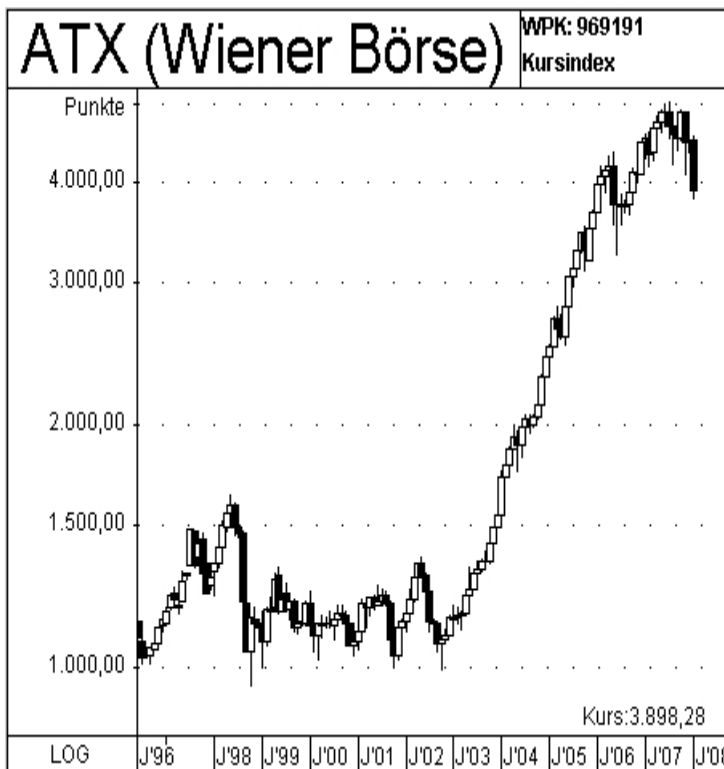
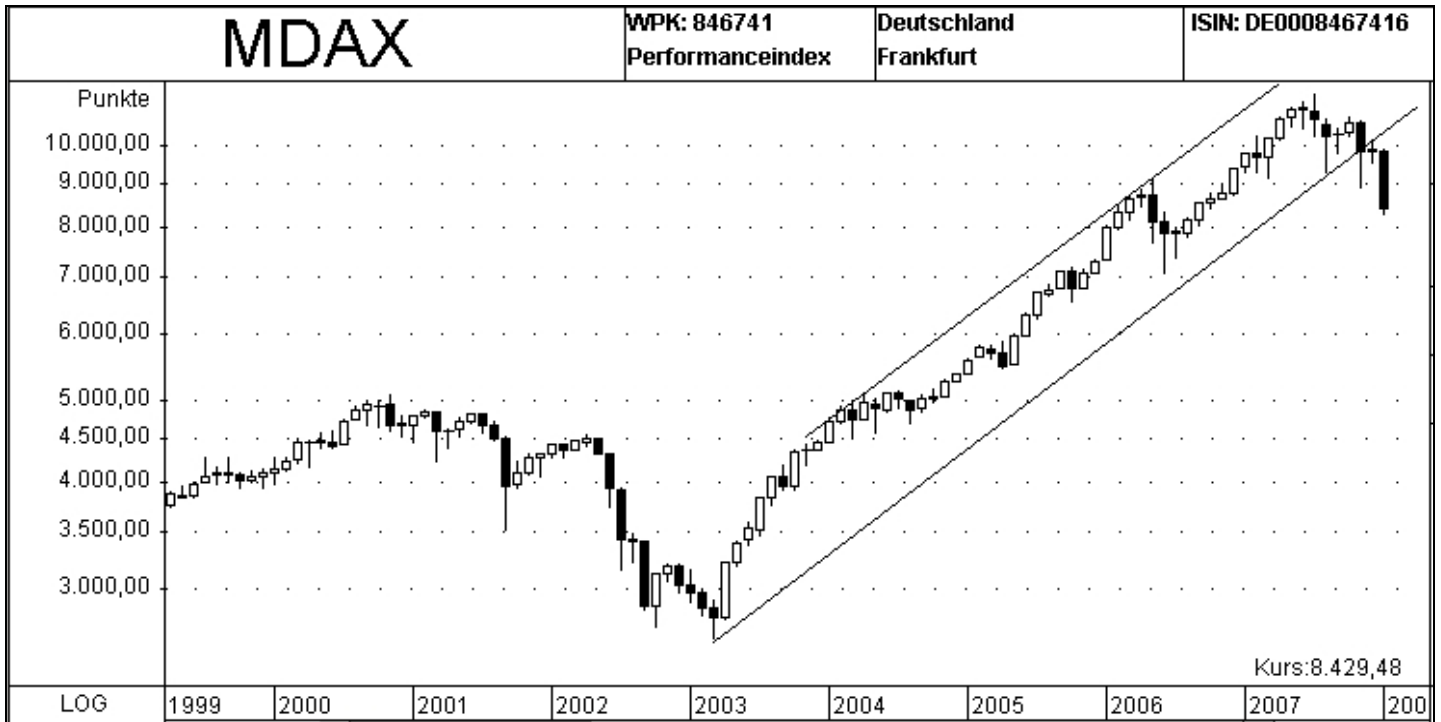


## Manager Report Dezember 2007: Erholungsversuch vor Start der 3. Welle

Am Jahresende gibt es immer wieder frisches Geld, da eine Vielzahl von Sparplänen mit quartalsmäßiger bzw. jährlicher Anlage existiert, was immer gegen Jahresende zu Liquiditätsüberschüssen und wegen Anlage dieser zu steigenden Kursen führt. Das Interesse der Asset Manager an hohen Boni tut ein weiteres dazu typisch einen sehr freundliches Jahresende zu produzieren. Und dieses Jahr?

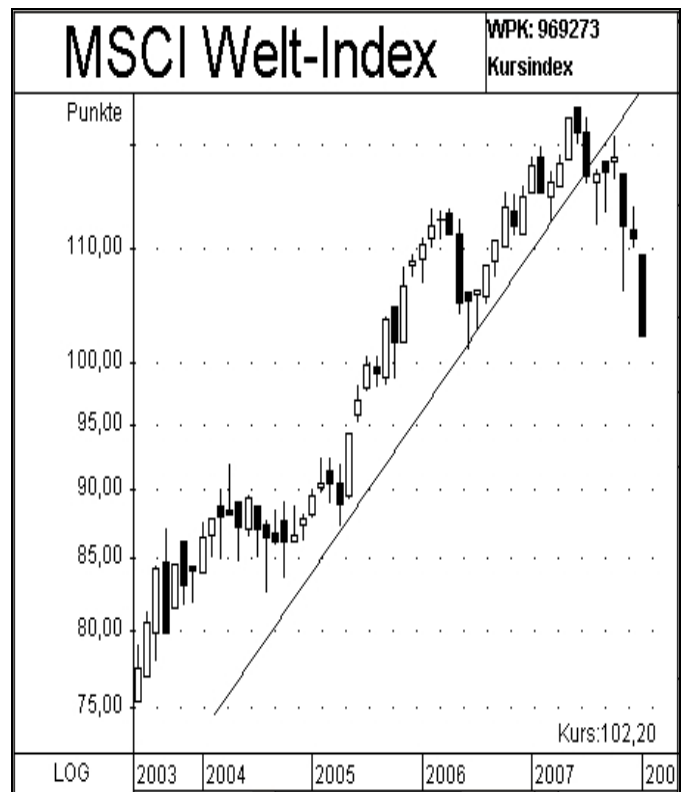
Schon der November-Marktverlauf war atypisch. Vielleicht sollte man besser sagen: Er zeigte die massive Schwäche des Marktes. Statt hochlaufender Kurse ein Kollaps. Zumindest bei den Finanztiteln. Es folgte eine Erholung bis Weihnachten. Der letzte Versuch noch die Boni zu sichern. Er mißlang. Gegen Ende Dezember wurde die Schwäche zum Desaster. Zunächst nur bei den kleineren Aktien. Hier konnten zum einen wegen der massiven Besserentwicklung in 2003-2006 noch von Altinvestoren massive Gewinne mitgenommen werden. Zum anderen ist dieser Sektor traditionell stärker vom Wirtschaftswachstum abhängig als die Big Caps. Dennoch sind 9 Tage mit fallenden Indexständen im RUSSEL 2000 eine Seltenheit. Und als Bewegung über das Jahresende gab es dies noch nie. Nie waren Small- und Mid-Caps so schwach über das Jahresende wie dieses Jahr.





