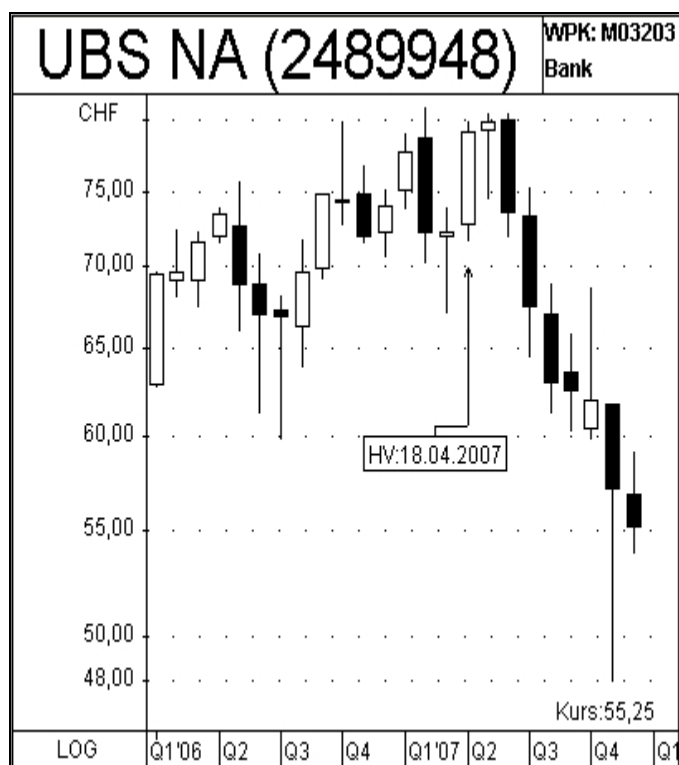
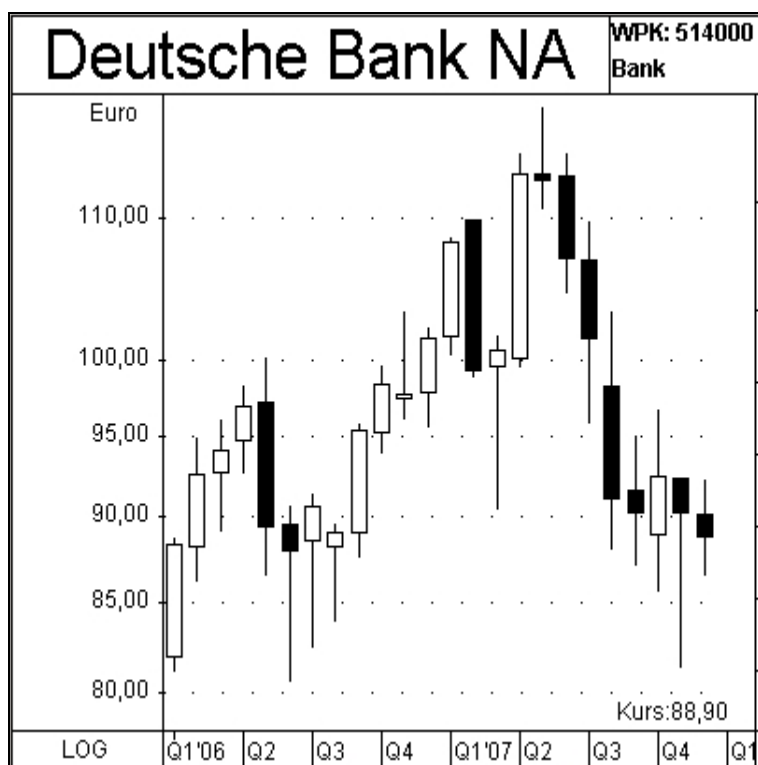


## Manager Report November 2007: Finanz-Crash Teil 2

Eigentlich hätte mit dem Ausverkauf vom August die Krise am Finanz-Markt abgehakt sein müssen, war die Verzweiflung der Händler in den Anleihen- und Geldmärkten doch damals schon extrem gewesen und rund 100 Milliarden an Zwangsliquidationen Mitte August waren eigentlich auch schon eine akzeptable Hausnummer. Eigentlich. Hunderte von Milliarden von Verlusten im Sub-Prime-Bereich waren uns schon seit 2006 bekannt bzw. von uns erwartet worden. Seit August 2007 musste dies eigentlich auch dem letzten Anleger bekannt sein. Eigentlich konnte es also nicht mehr schlimmer kommen. Aber es gab doch noch einen Grund für eine Steigerung. Unsere Grundannahme war, dass die Sub-Prime-Risiken relativ breit in der kompletten Finanzbranche gestreut waren und damit zwar ein ziemlich dummes Vorgehen in der Übernahme solcher Risiken vorlag, aber doch getragen von einer Vielzahl von Marktteilnehmern und damit mit begrenzten Verlusten für jeden einzelnen, angesichts der sonstigen Gewinn-Situation in einer Hochkonjunktur aber nicht existenzgefährdend, weder für das einzelne Institut, noch für die Finanzbranche an sich, noch für die Weltwirtschaft.

