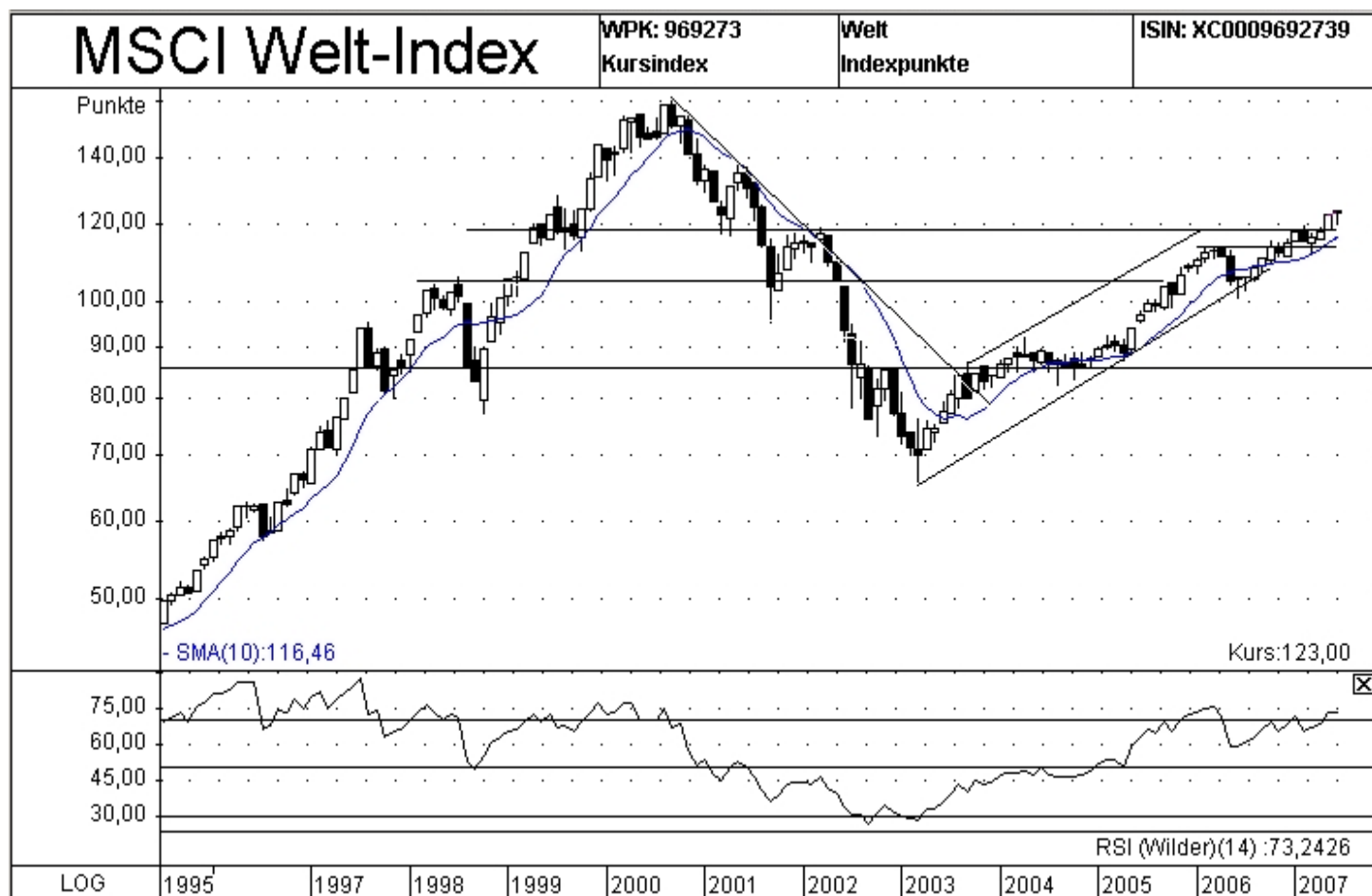


Manager Report Dezember 2006: Fortsetzung der Rallye

Wie häufig in Jahren mit positiver Performance - wenn es nicht darum geht zu überleben und der Controller das Leben bestimmt - verdoppelten sich die Manager der Fondsbranche ihre Jahres-Boni, indem sie gegen Jahresende noch einmal richtig Gas gaben. Dabei kam es zu einigen ganz lustigen Entwicklungen. So beträgt etwa gemäß dem Almanach der durchschnittliche Gewinn in der Woche zwischen Weihnachten und Neujahr rund + 1,6%. Nach der teilweisen Ruhepause am 26. Dezember, wo die meisten Märkte noch geschlossen waren, war dies genau der Tagesgewinn, um den der Markt am 27. Dezember hoch lief, um dann genau nichts weiter zu tun. So als hätten sich alle Marktteilnehmer verabredet die Statistik ein weiteres Jahr fortzuschreiben. Jedenfalls wurde das Ziel erreicht. Der Markt schloß 2006 auf Jahreshoch.

