

GANÉ Aktiengesellschaft

„Letter to Partners“ 2008/2009

Inhaltsverzeichnis

	Seite
GANÉs Performance vs. DAX-30	2
Über GANÉ	3
Das allgemeine Bild im abgelaufenen Geschäftsjahr 2008/2009	4
Unsere Aktivitäten im abgelaufenen Geschäftsjahr 2008/2009	7
Partnertreffen	12
Ausblick	13

GANÉs Performance vs. DAX-30

	<u>Jährliche Änderung in Prozent</u>				
	für den Buchwert pro GANÉ-Aktie (1)	für den Buchwert pro GANÉ-PPS (2)	für den DAX-30 ¹ (3)	Relatives Ergebnis (1)-(3)	Relatives Ergebnis (2)-(3)
<u>Geschäftsjahr</u>					
2007/2008 ²	0,4	0,0	-20,4	20,8	20,4
2008/2009 ³	0,4	0,0	-25,1	25,5	25,1
Ø-Gewinn pro Jahr ⁴					
(2007-2009)	0,4	0,0	-29,2	29,6	29,2
Gewinn insgesamt ⁵					
(2007-2009)	0,7	0,1	-40,4	41,1	40,5

¹ 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.

² Am 2. Januar 2008 begannen wir mit der operativen Tätigkeit. Das erste Geschäftsjahr endete mit dem 30. Juni 2008. Die Vergleichsperiode umfasst den 31. Dezember 2007 bis einschließlich 30. Juni 2008.

³ Das zweite Geschäftsjahr umfasst, ebenso wie der Vergleichsindex, den Zeitraum vom 1. Juli 2008 bis 30. Juni 2009. Der Buchwert des Partnerpartizipationsscheins hat sich im Berichtszeitraum von 50.016,17 Euro auf 50.031,55 Euro erhöht.

⁴ Der durchschnittliche Gewinn pro Jahr umfasst den Zeitraum vom 31. Dezember 2007 bis 30. Juni 2009.

⁵ Der Gesamtgewinn umfasst den Zeitraum vom 31. Dezember 2007 bis 30. Juni 2009.

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).

Mitglieder des Vorstands

J. Henrik Muhle, geboren 1975, studierte Wirtschaftswissenschaften an der Leibniz Universität Hannover. Während des Studiums war er als Analyst unter anderem für die Dr. Jens Ehrhardt Kapital AG, Pullach, tätig. In den Jahren von 2002 bis 2007 arbeitete J. Henrik Muhle als Investment Analyst und Fondsmanager bei der ACATIS Investment GmbH, Frankfurt am Main. In dieser Zeit erhielt er diverse Fonds- bzw. Managerauszeichnungen. Seit dem Jahr 2007 ist er Gründer und Vorstand der GANÉ Aktiengesellschaft.

Dr. Uwe Rathausky, geboren 1976, studierte Wirtschaftswissenschaften an der Universität Hohenheim. Während des Studiums lernte er J. Henrik Muhle bei der Dr. Jens Ehrhardt Kapital AG, Pullach, kennen. 2007 erfolgte die Promotion zum Dr. oec. bei Prof. Dr. Dirk Hachmeister am Lehrstuhl für Rechnungswesen und Finanzierung an der Universität Hohenheim mit einer Arbeit über das Squeeze-out im Spannungsfeld zwischen Unternehmenswert und Minderheitsaktionärspartizipation. In den Jahren von 2003 bis 2007 war Dr. Uwe Rathausky Mitarbeiter und Prüfungsleiter im Bereich ‚Audit Commercial Clients‘ der KPMG AG Wirtschaftsprüfungsgesellschaft, Stuttgart. In dieser Zeit wirkte er vor allem bei Jahresabschluss- und Konzernabschlussprüfungen nach nationalen und internationalen Rechnungslegungsgrundsätzen mit. Seit dem Jahr 2007 ist er Gründer und Vorstand der GANÉ Aktiengesellschaft.

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 abgelaufenen Geschäftsjahr 2008/2009

Investments in Aktien waren im zweiten Kalenderhalbjahr 2008 unvermindert unpopulär. In den Anfangsmonaten des ersten Kalenderhalbjahres 2009 veränderte sich die allgemeine Abneigung zu einer Ausprägung größtmöglicher Verurteilung. Als der DAX-30 am 9. März 2009 seinen Tiefstand mit 3.589 Zählern markierte, hatte er innerhalb von nur 15 Monaten rund 56% seines Marktwerts verloren.⁶ Würde man den verzerrenden VW-Effekt („Short-Squeeze“ in den Stammaktien der Volkswagen AG) berücksichtigen, sähe das Bild noch dramatischer aus.⁷ Die Mehrheit der Marktteilnehmer hatte der Börse panikartig den Rücken gekehrt. Selbst einige uns bekannte „Value-Investoren“ warfen voller Verzweiflung und in einem Anflug von Desinteresse die „Flinte ins Korn“. Sie blickten auf die Trümmer ihres Wertpapierdepots. An den Kauf von Aktien wurde nicht mehr gedacht.