Diese Annahme war falsch. Die üblicherweise auftretenden Auswirkungen von Inkompetenz und Großmannssucht bei Managern von Banken und deren Aufsichtsbehörden erreichten eine neue Dimension, als bekannt wurde, dass einer der größten amerikanischen Broker Sub-Prime-Kredite in Höhe des Eigenkapitals in den eigenen Büchern hatte und darauf 20% abschreiben musste und eine amerikanische Großbank zig Milliarden in Finanzvehikeln ausserhalb der Bilanz geparkt hatte, für die sie eine Rücknahmeverpflichtung hatte und es dort ebenfalls zu diesmal zweistelligen Milliarden-Abschreibungen kam. Statt Risikostreuung lagen massive Klumpenrisiken vor und auch noch dort, wo man sie eigentlich nicht in dieser Größenordnung hätte erwarten sollen, nämlich bei Banken.

Ergebnis: Die August-Tiefsturse wurden bei vielen Finanzinstituten im freien Fall durchschlagen und viele Finanzinstitute notieren jetzt nur noch bei 50-60% ihrer Jahreshöchsturse.





30-40% Verlust bei den Großbanken seit dem bisherigen Top sind die Norm. Bei kleineren Banken sind bereits 40% und mehr aufgelaufen.

Die Verluste bei Banken führten zu Abgaben bei Value-orientierten Fonds, die traditionell einen hohen Bank-Anteil aufweisen und damit zu massiven Abgaben bei so ziemlich allen Value-Aktien als diese Fonds ihre Bestände auflösen mussten. Die Erwartung eines generellen Konjunkturrückganges, mindestens einer Wachstumsverlangsamung, maximal einer Depression führte je nach Einschätzung zu deutlichen bis massiven Abgaben bei kleineren und mittelgroßen Werten, auch solchen mit Wachstums-Appeal und zu einem Desaster in diesen Marktsegmenten.

Betrachtet man die Indexentwicklung seit Jahresmitte, so liegen alle Aktieninvestments in den entwickelten Märkten im Minus.

Indizes	30.6.2007	31.10.2007	30.11.2007	%-Differenz November gg. Oktober	%-Differenz November gg. Juni
DAX	8.007,32	8.019,22	7.870,52	-1,85	-1,71
EuroSTOXX 50 KI	4.489,77	4.489,79	4.397,95	-2,05	-2,05
S+P 500	1.503,35	1.548,00	1.481,15	-4,32	-1,48
MSCI Welt	121,2	118,7	112,1	-5,56	-7,51
MDAX	11.023,49	10.640,01	9.865,49	-7,28	-10,5
Russel 2000	833,4	828,02	767,77	-7,28	-7,87
Russel 2000 Value	1.231,62	1.143,98	1.067,59	-6,68	-13,32
XLFF (Financial Sector Spider)	36,18	33,41	31,36	-6,14	-13,32
<b>Vola + Value</b>	<b>13.703,93</b>	<b>13.737,43</b>	<b>13.276,79</b>	<b>-3,35</b>	<b>-3,12</b>
<b>Black + White</b>	<b>17.360,54</b>	<b>17.804,53</b>	<b>17.455,01</b>	<b>-1,96</b>	<b>0,54</b>

Seitdem die Kreditkrise die breitere Finanzwirtschaft erreicht hat, liegen alle gängigen Indizes der westlichen Welt deutlich im Minus. Auch unsere beiden Anlagestrategien hat der November nicht ganz unberührt belassen. Black+White konnte allerdings den Wert per Saldo noch seit Jahresmitte leicht steigern und hat mit dem kleinen Rückgang im November nur einen Teil der Gewinne wieder zurück gegeben. Vola+Value schlägt sich angesichts des Desasters im Banking sehr erfreulich. Zwar mußte hier ein deutlicheres Minus hingenommen werden, dass aber im wesentlichen auf massive Verteuerungen im Aufgeld der verkauften Optionen zurückzuführen ist, ein Effekt, der in Zukunft

dann zu besonders hohen Wertsteigerungen führen wird. Per Monatsmitte Dezember liegen beide Programme wieder deutlich vorn (ca. 1-1,5%).

