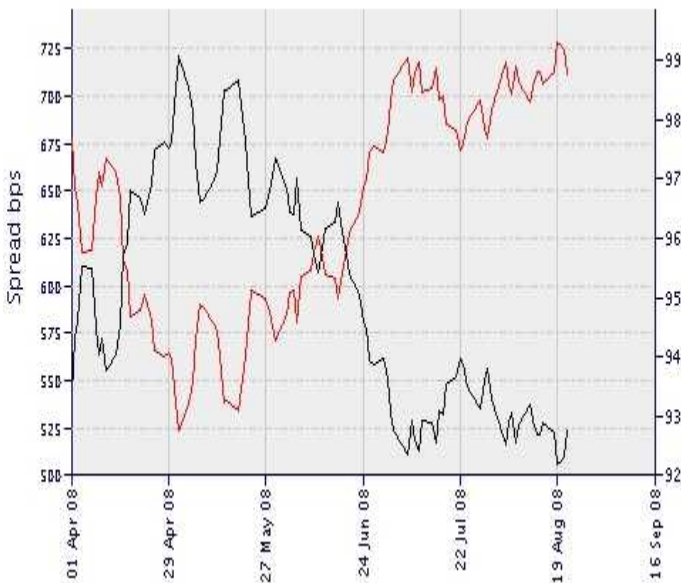


Manager-Report Juli 2008: Bottom Fishing in den USA

Fortsetzung des Zusammenbruchs der Finanzwerte. Explosionsartige Erholung der Finanzwerte. Abbröckeln der Kurse der Finanzwerte. Peak und dann Zusammenbruch der Rohstoffwerte. Gas mit -40% Kursverfall. Das waren die auffälligsten Trends im Juli 2008.



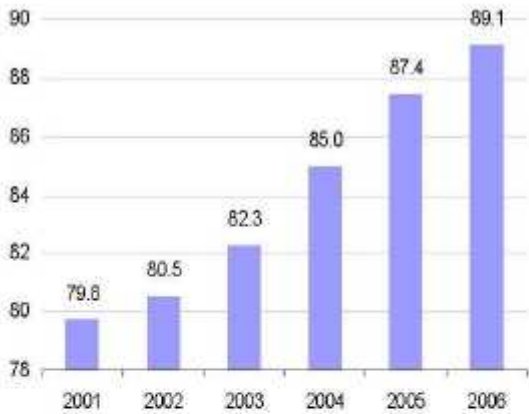
Und die Credits, die Preise für Kredit? Der Erholungsversuch, der Mitte Juli begann und die Spreads, den Zinsaufschlag über US-Staatsanleihen bei den US Corporate High Yields (hochverzinsliche Unternehmensanleihen schlechterer Bonität) zunächst auf 675 Basispunkte also 6,75% p.a. reduziert hatte, erklimm wieder den Bereich von 725 bp, liegt aber per heute wieder bei 711 Basispunkten. Weiterhin ist diese Bewertung ziemlich absurd, bedeutet sie doch, dass auf Sicht 3 Jahre 21% aller Anleihen ein Totalverlust werden können oder 42% nur mit der Hälfte zurückgezahlt werden und ein Investor hätte dann immer noch eine positive Rendite und zwar auf selbem Niveau wie bei Staatsanleihen. Noch weiter: Bei 5 Jahren Betrachtungszeitraum dürfen schon 35% aller Anleihen zu Totalverlusten werden oder 70% aller Unternehmen insolvent bei einer mittleren Insolvenzquote für die Anleihebesitzer von 50%. Geschieht dies nicht, dann stehen sich Investoren in diesen Anleihen allemal besser als in sogenannt erstklassigen Staatsanleihen.



Wo ist der Haken? Es gibt keinen. Die Marktbewertungen sind absurd. Sie widersprechen jeglicher intelligenter Analyse. Es dürfte diese Situation eigentlich nicht geben, denn selbst in Horrorszenarien wie bei Tech-Werten 2000-2003 wurden nur 7-8% aller Anleihen notleidend und dann mit