Während der Baisse-Trend bei Small-, Mid Cap- und Finanzwerten bereits spätestens seit November bestätigt war, hat die Bewegung die von uns schon im letzten Manager-Report erwartete Breite angenommen. Alle wesentlichen Indizes haben ihre Aufwärtstrends seit 2003 verlassen und nach dem Bruch der Aufwärtstrendlinien kam es zu massiven Verkäufen.

Damit liegt quasi überall technisch ein Trendwechsel vor. Einige Märkte haben bereits die erste Baisse-Phase abgearbeitet. Andere arbeiten ihre Verlustpotentiale erst noch ab. Insgesamt ist das Bild jedoch inzwischen eindeutig negativ. Die generelle Welt-Aktientrend ist eine bestätigte Baisse, wie der MSCII-Welt klar zeigt.



Vorlaufende Indizes, bei denen die Abwärtsbewegung schon früher eingesetzt hatte, blicken bereits auf satte 25% Kursverlust auf Indexbasis (Das NIKKEI-Top vom März 2007 lag bei 18300 Punkten) zurück. Dies gibt einen Eindruck davon was als Ergebnis der zweiten Abwärtswelle auch für die anderen Märkte zu erwarten ist.

Typisch verlieren Wachstumswerte-Indizes in einer Rezession im Mittel 40%. Mit der Bewegung von 850 auf 680 und damit -20% hat etwa der Russel 2000-Index erst die Hälfte dieses Verlust-Potentials abgearbeitet. Dieses gilt allerdings nur für eine normale Rezession. Bei einer starken Rezession (Dauer länger als 2 Quartale mit negativem Wachstum) oder Depression ist von noch viel stärkeren Kursrückgängen auszugehen.

Mit den Bewegungen gerade der letzten Tage wurden die Kursniveaus von Anfang 2006 auch in den besser laufenden Märkten wieder erreicht. Damit haben Aktienanleger jetzt eine 2-Jahres-Nullrendite für ihr Portfolio erzielt. Und die weite Zukunft lässt weitere massive Aktienverluste erwarten. Der Grund: Die Finanzkrise ist in ihrer Bedeutung bei weitem unterschätzt worden und wird dies auch heute noch. Wir gehörten zu den ersten, die massiv vor den immer exzessiver verlaufenden Schulden-Exzessen in den USA gewarnt haben.

Zieht man aktuell eine ganz nüchterne Bilanz, dann ist das Ergebnis katastrophal. Ich möchte bewusst ein bisschen tiefer ausholen, um die Langfrist-Folgen klar zu machen. Noch im Jahr 2000 war die US-Wirtschaft eine Wirtschaft mit rund 10000 Milliarden jährlicher Wertschöpfung. Die Tech-Blase der End-90er hätte eigentlich ein wirtschaftliches Gesundschumpfen nötig gemacht. Statt

dessen wurde mit einem kreditfinanzierten Konsum-Boom das größte staatlich geförderte Schneeball-System der Weltgeschichte gestartet. Mit Mini-Zentralbank-Zinsen von 1% wurden gerade auch Geringvermögende animiert sich ein Haus zu kaufen (natürlich auf Kredit). Steigende Hauspreise schufen ein Wohlgefühl, und ermöglichten es auf Basis des gestiegenen Marktwertes der Immobilien diese (zusätzlich) zu beleihen. Dies wurde auch von den bestehenden Hausbesitzern benutzt um mittels Kreditaufnahme mehr konsumieren zu können.

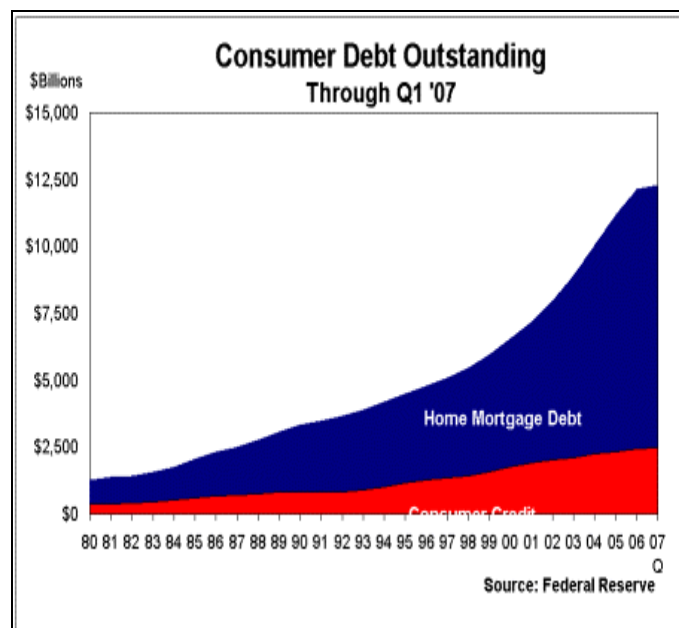
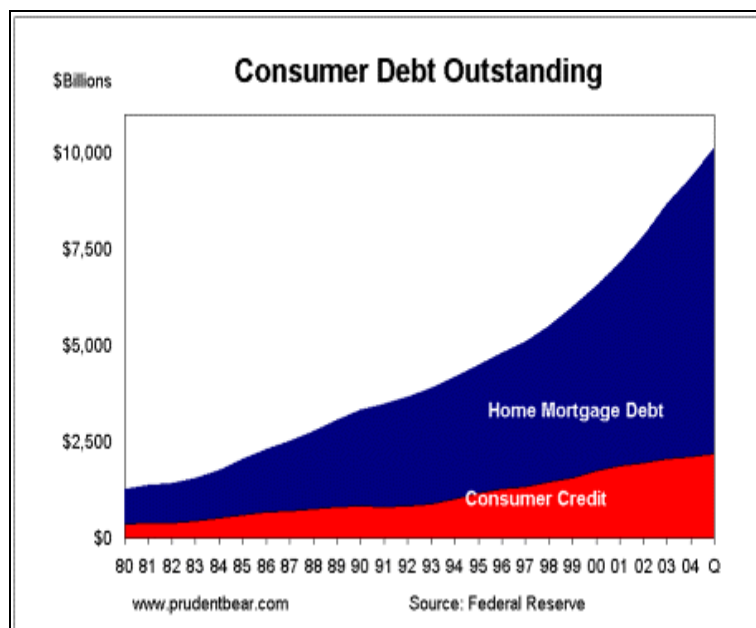
Im Zeitraum 2001-2005 stiegen die Häuserpreise durchschnittlich um 42%, im wesentlichen unberechtigt, da es dafür keinen vernünftigen Grund gab (etwa höhere Bauqualität oder ähnliches). Letztlich war einziger Grund für die steigenden Preise das Auftreten neuer durch Niedrigzinsen angelockter Käuferschichten.