Das sind die wenigen Momente im Leben eines Aktionärs, in denen sich an zwei Dingen festmachen lässt, ob man wirklich ein Value-Investor ist:

- a) Kenne ich meine Unternehmen gut genug? Sind diese ausreichend stark, so dass ich mich von temporären Krisen und Marktverwerfungen nicht beunruhigen lasse? Wenn nein, habe ich die richtigen Konsequenzen zur rechten Zeit gezogen?
- b) Verfüge ich über Liquidität, um genau in diesen Momenten beherzt in starke Unternehmen zu Ausverkaufspreisen investieren zu können? Und wenn ja, war ich im Nachhinein mutig genug, um diese Chance zu ergreifen?

Die Welt hat sich verändert. Einst im Ansehen stehende Unternehmen, insbesondere aus der Finanzbranche, verloren an Bedeutung oder sind aus dem Markt ausgeschieden. Vermeintlich ruhmreiche US-Investmentbanken wie Lehman Brothers und Bear Stearns hatten sich schlicht „verzockt“ und sind nunmehr Geschichte. Obwohl die globale Staatengemeinschaft den unabdingbaren Willen gezeigt hatte, das Weltfinanzsystem durch Stützung aller „systemrelevanten“ Finanzinstitute zu retten (man denke an die Sicherung der gestürzten Finanzriesen AIG (September 2008) und Hypo Real Estate (Oktober 2008)), sind die Weltbörsen weiter abwärts getaumelt. Der Börsenkurs vieler Unternehmen fiel auf ein Niveau, das zwar dem Grenzpreis desjenigen Marktteilnehmers entsprach, der über die düsterste Zukunftsprojektion verfügte, nicht aber die Realität widerspiegelte, mit der das einzelne Unternehmen bis zur Beendigung der Krise tatsächlich zurechtkommen muss.

Was als Subprime-Krise am amerikanischen Immobilienmarkt begann, hat sich zu einer weltweiten Rezession ausgeweitet, von der viele meinen, sie sei die schwerste seit der Weltwirtschaftskrise der 1930er Jahre.

Die Lage an den internationalen Kapitalmärkten hat sich mittlerweile wieder beruhigt. Der DAX-30 ist von seinem Tiefstand um rund 49% auf 5.332 Punkte gestiegen.⁸ Einerseits wurden offensichtliche Unterbewertungen abgebaut, andererseits wird der jüngste Aufschwung begleitet von einem riesigen Liquiditätsüberhang, der mangels Anlagealternativen (Null-Zinspolitik der Notenbanken) in die Aktien- und Rentenmärkte (Unternehmensanleihen) strömt. Angetrieben durch historisch einmalige

⁶ Am 31. Dezember 2007 stand der DAX-30 bei 8.067 Punkten.

⁷ Porsche teilt am 26. Oktober 2008 mit, sich über Aktien und Optionen 74 Prozent der Anteile an VW gesichert zu haben. 20% der Anteile sind in Besitz des Landes Niedersachsen. Ein Beherrschungsvertrag wurde für das Jahr 2009 angekündigt. Die VW-Aktie schnellte auf über 1.000 Euro: Hedge-Fonds, die beim Handel mit geliehenen Aktien auf fallende Kurse gesetzt hatten, wurden von der Marktenge überrascht und mussten die Papiere um jeden Preis zurückkaufen.

⁸ Stand: 31. Juli 2009.

Reinflationierungsbemühungen der Notenbanken (Zinssenkungen und Vervielfachung des Kreditvolumens) haben viele Unternehmen zwischenzeitlich wieder ein Bewertungsniveau erreicht, das bereits das Ende der Krise vorwegnimmt. Jedoch befinden wir uns noch inmitten der Krise. Die Überkapazitäten in den großen Industriezweigen sind noch nicht abgebaut.