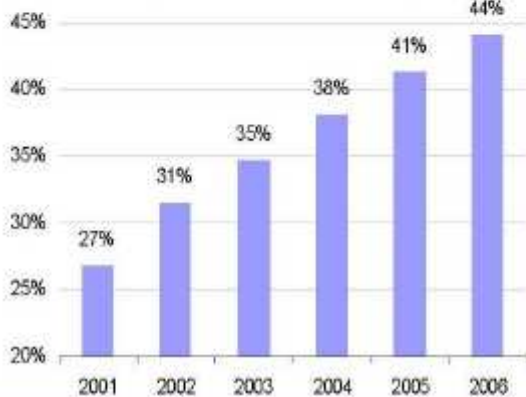
Rückzahlungsquoten von immer noch deutlich über 60% im Schnitt. Gerade aufgrund dieser Erfahrung waren Banken zurückhaltend mit Unternehmenskrediten und gaben lieber an schlechte Privatschuldner Hauskredite, die bekannten unrühmlichen Subprime-Hypotheken. Es wird also nach aller Vorrassicht eher zu geringeren Problemen im Unternehmenssegment kommen als im letzten Abschwing. Warum haben wir dann eigentlich diese massiven Zinsaufschläge. Risikotragungsfähigkeit heisst das Schlagwort. Die Banken haben keine Risikospiele mehr. Sie würden vielleicht liebend gern investieren, können dies aber nicht. Wir leben eben in den Zeiten der UbSA. Wir haben in unseren letzten Reports schon detailliert zum Gesamtproblem die wesentlichen Fakten vorgestellt. Deshalb nur noch einige wichtige Details.

Combined Loan to Value



In den letzten Jahren stieg die Beleihung von unter 80% des Marktwertes 2001 auf knapp 90% 2006 bei gleichzeitig steigenden Immobilienpreisen. Im Detail wurde dieser Anstieg durch unseriöse Finanzierungen produziert (Anteil 100%-Finanzierungen von 3% auf 33%; Anteil von Finanzierungen ohne Einkommensnachweis ("Kredite an Lügner") von 27% auf 44% und ein Anstieg von 100% Finanzierungen ohne Dokumentation von 1% auf 15% im selben Zeitraum.

**Limited Documentation
(aka "Liar's Loans")**

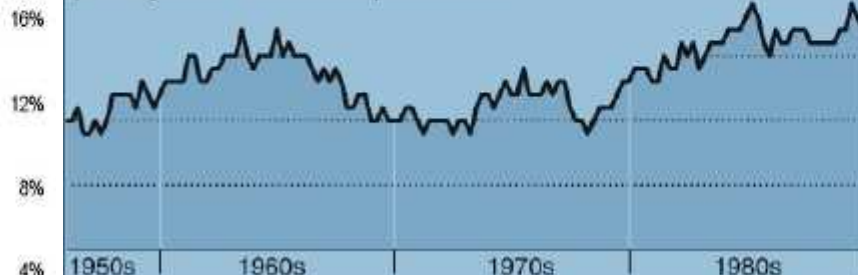


More Empty Homes

The vacancy rate in American homes and condominiums rose to a quarter of 2008, its highest level since the government began tracking.