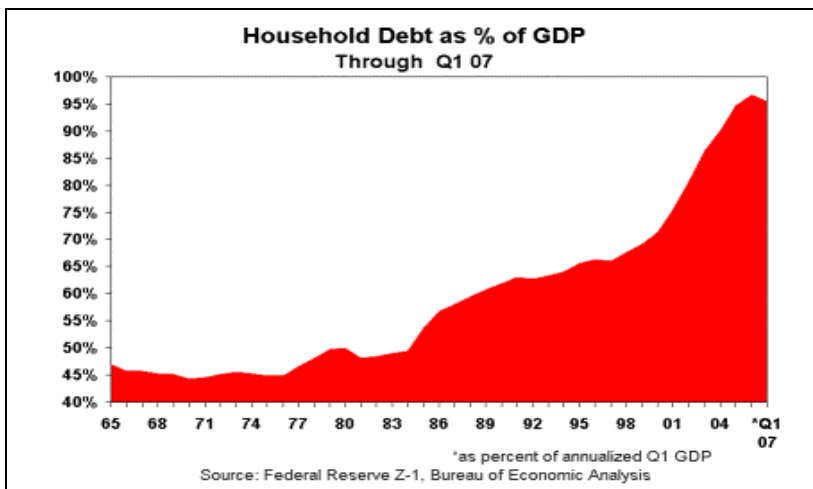
70% des US-Bruttosozialproduktes ist Konsum. 70% des Anstieges des BSP von 2001-2005 war direkte oder indirekte Folge von steigenden Wohnungsinvestitionen und wohnungsinduziertem Konsum. Der Anstieg der Hauspreise und der durch darauf basierender Kreditaufnahme ermöglichte Zusatzkonsum gegenüber dem durch permanentes Einkommen (etwa Lohn und Gehaltszahlungen) dauerhaft möglichen Konsum war ein einmaliger Effekt, der nur dadurch die Illusion dauerhafter Konsummöglichkeiten und eines steigenden Bruttosozialproduktes schuf, dass der Hauspreisanstieg über mehrere Jahre erfolgte und damit immer wieder neue Konsummöglichkeiten schuf.

Dieser Effekt war massiv. Der Wert der Wohnimmobilien in den USA wird per Ende 2005 mit 22000 Milliarden angegeben, womit der in diesem Jahrtausend erfolgte Vermögenseffekt in Höhe von 42% rund 6500 Milliarden betrug. In 2007 fielen die Häuserpreise im Durchschnitt schon um 7,6%, so dass nicht nur kein weiteres Konsumpotential aus steigendem Vermögen zur Verfügung steht. Schlimmer noch: Aus nicht gestiegenem Einkommen müssen steigende Zinsen bezahlt und ungeplante Kredittilgungen geleistet werden, weil die fallenden Häuserpreise bestehende Kredite gar nicht mehr zulassen. Erschwerend kommt nun hinzu, dass seit 1975 reale Gehaltssteigerungen nur bei den Top 20 % der Arbeitnehmer stattgefunden haben.

Soweit zum volkswirtschaftlichen Hintergrund für den perfekten Sturm, den wir vor uns haben. Konkreter in Zahlen und mit besonderer Betrachtung des Finanzsektors:

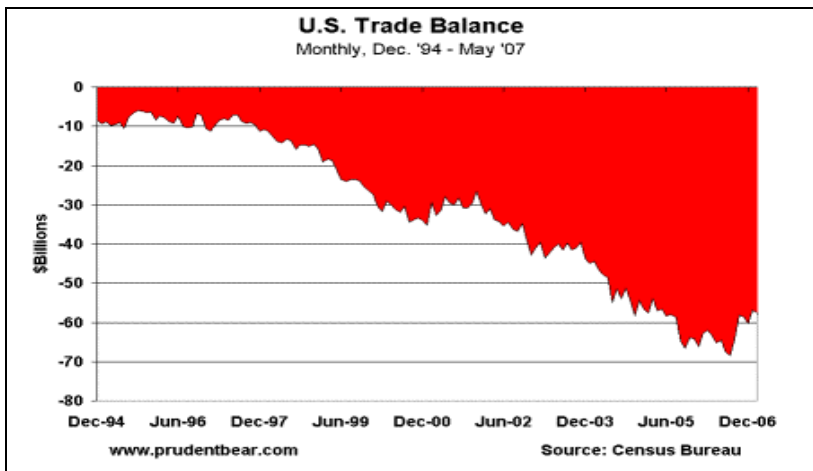
Der Anstieg des US-BSP von rund 10000 Milliarden auf 13000 Milliarden in den letzten Jahren ist zu einem grossen Teil Ergebnis einer riesigen Kreditblase, bei der basierend auf immer höher steigenden Häuserpreisen massiv auf Kredit konsumiert wurde.





Allein in den 15 Monaten von Ende 2005 bis Ende 1.Q. 2007 wurden mehr als 1500 Milliarden neu an Konsumentenkrediten aufgenommen.

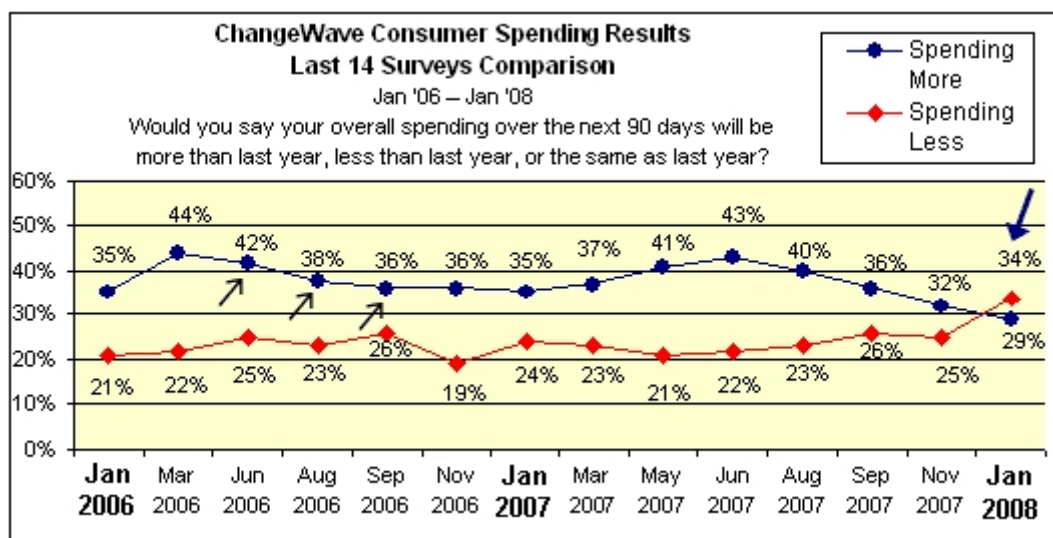
Die Summe der Konsumentenkredite hat 100% des US-BSP erreicht.