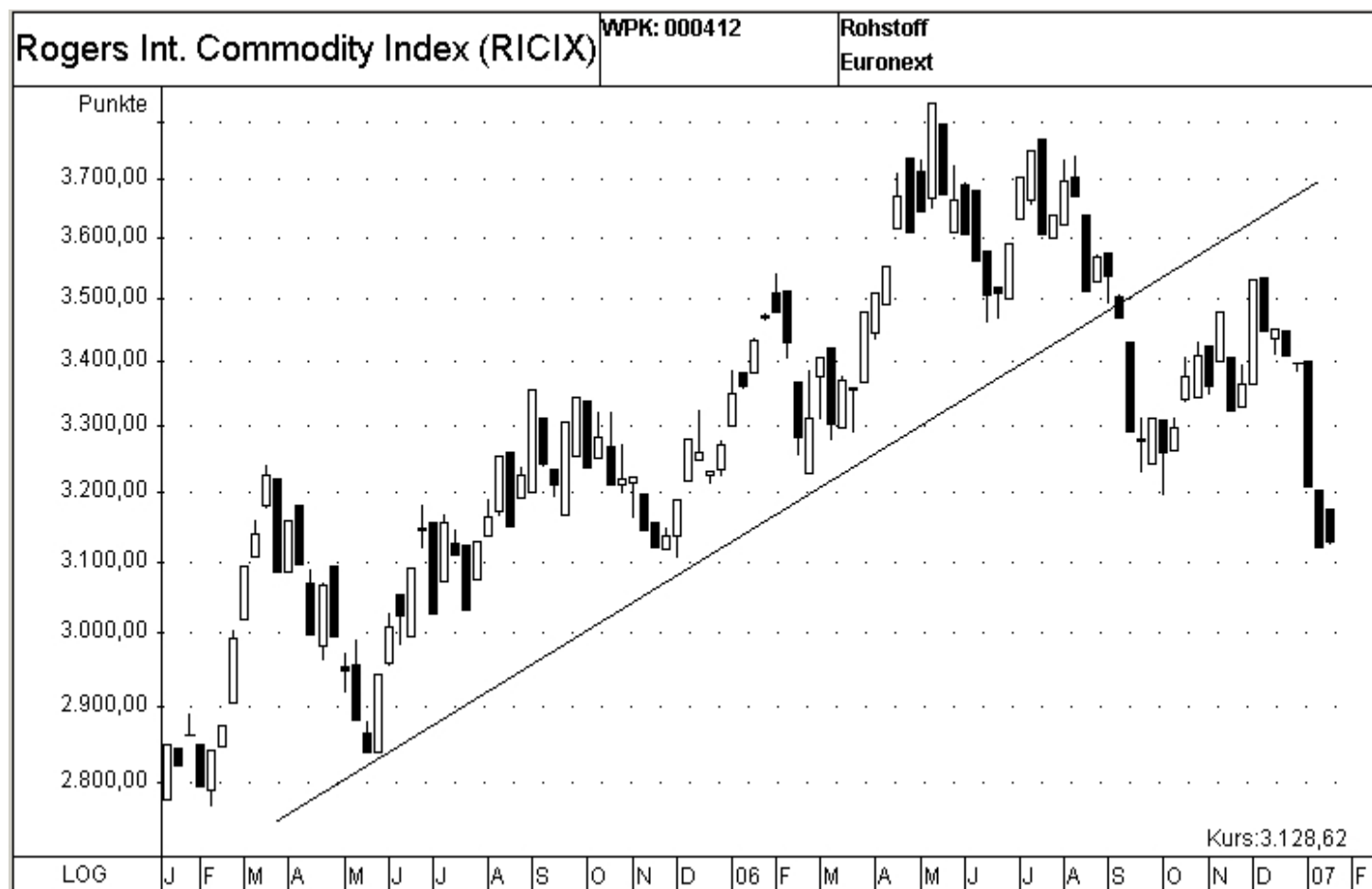


Dabei klebten die westlichen Märkte an der Obergrenze ihrer durch die Bollinger-Bänder definierten Handelsbereiche und die erwartete Schwankungsbreite, die Volatilität testete wieder einmal die Tiefs aus.



Die Optionsverkäufer sind aktuell weiterhin bereit zu historisch allerniedrigsten Kursen die Optionskäufer gegen fallende Kurse abzusichern und dies auf einem absoluten Höchststand der Kurse, die eine bemerkenswerte Kurzfristralle hingelegt haben und dabei massive Widerstandsbereiche in deutlich überkauftem Territorium erreicht haben.

An diesem schon altbekannten Szenario ist die nun langsam deutliche Abschwächung der Rohstoffpreise von einem vorherigen Seitwärts-Aufwärts-Szenario hin zu einem deutlicherer Korrekturtrend oder gar Beginn einer Gegenbewegung gegen die Hausse seit 2003 die einzige nennenswerte, aber wichtige und möglicherweise entscheidende Veränderung.



Nachdem man noch bis Mitte Dezember beim RICIX von einer Seitwärtsphase nach gebrochenem Aufwärtstrend ausgehen konnte, könnte sich jetzt eher so etwas wie eine Kopf-Schulter-Umkehrformation abzeichnen, wobei die Tatsache, dass die rechte Schulter mit dem Dezember-Hoch dieselben Höchststände wie die linke Januar-2006-Schulter erreicht hat, aber gegen einen