßstab geeignet. Die Vergleichsperiode umfasst den 31. Dezember 2007 bis einschließlich 30. Juni 2008.

Über GANÉ

GANÉ ist eine Investmentpartnerschaft

Wir verstehen Investieren als unternehmerische Tätigkeit. Gemeinsam mit unseren Partnern bilden wir eine Investmentpartnerschaft nach dem Vorbild von Warren E. Buffett (1956-1969).

GANÉ ist ein eventorientierter Valueinvestor

Wir investieren in Unternehmen, die sich in einer operativ oder strukturell besonderen Situation befinden, beispielsweise in einer Kapitalmaßnahme. Wenn positive Events bei gleichzeitig geringem Risiko vorliegen, bieten sich für uns Gelegenheiten, Fehlbewertungen zu entdecken und diese zeitnah auszunutzen. Dabei sehen wir die Realisierungsdauer als wichtigen Einflussfaktor für die Rendite.

Wir orientieren uns an der Valuephilosophie, die sich auf die spezifische Analyse der Qualität und Fundamentaldaten von Unternehmen konzentriert. Langfristig setzen sich Qualität und Fundamentaldaten durch, d.h. Wertpapierpreise reflektieren über die Zeit den intrinsischen Wert eines Unternehmens. Wir entwickeln den inneren Wert einer Investition als Erwartungswert aus verschiedenen Szenarien. Eine hohe Wahrscheinlichkeit für den Eintritt unserer Erwartung ist entscheidend. Dem Grundsatz des Kapitalerhalts und einer möglichst hohen Sicherheitsmarge als Differenz zwischen intrinsischem Wert und Marktpreis messen wir zentrale Bedeutung bei.

10 Investmentprinzipien

- Wir verstehen Investieren als eine unternehmerische Tätigkeit, die wir auf einer rationalen, konservativen und dauerhaften Grundlage betreiben.
- Investitionen erfolgen innerhalb unseres „Circle of Competence“. Wir investieren nur in Unternehmen, die wir verstehen.
- Wir investieren, wenn ein unternehmensspezifisches Event vorliegt. Damit erreichen wir eine bessere zeitgewichtete Rendite und eine Begrenzung des Marktrisikos.
- Wir investieren auf der Grundlage einer hohen Sicherheitsmarge als Differenz zwischen intrinsischem Wert und Marktpreis.
- Der intrinsische Wert ist der Barwert des freien Cashflows, der einem Unternehmen entnommen werden kann.
- Eine hohe Wahrscheinlichkeit für den Eintritt unserer Erwartungen ist entscheidend.
- Ein neues Investment muss das Chance-Risiko-Profil des Portfolios verbessern.
- Wir investieren in Unternehmen, denen es gut oder zunehmend besser geht.
- Wir orientieren uns an Zahlen, Fakten und Ergebnissen.
- Kapitalerhalt ist uns wichtiger als die Erzielung von Rendite.

Name

Der Begriff GANÉ ist in keinem Lexikon zu finden. Es handelt sich um eine Wortschöpfung, die wir von dem indischen Begriff Ganesha abgeleitet haben. Ganesha wird verehrt als Herr über den Anfang und als Gott des Intellekts und der Weisheit. Die meisten indischen Kaufleute sehen in ihm ihren Schutzpatron. Er wird mit Hingabe zu Beginn jedes Rituals geehrt.

GANÉ, wie wir es verstehen, steht dafür, Investmentideen auf der Basis von Rationalität und Erfahrung zu entwickeln und umzusetzen.

Mitglieder des Vorstands

J. Henrik Muhle (Jg. 1975), bisherige Tätigkeit: Portfoliomanagement (ACATIS)

Dr. Uwe Rathausky (Jg. 1976), bisherige Tätigkeit: Wirtschaftsprüfung (KPMG)

Beteiligungsmöglichkeit

Wir sind eine Investmentpartnerschaft in der Rechtsform der deutschen AG & Partnerpartizipationschein. Investoren können an der wirtschaftlichen Entwicklung durch Zeichnung des Partnerpartizipationsscheins teilhaben.

Das allgemeine Bild im ersten Kalenderhalbjahr 2008

Investments in Aktien waren im ersten Halbjahr 2008 unpopulär, wie ein Blick auf die Entwicklung verschiedener Aktienindizes verdeutlicht (Quelle: FAZ):

DAX-30	-20,4%
Dow-Jones	-14,4%
Euro Stoxx 50	-23,8%
Nikkei 225	-11,9%.

Investoren, insbesondere in Europa, zogen Kapital aus Aktienfonds ab.² Die zunehmende Risikoaversion drückte sich in einem weltweiten Anstieg der Risikoprämien - beispielsweise gemessen an der Differenz zwischen Staatsanleihen erstklassiger Schuldner und Unternehmensanleihen - aus. Die Hedge-Fonds-Branche verzeichnete das schlechteste Ergebnishalbjahr seit 20 Jahren.³ In diesem Umfeld erzielten selbst Investoren mit einem breiten Anlagespektrum (Aktien, Anleihen, Immobilien, Rohstoffe) wie staatliche Pensionsfonds häufig ein negatives Kapitalanlageergebnis.⁴

Die aktuelle Finanzmarktkrise

Als im Jahr 2007 im Zuge der Subprime-Krise aus verschiedenen Investmentvehikeln Kapital abgezogen wurde, stellten sich für Anleger teils erhebliche Verluste ein.⁵ Nach Meinung ihrer Fondsmanager hätten derartige Kursverluste - ausgelöst durch externe, angeblich sehr seltene Ereignisse - so gut wie nie (einmal in 1.000 Jahren oder noch seltener) auftreten dürfen.