HOME VACANCY RATE

quarterly from 1956 to first-quarter 2008

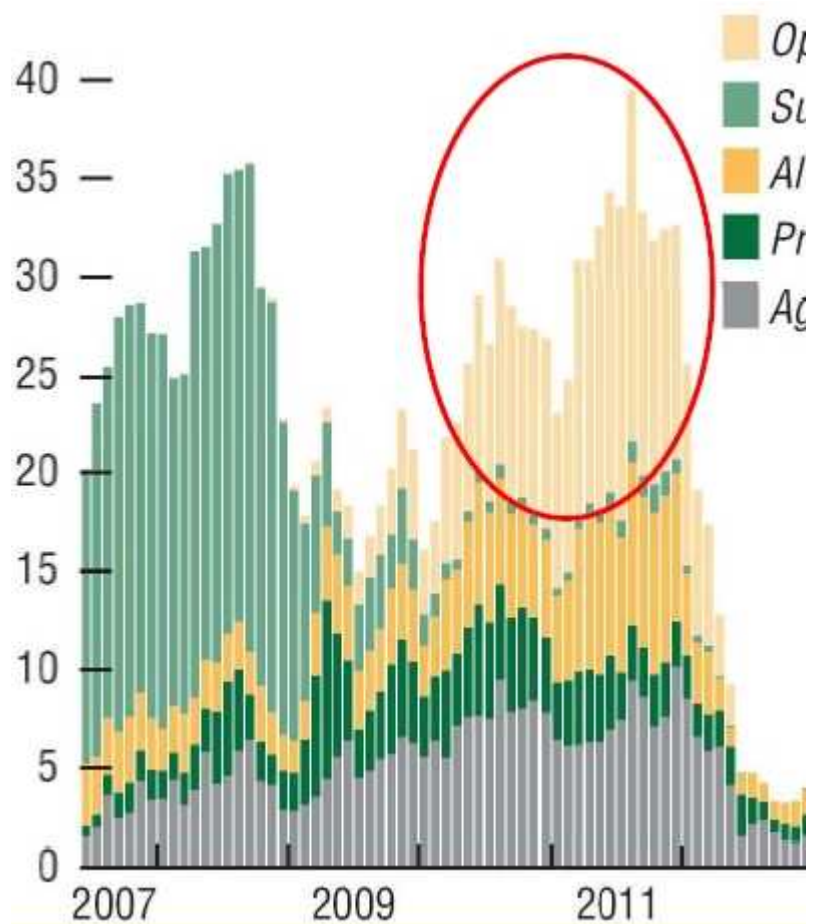


Der Trend zum Zweit- und Dritthaus führt nun aktuell dazu, dass aktuell mehr Häuser leer stehen als seit dem zweiten Weltkrieg.

Wer hofft, dass damit der Höhepunkt der Krise im Wohnungsmarkt vorbei sei, sollte vorsichtig sein. Viele der Kredite an schwächere Schuldner wurde als sogenannte Teaser-Loans (Anfütterungs-Kredite) ausgestaltet, mit einem Niedrigzins, der für die ersten Jahre festgeschrieben war. Nach Ablauf der Teaser-Periode war Umschuldung auf den aktuellen Marktzins vereinbart, wobei viele Hauskäufer hier auf sinkende Zinsen hofften. Aufgrund der aktuellen Situation sind die Umschuldungszinsen jedoch höher, wenn überhaupt ein Anschlußkredit möglich ist. Diese erste Welle von Schuldnern schlechter Bonität verliert aktuell ihr Eigentum, weil sie die Umschuldungszinsen nicht zahlen kann. Aktuell sind wir im Maximum der Zinsneufestsetzungen für Subprime-Schuldner (hellgrün). Eine zweite Welle von Umschuldungen kommt aber 2010/11 auf die Banken zu, diesmal von Schuldnern mit besserer Bonität. Aber auch hier ist gegebenenfalls nicht die Bonität ausreichend um die aktuellen Zinssätze zu verkraften.

Konsequenz: Es könnte ein kurzfristiges Durchatmen geben, weil ja alle wissen, dass es nach dem ersten Schlag jetzt erst einmal nicht so viele Verkäufe mehr zusätzlich geben wird. Aber weder sind die aktuellen Verkäufe schon abgewickelt. Momentan liegt vielmehr ein guter Jahresabsatz auf Halde. Es ist auch mittelfristig kein Licht im Tunnel zu erkennen.

Das Hauptproblem: Während Ende 2007 noch einige illusionäre Investoren sich von der Idee leiten ließen, es wären halt ein paar zu viele Kredite an Subprime-Schuldner vergeben worden, das Geld sei weg, aber, wenn die Banken nun neues bekämen, wäre alles wieder gut, sehen sich diese jetzt mit der harten Realität konfrontiert: Es ist nicht nur Subprime. Es ist Alt-A. Option-ARMS, Autofinanzierungen und Kreditkartenausfälle und insbesondere, weil die Bankprofite der Vergangenheit reichgerechnet waren durch Zinsgewinne aus Krediten an Schuldner, die nun insolvent werden, werden die Bankprofite der Zukunft deutlich magerer ausfallen, selbst wenn es die Probleme mit zukünftigen Kreditausfällen nicht gäbe. Und die neuen Aktien, die diese Investoren gezeichnet hatten. Nun diese stehen 30-40% unter den Kaufkursen. Die Investments sind tiefrot.