Seit gut einem Jahrzehnt arbeiten die Amerikaner nicht, um mit einem Einkommen den Konsum zu finanzieren, sondern konsumieren auf Pump im Ausland, was zu einer Auslandsverschuldung von über 10000 Milliarden geführt hat.

Eine sehr ungesunde langjährig negative Handelsbilanz ist die Folge.

Die prozentual immer schneller im Verhältnis zum Anstieg der Einkommen steigende Verschuldung führt inzwischen zu Massen-Kreditausfällen. Beim größten US-Hypothekenfinanzierer, der Countrywide Financial stieg die Quote von Immobilienkrediten, die einen Zahlungsrückstand von mehr als 60 Tagen aufwiesen allein von Oktober auf November von 5,6% auf 7%. In unserem Kredit-Update von März 2006 schrieben wir, dass die Entwicklung unausweichlich auf Masseninsolvenzen zuläuft. Jetzt zwei Jahre später dürfen wir feststellen, dass diese begonnen haben. American Express gab letzte Woche bekannt, dass auch bonitätsstarke Kreditkarten-Kunden immer häufiger ihre Kreditkarten-Kredite nicht mehr bedienen können. Dies ist deshalb von Bedeutung, weil 80% des US-Konsums von den sogenannten Super-Spenders herrührt, Haushalten mit einem Jahreseinkommen über USD 100000,-. Gezwungenermaßen reduzieren diese ihre Ausgaben unter das Vorjahresniveau.



Befragung des Info-Dienstes Changewave bei Superspenders

Während in einer ersten Welle Anfang 2007 durch den Zusammenbruch des Subprime-Kreditmarktes die Kredite an schlechte Bonitäten quasi zum Erliegen gekommen waren, läuft damit auch

zunehmend bei den starken Bonitäten nichts mehr. Die in der Breite der Bewegung stattfindenden Zahlungsausfälle haben nun die zweite Stufe der Krise ausgelöst: Kredite wurden zunehmend in den letzten Jahren verbrieft. Eine Bank trat dazu Ansprüche aus z.B. 10000 Konsumentenkrediten an eine Verbriefungsgesellschaft, ein sogenanntes **Special Investment Vehicle** ab, musste daher für diese kein Eigenkapital mehr bei der Zentralbank hinterlegen, und kassierte statt dessen Verwaltungsgebühren für die Verwaltung dieser SIVs. Ein lukratives Geschäft und der Grund dafür, warum Kredite so freizügig vergeben wurden. Mit der Abtretung an das SIV waren diese erst mal aus den Büchern.

Für die Finanziere der SIVs, typisch Pensionskassen, Versicherungen etc. wurde ein Investment in den SIVs dadurch attraktiv gestaltet, dass neben den Krediten auch Kreditausfälle absicherndes Eigenkapital zusätzlich in das SIV gegeben wurde, sowie Kreditversicherer Ausfallgarantien zur Verfügung stellten. Dies führte dazu, dass von den SIVs zur Finanzierung der Konsumkredite begebene Anleihen mit AAA und damit als ausfallsicher eingestuft wurden und damit auch für den absolut sicheren Teil von Versicherungsvermögen erworben werden durften.

Die Ereignisse der letzten Woche: Nachdem schon seit Mitte Dezember mit ACA ein kleinerer Kreditversicherer technisch insolvent ist und damit rund 70 Mrd. an Schuldverschreibungen ohne Zusatzdeckung sind, stehen jetzt auch die Schwergewichte kurz vor der Pleite. Die aktuellen CDSs auf Ambac oder MBIA implizieren eine über 70%-Wahrscheinlichkeit für Insolvenz innerhalb 5 Jahren und dies trotz des Versuches von MBIA ihr Credit Rating von aktuell noch AAA durch Ausgabe von Schuldverschreibungen - mit einem Zins-Kupon von 14% p.a.! - zu retten.

Konsequenzen: Schon aufgrund der nicht mehr bestehenden Ausfall-Deckung durch ACA musste Merrill Lynch in der letzten Woche weitere 3,1 Milliarden abschreiben. Ambac deckt hunderte von Milliarden z.B. von kleineren Anleihen von privaten Schulen und Gemeinden, die damit keinerlei Finanzierungsmöglichkeiten mehr hätten, auf jeden Fall aber nur zu deutlich teureren Konditionen als bisher. Das Gesamtvolumen der so von allen Kreditversicherern gesicherten Kredite beträgt rund 2500 Milliarden. Gehen Ambac und MBIA unter, dann werden Bonds in dieser Größenordnung von erstklassigen Triple-A-Bonds zu risikobehafteten Titeln, kommen dann nicht mehr für den gesicherten Vermögensteil von Versicherungen und Pensionskassen in Frage. Dies wäre der Gau für den Finanzsektor, der wie gesagt aktuell mit einer Wahrscheinlichkeit von 70% in den Märkten angenommen wird.

Selbst wenn es zu irgend einer schmierigen Lösung kommt, bei der das Unvermeidliche vermieden wird, indem etwa auf Forderungen verzichtet wird, um die Kreditversicherer am Leben zu halten, und nicht weitere Abschreibungen auf den Wertpapierbeständen vornehmen zu müssen, bleiben dennoch massive Verluste (vielleicht ein wenig geringer und ein wenig mehr sozialisiert) und ist das bisherige System wohl nicht mehr tragbar. Die bisherigen Anleger in den SIVs werden es sich überlegen, ob sie derartige Risiken noch einmal eingehen können/wollen und gesichert nur zu höheren Zinsaufschlägen. Damit kommt man dazu, dass das Problem unlösbar wird. Selbst wenn die FED die Zinsen senkt, nutzt das nur den Staatsanleihen. Die Zinsen für mindere Bonitäten werden nicht nur oben bleiben, sondern auch ggf. noch steigen. Aktuell steigen die Zinsen für SIVs quasi täglich. In unserem aktuellen Research haben wir bereits über hundert ETFs und Closed End Funds, die Renditen von über 10% abwerfen und dies bei einem Abschlag von 15-17% auf den Vermögenswert des Fonds. Wohlgermerkt für Fonds mit einem Vermögenswert von 2,5 Milliarden Dollar. Dies zeigt die ganze Dimension des Problems. Erstklassige Investment-Banken - jedenfalls solche die zu den besseren historisch gehörten - sind nicht mehr in der Lage für von ihnen begebene Vehikel auch nur noch so etwas ähnliches wie einen fairen Preis darzustellen.