Ähnlich argumentierten die Manager von Long Term Capital Management (LTCM) bereits im Jahr 1998.⁶ Obschon sich ihre Investments nach einer Normalisierung historischer Risikoprämien wie erwartet entwickelten, konnten sie ihre Investmentpositionen aufgrund einer exzessiven Fremdfinanzierung (bis zu 100-facher Hebel auf das eingesetzte Eigenkapital) nicht durchhalten. Die Anleger verloren einen Großteil ihres eingesetzten Kapitals. Das Management selbst war Pleite gegangen und das Weltfinanzsystem stand am Rande des Zusammenbruchs. John Maynard Keynes, einer der bedeutendsten Ökonomen des 20. Jahrhunderts, erkannte bereits Jahrzehnte zuvor: „Markets can remain irrational longer than you can remain solvent.“⁷

Der Zugang zu Finanzierungsmitteln über den Kapitalmarkt ist eine der wichtigsten Voraussetzungen für das Funktionieren vieler Geschäfts- und Investmentstrategien, wie zum Beispiel dem Verbriefen und Platzieren von Forderungen. Es ist naiv zu glauben, dass der Kapitalmarkt für jeden Marktteilnehmer und zu jeder Zeit eine Refinanzierungsmöglichkeit bereithält. Diese Erfahrung machten jüngst Anleger von Northern Rock, Bear Stearns oder der IKB Deutsche Industriebank AG. In der aktuellen Finanzkrise mussten Investoren und Manager feststellen, dass zeitweilig so gut wie kein Zugang zum finanzierenden Kapitalmarkt - teilweise unabhängig von der Höhe der Risikoprämie - mög-

² Die Börsenzeitung berichtete am 12. Juni 2008 über Mittelabflüsse aus europäischen Aktien-Publikumsfonds in Höhe von 80 Mrd. Euro im ersten Quartal 2008, nach 60 Mrd. Euro Abflüssen im Gesamtjahr 2007.

³ Hedge Fund Research (9. Juli 2008).

⁴ Bloomberg zufolge verzeichnete der norwegische Government Pension Fund im ersten Quartal ein Minus von 5,6%.

⁵ Zum Beispiel sank das Volumen des von Mark Carhart und Raymond Iwanowski gemanagten Goldman Sachs Global Alpha Fonds in 2007 von 12 Mrd. USD auf 2,5 Mrd. USD, bei einem Kursverlust von ca. 40%, vgl. Bloomberg, 24. Juni 2008.

⁶ Das Buch „When Genius Failed: The Rise and Fall of Long Term Capital Management“ von Roger Lowenstein liefert eine ausführliche Beschreibung der damaligen Ereignisse.

⁷ Zitiert aus Lowenstein: When Genius Failed: The Rise and Fall of Long Term Capital Management, S. 123.

lich war. Diese Zustände sind zugegebener Maßen selten. Aber sie können auftreten, und sie existieren heute. Wenn diese Ereignisse in mathematisch-präzisen Modellen nicht adäquat abgebildet sind, können sich statistisch unterstellte Zusammenhänge zeitweilig verändern: Zum Beispiel kann eine positive statt negative Korrelation verschiedener börsennotierter Aktien und Anleihen auftreten. In den Modellen sind dann real existierende Risikofaktoren nur unzureichend formuliert, während in der Krise die tatsächlich eingegangenen Risiken sichtbar werden.

Ein Rückversicherer würde, wenn er solide ist, nie auf die Idee kommen, für ein sehr seltenes Ereignis, wie etwa ein Jahrhundertbeben in Kalifornien, auf eine adäquate Rückstellung zu verzichten. Noch viel weniger würde er mit fortwährendem Ausbleiben des Schadensereignisses seine Risikoposition sukzessive erhöhen, weil er weiß, dass das Erdbeben irgendwann eintreten wird.

Angewendet auf diverse alternative Investmentstrategien sagte Charles T. („Charlie“) Munger, der Berkshire-Vize und Investmentpartner von Warren Buffett, dazu:⁸ „Many claim alpha - but really they are taking earthquake risk.“ Damit meint er, dass viele Marktteilnehmer für sich in Anspruch nehmen, eine höhere Rendite im Vergleich zum allgemeinen Markt zu erzielen. Sie erkaufen sich diese jedoch durch das Eingehen seltener, aber extremer Risiken.

Auch eine solide Private-Equity-Gesellschaft würde nie auf die Idee kommen, eine Erwartungsrendite darauf zu stützen, ein erworbenes Unternehmen allein aufgrund eines höheren Verschuldungs-Multiplikators weiterverkaufen zu können.⁹

Charlie Munger nannte bei der diesjährigen Hauptversammlung von Wesco Financial Corp., deren Hauptgesellschafter Berkshire Hathaway ist, drei Gründe für eine solche Finanzmarktkrise: Gier, Neid und eine schreckliche Bilanzierung.¹⁰ Den Punkt der „schrecklichen Bilanzierung“ wollen wir nachfolgend an einem Beispiel aufgreifen:

Bei einem Nullsummengeschäft zweier Parteien muss die eine unweigerlich das verlieren, was die andere gewinnt. Wenn bei einem schwebenden derivativen Geschäft beide Parteien gleichzeitig einen Buchgewinn ausweisen, dann verkennt die Rechnungslegung die ökonomische Realität. Warren Buffett erläuterte diesen Sachverhalt bereits vor sechs Jahren.¹¹ Weil für viele Derivate keine liquiden Märkte existieren bzw. die Derivate absichtlich so konstruiert sind, dass sie keinem öffentlich Marktpreis unterliegen, wird statt einer Marktbewertung („mark-to-market“) eine Bewertung mit Modellen („mark-to-model“) vorgenommen. Die Ergebnisse solcher Modelle können variieren. Insbesondere wenn die Erfüllungszeitpunkte weit in der Zukunft liegen und in den Verträgen verschiedene Bezugsgrößen bestehen, können, bei Anwendung unterschiedlicher Bewertungsmodelle, beide Vertragsparteien einen (Schein-)Gewinn während der Vertragslaufzeit ausweisen.