crashartigen Verlauf eines etwaigen Verfalls der Rohstoffpreise spricht. Allerdings würde das technische Normalziel, welches sich mit rund 2700 Punkten aus dieser Formation ableiten ließe, für massive Verluste im Rohstoff-Segment sprechen.

Noch wichtiger als die Sektorauswirkungen ist jedoch der Rohstoffpreisrückgang als Indikator im Gesamtmarktszenario. Der typische Ablauf im Top des Konjunkturzyklus ist bekanntlich: Die Anleihen fallen, weil die Zentralbank die Zinsen anhebt. Die Rohstoffpreise erleben zu diesem Zeitpunkt noch ihre extreme Beschleunigung und jeder redet nur von immer neuen Höchstständen. Aktien steigen noch aufgrund erwarteter steigender Gewinne. Schließlich werden jedoch keine Investitionen mehr vorgenommen, weil sie sich aufgrund der steigenden Zinsen nicht mehr rechnen. Auch der Konsum wird durch die gestiegenen Zinsen gebremst. Für die sich abschwächende Nachfrage sind - auch aufgrund von Erweiterungsinvestitionen - wieder genügend Rohstoffe vorhanden. Die Rohstoffpreise kippen als erster Indikator, dass die Konjunktur ihren Höhepunkt überschritten hat. Geringere Gewinne im Rohstoffsegment bremsen die Investitionsneigung dieses Sektors. Kapazitätsunterauslastungen in den anderen Sektoren durch den gebremsten Konsum führen zu ersten Preiskämpfen dort.