Es macht vor diesem Hintergrund keinen Sinn noch von kurzfristigen technischen Marktverwerfungen zu reden. Fakt ist: Definiert man Markt als einen Zustand, bei dem Marktpreise einigermaßen die zugrunde liegenden Werte widerspiegeln, dann ist festzustellen, dass die Märkte zusammengebrochen sind. Transaktionen in erstklassigen selbst ausschließlich aus Staatsanleihen bestehenden Vehikeln sind möglich - allerdings mit Preisabschlägen von 15-20%.

Vor dem Hintergrund dieses GAU-Szenarios in den Zinssegmenten ist es klar, dass auch die Aktienmärkte nicht ungeschoren davon kommen können.

Wir werden eine Rezession bekommen und zwar nach unseren Prognosen auch eine schärfere als etwa 1990. Die Aktienkurse haben jetzt in der Breite begonnen zu fallen, was jedoch, wenn man das Desaster etwa bei den Banken betrachtet, noch lange nicht ausgestanden sein kann.

Selbstverständlich wird es Lösungen geben. Die Welt hat das Aussterben der Dinosaurier überlebt. Sie wird auch das Aussterben des Investment Banking in der in den letzten Jahren praktizierten Form überleben. Aber die Bereitschaft noch einmal irgend welche unsicheren Konstruktionen, die von Banken aus reinem Provisionsinteresse begeben wurden, zu kaufen, dürfte zumindest auf längere Zeit nicht mehr gegeben sein.

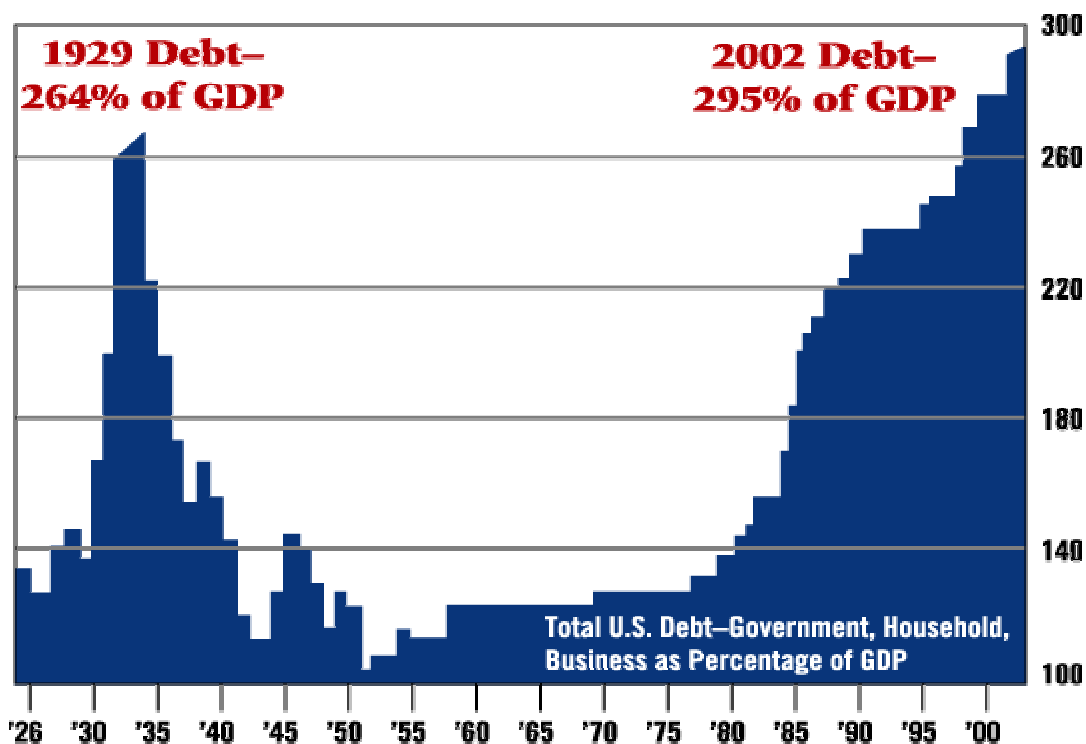
Und vor jedem Neuanfang wird eine Phase mit massiv reduzierter Möglichkeit zur Kreditneuvergabe stehen und nur für erstklassige Bonitäten oder zu deutlich zweistelligen Zinsen werden neue Deals laufen, schon trivial deshalb, weil sich jeder neue Deal mit aktuell bestehenden Anlagemöglichkeiten mit zweistelligen Renditen messen müssen.

Dies wird es unmöglich machen, das massive aktuell bestehende Kreditproblem irgendwie marktschonend abzuwickeln. Der Verkauf von 11000 neu gebauten Wohneinheiten von Lennar an Morgan Stanley Real Estate zu einem Preisabschlag von 60% um den Monatswechsel November/Dezember 2007 gibt hier vielmehr eine Zielmarke an. Nimmt man die schon erfolgte 7,6%ige Abwärtsbewegung bei den Hauspreisen in 2007 und addiert das weitere minimale 15%-Verlustpotential lt. Schätzungen in der Banc of America - Studie hinzu (dies sind dabei Durchschnittswerte über alle Immobilien-Teilmärkte; bei Einzelimmobilien werden durchaus Rückgänge von mehr als 50% erfolgen), so kommt man auf rund 24%, damit einen Vermögensabschlag von rund 5000 Milliarden auf den Wert aller US-Immobilien. Da derartige Effekte mit rund 20% auf das BSP durchschlagen, kommt man zu einem Rückgang des US-BSP aus diesem Effekt von rund 8% oder rund USD 1000 Milliarden.

Weder können aktuell vorgeschlagene Steuersenkungen der Bush-Regierung von 150 Milliarden hieran etwas ändern, noch etwa der Einsatz chinesischer Währungsreserven von 1100 Milliarden. Wir sehen aktuell zwar den Versuch den Mega-GAU im Finanzsektor zu verhindern, der gegeben wäre, wenn eine US-Großbank Insolvenz anmelden müsste, dadurch dass chinesische Staatsfonds den verlustgeplagten US-Banken neues Eigenkapital zur Verfügung stellen. Zu mehr als den Zusammenbruch des Weltfinanzsystems zu verhindern, fehlt aber einfach das Kapital. Niemand kann und will Immobilien en masse zu den 2005er Preisen erwerben oder die massiven Verluste bei wertlosen Krediten ausgleichen. Selbst die US-Regierung kann angesichts einer bereits bestehenden Staatsverschuldung von 9000 Milliarden und damit 67% des BSP nicht eingreifen. Selbst das komplette US-Bundesbudget in der Größenordnung von 2500 Milliarden reicht in diesem Szenario nicht aus, um die 12000 Milliarden an Konsumentenkrediten als ausreichend abgesichert zu betrachten (abgesehen davon, dass es bekanntlich bereits verplant und allein zu Ausgaben in dieser Größenordnung schon wieder weitere Schuldenaufnahme notwendig ist).

Kredit kommt bekanntlich von lateinisch credere = glauben. Der Glauben an die Zahlungsfähigkeit nicht nur grosser Gruppen der amerikanischen Konsumenten sondern auch Banken, der von diesen begebenen Investmentvehikel etc. ist zerstört und kann auch nicht wieder hergestellt werden.