Warren Buffett: „In extreme cases, mark-to-model degenerates into what I call mark-to-myth.“

⁸ Munger, Wesco-Hauptversammlung 2008.

⁹ Viele Private-Equity-Gesellschaften verhielten sich aber nicht solide. In den letzten Jahren kauften sie Unternehmen mit einem minimalen Eigenkapitaleinsatz. Die Haltedauer der Unternehmen betrug teilweise nur wenige Monate. In dieser kurzen Zeit sind wesentliche operative Verbesserungen meist nicht zu erzielen. Stattdessen wurden das Eigenkapital der Unternehmen ausgekehrt, die Verschuldung erhöht und die Unternehmen verkauft, nicht selten an eine andere Private-Equity-Gesellschaft.

¹⁰ „Greed, envy, and terrible accounting was part of it.“ Gier entsteht durch Neid und ist das Grundmuster jeder Börsenkurs-übertreibung in Hausse-Märkten. Verkäufer, Strukturierer und Vertriefer von US-Subprime-Loans vereinnahmten jahrelang hohe Gebühren, ohne auf die langfristigen Folgen Ihres Handelns Rücksicht zu nehmen. Über einen langen Zeitraum steigende Häuserpreise dienten einer ganzen Nation als vermeintliche Sicherheit für die, teils 100%-ige Fremdfinanzierung ihrer Eigenheime. Gespeist wurde das System von der weltweiten Liquiditätsschwemme im Nachgang der geplatzten Internet-Blase aus dem Jahr 2000. Steigende Zinsen und stagnierende/fallende Häuserpreise markierten den Anfang der US-Subprime-Krise.

¹¹ Vgl. Geschäftsbericht Berkshire Hathaway 2002, S. 13.

Diese Scheingewinne können nur bis zum Erfüllungszeitpunkt aufrechterhalten werden. Stellen sich die Gewinne als tatsächliche Verluste heraus, ist das Vertrauen in die Finanzbranche im Allgemeinen, ob im Einzelfall gerechtfertigt oder nicht, erschüttert.

Die bisherigen Folgen der Krise:¹²

in Mrd. EUR	Wertberichtigungen	Kapitalaufnahme	Arbeitsplatzabbau
weltweit	255,7	205,0	90.700
Nordamerika	113,3	101,2	66.700
Europa	128,9	92,3	23.300
Asien	13,5	10,5	700
1. Citigroup	27,3	28,1	13.900
2. UBS	24,4	18,6	7.000
3. Merrill Lynch	23,7	11,4	5.200
4. HSBC	12,5	2,2	1.650
5. IKB	10,3	8,5	0
6. Bank of America	10,2	13,2	11.150
7. RBS	9,8	15,5	7.200
14. Deutsche Bank	4,9	2,1	500

Chancen in der Krise

Aktien fallen in einer solchen Krise möglicherweise so lange, bis eine Depression Unterbewertungen an der Börse hervorbringt, die opportunistische und rationale (Value-)Investoren ausnutzen, um gute Unternehmen günstig zu erwerben. Dabei ist die Zeit der Freund des Investors. Zumindest dann, wenn er in starke Unternehmen von hoher Qualität investiert. Solche Unternehmen werden mit jedem Tag wertvoller und es ist nur eine Frage der Geduld, bis sich deren Qualität in den Preisen am Kapitalmarkt widerspiegelt. ‚Lieber einen fairen Preis für ein wunderbares Unternehmen zahlen, als einen wunderbaren Preis für ein mittelmäßiges Unternehmen‘, wie Warren Buffett frei übersetzt sagt. In der Krise ergeben sich manchmal sogar Gelegenheiten, wunderbare Unternehmen zu wunderbaren Preisen zu kaufen. Wichtig dabei ist, selektiv vorzugehen und sich auf die Analyse der Unternehmen zu konzentrieren, die innerhalb des eigenen Kompetenzbereichs liegen.¹³

Wir konzentrieren uns auf das Finden von unterbewerteten, guten Unternehmen, die unabhängig von einer Krise in der Lage sind, einen hohen freien Cashflow zu erwirtschaften. Momentan finden wir mehrere Kaufgelegenheiten, die unserer Investmentphilosophie entsprechen. Wir gehen davon aus, dass sie unsere Renditeerwartung von 15% p.a. erfüllen werden.

Warren Buffett sieht das offensichtlich ähnlich. Er hat in der Krise sein Aktienvolumen erhöht.¹⁴

Marktwert aller von Berkshire Hathaway gehaltenen US-börsennotierten Aktien:

31. März 2007

57,5 Mrd. USD

31. März 2008

66,5 Mrd. USD

¹² Vgl. FAZ, 9. Juli 2008, S. 19.

¹³ Bei Warren Buffett und Charlie Munger ist Selektion ein wesentlicher Grund ihres Erfolgs. Charlie Munger sagte bei der Berkshire-Hauptversammlung 2008: „We see 1.000s of companies priced every day. We ignore 99% of what we see.“

¹⁴ Siehe die einschlägigen SEC-Filings, unter Einbezug von Kursveränderungen, Investitionen und Desinvestitionen.