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

Unsere konservative Allokation im Bezug auf Aktienstrategien zahlt sich aus. Genauso wie unsere Hinwendung zu marktneutralen Strategien. Das Gros unserer Fonds konnte den Monat positiv beenden. Das das Monatsergebnis dennoch negativ ausfiel hatte drei Gründe:

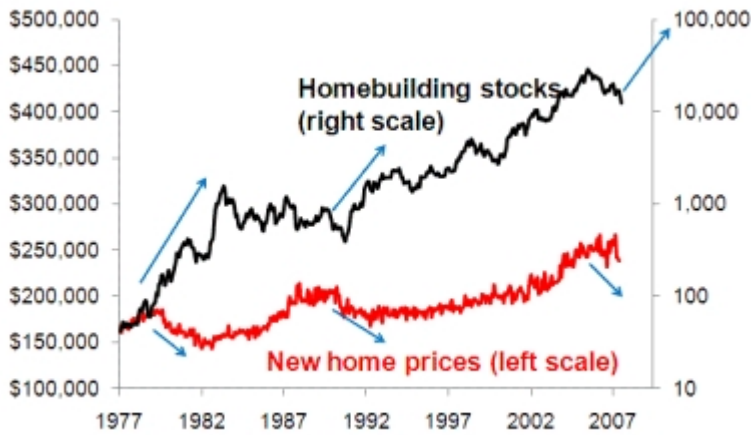
Erstens hatten wir angesichts des unterbewerteten US-Dollars unsere Devisenabsicherungen über 1,46 partiell zurückgefahren, konkret das Portfolio nur noch teilweise über Futures und teilweise über Option-short-Strategien abgesichert, wobei letztere bei einem starken Hochlaufen nur einen teilweisen Wertausgleich abwerfen, aber wie immer bei Short-Optionsstrategien bei seitwärts laufenden oder fallenden Märkten einen Zusatzgewinn. Dies führte per Monatsultimo November zu deutlichen Verlusten, weil der Dollar noch einen letzten Run gegen 1,50 vollzog. Wir haben die Nerven behalten, die Reaktion auf 1,4550 in den ersten Dezember-Tagen abgewartet und dort und bei den noch tieferen Kursen in den letzten Tagen das Portfolio wieder stärker abgesichert. Hier hat die Strategie also sehr gut funktioniert. Über die Gesamtperiode Oktober bis Dezember werden wir einen Währungsgewinn erzielen. Nur genau zum Stichtag war dort eben noch ein sogar deutlicher zwischenzeitlicher Verlust vorhanden.

Zweitens und auch drittens hat unsere Indexabsicherung im Hinblick auf die Aktien-lastigen Hedge-Fonds nicht funktioniert. Hier hatten wir Verluste für den Fall deutlicher schneller Aktienkursrückgänge erwartet. Ein Teil unserer Absicherungs-Annahmen ist, dass in Crash-Situationen unsere Convertible-Arbitrage-Fonds aufgrund der eingebauten Optionen in den Wandelanleihen positiv performen werden. November war genau wie August nun aber aufgrund der besonderen Situation an den Kreditmärkten wiederum eine Ausnahme von dieser Regel. Die Panik-Verkäufe aus dem Bankenbereich trafen gerade Convertible Arbitrage-Strategien. Als Ergebnis war November einer der schlimmsten Monate für diese Strategie seit Berechnung der Indizes. Statt also einen Verlustausgleich über Convertible Arbitrage erzielen zu können, ergaben sich aus dieser Strategie Verluste, die natürlich bei der Berechnung unserer sonstigen Index-Hedges nicht einkalkuliert waren. Auch hier konnten wir mit Tradings, Auflösung der Hedges zu den Tiefstkursen Mitte November und nachfolgend Aufnahme von neuen Absicherungen nach der ersten Dezember-Woche Boden gut machen.

Unsere Long-Vola+Hedge-Fonds sowie unsere PIPE-Fonds lieferten uns wiederum die konstant positiven Ergebnisse, die wir aus diesem Segment gewohnt sind, konnten aber das Gesamtergebnis nicht ins plus führen. Die konstant positiven Ergebnisse in diesem Segment wirken aber wie eine positive Dauerdividende. Ein Teil des Portfolios wächst eben konstant immer weiter. In dem Moment, wo Belastungen aus dem anderen Teil aufhören, kommt es zwingend zu neuen Höchstständen und wenn der die Long/Short-Fonds dann wieder einmal deutlich positiv performen, dann ergeben sich eben auch mal wieder 3-5% positiver Monatsrendite. Per Monatsmitte Dezember ist Black+White wieder auf dem Weg zu neuen Höchstständen. Das Portfolio ist gut abgesichert und performt weiter.