Insofern realisiert der Markt jetzt langsam, was wir bereits seit Jahren ausführen. Es wird ein gesundschrumpfen geben müssen. Und der Westen wird Konzepte erarbeiten müssen, wie seine Gesellschaften funktionieren können (vgl. Mai-Report). Konsequenz: Banken bekommen kein frisches Eigenkapital mehr beziehungsweise nur noch zu Kampfbedingungen, die aber die Schmerzgrenze der Altaktionäre überschreiten. Nächste Konsequenz: Banken können weniger Kredit vergeben, wenn überhaupt dann nur noch sehr sicher und müssen Aktiva, die Eigenkapital binden verkaufen um überleben zu können. Zwangsverkäufe und Notverkäufe bestimmen das Bild.

Eine große Krise birgt auch immer immense Chancen. Es ist Aufkauf-Zeit, die Zeit in der wirkliche Gewinner geboren werden und der Grundstock für wirklich große Vermögen gelegt wird.

In den hunderten von Milliarden von Notverkäufen und Eigenkapitalaufnahmen, die die Banken schon angekündigt haben (Citibank etwa mit Verkaufsinteresse über insgesamt 400 Milliarden USD!), kamen eine ganze Reihe von hochattraktiven Investitionsvehikeln mit unter die Räder.

Durch Sachwerte gedeckte Unternehmenskredite an mittelgroße Unternehmen. Unternehmen = Risiko. Bloß weg damit ist aktuell die Devise der Banken. Dies führt zu den absurden Zinsaufschlägen. Hier macht es Sinn nach Unternehmen zu suchen, die stabile Erträge haben und unberechtigt unter die Räder gekommen sind.

Völlig absurd sind dabei weiter eine Vielzahl von speziellen Investment-Vehikeln im Infrastruktur- und Öl- und Erdgas-Bereich. Dabei werden produzierende Quellen erworben, die Produktion auf viele Jahre auf Termin verkauft und dann einfach nur gefördert. Oder es werden bestehenden Pipelines und Tanklager erworben. Bei einigen unserer Produktionsfirmen haben wir jetzt die 15%-Rendite-Marke erreicht. Wir werden hier sogar aufgrund zunehmender Zahl produzierender Quellen zukünftig noch mehr verkaufen können. Die Rendite steigt von diesem Niveau also auch noch. Rohstoff-gedeckte 15%-Festgelder. Wir kaufen hier massiv. Momentan erfolgt hier ein hirnloser Ausverkauf nach dem Motto: Rohstoffe fallen. Verkauf ich meine Rohstoff-Aktien. Eine sehr wenig intelligente Betrachtungsweise, wenn das Öl und Gas bis 2013 teilweise zu den Höchstkursen im Sommer per Termin verkauft wurde. Eigentlich hätten hier Fonds und Banken schon längst gegengehalten. Aber aufgrund der Kreditkrise müssen einige Banken sogar noch derartige erstklassige Investments veräußern, weil diese nur mit Eigenkapital gekauft werden können und diese knapp ist und dringend benötigt wird um die Schieflagen bei den Immobilien abzudecken.

Allokation Black+White

Juli war einer der schlechtesten Monate seit langem für die Hedge Fonds-Branche. Der CSFB Tremont Hedge Fund Index lag auf EUR-Basis bei -2,5%. Der DOW Jones Emerging Index verlor - 4,41 % und im Rohstoff-Segment wies der Goldman Sachs Commodities Index sogar ein Minus von - 12,24% auf. Stärkster Monatsverlierer unter den Strategien war Managed Futures mit - 4,1% über alle Anbieter. Aber auch Long/Short-Equity musste massiv Federn lassen mit -3,32%. Volatilität ist generell gut. Derart brutale Trendwechsel mit Kursbewegungen, die außerhalb jeglicher Vernunft stehen, wie wir sie im Juli gesehen haben, dagegen nicht.

In diesem Umfeld hat sich unser konservativer Ansatz ausgezahlt. Das kleine Minus von 0,9% ist angesichts der Querschläge aus dem Rohstoff-Bereich, die unser Portfolio erfahren hat, kaum der Rede wert. Black+White liegt weiterhin nur ganz wenige Prozentpunkte unter seinem Allzeit-Hoch.

Unsere marktneutralen Investments im PIPE-Bereich wie im MicroCap-Sektor wiesen sogar ein Monats-Plus aus von rund 1%. Überkompensiert wurde dies von Alternative Energy mit - 2,5% und eben unseren sonstigen Beteiligungen im Energy-Bereich sowie an Unternehmensbeteiligungsgesellschaften/Private Equity wo es zu deutlichen Verlusten kam. Letztlich sehen wir hier nun aber den Boden erreicht. Mit 15-20% laufender Dividenden-Rendite erwarten wir nicht nur die sehr hohen laufenden Verzinsungen zu erzielen, sondern auch noch attraktive

Wertzuwächse.