Warren Buffetts bedeutendster Neuerwerb ist der Lebensmittelproduzent Kraft Foods mit einem Investitionsvolumen von ca. 4 Mrd. USD. Jeweils 300-400 Mio. USD investierte Warren Buffett in den Autohändler Carmax und in die Großbank Bank of America. Kleinere Investments tätigte er in Rückversicherungs- und US-Krankenversicherungsgesellschaften. Ebenfalls nahm er Aufstockungen bei den Banken¹⁵ Wells Fargo und US Bancorp sowie bei dem Konsumgüter- und Gesundheitskonzern Johnson & Johnson vor. Berkshire Hathaway gründete außerdem eine Versicherung für Kommunalobligationen (Berkshire Hathaway Assurance Corporation), die im ersten Quartal 2008 bereits 100 Mio. USD geschriebene Prämien verbuchen konnte (insgesamt 400 Mio. USD zugesicherte Prämien).¹⁶ Von der Schweizer Rück übernimmt die Berkshire Hathaway Reinsurance Group ab dem ersten Quartal 2008 einen proportionalen Anteil in Höhe von 20% des Sachrückversicherungsgeschäfts bis zum Ende des Jahres 2012. Neben PetroChina verkaufte Berkshire Hathaway u.a. die Anteile an Ameriprise Financial, H&R Block, Tyco, First Data und Western Union vollständig.

Niemand kann vorhersagen, wann die Finanzkrise vorbei sein wird. Jeder Versuch, die kurz- und mittelfristige Börsenentwicklung vorherzusehen, ist unseres Erachtens reine Zeitverschwendung. Wer von uns erwartet, wir würden uns darüber Gedanken machen, sollte nicht mit uns investieren. Wir gehen davon aus, dass sich unsere Investments langfristig auszahlen werden. Gleichwohl versuchen wir durch unsere Eventorientierung und Diversifikation über verschiedene Haltedauern eine Begrenzung des Marktrisikos zu erreichen.

¹⁵ Charlie Munger gibt v.a. bei Banken zu bedenken, dass Qualität und Integrität des Managements entscheidend sind.

¹⁶ Vgl. Berkshire Hathaway, Bericht über das erste Quartal 2008 (SEC-Filing, Form 10-Q), S. 17f.

Unsere Aktivitäten im abgelaufenen Geschäftsjahr 2007/2008

- 1) Performance
- 2) Partner
- 3) Organisation

Der mit Abstand wichtigste Bereich ist Performance. In der Aufbauphase beanspruchten uns die Bereiche Partner und Organisation relativ stark. Auf den Bereich Performance entfiel dennoch der größte zeitliche Anteil unserer Arbeitszeit. Wir gehen davon aus, dass wir uns dem Bereich Performance in Zukunft noch intensiver widmen können.

Performance

Mit dem Ergebnis im Geschäftsjahr 2007/2008 in Höhe von 0% sind wir nicht zufrieden. Unser Ergebnis ist zwar besser als das Ergebnis des breiten Marktes (der DAX-30 ist im Vergleichszeitraum um 20% gefallen), aufgrund von Marktpreisschwankungen liegt der Börsenwert unseres Depots zum Jahresabschlussstichtag allerdings rund 8% unterhalb der um Abschreibungen verminderten Anschaffungskosten. Bei konsequenterer Umsetzung unserer Prinzipien hätten wir ein erfreulicheres Resultat erzielen müssen. Wir denken, dass wir in der Zukunft besser sein können.

Zum 30. Juni 2008 besitzen wir 20 Depotpositionen. Rund 30% haben wir in sehr risikoarme Abfindungswerte investiert. Unser Kerninvestment mit einer Depotgewichtung von rund 20% ist die P&I Personal & Informatik AG, einer der führenden Anbieter personalwirtschaftlicher Software-Lösungen. Wir kennen das Unternehmen bereits seit vielen Jahren. Unsere Einschätzung über den intrinsischen Wert liegt wesentlich über dem aktuellen Börsenkurs. Da wir im Falle der P&I Personal & Informatik AG wie auch bei anderen Investments an der langfristigen Unternehmensentwicklung teilhaben wollen, brauchen wir uns um kurzfristige Marktpreisschwankungen nicht zu sorgen.

In Bezug auf die erzielte Rendite wollen wir die Maßstäbe anlegen, wie sie auch Warren Buffett in dem Brief an seine Partner für das Jahr 1960 formuliert hat:

„My continual objective in managing partnership funds is to achieve a long-term performance record superior to that of the Industrial Average. I believe this Average, over a period of years, will more or less parallel the results of leading investment companies. Unless we do achieve this superior return there is no reason for existence of the partnerships.“¹⁷

Daher gilt auch für uns: Erzielen wir dauerhaft schlechtere Ergebnisse als der breite Markt, sollten Partner ihr Kapital anderweitig investieren.

1. Abschreibungen

Wir haben zum Ende des Geschäftsjahres Wertpapiere in Höhe von insgesamt 90 TEUR abgeschrieben. Diese Abschreibung betrifft mit der Radian Group Inc. ein Unternehmen aus dem US-

¹⁷ Vgl. Warren Buffett, Letter to Partners, 30. Januar 1961, S. 1.

Versicherungssektor. Es sollte nicht einfach sein, in ein Unternehmen zu investieren, das innerhalb weniger Monate den Großteil seines Börsenwerts verliert. Uns ist das zielsicher gelungen.

Gerade im Vergleich zu den meisten Banken schätzen wir einige Versicherungen im Chance-Risiko-Verhältnis attraktiver ein. Banken halten meist nur einen Bruchteil des von Kunden anvertrauten Kapitals als Bargeld vor. Der Großteil ist in längerfristige Aktiva angelegt. Versuchen viele Anleger gleichzeitig ihre Einlagen abzuziehen, weil sie beispielsweise an der Werthaltigkeit der Bankaktiva zweifeln, kann das zu einem „Bank Run“ und damit zu einer Insolvenz der Bank führen (Northern Rock, IndyMac). Aber auch ohne Bank Run sind in der aktuellen Krise, wie in der Abbildung auf Seite sechs zu sehen, viele Institute zu massiven Kapitalerhöhungen gezwungen, die in den nächsten Jahren auf den Aktienkursen der Banken lasten dürften. Die Kapitalerhöhungen wurden notwendig, weil entweder zum Beispiel die Werthaltigkeit von mit US-Hypotheken gesicherten Wertschriften nicht mehr gegeben war, oder weil fallende Börsenkurse eine fehlende Werthaltigkeit signalisierten. Je nach Ansatz und Bewertung müssen Schwankungen des Marktpreises bilanziell berücksichtigt werden (IAS 32 und IAS 39 der „International Financial Reporting Standards“).