Wir können nicht vorhersagen, wie sich die Eingriffe der Notenbanken unmittelbar auswirken werden. Die ungeheure Liquiditätsschöpfung durch die internationalen Zentralbanken sowie die weltweiten fiskalischen Programme im Zuge der Bekämpfung der Deflation werden im Zeitablauf nicht ohne Nebenwirkungen sein. Die Meinung einer schleichenden Inflation teilen wir mit Warren Buffett, der in seinem Brief an die Aktionäre von Berkshire Hathaway über die Nebenwirkungen der „ökonomischen Medizin“ schrieb: „These once-unthinkable dosages will almost certainly bring on unwellcome aftereffects. Their precise nature is anyone’s guess, though one likely consequence is an onslaught of inflation.“⁹

Die Unternehmen, in die wir investieren, sollen in jedem wirtschaftlichen Szenario aus (kurzfristigen) Deflations- und (langfristigen) Inflationsgefahren gut positioniert sein. Das erfordert einerseits, dass Einsparungen schnell umsetzbar sind und möglichst keine oder nur langfristige Schulden mit fixer Verzinsung das Zinsergebnis belasten bzw. die Verschuldung im Bedarfsfall schnell getilgt werden kann. Eine verteidigbare Marktstellung, ausreichend Preissetzungsmacht und eine wiederkehrende Umsatzbasis sollten andererseits das Unternehmen schützen. In den USA, dem Konsummotor für die Weltwirtschaft in den vergangenen 20 Jahren, ist der private Sektor in Relation zu seinem verfügbaren Einkommen sehr stark verschuldet. Gleichzeitig reduziert der massive Anstieg der Arbeitslosigkeit die Summe aller verfügbaren Einkommen. Der amerikanische Konsument reduziert Ausgaben und erhöht die Sparquote. Darunter leidet die Konsum- und Investitionsbereitschaft, insbesondere in Bereichen des nicht alltäglichen und nicht notwendigen Bedarfs.¹⁰ Umso notwendiger ist es für Unternehmen, sich an den Bedürfnissen der Kunden auszurichten, deren Zufriedenheit zu verbessern und Loyalitäten zu schaffen. Damit entsteht Wert, der Unternehmen die Krise überwinden lässt. Probleme bekommen dagegen Unternehmen, die mit ihrer Produkt-/Marktkombination oder ihrer Kapitalstruktur falsch aufgestellt sind. Insolvenzen von General Motors, Arcandor, Schieser, Escada oder Märklin stellen vor diesem Hintergrund keine Überraschung dar.

Warren Buffett musste mit seiner Investmentgesellschaft Berkshire Hathaway zum ersten Mal seit dem Jahr 2001 ein Verlustjahr hinnehmen. Das Eigenkapital minderte sich im Geschäftsjahr 2008 um 11,5 Mrd. USD (-9,6%).¹¹ Auf dem Höhepunkt der Finanzmarktkrise erschien am 16. Oktober 2008 in der New York Times ein Artikel, in dem Warren Buffett zum Kauf von Aktien aufrief.¹² Seine Zuversicht gegenüber Investments drückte er im Geschäftsbericht für das Jahr 2008 aus: „The investment world has gone from underpricing risk to overpricing it.“¹³ Wer sich wie wir intensiv und seit Jahren mit Buffett beschäftigt, der weiß, dass er selten so vehement für Investments in den Aktienmarkt plädiert hat. Zudem hat er nach eigenen Aussagen einen Teil seines privaten, nicht in Berkshire Hathaway investierten Vermögens von US-Staatsanleihen in Aktien der US-Bank Wells Fargo umgeschichtet.

Der außerordentliche Erfolg von Berkshire Hathaway seit dem Jahr 1965 macht es für Buffett schwer, attraktive Investmentchancen zu finden. Er verwaltet zu große Mrd.-Beträge, als dass er

⁹ Vgl. Berkshire Hathaway, Geschäftsbericht 2008, S. 3.

¹⁰ Der Chef der schwedischen Investmentholding Investor AB, Börje Ekholm, merkte dazu an: „Basically, the consumer needs to slim down consumption, like Star War’s Han Solo noted when trapped in a garbage compactor: „One thing’s for sure, we are all gonna be a lot thinner.“ Vgl. Investor AB, Bericht zum 2. Quartal 2009, S. 2.

¹¹ Vgl. Berkshire Hathaway, Geschäftsbericht 2008, S. 27.

¹² Wobei die häufig zitierte Überschrift „Buy American. I am.“ nicht von Buffett autorisiert wurde.

¹³ Vgl. Berkshire Hathaway, Geschäftsbericht 2008, S. 16.

