

Manager-Report November 2009 und Ausblick Dezember 2009: Ende des Katastrophenjahrzehnts - Weiter gute Gewinne für GAMAG

Im Jahr 1998 traf ich die Entscheidung mich aus der reinen Aktienanlage endgültig zu verabschieden und ausschließlich noch alternative Investmentstrategien und aktive Anlagetechniken einzusetzen. Die Gründung der GAMAG war die Folge. GAMAG Black + White, GAMAG Vola + Value und schließlich der Wandler der schweizer German Asset Managers Vermögensverwaltungs AG waren die Produkte und Strategien mit denen wir Aktienmärkte schlagen und unser Vermögen und das unserer Investoren ruhig vermehren wollten.

Heute sind wir ein Jahrzehnt weiter und die Frage stellt sich: Wo stehen wir? Was haben wir erreicht?

Hinsichtlich der aktuellen Monatsergebnisse könnten wir den letzten Monatsbericht kopieren. Wir haben mit dem November-Ergebnis wieder einen weiteren positiven Monat für alle unsere Produkte zu verzeichnen und auch weiterhin mit 12-15% Jahresrendite. Noch besser sehen allerdings die Indikationen für die Dezember-Zahlen aus. Auch wenn hier bisher nur die ersten Indikationen vorliegen, sind diese bereits sehr belastbar (+/- 0,1% mögliche Abweichung zum Endergebnis). Daraus ergeben sich mit +1,84 % für Black + White und + 1,23 % für Vola + Value noch deutlich bessere Werte für das Mittel beider Strategien (1,54 % Monatsrendite und damit ziemlich exakt 20% p.a. Jahresrendite). Ein schöner und sehr lukrativer Jahresausklang.

| Markt | November 2009 | % November | Dezember 2009 | % Dezember | seit Jahresanfang |
|--------------|---------------|------------|-----------------|------------|-------------------|
| Black+ White | 16586,14 | + 0,96 % | 16891,81 (ind.) | + 1,84 % | + 17,56 % |
| Vola+ Value | 12709,21 | + 1,51 % | 12865,33 (ind.) | + 1,23 % | + 14,50 % |

Wir haben 11 von 12 Monaten in diesem Jahr mit Gewinn abgeschlossen. Der einzige Monatsverlust (im Februar 2009) war mit ungefähr 1% zu vernachlässigen.

Die Gesamtrendite für GAMAG-Anleger im Jahr 2009 nach allen Kosten liegt genau in der angestrebten und prognostizierten Zielzone von 15-20%, ein Beleg das die Kalkulierbarkeit der Märkte aktuell wieder recht hoch ist.

Die Ausgangssituation hatten wir im November 2008 - Report bekanntlich wie folgt beschrieben:

"die Zinsaufschläge gingen auf die Werte von 11-12% p.a. über Staatsanleihen zurück. Auch diese immer noch extremen Sätze implizieren natürlich immer noch, dass mehr als die Hälfte aller Unternehmen der zweiten Reihe zu Insolvenzfällen wird und im Rahmen der Insolvenz so wenig Masse übrig bleibt, dass es zu einem annähernden Totalausfall für die Fremdkapitalgeber kommt. Es wird also kreditseitig weiterhin wenn auch eine etwas schwächere so doch immer noch zumindest halbe Apokalypse unterstellt."

und daraus als Handlungsansatz gefolgert:

"Da die Masse der Marktteilnehmer eine extrem kurzfristige Orientierung hat, ergeben sich für langfristige Investoren die traumhaften aktuellen Chancen. 20% auf 20 Jahre jetzt festschreiben durch Kreditvergabe an wirtschaftlich sinnvolle Projekte."