Einige Versicherungen sind im Gegensatz zu Banken nicht auf Kapitalerhöhungen angewiesen. Sie setzen vielmehr Kapital frei, um eigene Aktien zurückzukaufen. Versicherungen erhalten für die Übernahme von Risiken Prämien, die sie bis zur Schadensregulierung am Kapitalmarkt anlegen („Float“). Auf der Passivseite der Bilanz stehen den Prämien Schadensrückstellungen gegenüber, deren Höhe sich nach den internen Risikomodellen der Versicherung bemisst. Risiken für das Eigenkapital der Versicherung bestehen somit in zweierlei Hinsicht:

1. Der Marktpreis der gekauften Wertpapiere könnte sich verringern.
2. Eine veränderte Risikoeinschätzung könnte höhere Schadensrückstellungen erfordern.

Sofern ein marktgängiges Wertpapier versichert wurde, macht jedoch ein Marktpreiserückgang dieses Wertpapiers keine zusätzliche Rückstellungsbildung notwendig, falls die Annahme des Risikomodells gültig bleibt. Da die Kapitalmärkte oft überreagieren, sind Banken hier größeren Risiken ausgesetzt als Versicherungen. Sie müssen, wenn sie in das Wertpapier investiert haben, den Marktpreiserückgang über eine Wertberichtigung berücksichtigen. Marktschwankungen von zum Beispiel mit US-Hypotheken unterlegten Wertpapieren belasten eine Versicherung nicht, so lange sie nicht selbst in diese Wertpapiere investiert hat. Nur für tatsächliche Ausfälle von Versicherten, die einem solchen Wertpapier zugrunde liegen, muss die Versicherung im Falle einer Risikoübernahme vorsorgen.

Radian ist ein Versicherer von US-Hypotheken. Weitere Standbeine sind die Bereiche Anleihenversicherung und Asset Management. Im vergangenen Jahr wurden Pläne einer Fusion mit dem Konkurrenten MGIC Investment Corp. aufgrund der Turbulenzen auf dem Hypothekenmarkt verworfen. Im September 2007 gab die Investmentgesellschaft Third Avenue bei Kursen um 20 USD eine Erhöhung des Anteilbesitzes auf 11% bekannt. Zwischenzeitlich hat die von Martin J. Whitman gegründete Gesellschaft ihren Anteil auf rund 30% erhöht.

Wir kauften bei 7 USD, weil wir die Sicherheitsmarge in Anbetracht eines Buchwerts von 34 USD/Aktie als ausreichend erachteten. Daneben bestanden zum 31. Dezember 2007 noch nicht umsatzwirksam verbuchte Prämien („unearned premiums“) in Höhe von 14 USD/Aktie. Das Jahresergebnis wurde belastet durch Fair-Value-Anpassungen derivativer Finanzinstrumente (16 USD/Aktie) und durch eine massive Erhöhung der Rückstellungen (20 USD/Aktie). Die Angemessenheit der Rückstellungsbildung stand im Zentrum unserer Analyse. Wir verplausibilisierten sie anhand verschiedener Szenarioanalysen. Selbst eine bis in das Jahr 2009 anhaltende Verschlechterung des US-Immobilienmarktes schien in der Rückstellungsbildung ausreichend berücksichtigt zu sein. In den vergangenen Monaten konnte Radian seinen Marktanteil im Bereich der Versicherung von US-

Hypotheken auf 16% ausweiten. Die Vergabekriterien wurden deutlich verschärft und die durchschnittlichen Prämien pro Versicherungsvertrag erhöht.¹⁸

Unterschätzt haben wir die Dynamik der Rating-Herabstufungen in der Finanzkrise und die damit verbundenen Wirkungen. Sogenannte „Rating-Trigger“ wirken sich besonders negativ aus. Darunter versteht man Klauseln in Verträgen, die bei Unterschreiten einer bestimmten Rating-Einstufung vertraglich vereinbarte Verpflichtungen auslösen. Diese betreffen zum Beispiel höhere Zinszahlungen für Finanzverbindlichkeiten, die Notwendigkeit einer höheren Kapitalunterlegung oder das Inkrafttreten eines vertraglichen Auflösungsrechts für die Versicherten.¹⁹ Weitere Risiken liegen in der Inanspruchnahme bzw. Übernahme von Rückversicherungen für das eigene und fremde Versicherungsgeschäft.²⁰ Doch selbst im Run-off-Szenario, das heißt, die Gesellschaft wickelt ihr eigenes Versicherungsgeschäft ab, identifizierten wir einen Wert für das Unternehmen, der unseren Einstiegskurs rechtfertigte.

Trotz der Diversifizierung (Hypotheken- und Anleihenversicherung sowie Asset-Management) haben wir möglicherweise eine zu riskante Form der Versicherung gewählt. Radian verzeichnet zwar momentan - bezogen auf die Sparte US-Hypothekenversicherungen - ein wahrscheinlich profitables Neugeschäft, ob aber die Rückstellungsbildung für das Altgeschäft ausreichend war, wird sich erst nach der Hypothekenkrise feststellen lassen.

Zum Stichtag beträgt das Investment rund 1% unseres Depotvolumens. In einigen Punkten haben sich die Ausgangsparameter unserer ursprünglichen Überlegung nicht wesentlich geändert. Noch immer liegt der Buchwert pro Aktie deutlich über unseren Anschaffungskosten.