Investmentideen mit geringem Investitionsvolumen umsetzen könnte. Berkshire Hathaway nutzte nun aber die Wirtschaftskrise, um einen Nettobetrag von rund 32 Mrd. USD zu investieren.¹⁴

Die fünf größten börsennotierten Aktieninvestments von Berkshire Hathaway zum 31. Dezember 2008 zeigen, wie die Investmentgesellschaft in der Wirtschaftskrise aufgestellt ist:¹⁵

1. CocaCola (Konsum)	9,1 Mrd. USD
2. Wells Fargo (Bank)	9,0 Mrd. USD
3. Procter&Gamble (Konsum)	5,7 Mrd. USD
4. ConocoPhillips (Öl)	4,4 Mrd. USD
5. Kraft Foods (Konsum)	3,5 Mrd. USD

Diese Unternehmen haben viele Gemeinsamkeiten: Alle sind für den Basiskonsum notwendig. Auch in der Krise kann man auf ihre Produkte und Dienstleistungen kaum oder nur schwer verzichten. Sie zeichnen sich durch Preissetzungsmacht oder zumindest durch die Fähigkeit der Überwälzbarkeit von steigenden Kosten aus. Marken, Gewohnheiten, Know-How oder Distributionsnetzwerke schützen ihre Wettbewerbsposition. Sie arbeiten profitabel, besitzen gute langfristige Perspektiven und sollten in Zeiten von Deflation wie Inflation ihren Wettbewerbsvorteil mindestens halten können. Mit Ausnahme von Wells Fargo sind alle Unternehmen international tätig. Sie profitieren daher vom Wachstum in den aufstrebenden Schwellenländern.

Eine gute Unternehmensauswahl schützt nicht vor Kursverlusten. Selbstkritisch musste Buffett erkennen, dass er den Kauf des Ölkonzerns ConocoPhillips bei einem Rohölpreis nahe der historischen Höchstkurse (145 USD/Barrel) zum falschen Zeitpunkt getätigt hatte.¹⁶ Nach seinem Einstieg halbierte sich der Börsenkurs aufgrund eines Absturzes des Rohölpreises auf 40 USD/Barrel. Dennoch geht Buffett davon aus, dass sich sein Investment nach einem Wiedererstarken der Wirtschaft langfristig positiv entwickeln wird.¹⁷

¹⁴ Vgl. Berkshire Hathaway, Geschäftsbericht 2008, S. 29.

¹⁵ Nach Aufstockung der börsennotierten Eisenbahngesellschaft Burlington Northern Santa Fe auf über 20% erfolgte eine at-equity-Konsolidierung; die Beteiligung ist in der Liste daher nicht mehr enthalten. Das Aktien-Investment-Portfolio belief sich zum Stichtag auf insgesamt 49 Mrd. USD. Die fünf größten Beteiligungen nach Marktwerten (31,7 Mrd. USD) entsprechen ca. 65% des Gesamtaktienportfolios. Vgl. Berkshire Hathaway, Geschäftsbericht 2008, S. 15.

¹⁶ Vgl. Berkshire Hathaway, Geschäftsbericht 2008, S. 15f.

¹⁷ Davon geht er nicht bei allen im Jahr 2008 getätigten Investments aus: "I made some other already-recognizable errors as well. They were smaller, but unfortunately not that small. During 2008, I spent \$244 million for shares of two Irish banks that appeared cheap to me. At yearend we wrote these holdings down to market: \$27 million, for an 89% loss. Since then, the two stocks have declined even further. The tennis crowd would call my mistakes "unforced errors." Vgl. Berkshire Hathaway, Geschäftsbericht 2008, S. 16.

Unsere Aktivitäten im abgelaufenen Geschäftsjahr 2008/2009

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

Performance

In der schweren Krise haben wir das Kapital unserer Partner erhalten. Dieses Ergebnis ist an sich noch keine große Leistung, denn die Verzinsung auf einem Sparbuch wäre ebenso lukrativ gewesen. Sie ist aber ungleich höher einzuschätzen, wenn man berücksichtigt, dass wir fast vollständig in börsennotierten Wertpapieren - überwiegend in Aktien - investiert waren. Mit einem Investment in den DAX-30 hätten Sie in der gleichen Zeit 40% Ihres Kapitals verloren.¹⁸ Im Vergleich zu Sparbuch-Anlegern besitzen wir allerdings die Chance, im Zeitablauf deutlich höhere Erträge zu erzielen.