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

Wie gesagt hatten wir die Inkompetenz gerade bei Großbanken unterschätzt. Ex post hätte man noch ein bisschen mit stärkeren Investments bei den Financials warten können. Aber wir wollen in diesem Markt dabei sein. Warum? Reichen 500% als Antwort? Das größte Geld wird verdient, wenn Märkte von katastrophal auf weniger katastrophal umschalten. Bei Financials und im Immobiliensektor hat man daneben das Problem, dass die Probleme typisch bekannt sind, berechnet werden können und oft antizipiert werden. Nach den Vorstellungen der meisten Investoren etwa sollten die Kurse von Immobilienunternehmen bei einem generellen Immobilienpreistrückgang fallen. Das Gegenteil ist der Fall.



Der Boden bei den Immobilien-Aktien könnte also nahe sein. Wer den Dreh bei den Hauspreisen abwartet, verschenkt die ersten 100% Kurssteigerung. Gerade jene Gewinne, die dann auch bei schärferen Schwankungen im weiteren Verlauf helfen völlig ruhig die nächsten 100% abzuwarten. Betrachtet man die letzte Immobilien-Krise, dann stieg der Homebuilder-Index von November 1990 bis Februar 1994 um + 551%. Gleichzeitig stiegen die Kurse lokaler Banken um +188%. Die Kurse von Hausbau-Aktien werden heute schon häufig nur mit 50% des Buchwertes gehandelt, d.h. es werden massive zukünftige Verluste unterstellt und die Unternehmen selbst als quasi wertlos bewertet. Das sind schon ganz massiv negative Annahmen. Insbesondere darf man dabei nicht vergessen, dass die Qualität amerikanischer Häuser nicht mit europäischen Standards vergleichbar ist. Sie sind häufig aus Holz damit weniger haltbar, was zwingend einen zukünftigen Ersatzbedarf schafft. Einige große Investoren haben in den letzten Wochen den Immobiliengesellschaften mit deutlichen Abschlägen von 50-60% Land abgekauft, so dass letztere liquiditätsmäßig besser aufgestellt sind, gleichzeitig aber auch eine Idee existiert, wohin die Preise denn fallen könnten. Mit unseren Optionsstrategien können wir optimal in den Markt einsteigen, sogar unterhalb der tiefsten je gehandelten Kurse. Daneben sind die Optionsprämien derart extrem, dass die nächsten 30% Kursverfall innerhalb der nächsten 6 Monate bereits bezahlt sind, so dass jeder Rückgang um weniger als 30% zu einem Gewinn führt, es also keinen Sinn macht noch auf z.B. weitere 10% Verlust zu warten, um dann billiger einzusteigen (vgl. Oktober-Report).

Betrachten wir einmal den aufgelaufenen Verlust in Vola+Value von 3% mit den 30-40%-Verlusten bei einzelnen Bankaktien, so zeigt dies, dass wir die Risiken sehr gut im Griff haben, auch wenn das Gesamtergebnis der Strategie noch nicht positiv war. Jeder Tag, an dem es nicht weiter fällt bringt uns aber schon fette Übernacht-Dividenden aus dem Verfall unserer Optionsprämien. Und letztlich ist es doch viel attraktiver, wenn die Kurse erst noch weiter fallen. Je tiefer die Kurse gefallen sind, desto höher steigen sie prozentual, wenn nur das alte Hoch wieder erreicht wird. Eine Kurshalbierung bedeutet nur eine Verdoppelungschance. Nach 90% Verlust winkt aber eine Kapitalverzehnfachung!

Bei allen Betrachtungen im Hinblick auf die Finanzwerte sollte dennoch nicht vergessen werden, dass es natürlich auch noch das Gros der anderen Value-Aktien mit extrem hohen Optionsprämien gibt. Nur wurden wie oben gezeigt alle Value-Aktien und auch ein Großteil der kleineren Wachstumswerte in den letzten Wochen in den Strudel von Rezessionsangst und Finanzkrise gezogen und kamen massiv unter die Räder.

Mit diesen deutlichen Kursrückgängen ist nun viel Panik eingepreist. Die Optionsprämien sind hoch und ermöglichen äußerst attraktive Übernacht-Dividenden.

Wir sind daher durchaus zufrieden mit der Gesamtsituation. Allein aus dem Prämienverfall sind die aktuellen kleineren Rückgänge von Allzeit-Hoch schnell wieder aufgeholt. Das Kursniveau muß sich also noch nicht einmal deutlich verbessern, damit wir verdienen.

Unsere Strategie funktioniert. Wir gehen zum Tiefpunkt in den Markt hinein. Wir haben noch viel freies Kapital und bekommen über unsere Optionsprämien jeden Tag neues hinzu. Wir liegen bisher im Dezember vorn. Es sieht nach einem ertragsreichen 2008 aus.

17.12.2007 Straush