Das Kippen der Rohstoffpreise ist mit dem Mai 2006 sehr gut zeitlich festlegbar. Eine nur begrenzte Korrektur der Rohstoffpreise hätte einen Superzyklus wirtschaftlichen Wachstums, der durch die Wachstumsimpulse aus Fernost nach Meinung mancher passieren soll, möglich werden lassen. Die nun doch deutlichere Korrektur deutet aber darauf hin, dass entweder bereits wieder zu viele Kapazitäten aufgebaut worden sind, was angesichts der Kapazitäten, die noch in Bau sind, nichts Gutes ahnen lässt. Oder aber und wahrscheinlicher: Noch sind gar nicht so viele neue Kapazitäten am Markt, aber aufgrund Nachfrageabschwächung werden schon diese nicht genug ausgelastet. Mit einer behaupteten Voll- oder Überauslastungssituation sind die aktuellen Preisentwicklungen jedenfalls nicht in Übereinstimmung zu bringen, sondern eher mit weltweiter Konjunkturabschwächung, was angesichts weiteren massiven Wachstums in Fernost nur heißen kann, dass wir uns möglicherweise schon wieder in Richtung Null-Nummer in der westlichen Welt bewegen.

Momentan spielen die Märkte die beste aller Welten. Die sich beruhigenden Rohstoffpreise und die sinkenden Zinsen, die die Zentralbanken senken sollen, weil sich die Wirtschaft abschwächt, sollen zu guten oder steigenden Margen bei den Aktiengesellschaften und einer wunderschönen Börsenentwicklung führen. Die niedrige Vola = geringe Angst der Börsenteilnehmer bestätigt dass es wenige Marktteilnehmer gibt, die eine Abkehr von dieser heilen Welt für möglich halten.

Wir fühlen uns pudelwohl in dieser Situation dagegen zu halten, gemäß der Devise von Goethe: "Ich schätze es in der Minderheit zu sein, denn es ist oft die klügere."

Allokation Black+White-Portfolio

Black+White beendete den Dezember mit einem Allzeithöchststand. Mit einem Endstand von 16.085,21 Punkten und einem weiteren Monatsplus von + 1,06%. Alle Sub-Strategien trugen positiv zum Endergebnis bei. Das Black+White-Portfolio ist weiterhin sehr ausgewogen strukturiert. Wir setzen eine Vielzahl von Nischenstrategien ein mit Schwerpunkten im Asset Finance Bereich und bei Derivate-Strategien sowie Long/Short Equity-Spezialisten im Small- und MicroCap-Segment.

Aktuell ist die Aufteilung auf die einzelnen Strategien in Prozent wie folgt:

Distressed Equity	12,00 %
L/S Equity	19,20 %
PIPE	28,80 %
Convertible Arbitrage	5,00 %
Equity Futures&Options&Cash	27,40 %
Energy	7,60 %

Ich werde in den folgenden Monatsberichten jeweils auf Ziele, Vorgehensweise und aktuelle Aussichten der jeweiligen Strategien eingehen.

Aus einigen Rückfragen zu unseren letzten Reports habe ich entnommen, dass einige Leser nach dem lesen dieser davon ausgegangen sind, wir würden, wenn wir sagen, dass wir abgesichert sind, eine weitgehend neutrale Position hinsichtlich des Aktienmarktes fahren und insofern von positiven Gesamtmarktsteigerungen überhaupt nicht partizipieren.