Wir stehen in Folge vor der größten Kreditkontraktion in der Geschichte der Menschheit. Wenn man die Geschichte betrachtet, dann war mit dem Erreichen einer US-Verschuldung von 260% des BSP im Jahr 1929 der Boden bereitet für die Kontraktion in den Jahren danach, die Depression von 1932. Schon 2002 erreichten die USA die 300%-Grenze.



Dieser Kredit-Berg wird nun abgebaut werden müssen. Erste massive Rückgänge sieht man schon am Markt für Unternehmens-CDOs, der von rund 1300 Milliarden im ersten Quartal auf rund 800 Milliarden abgeschmolzen ist und an dem es aktuell zu massiven Liquidationen notleidender SIVs kommt.

Da ein Bailout (durch wen auch immer) wie oben gezeigt nicht erfolgen kann, da es niemanden gibt, der dies bewältigen könnte, selbst wenn er es wollte, wird jeder, der an dieser größten Kreditblase aller Zeiten beteiligt war, seinen Teil des Verlustes tragen müssen. Momentan laufen nur einige Versuche im Sinne von Reise nach Jerusalem dies persönlich zu verhindern. Was letztlich bleibt aus dieser Krise, ist aber eine massive Verminderung des Weltvermögens und eine Kapitalverknappung.

Die ersten 8000 - 10000 Milliarden an Welt-Aktienvermögen sind mit den Bewegungen der letzten Tage bereits verloren (Das Welt-Aktienvermögen betrug per 30.6.2007 rund 45000 Milliarden, davon 17000 Milliarden in den USA). Rund 2000 Milliarden an US-Immobilienvermögen sind verloren.

Indizes	30.6.2007	30.11.2007	31.12.2007	18.1.2008	%-Differenz	%-Differenz	%-Differenz
					November gg.	Dezember gg.	18.1.2008 gg.
					Juni	Juni	Juni
DAX	8.007,32	7.870,52	8.067,32	7.314,17	-1,71	+0,75	-8,66
SMI	9.209,36	8.828,36	8.484,46	7.691,98	-4,42	-7,88	-16,48
ATX	4.969,26	4.471,83	4.512,98	3.898,28	-10,02	-9,19	-21,56
EuroSTOXX 50 KI	4.489,77	4.397,95	4.399,72	3.995,17	-2,05	-1,99	-11,02
S+P 500	1.503,35	1.481,15	1.468,36	1.325,19	-1,48	-2,33	-11,85
MSCI Welt	121,2	112,1	111,0	100,0	-7,51	-8,42	-17,50
MDAX	11.023,49	9.865,49	9.864,62	8.429,48	-10,5	-10,5	-23,54
Russel 2000	833,4	767,77	766,03	673,18	-7,87	-8,19	-19,23
Russel 2000 Value	4.480,52	3.898,46	3.854,92	3.401,11	-13,32	-14,00	-24,10
XLFF (Financial Sector Spider)	36,18	31,36	28,93	25,50	-13,32	-21,04	-29,50
<b>Vola + Value</b>	<b>13.703,93</b>	<b>13.276,79</b>	<b>13.414,96</b>	<b>13.500 est.</b>	<b>-3,12</b>	<b>-2,10</b>	<b>-1,50</b>



<b>Black + White</b>	<b>17.360,54</b>	<b>17.455,01</b>	<b>17.700,77</b>	<b>17.800 est.</b>	<b>+0,54</b>	<b>+1,96</b>	<b>+2,53</b>
<b>GAMAG Wandler</b>	<b>5.866,25</b>	<b>5.817,34</b>	<b>5.888,61</b>	<b>5.940 est.</b>	<b>-0,83</b>	<b>+0,38</b>	<b>+1,26</b>

Seitdem die Kreditkrise die breitere Finanzwirtschaft erreicht hat, liegen alle gängigen Indizes der westlichen Welt deutlich im Minus. Nachdem der scharfe Wechsel von Hausse im Oktober zu Baisse im November von uns nicht ganz optimal gehandelt wurde, war nach dem schwachen November, im Normalfall einem der besten Börsenmonate klar, dass es weiter nach unten gehen würde, zumindest die Märkte massiv gefährdet waren.

Ein Problem, das man kennt, kann man mit den üblichen Aktionen dann auch in einen Gewinn ummünzen. Vola+Value erzielte rund 1% und Black+White +1,5% Gewinn im Dezember. Da uns die Gesamtrichtung klar war, überraschte uns auch die aktuelle Bewegung im Januar nur ein wenig von der Schnelligkeit nicht aber von der Stärke oder vom Ausmaß her. Insofern setzt sich die positive Wertentwicklung im Januar fort. Die Gesamtbilanz der jüngsten Zeit ist sehr erfreulich. Den aktuell besten Index, den DAX haben wir seit Jahres-Mitte 2007 mit aktuell rund 10% geschlagen. Gegenüber den Finanzwerten sind es schon 30%.

Mit der Entwicklung des letzten halben Jahres ist nun auch endlich das eingetreten, was wir bereits etwas früher erwartet hatten: Die Besser-Entwicklung unserer Strategien gegenüber den gängigen Aktienindizes. Letztlich ist ja unser Anspruch mit alternativen Investments nicht nur weniger Risiko zu haben, sondern auch bessere Ergebnisse zu erzielen, als mit Aktienanlagen. Betrachtet man nun die letzten 2 Jahre, dann liegen alle oben angegebenen Indizes bis auf den DAX bestenfalls klein einstellig im plus. Black+White hat über diesen Zeitraum über 20% verdient und auch Vola+Value hat bis auf den DAX alle Indizes geschlagen.

### **Allokation Black+White-Portfolio**

Dies ist eine Mega-Krise und niemand hat eine Antwort parat, die das Problem lösen kann. Nach 5 Jahren Dauerhausse war aufgrund der massiven Kursanstiege sowieso mehr als eine deutliche Korrektur fällig. Die Dimension der Kreditkrise macht daraus nun einen handfeste Baisse mit Chance auf mehr. Eine der frustrierenden Eigenschaften der Arbeit eines Börsenanalysten im Verhältnis zu jeder anderen analytischen beruflichen Tätigkeit ist, dass man für exzellente Arbeit bestraft oder jedenfalls nicht angemessen bezahlt werden kann. Bis zu den jüngsten Ereignissen mussten wir mit ansehen, wie mit angesichts der Kreditkrise völlig unqualifizierten Long-Positionen Geld verdient wurde. Um es mit Lord Maynard Keynes freundlich auszudrücken: Die Märkte können länger irrational bleiben, als der Spekulant solvent.

Aus diesem Grund bleibt einem als Portfolio-Manager oft nichts anderes übrig, als das betreute Vermögen aus der absehbaren Gefahr herauszuhalten, statt zu versuchen aktiv, ggf. zu früh an den Fehlentwicklungen zu verdienen. Wir haben dieser Linie folgend eine Menge richtig gemacht, was Grund für die positiven Ergebnisse ist.

Wir haben sukzessive die Quote aktienorientierter Fonds reduziert, da sich letztlich nur dadurch die Gefahr ausschließen lässt, dass ein Manager long im Crash ist. Wir hatten massive Positionen in den Emerging Markets. Allerdings diese in Fonds, die Instrumente zwischen Aktie und Anleihe einsetzen, wo wir also nicht dem vollen Aktienrisiko ausgesetzt sind und waren.