Der Marktwert unserer Investments liegt zum Jahresabschlussstichtag (30. Juni 2009) unwesentlich höher als die um Abschreibungen verminderten Anschaffungskosten. Im Monat Juli 2009 hat sich der Kurswert um rund 7% erhöht. Darüber hinaus haben wir zwischenzeitlich ein Volumen von 470 TEUR im Rahmen von vier Zwangsabfindungen eingereicht (Bayerische Hypo- und Vereinsbank, Techem, Boehler-Uddeholm und Autania).¹⁹

Es gab in der aktuellen Krise viele Gelegenheiten, sein Vermögen massiv zu reduzieren oder sogar fast vollständig zu vernichten, denken wir nur an den Niedergang von „Giganten“ wie AIG (größte Versicherung der Welt) oder Washington Mutual (größte Sparkasse der USA). Viele institutionelle und private Investoren wären sicher glücklich, wenn sie unsere Rendite in den schwersten Monaten der Wirtschaftskrise erzielt hätten. Wir denken, dass diejenigen, die diese außergewöhnlich schwere Krise weitgehend unbeschadet überstanden haben, eine gute Chance besitzen, um auch in Zukunft eine vernünftige Rendite an den Kapitalmärkten erzielen zu können.

Im vorangegangenen Kapitel warfen wir zwei Fragenkomplexe auf, die sich einem Investor während des vergangenen Börsencrashes unweigerlich stellten. Auch uns beschäftigten diese Fragen, und, um es vorweg zu nehmen, wir haben sicherlich die Dinge überwiegend richtig und nicht falsch gemacht, wir hätten aber noch besser sein können.

- a) Kenne ich meine Unternehmen gut genug? Sind diese ausreichend stark, so dass ich mich von temporären Krisen und Marktverwerfungen nicht beunruhigen lasse? Wenn nein, habe ich die richtigen Konsequenzen zur rechten Zeit gezogen?

Wer unser Büro in Augenschein nimmt, wird feststellen, dass unser Arbeiten von einer symbolischen Rahmensetzung begleitet ist. Sobald wir morgens das Büro betreten, lesen wir unweigerlich in großen Lettern geschrieben: „Rule Number One: Never Lose Capital. Rule Number Two: Never Forget Rule Number One.“ Verlassen wir unser Büro, entlässt uns der Sinnspruch „Conservative Investors

¹⁸ Zeitraum: 31. Dezember 2007 bis 30. Juni 2009.

¹⁹ Durch den Ausschluss der Restaktionäre besitzen wir Nachbesserungsrechte auf eine Erhöhung der vom Hauptaktionär festgelegten Barabfindung, falls im Rahmen eines richterlichen Spruchverfahrens ein höherer Abfindungsbetrag festgelegt wird. Während in der Vergangenheit im marktwertgewichteten Mittel eine Nachbesserung von rund 25% erzielt werden konnte (vgl. Rathausky, Squeeze-out in Deutschland, S. 197), rechnen wir aufgrund der Krise und vor dem Hintergrund einer Änderung der berufsständischen Bewertungsmethodik mit wesentlich niedrigeren Erhöhungsbeträgen.

Sleep Well.“ in die Abendstunden. Dieser Umstand macht es erforderlich, dass wir die Unternehmen, in die wir investieren, verstehen müssen. Wer lässt sich schon gerne trotz Buffett'scher Aphorismen um den Schlaf bringen? So lange die operative Entwicklung unserer Unternehmen stimmt, brauchen wir uns um fallende Börsenkurse nicht zu sorgen. Unternehmen, von denen wir ausgingen, dass sie der Krise nicht mit der notwendigen Stärke entgegentreten können, wurden verkauft. Im Einzelfall hätte das mit größerer Vorausschau erfolgen können. Wichtig ist, die erforderlichen Maßnahmen rechtzeitig zu ergreifen, je früher, desto besser.

Daran schließt sich die Frage an, ob man nicht überhaupt nur in solche Unternehmen investieren sollte, denen eine bevorstehende Wirtschaftskrise nichts oder nur wenig anhaben kann. Nun, wenn man wüsste, wann eine Wirtschaftskrise zum Ausbruch kommt, sollte man sich im Vorhinein ohnehin von den meisten Aktienpositionen trennen. Wie sehr einzelne Unternehmen von der Krise betroffen sind, zeigt sich häufig erst im Verlauf der Krise. Das Ausmaß ist von ihrer Schwere abhängig. Richtig ist es, krisenanfällige Unternehmen in solchen Phasen zu meiden. Falsch ist es, mit diesen Unternehmen eine Krise antreten zu wollen. Es sei denn, man will sich auf sein Glück verlassen.

Wir wollen nicht auf der Basis eines klassischen Portfolioansatzes investieren.²⁰ Das entspricht nicht unserer Mentalität. Wir versuchen, bei jedem einzelnen Investment so sicher wie möglich zu sein. Erst dann investieren wir das Kapital unserer Partnerschaft. Mit diesem Ansatz versuchen wir, uns vor einer zu leichtfertigen Analyse und Sorglosigkeit in der Anlageentscheidung zu schützen. Denn trotz Vorsicht unterlaufen einem Fehler. Investments erfordern immer einen Blick in die Zukunft und sie sind stets mit Unwägbarkeiten behaftet, die niemals alle vollständig ausgeräumt werden können. Wir versuchen die Auswirkungen von Fehlern so gering wie möglich zu halten und verfahren nach der Devise „Kapitalerhalt vor Rendite“.