Dies verkennt ein wenig unseren Strategieansatz. Mit dem Black+White-Portfolio setzen wir ein trendbasiertes Allwetter-Konzept um. Ein Teil des Portfolios besteht aus eher marktunabhängigen Strategien, das heißt Handelsansätze bei denen recht konstante Renditen erzielt werden. Diese produzieren quasi ein Grundeinkommen. Die Sahne auf dem Kuchen liefern aggressivere Manager, die durchaus 20-30% p.a. produzieren mit teilweise Positionen in kleineren Aktien und damit gefährdet gegen Rückschläge des Gesamtmarktes sind. Um den negativen Effekt eines Crash nicht

nur auszuschalten, sondern positiv zu nutzen, hält das Portfolio Put-Optionen, d.h. Derivate, die von fallenden Indexkursen profitieren, in einem Nominalwert von mehr als dem gesamten Portfolio-Wert. Theoretischer Idealfall ist damit ein kurzfristiger Indexcrash, bei dem sich die Kursstände z.B. halbieren, denn in diesem Fall werden zwar deutliche Verluste auch in einigen Hedge Fonds (rund 30% des Portfolios) erzielt werden. Denen werden jedoch noch viel massivere Gewinne aus den Index-Puts gegenüberstehen. Im Falle deutlich steigender Kurse, erzielen diese 30% aggressiveren Fonds eine positive Gewinnentwicklung von mehr als der Indexentwicklung und kompensieren nicht nur die Wertverluste auf der Indexputseite, sondern sorgen auch dafür, dass diese 30% mit mehr als Indexanstieg an Wert gewinnen. Zusammen mit den konstanten Ergebnissen der restlichen 70% des Portfolios von 1-1,5% pro Monat, nimmt dieses Portfolio so bei deutlichen Indexanstiegen gut teil, wie die letzten Monate gezeigt haben. Im Falle fallender Kurse gibt es leichte bis starke Gewinne, wenn es zu einem Crash kommt. Im Falle einer Seitwärtsbewegung verlieren die Index-Puts an Wert durch den Zeitwertverfall der Optionen. Dieser Effekte sollte mehr als kompensiert werden die marktneutralen 70% des Portfolios.

Insofern erwarten wir egal, wie die Märkte sich entwickeln werden weiter gute Gewinne für Black+White in der aktuellen Handelsumgebung.

Allokation Vola+Value-Portfolio

Auch in Vola+Value konnten wir ein neues Allzeit-Hoch erzielen. Der Vola+Value-Index stieg um 0,74% auf 12 879,86 Punkte. Während Black+White versucht an Einzelaktientrend und der positiven Entwicklung einzelner Aktien gegen andere und gegen Index zu profitieren, mit marktunabhängigen Strategien ein Grundeinkommen zu erzielen und mit Long-Investments bzw. der Index-Put-Position signifikante Wertzuwächse zu generieren, egal wohin es sich bewegt, wenn es sich nur bewegt, sucht Vola+Value genau nach Aktien, die hohe Optionsprämien aufweisen und sich per Saldo nicht bewegen werden mit dem Ziel auf diese die Optionen zu verkaufen um damit ebenfalls ein Basiseinkommen zu erzielen und ein Index-Put-Paket zu finanzieren, dass dafür sorgt, dass die geschriebenen Optionen im Falle eines Crash nicht nur zu keinem Wertverlust führen, sondern sich das Portfolio sogar im Wert deutlich erhöht.

In 2006 hatten wir ein wenig Pech mit der Strategie. Wir hatten richtig erkannt, dass nach 3 Jahren mit massiven Kurssteigerungen 2006 nicht noch einmal das Jahr der Energiewerte sein würde. Optionen auf Energiewerte zu verkaufen war insofern kein falscher Grundansatz. Leider waren aber die zwischenzeitlichen Bewegungen im Energiesegment derart massiv und von derart harten Richtungswechseln gekennzeichnet, dass mehrere Male Absicherungstransaktionen nötig wurden, die standardmäßig aus Gründen der Risikobegrenzung Teil des Programms sind, wenn sich die Kurse einer Aktie zu stark gegen den Trend entwickelt hatten. Über die Hintergründe dieser massiven Bewegungen - massive Verluste im Gas-Segment bei Hedge Funds wie Mother Rock und Amaranth - hatte ich berichtet. Nach der Marktbereinigung ist hier wieder ein normales Kursverhalten festzustellen und Vola+Value produziert wieder jeden Monat positive Ergebnisse. Wir erwarten dies auch für 2007.

22.1.2007 Straush