2. Realisierte Verluste

Im abgelaufenen Geschäftsjahr mussten wir Verluste in Höhe von 7 TEUR realisieren.²¹ Diese entfallen auf ein Investment in die US-Ratingagentur Moody's Corporation.

Moody's besitzt ein immenses Know-how und eine starke Marke. Wenn der Kapitalmarkt die Kreditwürdigkeit und Bonität einzelner Unternehmen und Ländern wissen will, gibt Moody's anhand eines Ratings zwischen AAA und C die Antwort. Neben Standard & Poor's ist Moody's die bekannteste und weltweit größte Ratingagentur. Beide Unternehmen besitzen zusammen einen Marktanteil von mehr als 90%. Moody's wurde im Jahr 1910 gegründet und hat sich seither eine Expertise erarbeitet, die für neue Wettbewerber unerreichbar ist. Ratings werden mit Moody's in Verbindung gebracht, wie Taschentücher mit Tempo oder Sportwagen mit Porsche. Der Markenwert und die oligopolistische Marktstellung tragen dazu bei, dass Moody's über eine beträchtliche Preissetzungsmacht verfügt. Mit jedem umgesetzten Dollar erwirtschaftete Moody's zuletzt einen freien Cashflow von rund 30 Cent. Ratings, Research und Risikoanalysen für festverzinsliche Wertpapiere und deren Emittenten

¹⁸ Erhöhung der Eigenkapital-, Solvenz- und Dokumentationsanforderungen.

¹⁹ Als ähnliche Automatismen bei einigen Enron-Verträgen infolge der gesenkten Ratings griffen, war der Energiekonzern gezwungen, seinen Gläubigern hohe Barsummen zurückzuzahlen. Diese Kettenreaktion zwang das Unternehmen letztlich im Jahr 2001 in die Insolvenz.

²⁰ Im Wege des alternativen Risikotransfers dienen „Captive Insurance Companies“ der Verlagerung von Konzernrisiken auf spezielle Vehikel, die einen Zugang zum Rückversicherungsmarkt besitzen.

²¹ In der Gewinn- und Verlustrechnung des handelsrechtlichen Jahresabschlusses summieren sich die Verluste aus dem Abgang von Gegenständen des Anlagevermögens auf 11 TEUR. Die Differenz liegt daran, dass wir intern Dividendenerträge als Bestandteil des unterjährigen Investitionsergebnisses betrachten. Würden wir zum Beispiel eine Aktie zu 100 Euro kaufen, 5 Euro reguläre Dividende erhalten und die Aktie zu 96 Euro verkaufen, hätten wir wirtschaftlich 1 Euro verdient. Handelsrechtlich müssten wir dagegen einen Verlust von 4 Euro und einen Dividendenertrag von 5 Euro ausweisen.

gewinnen für die weltweiten Kapitalmärkte zusehends an Bedeutung. Deswegen schaffte Moody's im Durchschnitt der letzten zehn Jahre ein überwiegend organisches Umsatzwachstum von rund 20%.

In der aktuellen Finanzkrise ist die Aktie stark gefallen, obwohl der globale Wachstumstrend für Ratings mittel- und langfristig intakt ist. Das gilt unseres Erachtens auch für strukturierte Finanzprodukte, die zuletzt fast 40% zum Gesamtumsatz von Moody's beigetragen haben. Der größte Aktionär von Moody's ist seit dem Jahr 2001 Berkshire Hathaway. Warren Buffett kaufte, nachdem Moody's im Jahr 2000 von der börsennotierten Dun & Bradstreet Corporation abgespalten wurde. In den letzten Jahren verfolgte Moody's eine aktionärsfreundliche Ausschüttungs- und Aktienrückkaufpolitik. Unter Einrechnung eines temporären Umsatz- und Gewinnrückgangs und einer dauerhaft niedrigeren Wachstumsrate als in der Vergangenheit erfüllte Moody's unser Erwartungswertkriterium.

Wir haben unsere Meinung über das Investment allerdings zwischenzeitlich korrigiert, weil sich die Fakten am 21. Mai 2008 in einem für uns wesentlichen Punkt änderten: Die US-amerikanische Staatsanwaltschaft stellte gegen Moody's Untersuchungen mit dem Verdacht auf Betrug und Verschleierung von falschen Bonitätsbewertungen an. Bei den Unregelmäßigkeiten soll es sich um Bonitätsnoten für sogenannte Constant Proportion Debt Obligations (CPDOs) in Höhe von etwa 4 Mrd. USD aus dem Jahr 2006 handeln. Die Glaubwürdigkeit der Ratingagentur bzw. die Aussagekraft der von ihr vergebenen Ratings sehen wir dadurch stark in Frage gestellt. Der Wert einer Ratingagentur basiert aber auf ihrer Glaubwürdigkeit. Inwieweit diese nun nachhaltig beschädigt ist, lässt sich für uns derzeit schwer abschätzen. Möglicherweise werden Ratingagenturen mit weiteren Betrugsvorwürfen und Schadenersatzklagen konfrontiert.

Die Kritik gegenüber den Ratingagenturen verschärft sich zusehends. Nicht nur in den USA wurde eine politische Debatte über die Existenzberechtigung privater Ratingagenturen ausgelöst. Da staatliche Ratingagenturen ein weitaus größeres Glaubwürdigkeitsproblem hätten (man stelle sich vor, das Finanzministerium eines Landes würde seine eigenen Schulden raten), gibt es keine echte Alternative zum bestehenden System der privaten unabhängigen Ratingagenturen. Auch in Zukunft wird man wohl auf die Dienste der beiden großen Ratingagenturen (Moody's und Standard & Poor's) nicht verzichten können.