Unsere Pipeline-Beteiligungen produzieren teilweise an der Kapazitätsgrenze, das heisst es kann kaum mehr Gas durchgeleitet werden und Kunden müssen abgewiesen werden. Unsere Produktiosgesellschaften erzielen sehr hohe auf Jahre festgeschriebene extrem hohe Margen und werfen schon jetzt rund 15% Gewinn/Jahr ab. Wir haben hier ein sachwertgesichertes "Festgeld" mit 15% Rendite und steigender Tendenz. Durch die aktuellen Panik-Verkäufe der Banken ist dies noch nicht für jedermann sichtbar.

Aber wir sind hier in den Lebensadern der modernen Gesellschaft investiert. Ohne uns geht nichts. Und egal wieviele Milliarden die Banken noch abschreiben müssen. Unsere Tanker, Schiffe, Pipeline, Öl- und Gasquellen bleiben im Wert erhalten.



Wenn die aktuelle Zwangsliquidationswelle vorbei ist, wird eine massive Neubewertung unseres Erachtens für diese erstklassigen Vermögenswerte beginnen. und bis dahin begnügen wir uns damit in diesem Segment die hohen Zuflüsse zu vereinnahmen, zu reinvestieren und uns ein immer größeres Vermögen aufzubauen - an Vermögenswerten, die unverzichtbar sind.

Aktuell haben wir das beste Investitionsumfeld, dass ich in meinem Leben gesehen habe. Allerfeinste Vermögenswerte kommen zu absoluten Schleuderpreisen auf den Markt. Wir leben eben in den Zeiten der UbSA. Klamme Banken und andere Schuldner müssen verkaufen. Wir kaufen und erhalten exzellente Zinskonditionen.



Und auch vom Timing her sind wir optimal positioniert. Es gibt wenige Trades, die so stabil funktionieren, wie das Sommer-Loch im Gas-Markt. Am Ende des Sommers, wenn die Elektrizitätsnachfrage für Air Conditioning/Kühlung sinkt, aber die Heizperiode noch nicht begonnen hat, gibt es immer ein Überangebot an Gas und immer zusammenbrechende Preise. Seltsamerweise begreifen die Marktteilnehmer immer noch nicht, dass nach jedem End-Sommer ein Winter kommt. Da wird es dann "überraschenderweise" kalt. Plötzlich brauchen alle wieder Heizung. Das Überangebot an Gas wird dann "ganz plötzlich" wieder abgerufen und die Preise steigen.

Es ist halt ein Schweine-Zyklus, der eben nur eines zeigt: Die sehr beschränkten Fähigkeiten der Marktteilnehmer sich einigermaßen intelligent zu verhalten. Und damit bietet er riesige Chancen für Investoren ohne dass hier geologisches Spezialwissen notwendig ist. Es ist einfach Kaufzeit!

G.A.M.A.G Black+White



Unser Black+White hat sich aus dem Desaster der Aktienmärkte seit Jahresanfang weitgehend heraushalten können. Wir liegen je nach Tagesform zwischen 90% und 100% besser als ein DAX-Investment seit 1.1.2000 (Black+White + 73%; DAX - 17%) und auch langfristig haben die Aktienindizes keine Chance. Weltweit diversifiziert zu investieren brachte im 10-Jahres-Zeitraum eine Negativ-Rendite und auch der DAX ist nur da, wo er Mitte 1997 auch schon fast war (und dies im Gegensatz zum MSCII Welt auch noch unter Einrechnung von Dividenden!).

Mit unseren neuen abgesicherten Investments in den Rohstoffmärkten und Spezialfinanzierungen bei kleinen Unternehmen werden wir weiter nach meiner Meinung die Märkte deutlich schlagen.