Wir haben Positionen bei Managern, die auf der Höhe der Zeit derivative Instrumente einsetzen. Als Derivate-Trader können wir diese Fonds beurteilen und die hinter solchen Strategien stehenden Risiken qualifiziert einschätzen.

Letztlich versuchen wir über ein möglichst intelligentes Risikomanagement mit Derivaten Risiken abzufangen bzw. aktiv zu nutzen, sowohl was die Aktienrisiken selbst betrifft, als auch die Währungsrisiken.

Drei Grundentscheidungen sind für die gute Dezember-Entwicklung und darüber hinaus verantwortlich:

1. Wir hatten Aktienexposure soweit wir es hatten, abgesichert. Wir hatten dazu massiv Aktienindexexposure über Optionen verkauft.
2. Die Währungsseite haben wir über Optionen ebenfalls profitabel nutzen können.
3. Wir haben nicht besonders viel Aktienexposure. Zu Beginn des vierten Quartals hing noch 1/4 unserer Fonds stark von direktionalen Aktienentscheidungen ab. Inzwischen ist diese Quote durch Rückgaben zum Jahresende sowie durch in diesen Fonds stattgefundene Verluste bei gleichzeitig kompensierenden Gewinnen aus Optionspositionen auf rund 15% geschrumpft.

Daneben sind eine Reihe unserer PIPE-Fonds letztlich Vola-long, profitieren also von steigenden Marktschwankungen.

Das Portfolio ist insofern wenig von der Aktienmarktentwicklung abhängig. Wir erwarten zukünftig weiter gute Gewinne aus unseren marktunabhängigen Strategien.

### **Allokation Vola+Value-Portfolio**

Die Märkte waren bis vor kurzem wie gesagt nicht einfach zu handeln. Es nützt nichts, wenn man völlig richtig erwartet, dass die Märkte fallen und sie steigen. Erst jetzt haben sich die Märkte unserer Grundüberzeugung angeschlossen und wird es daher einfacher.

Der Berichtszeitraum war geprägt von einer deutlichen Erholung bei den Financials, die wir erwartet hatten, gleichzeitig aber einer massiven Schwäche gerade bei Technologie-Aktien, die wir so nicht erwartet hatten. Das positive Gesamtergebnis ist dennoch erfreulich.

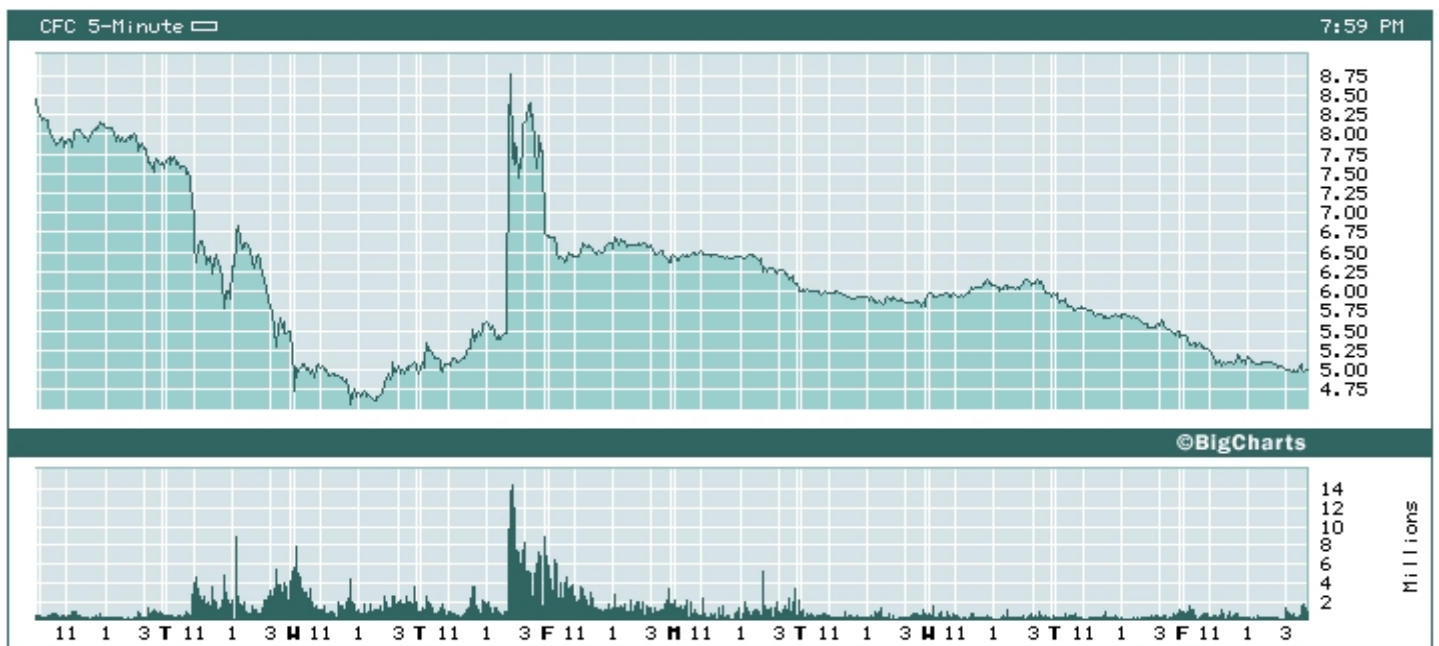
Einige Investoren haben uns ihre Besorgnis angesichts der Kursverluste bei Finanzwerten und unserer Mitteilung, dass wir dort massive Positionen aufnehmen würden mitgeteilt. Dem liegt ein völliges Fehlverständnis unseres Handelsansatzes zugrunde, weshalb wir dies hier noch einmal völlig klarmachen wollen.

Unser Ansatz basiert auf einer Kombination von Überlegungen aus der technischen, fundamentalen sowie Optionsanalyse. Im Kern beschäftigen wir uns mit Aktien, wo wir eine massive fundamentale Über- wie Unterbewertung errechnen können. In Annerkenntnis der Tatsache, dass Märkte aber länger irrational sein können, als man denkt, versuchen wir generell starke Richtungspositionierungen zu vermeiden und unseren Handelserfolg von anderen Überlegungen abhängig zu machen. Idealtypisch suchen wir nach Extrem-Situationen, die unser PAS-Kriterium erfüllen, wo also in dem Zeitpunkt, wo wir die Positionen eingehen schon klar ist, dass unserer Gegenpartei rudimentäre Intelligenz abzusprechen ist, anders ausgedrückt, die Kurse derart falsch sind, dass unsere Kontrahenten keine realistische Gewinnchance mehr haben.

Ein Beispiel hierfür war vor 2 Wochen Countrywide Financial. Dieser größte Hypothekenanbieter der USA hat aktuell rund 220 Milliarden ausstehender Hypotheken in seinen Büchern bei rund 1000000 Kreditverträgen und ist in allen 50 US-Staaten aktiv. Als Poster-Child der Finanz-Krise ist Countrywide in Verruf geraten. Die Gesellschaft wurde zunehmend als insolvenzgefährdet angesehen. Der Aktienkurs ist seit Anfang 2007 im freien Fall.