3. Realisierte Gewinne

Im abgelaufenen Geschäftsjahr konnten wir Gewinne in Höhe von 92 TEUR realisieren.²² Diese entfallen im Wesentlichen auf die beiden Investments Computerlinks AG (65 TEUR) und Sachsen LB/Landesbank Baden Württemberg (16 TEUR).²³ Weitere sieben Transaktionen (in allen Fällen lag eine Veränderung der Kapital- und/oder Aktionärsstruktur vor) konnten ebenfalls mit geringen absoluten, aber zum Teil hohen zeitgewichteten Gewinnen abgeschlossen werden.

Computerlinks AG:

Computerlinks wurde im Jahr 1983 durch den heutigen Vorstandsvorsitzenden und Großaktionär Stephan Link gegründet. Das Unternehmen ist mit Niederlassungen in elf europäischen Ländern sowie Nordamerika, Australien und den Vereinigten Arabischen Emiraten einer der führenden Distribu-

²² In der Gewinn- und Verlustrechnung des handelsrechtlichen Jahresabschlusses summieren sich die Erträge aus dem Abgang von Gegenständen des Anlage- und Umlaufvermögens auf 87 TEUR. Die Differenz liegt in Analogie zu den realisierten Verlusten daran, dass wir intern Dividendenerträge als Bestandteil des unterjährigen Investitionsergebnisses betrachten.

²³ Die Aktien der Computerlinks AG wurden nach fünf Monaten mit 29% Gewinn, die Genussscheine der Sachsen LB/Landesbank Baden-Württemberg nach 3 Monaten mit 22% Gewinn veräußert.

toren im Bereich der Informationstechnologie für internationale Hersteller wie Checkpoint Systems und Nokia. Die IT-Vernetzungen der Firmen werden immer anspruchsvoller, vielfältiger und komplexer. Computerlinks profitiert von diesem weltweiten Wachstumsmarkt (e-Security), ohne unmittelbar ein technologisches Veränderungsrisiko in der Branche zu tragen. Computerlinks fungiert als Bindeglied zwischen Herstellern und professionellen Wiederverkäufern. Die Wiederverkäufer (System- und Softwarehäuser) betreiben das Endkundengeschäft.

Die Vorteile liegen auf der Hand: Während der Hersteller Funktionsbereiche wie Vertrieb, Marketing und Logistik auslagern kann und einen kostengünstigen Multiplikator für seine Produkte besitzt, ist Computerlinks für den Wiederverkäufer der Systemlieferant („Single Source of Supply“), der die gesamte Dienstleistungspalette, angefangen vom Testen neuer Produkte bis hin zu Training und Kundendienst, anbietet. Langfristige Geschäftsbeziehungen sowie exklusive Herstellerverträge und die Tendenz zu einer oligopolistischen Distributorenstruktur sorgen für ein stabiles Marktumfeld. Dem Unternehmen ist es gelungen, die Rohertragsmarge bei 14% und die Kostenquote bei 10% zu stabilisieren. Die regionale Ausweitung des Geschäfts, ein ausgeprägter Anteil an wiederkehrenden Umsätzen und das allgemeine Marktwachstum dürften zu einem Umsatzwachstum in den nächsten Jahren beitragen. Nachdem der Aktienkurs in der aktuellen Finanzmarktkrise gesunken war (Veränderung der Aktionärsstruktur), bewertete die Börse die Computerlinks AG im Zeitpunkt unseres Kaufs lediglich mit dem vier- bis fünffachen des operativen Jahresergebnisses.

Als Barclays Private Equity am 17. Juni 2008 ein Übernahmeangebot mit rund 40% Aufschlag auf den letzten Börsenkurs ankündigte, realisierten wir nach vier Monaten einen Gewinn von 65 TEUR (inklusive bereits erhaltener Dividenden).

Sachsen LB/Landesbank Baden-Württemberg (Genussschein):

Die Sachsen LB war „pleite“, weil Banker nicht wussten, was sie gekauft hatten. Wir hingegen konnten eine fast risikolose Rendite erzielen. Ausgelöst wurde die Krise der Sachsen LB durch deren irische Tochter Sachsen LB Europe plc. Diese hatte der Zweckgesellschaft Ormond Quay eine unbegrenzte Garantieübernahme zugesagt. Durch Spekulationen der Gesellschaft auf dem US-Hypothekenmarkt geriet die Sachsen LB derart in Schieflage, dass Sparkassen und Landesbanken im August vergangenen Jahres zunächst eine Kreditlinie von 17,5 Mrd. Euro bereitstellen mussten. Am 13. Dezember 2007 verständigten sich die Anteilseigner bzw. Gewährträger und die Vorstände der Banken auf den Notverkauf der Sachsen LB an die Landesbank Baden-Württemberg. Die Maßnahmen zur Risikoabschirmung umfassten im Wesentlichen die Ausgliederung des von Ormond Quay verwalteten Vermögens auf eine neue Zweckgesellschaft, die von der Landesbank Baden-Württemberg und durch die der Sicherungseinrichtung angehörenden Landesbanken finanziert wurde. Zukünftige Verluste der Zweckgesellschaft werden durch eine Garantie des Freistaates Sachsen über 2,8 Mrd. Euro abgedeckt.