- b) Verfüge ich über Liquidität, um genau in diesen Momenten beherzt in starke Unternehmen zu Ausverkaufspreisen investieren zu können? Und wenn ja, war ich im Nachhinein mutig genug, um diese Chance zu ergreifen?

In unserem Halbjahresbericht am 5. März 2009 hatten wir inmitten des Börsencrashes geschrieben: „Diese Angst lässt sich nutzen, denn sie drückt den Marktpreis einiger Unternehmen auf ein sehr attraktives Bewertungsniveau.²¹ Dank unserer liquiden Mittel sehen wir uns in der Lage, sich ergebende Chancen zu ergreifen. Auf den ersten Blick erscheinen viele Unternehmen auf der Basis ihrer historischen und erwarteten Gewinne günstig bewertet.“

Entsprechend haben wir in den Monaten der schlechtesten Stimmung an den Kapitalmärkten Umschichtungen vorgenommen, einige bestehende Aktienpositionen ausgebaut und neue Investments getätigt. Im Nachhinein betrachtet hätten wir zwar mit größerer Entschlossenheit zukaufen können, wir waren aber disziplinär und mutig genug, um in der Talsohle Chancen zu ergreifen.

Derzeit haben wir das Kapital überwiegend und mit einem längerfristigen Anlagehorizont in solche Unternehmen investiert, bei denen wir davon ausgehen, dass sie die Krise gestärkt überstehen werden. Kurzfristige Arbitragegelegenheiten wollen wir nutzen, sofern sich Möglichkeiten hierfür ergeben.

²⁰ Dort steht der Gesamtertrag im Vordergrund, ohne dass Ergebnisse einzelner Investitionen eine zentrale Rolle spielen. So kann das Gesamtergebnis erfolgreich sein, wenn Totalverlusten hohe Gewinne an anderer Stelle entgegenstehen.

²¹ „When investing, pessimism is your friend, euphoria the enemy.“, Warren E. Buffett in seinem Brief an die Aktionäre, Berkshire Hathaway, Geschäftsbericht 2008, S. 5.

Zum 30. Juni 2009 besitzen wir 18 Depotpositionen (15 Aktieninvestments, eine Anleihe, einen Genussschein und unser Anfangsinvestment in den ACATIS GANÉ Value Event Fonds UI) sowie eine Liquiditätsquote von rund 8%. Branchenschwerpunkte der Investments sind die Bereiche Software (28%), Finanzen (23%), Medien/Telekommunikation (9%) und Konsum (8%). 92% unserer Vermögensanlagen entfallen auf das Inland. Bedeutende Positionen betreffen Bijou Brigitte, IVG Finance Anleihe, Freenet, Generali Dt. Holding, Grenkeleasing, Nemetschek und das oben erwähnte Fondsinvestment. Unser Kerninvestment mit einer Depotgewichtung von rund 23% ist unverändert die P&I Personal & Informatik AG, einer der führenden Anbieter personalwirtschaftlicher Software-Lösungen.²²

1. Abschreibungen

Wir haben zum Ende des Geschäftsjahres Wertpapiere in Höhe von insgesamt 36 TEUR abgeschrieben. Diese Abschreibung betrifft die Schweizer Rückversicherung. Die Beteiligung entspricht zum Stichtag rund 3% unseres Depotvolumens.

2. Realisierte Verluste

Im abgelaufenen Geschäftsjahr realisierten wir im handelsrechtlichen Jahresabschluss Verluste in Höhe von 252 TEUR. Diese entfallen im Wesentlichen auf die Deutsche Postbank (66 TEUR), BMW (57 TEUR) und die Royal Bank of Scotland (50 TEUR).

3. Realisierte Gewinne

Im abgelaufenen Geschäftsjahr realisierten wir im handelsrechtlichen Jahresabschluss Erträge aus Wertpapieren in Höhe von 326 TEUR. Diese entfallen in Höhe von 88 TEUR auf Zins- und Dividendenzahlungen. Hierbei vereinnahmten wir die größten Beträge mit einem Genussschein der LBBW (18 TEUR), Aktien der P&I AG (14 TEUR) und mit der Wandelanleihe der IVG Finance (9 TEUR). Erträge aus dem Verkauf von Wertpapieren entfallen auf das Finanzanlagevermögen in Höhe von 155 TEUR und auf das Umlaufvermögen in Höhe von 83 TEUR. Die größten Gewinnbeiträge erzielten wir mit dem Verkauf von Radian (67 TEUR), MBIA (49 TEUR), Continental z.Verkehr.ing. (46 TEUR), Porsche (29 TEUR), K+S (24 TEUR) und einer Hybridanleihe der Deutsche Bank (23 TEUR).