Countrywide finanziert sich neben Einlagen bei der konzerneigenen Bank auch über Ausgabe von Anleihen. Credit Default Swaps, das heisst Kontrakte, die den Wert einer nicht bedienten Anleihe ersetzen, falls der Schuldner nicht zahlt, stiegen für den Emittenten Countrywide im Verlauf der ersten Januar-Woche bis auf 27% des Anleihebetrages. Das bei einer solchen Versicherungsprämie Countrywide von jeder Kreditaufnahme abgeschnitten war, ist trivial. Der Kurs sank seit Jahresbeginn unter chaotischen Schwankungen von knapp 10 bis auf 4,50.



Am Dienstag dem 8.1.2008, als die Kurse von 8 auf 4,5 zusammenbrachen, wurde um die Mittagszeit der 7,5 er Juli 2008-Call, das Recht die Aktie bis Juli zu 7,5 kaufen zu dürfen, mit knapp über 2, der zugehörige 5er Put, das Recht die Aktie zu 5 verkaufen zu dürfen, mit rund 2,50 gehandelt und dies mit massiven Umsätzen. Wir haben beide Optionen simultan in Blöcken verkauft. Die Logik hier war sehr einfach: Verkauf beider Optionen erbrachte eine sofortige Einnahme von USD 4,50. Würde der Kurs weiter fallen, dann würden wir die Aktien angeliefert bekommen. Wir müssten sie zu 5 abkaufen. Der Käufer unserer 7,5er Calls würde natürlich in diesem Fall sein Recht wertlos verfallen lassen, weshalb wir beide erhaltenen Prämien zur Reduzierung des Einstandskurses ansetzen konnten. Unser Break Even lag damit bei 0,5. Countrywide mußte also bis Juli unter 0,5 fallen, bevor wir einen Verlust erzielen würden. Umgekehrt würde erst nach einer Erholung über 7,5 der Käufer der Calls sein Recht ausüben. In diesem Fall würde der Käufer der 5er Puts von der Ausübung seines Rechts Abstand nehmen. Wieder hätten wir also beide

Optionsprämien zu einer etwaigen Verlustabdeckung zur Verfügung. Der Break Even nach oben lag damit bei 12 (7,5 + 4,5).

Was uns zu dieser Position veranlasste waren die einzigen Überlegungen, die in solchen Markt-Situationen funktionieren, dumme einfache Überlegungen. Das Unternehmen brauchte dringend Geld. Aufgrund der CDS-Situation war ihm der Weg an den Markt versperrt und das Unternehmen auch kurzfristig nicht mehr selbständig überlebensfähig. Irgend jemand mußte Countrywide also übernehmen, wobei aufgrund der Tatsache, dass Bank of America bereits im Herbst 16% an Countrywide übernommen und sich für den Fall eines Verkaufs des Unternehmens ein Vorkaufsrecht gesichert hatte, klar, dass BoA der wahrscheinlichste Käufer sein würde.

Ein in der Presse kolportierter Konkurs schied aus. Countrywide ist als größter US-Hypothekengeber zu gross, hat massive Bestände an Hypotheken an die staatlichen Hypothekengeber FanniMae und Freddy Mac weitergeleitet, für die Countrywide die technische Abwicklung besorgt. Daneben arbeitet Countrywide als Grossist für rund 1000 kleine und mittlere Banken mit der Konsequenz, dass ein Konkurs eine politisch nicht akzeptable den Finanzmarkt in eine unkalkulierbare Situation bringende Option dargestellt hätte. Es war also klar, dass hinter den Kulissen unter massivem Druck von Politik und Bankenaufsicht eine Auffanglösung gebastelt werden würde.

Nach den Verwerfungen am Dienstag wurde diese am Donnerstag bekannt. BoA und Countrywide hatten eine Übernahme im Wege des Aktientauschs vereinbart. Als sofortige Folge implodierten die Optionsprämien von nie davor gesehenen impliziten Volatilitäten von über 250 auf immer noch hohe 60er Volas. Zum Wochenende konnte man trotz nach der ersten Euphorie über die Übernahme wieder leicht gefallener Kurse den Put zu USD 1,10 und den Call zu USD 0,40 zurückkaufen, so dass trotz weiter fallender Kurse das Optionspärrchen nicht mehr USD 4,50 sondern nur noch USD 1,50 kostet. Wir haben hier also in einem der schlechtesten Finanzwerte mit einem Handelsansatz, der auch als ein Ergebnis einen Aktienkauf mit sich hätte bringen können in einem zusammenbrechenden Markt einen völlig ruhigen Gewinn von 50% innerhalb 3 Tagen eingefahren.

Unsere Herangehensweise ermöglicht es uns massive Gewinne selbst mit Netto-Long-Positionen in einem fallenden ja sogar zusammenbrechenden Markt zu erzielen. Es kommt einzig darauf an, ob wir attraktive Optionen verkaufen können und unser Timing stimmt und die erhaltenen Optionsprämien so absurd überteuert sind, dass mehr als der Worst Case schon bezahlt ist, wie im gerade beschriebenen Beispiel. Dies ist aufgrund der Panik-Stimmung im Finanz-Bereich aktuell immer häufiger der Fall, was dazu führt, dass wir zunehmend derartige Situationen wie Countrywide vorfinden mit massiven Gewinn-Chancen. Auch bei Rohstoff-Aktien und Technologie-Werten können wir zunehmend derartige Extreme-Option-Positionen aufnehmen. Insgesamt herrscht also aktuell ein hochattraktives Umfeld für unsere Strategien.

Anleger sollten Aussagen, wie ich sie in den letzten Reports gemacht habe, wonach wir uns massiv im Finanzbereich engagieren nicht dahingehend missdeuten, dass wir etwa bei massiven Kursrückgängen in Finanzwerten dann Verluste einfahren. Wie das obige Beispiel zeigt, kann genau das Gegenteil der Fall sein. Daneben sollten Anleger auch nicht erwarten, dass wir, aufgrund unserer negativen Markteinschätzung von einer etwaigen Markterholung negativ beeinflusst werden. Wir setzen aktuell sogar auf eine solche, wenn auch nur aufgrund unserer massiv negativen Langfristmeinung als Kurzfristerholung.

Wir sehen mit unserer Kombination von Hirn, Geld und schnellen und qualifizierten Optionshandlungsmöglichkeiten attraktive Gewinnmöglichkeiten. Die besten Risiko-Gewinn-Verhältnisse gibt es in Aktien, wo pure Panik regiert. Mit kühler Analyse und präziser und emotionsloser Umsetzung der Strategien kann man hier sehr viel Geld verdienen. Baisse-Märkte haben daneben den Vorteil, dass Trends oft klarer verlaufen, als in der Hausse und damit Hoch- und Tiefpunkte besser ausgelotet werden können, was für unserer Contrarian-Stil erfolgsentscheidend ist.

Wir sehen daher exzellente Handelsmöglichkeiten gerade wenn für klassische Long-only-Anleger die Welt zusammenbricht.

18.1.2008 Straush