Allokation Vola+Value

Eigentlich gibt es nicht viel neues zu berichten. Vola+Value ist ein Contrarian Programm. Wir kaufen was unterbewertet ist und nutzen dabei Möglichkeiten der Optionsmärkte, profitieren also, wenn sich unterbewertete Aktien wieder auf Normalniveau stabilisieren und wenn Optionsprämien sich reduzieren. Bei den Geschehnissen des Juli kann man mit einem solchen Ansatz nicht mit Gewinn rechnen. Im letzten Monat hatten wir die absurdesten Optionsprämien, die ich je gesehen habe. Dagegen war selbst der Crash von 1987 ein Kinderspiel. Die Panik in den Finanzwerten nahm derart absurde Ausmaße an, dass reihenweise Optionen oberhalb der 100%-Volatilität gepreist wurden. Teilweise war dies aufgrund der extremen Schwankungen auch gerechtfertigt. In vielen Einzeltiteln allerdings völlig überzogen. Nach der Erholung der Financials ist es zu einer Beruhigung gekommen. Das Monatsminus von rund 1,4% ist das Ergebnis der Explosion der Preise, aber auch schon teilweise der nachfolgenden Beruhigung.

Als Contrarian-Investoren halten wir unsere Positionen aufrecht. Belohnt wurden wir im Juli mit der Abwicklung auf den Punkt unserer Position in Countrywide. Wir hatten hier schon im November unsere Positionen offengelegt: Im Kern ein Strangle Basis USD 5, wobei wir Prämien von USD 1,8 für Juli-Puts und 1,6 für Juli-Calls gleichzeitig vereinnahmt hatten. Per 1. Juli kam es nun zum Closing der Übernahme durch Bank of America und der umgerechnete Countrywide-Kurs (für eine Countrywide-Aktie gab es genau 0,1822 BoA-Aktien) bewegte sich in diesem Zeitraum genau um die USD 5.

Ergebnis: Totalverlust für die Optionskäufer. Durch einige Tradings wurden sogar noch mehr als die kalkulierten 70% Gewinn mit dieser Position erzielt. Dies zeigt das Potential qualifizierter Analyse in Spezialsituationen in den Financials verbunden mit den Möglichkeiten des Optionshandels.

Während Countrywide nur mit 180% Volatilität in der Spitze bezahlt wurden, konnten wir mit einem Investment in einer an deren Finanzgesellschaft in den Wirrungen des Juli in der Spitze zu 260% Optionsprämie verkaufen. Der Straddle macht hier rund 30% des Kurswertes aus. Im November beabsichtigen wir auch diese Position erfolgreich abzuschliessen.

Was uns weh getan hat und ein positives Monatsergebnis verhinderte war wie bei Black+White der Rohstoffbereich. Der Kollaps im Juli/August führte bei einigen Rohstoffwerten zu Kurs-Halbierungen binnen Monatsfrist. Da diese bereits recht günstig vor dieser Bewegung waren und die Volatilitäten nicht im Ansatz einen 50%-Kursverlust ausgleichen konnten, kam es hier zu einem Negativergebnis. Wohlgermerkt: Im Gegensatz zu der erfolgreich abgeschlossenen Countrywide-Transaktion sind diese Verlustpositionen noch offen und wir beabsichtigen in einer Gegenreaktion in den nächsten Monaten sowohl durch Kursteigerungen wie aber auch durch Verkauf von Optionen diese Verluste auszugleichen. Die Rohstoffwerte waren wie gesagt schon günstig. Jetzt sind sie fast geschenkt (siehe obige Analysen zu den Produktions-Fonds). Die Banken-Zwangsliquidationen drücken. Aber bei 10, 15 und 20% Dividende wird sich halt in absehbarer Zeit die Gier wieder durchsetzen. Lassen Sie uns gierig sein und diese hohen Gewinne mitnehmen!

Auch für Vola+Value gilt: Wir haben im Juli wieder die Aktienmärkte geschlagen. Wir waren besser als alle gängigen Hedge Fonds-Indizes. Unsere Strategien funktionieren sowohl was Risiko-Management als auch Liquidität betrifft. Und für die Performance gilt dasselbe wie 2003. Wir sind jetzt in jenem Plateau nach dem Crash. Die Optionsprämien sind hoch und werden die erste Möglichkeit sein um wieder positive Performance zu generieren (Die Kurse pendeln. Die Optionen verfallen. Optionsprämiegewinn und keine Verluste aus nachgebenden Kursen mehr). Dann kommen die hohen Dividendeneinnahmen hinzu. Und dann als dritte Stufe des Performance-Turbos werden wir Kursgewinne erhalten, wenn sich bei den überängstlichen Marktteilnehmern wieder ein wenig Verstand durchsetzt.

25.8.2008 Straush