Am 7. März 2008 gab die Landesbank Baden-Württemberg als alleinige Aktionärin der Sachsen LB schließlich bekannt, den für das Geschäftsjahr 2007 entstehenden Jahresfehlbetrag der Sachsen LB komplett auszugleichen. Es wurde bestätigt, dass es zu keiner Reduzierung des Genussscheinkapitals der Sachsen LB kommen werde. Ab diesem Zeitpunkt stellte ein Investment in die Genussscheine der Sachsen LB eine sehr risikoarme Arbitrageposition dar. Durch die Verschmelzung wurden sie vollwertige Genussscheine der Landesbank Baden-Württemberg. Wir kauften zwischen 81% und 82% des Nennwerts. Mit dem Verkauf der Genussscheine am 4. Juni 2008 zu 100% des Nennwerts erzielten wir einen Gewinn von 16 TEUR in weniger als drei Monaten. Obwohl wir, im Nachhinein betrachtet,

eine höhere Depotgewichtung hätten wählen sollen, waren die Genussscheine ein Geschäft, das uns richtig Freude bereitet hat. Wir meinen, dass es auch Warren Buffett gefallen hätte.

Partner

Zum 30. Juni 2008 hat die GANÉ Aktiengesellschaft 40 Partnerpartizipationsscheine ausgegeben.

Für das Verhältnis zu unseren Partnern gelten drei zentrale Aussagen:²⁴

1. Wir können Partnern keine Ergebnisse versprechen.
2. Das Management ist mit einem erheblichen Vermögensanteil in GANÉ investiert. Wir investieren gemeinsam mit unseren Partnern.
3. Jeder Brief an unsere Partner endet mit der gleichen Aufforderung: Wir freuen uns auf Ihre Nachricht!

Organisation

Die operativen Aufwendungen für das abgelaufene Geschäftsjahr betragen 18 TEUR.

Die wesentlichen Aufbauarbeiten betreffen die Gründung der Gesellschaft am 20. November 2007, den Bezug und die Einrichtung der Büroräume, den Aufbau der Rechnerarchitektur (unser Dank gilt René Saathoff, dessen Kostenbewusstsein selbst uns beeindruckt²⁵), die Einrichtung der Zahlstellenfunktion für unseren Partnerpartizipationsschein bei der Bankhaus Neelmeyer AG, die Einrichtung und Koordination der laufenden Finanzbuchhaltung (unser Dank gilt unserem Steuerberater Rainer Grossmann, Aschaffenburg, für die gute und engagierte Zusammenarbeit), die Auswahl des Wirtschaftsprüfers für die freiwillige Prüfung unseres Jahresabschlusses (unser Dank gilt unserem Wirtschaftsprüfer Peter Bahmer von der Aschaffener MAINTREU), die Erstellung von Geschäftspapieren, Visitenkarten und unserem GANÉ-Logo (ein großes Lob und unseren herzlichen Dank an Patrick Reinhardt²⁶) sowie die Erstellung des Internetauftritts (ein großes Lob und unseren herzlichen Dank an Felix Noz).

Wir danken Dr. Dirk Schellenberger für sein Engagement für die GANÉ Aktiengesellschaft. Er ist am 2. Juli 2008 aus dem Vorstand ausgeschieden. Wir begrüßen es, dass Dirk weiterhin an der Gesellschaft als Aktionär und Partner beteiligt ist. Wir werden uns auch künftig mit ihm über Investmentideen und GANÉ austauschen.

Der Vorstand dankt dem Aufsichtsrat für die gute Zusammenarbeit und für seine Anregungen während des abgelaufenen Geschäftsjahres.

²⁴ So hat es auch Warren Buffett seinen Partnern in diversen Briefen zugesichert: 1. We cannot promise results to partners. 2. We eat our own cooking. 3. Each letter ends with the request that you let me know about anything that isn't clear.

²⁵ Erreichbar ist René unter <http://www.ebrox.de>.

²⁶ Erreichbar ist Patrick unter <http://www.patrickreinhardt.de>.

Partnertreffen

Die Versammlung wird am Samstag, dem 6. September 2008 um 14 Uhr in Aschaffenburg in den Räumen der Gesellschaft stattfinden.²⁷ Bei einem kleinen Imbiss und Softdrinks (denken Sie daran, wir sind sparsam) wollen wir den Nachmittag für ein gegenseitiges Kennenlernen nutzen. Wir werden zu Fragen rund um das Investieren und GANÉ Rede und Antwort stehen.

Die Versammlung ist für unsere Partner bestimmt, selbstverständlich dürfen aber Familienangehörige oder Gäste mitgebracht werden. Damit wir entsprechend disponieren können, bitten wir um Anmeldung²⁸ bis zum 30. August 2008.

²⁷ Wir planen, das Partnertreffen immer am ersten Samstag im September stattfinden zu lassen.

²⁸ Geben Sie uns einfach schriftlich (Brief, Fax, Mail) oder telefonisch Bescheid.

Ausblick

Den Geschäftsbericht (Jahresabschluss für das am 30. Juni 2008 zu Ende gegangene Geschäftsjahr) oder eine Hinweisbekanntmachung für diesen werden wir nach seiner Fertigstellung in den nächsten Wochen auf unserer Internetseite veröffentlichen.

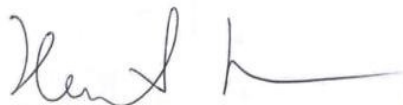
Nach dem Ende des ersten Halbjahres (31. Dezember 2008) werden wir einen kurzen Bericht über relevante Neuigkeiten und Entwicklungen zur Verfügung stellen.

Falls irgendwelche Fragen bestehen, in welcher Form sie auch GANÉ betreffen:

Wir freuen uns auf Ihre Nachricht!²⁹

Beste Grüße aus Aschaffenburg

5. August 2008



J. Henrik Muhle



Dr. Uwe Rathausky

²⁹ Denn auch für unsere Partner gilt das Angebot, welches Warren Buffett seinen Partnern in einem Brief vom 6. Februar 1958 machte: „If there are any questions concerning any phase of the operation, I would welcome hearing from you.”

GANÉ Aktiengesellschaft
Schloßgasse 1
D-63739 Aschaffenburg
Tel. +49 6021 4512-XXX
Fax: +49 6021 5835-254
kontakt@gane.de
www.gane.de