Unsere Depotzusammensetzung ist Ausdruck unserer Investmentstils:

1. Business

Ein Geschäftsmodell, in das wir investieren, muss für uns einfach zu verstehen sein. Nur dann können wir die Faktoren bestimmen, die den wirtschaftlichen Erfolg ausmachen. Das Geschäftsmodell ist für uns nachhaltig, wenn es Teil einer planbaren Industrie ist und wir davon ausgehen können, dass die Produkte und Dienstleistungen auch noch in 10 Jahren nachgefragt werden oder dass der Kunde darauf unter Umständen gar nicht verzichten kann. Markteintrittsbarrieren und Wettbewerbsvorteile sichern die Zukunft vor dem dauerhaften Druck des Wettbewerbs. Solche sogenannten „Moats“ können bestehen durch Marken, Lizenzen, Genehmigungen, Patente, Netzwerkeffekte, Wechselkosten oder operative Kostenvorteile. Im Ergebnis verfügt das Unternehmen über eine hohe operative Profitabilität.

²² Die Private Equity-Gesellschaft Carlyle nutzte in den vergangenen Monaten die günstige Bewertung zum Wiedereinstieg. Sie ist in Besitz von rund 30% des Grundkapitals.

2. Management

Das Management eines Unternehmens muss fähig, fleißig und integer sein. Sein Handeln soll ausgerichtet sein an der Steigerung der Wachstumsrate der betrieblichen Ertragskraft und der Höhe der Ausschüttung an die Anteilseigner. Die Anreizstruktur soll langfristig und angemessen sein und mit den Interessen der Eigentümer übereinstimmen. Die Beurteilung der Güte des Managements ist schwierig. Sie stellt daher keinen Investitionsgrund dar - allenfalls kann sie eine Investition verhindern. Wir wollen in kein Management investieren, das in der Vergangenheit durch operatives Versagen oder moralische Verfehlungen auffällig geworden ist. Die Qualität des Geschäftsmodells muss hoch genug sein, so dass das Unternehmen ein schlechtes Management verkraften kann.

3. Valuation

Der Marktpreis eines Unternehmens setzt sich aus seinen Eigen- und Fremdkapitalbestandteilen zusammen. Unsere Unternehmen müssen über ein dauerhaft solides Verhältnis beider Finanzierungsstrukturen zueinander verfügen. Der Marktpreis des Unternehmens muss niedriger sein als sein intrinsischer Wert. Den intrinsischen Wert berechnen wir als den Barwert des freien Cashflows. Hierzu haben wir eine eigene Heuristik entwickelt, mit der wir uns auf die relevanten Einflussfaktoren (Wachstum und Marge) konzentrieren können. Durch die Ermittlung einer zahlungsstromorientierten zeitgewichteten Rendite können wir alle Investments - Aktien wie Anleihen - untereinander vergleichbar machen. Wir investieren auf der Grundlage einer hohen Sicherheitsmarge.

4. Event

Positive Ereignisse erhöhen die Wahrscheinlichkeit, dass wir beim Investieren richtig liegen. Man könnte Events mit der Frage gleichsetzen: „Warum soll ich gerade jetzt investieren?“ Sie geben uns ein besseres Timing für den Kaufzeitpunkt, helfen, Marktpreisschwankungen zu reduzieren oder liefern uns überhaupt erst den finalen Auslöser, ein Investment zu tätigen. Es gibt unterschiedliche Events mit verschiedenen Haltedauern von wenigen Tagen bis mehreren Jahren. Wir unterscheiden drei Arten von Events:

1. Veränderungen der Kapitalstruktur
(z.B. Kapitalerhöhungen, Aktienrückkäufe, Abspaltungen)
2. Veränderungen der Eigentümerstruktur
(z.B. Übernahmen, Aktienrückkäufe, Going Privates, Directors' Dealings)
3. Operative Katalysatoren
(z.B. Expansionsdynamik, Hebelung von Marke und Know-how)

Je nach Marktphase sind diese Arten von Events an der Börse unterschiedlich häufig vorzufinden und für uns von unterschiedlicher Relevanz.²³ Je nach Art und Stärke des Events spielen Business, Management und Valuation eine untergeordnete oder zentrale Rolle.

Im Ergebnis kennzeichnet unseren Investmentstil folgendes: „Wir investieren in Gewinner. Das bedeutet, dass wir in starke Unternehmen investieren, die mit nachhaltigen Geschäftsmodellen, soliden Bilanzen und hohen Margen einen Mehrwert für ihre Anteilseigner schaffen. Wir halten die Risiken klein und investieren dann, wenn unser Engagement von einem positiven Ereignis beflügelt wird. Wir nennen das die Kombination aus Value und Event.“

²³ So trugen zu Beginn der Krise Squeeze-out-Investments (als Unterform eines Going Private) zu unserem Kapitalschutz bei.

Partner

Zum 30. Juni 2009 hat die GANÉ Aktiengesellschaft 51 Partnerpartizipationsscheine ausgegeben.

Wir freuen uns, dass uns alle Partner auch während der schlimmsten Momente der Krise in den Tagen des Untergangs von Lehman Brothers ihr Vertrauen entgegengebracht haben. Wir betrachten dieses Vertrauen als Ansporn für unsere weitere Arbeit.

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

Am 15. Dezember 2008 haben wir gemeinsam mit der ACATIS Investment GmbH, Hauck & Aufhäuser Privatbankiers und Universal-Investment-Gesellschaft unseren Fonds „ACATIS GANÉ Value Event Fonds UI“ (Wertpapierkennnummer: A0X754) aufgelegt. Mit diesem Fonds besteht die Möglichkeit, der GANÉ Aktiengesellschaft und ihrem Management eine fixe und variable Ertragsquelle zu erschließen. Da die meisten Vertriebs- und Organisationsaufgaben von der ACATIS Investment GmbH übernommen werden, stellen die Partner der GANÉ Aktiengesellschaft keine wesentlichen Ressourcen zur Verfügung. Die Hauptleistung, die wir für den Fonds erbringen, ist unsere Analysetätigkeit. Mit einem Betrag in Höhe von 200 TEUR haben wir den Fonds mit Mitteln aus der GANÉ Aktiengesellschaft ausgestattet, um das Wachstum des Fonds zu fördern und eine Interessengleichheit mit den Fondsinvestoren herzustellen. Wir halten ein Investment in den Fonds für eine gute Anlage. Sie zeichnet sich durch hohe Transparenz und die jederzeitige Verfügbarkeit des Kapitals aus. Eine Anlage in Partnerpartizipationsscheine der GANÉ Aktiengesellschaft gewinnt durch die Beteiligung an Erträgen aus Beratungs- und Vertriebsdienstleistungen an zusätzlicher Attraktivität. Wir sind überzeugt, dass alle Beteiligten in dieser Konstellation gewinnen werden. Sowohl für Partner als auch für Aktionäre und das Management der GANÉ Aktiengesellschaft besteht der Anreiz, den Fonds so groß und so erfolgreich wie möglich zu machen.

Die operativen Aufwendungen für das abgelaufene Geschäftsjahr betragen 21 TEUR.

Wir danken unserem Steuerberater Rainer Grossmann, Aschaffenburg, für die laufende Finanzbuchhaltung und unserem Wirtschaftsprüfer Peter Bahmer von der Aschaffener MAINTREU für die Prüfung unseres Jahresabschlusses. Den Partnerinvestoren Eva Best und Norbert Sommer danken wir für ihr unternehmerisches Engagement während des abgelaufenen Geschäftsjahres.²⁵

Der Vorstand dankt dem Aufsichtsrat für die gute Zusammenarbeit, seine wertvollen Anregungen und die kritische Begleitung 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 sind Eva und Norbert unter <http://www.bestcall.de> bzw. <http://www.sommer-gossmann.com>.

Partnertreffen

Die Versammlung wird am Samstag, dem 5. September 2009 um 14 Uhr in Aschaffenburg in den Räumen der Gesellschaft stattfinden.²⁶ Bei einem kleinen Imbiss, Kaffee und Softdrinks (denken Sie daran, wir sitzen und konsumieren noch immer sparsam) wollen wir den Nachmittag für ein gegenseitiges Kennenlernen und interessante Gespräche 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 Anmeldung²⁷ bis zum 31. August 2009.

²⁶ Wir planen, das Partnertreffen immer am ersten Samstag im September stattfinden zu lassen.

²⁷ Geben Sie uns einfach schriftlich (Brief, Fax, Mail) oder telefonisch Bescheid.

Ausblick

Den Geschäftsbericht (Jahresabschluss für das am 30. Juni 2009 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 2009) 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!²⁸

Beste Grüße aus Aschaffenburg

18. August 2009



J. Henrik Muhle



Dr. Uwe Rathausky

²⁸ 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