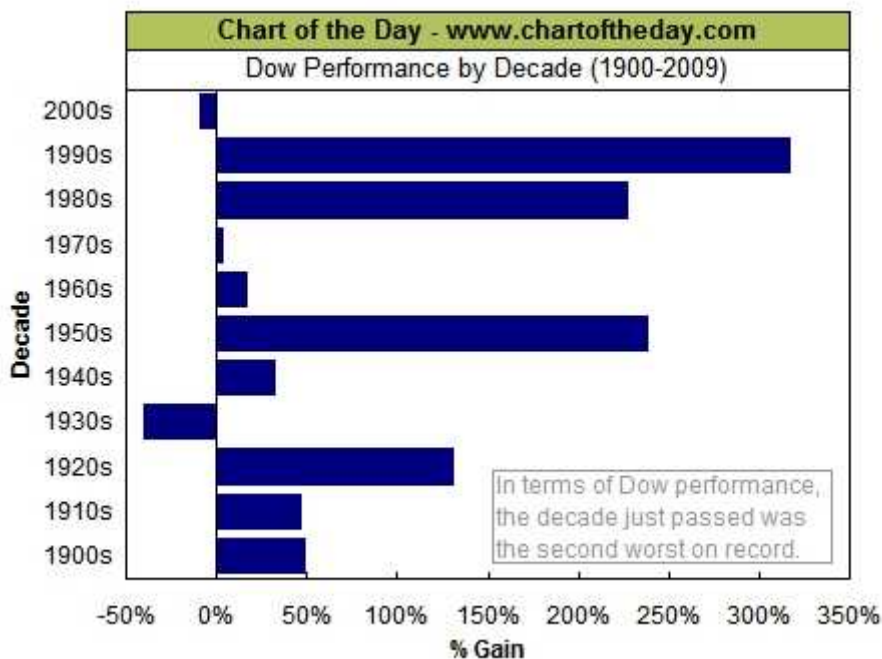
Dies haben wir dann in Black + White auch so umgesetzt. Nach Kosten haben wir hier eine Punktlandung hinbekommen, diese Prognose fast perfekt getroffen. Die Chancen sind auch weiter da, so dass wir einfach nur unseren "Spielplan" weiter abarbeiten müssen um die erwünschten langfristigen Ergebnisse auch für 2010 zu erzielen.

Hinsichtlich der Langfrist-Situation ist ein Rückblick auf das letzte Jahrzehnt sinnvoll um die aktuelle Position zu bestimmen.

2000 bis 2009 wird sicher in den Analen der Wirtschaftsgeschichte als das Katastrophenjahrzehnt eingehen. Es war ein mieses Jahrzehnt für Kapitalanleger in den klassischen Aktienmärkten der westlichen Welt. Wer am 31.12.1999 in amerikanische Aktien auf Basis des SP 500 investierte (damaliger Stand 1469,25) blickte in der Sylvesternacht 2009 (1115,10) auf einen Zehnjahres-Verlust von 24,10 % zurück. Dies ohne Einrechnung der Dividenden (der SP 500 ist bekanntlich ein Kursindex). Inklusive Dividenden bleibt aber immer noch ein 10%-Minus. Der DAX-Verlust im gleichen Zeitraum von 6958,14 auf 5957,43 Punkte sieht mit 14,39 % daher nur scheinbar "besser" aus. Da in die SP 500-Berechnung die Dividenden wie gesagt nicht mit einfließen, in den DAX als Total-Return-Index dagegen schon, hat der DAX sogar schlechter abgeschnitten als der amerikanische Markt. Für den SMI lauten die Vergleichsgrößen 7570,10 und 6545,90 Punkte (-13,53 %; 10-Jahresrendite). Ein Blick auf Japan, die zweitgrößte Volkswirtschaft des Jahres 2000 (nach den USA), zeigt mit einem Rückgang von 18934,34 auf 10546,44 Punkten (-44,2 %) einen noch größeren 10-Jahres-Verlust.

Bei dieser Betrachtung blieb die Inflation außen vor. Bei rund 2% p.a. Inflationsverlust und unter Anrechnung der Dividenden blieb damit etwa für den US-Aktienanleger ein 30%-Minus und damit ziemlich genau dasselbe, was nach Deflations-Gewinnen und ebenfalls unter Zurechnung der Dividenden, die ja in die NIKKEI 225-Berechnung ebenfalls nicht eingehen, der japanische Anleger verkraften mußte. Und wie gezeigt lagen auch die europäischen Märkte mit diesen Zahlen ziemlich exakt gleichauf. Bei realer Betrachtung erzielten Anleger also in quasi allen größeren entwickelten Märkten ziemlich genau diesen 30%-10-Jahres-Verlust.

Damit ist die 10-Jahres-Prognose, die wir in unseren Seiten zur Strategie seit 2001 immer wieder wiederholt haben, bedauerlicherweise aufgegangen. Wir hatten immer darauf hingewiesen, dass wir eine schlechte Entwicklung für Aktien nach der Rallye von 1980 bis 2000 erwarteten. Der Grund war damals schon ein Vergleich, den Chartoftheday jüngst einen netten 100-Jahres-Vergleich erneuert hat.



Danach gehörten die 80er und 90er Jahre des letzten Jahrhunderts zum besten, was dieses Jahrhundert und viele andere Jahrhunderte zuvor zu bieten hatten (aus Sicht eines Kapitalanlegers) und nach den gigantischen Steigerungen in dieser Zeit war eigentlich zwingend auf Basis der Historie von einer Beruhigung auszugehen. Gute Gewinne gibt es eigentlich immer nur nach großen realwirtschaftlichen Katastrophen in den Vorjahren. In den 20er-

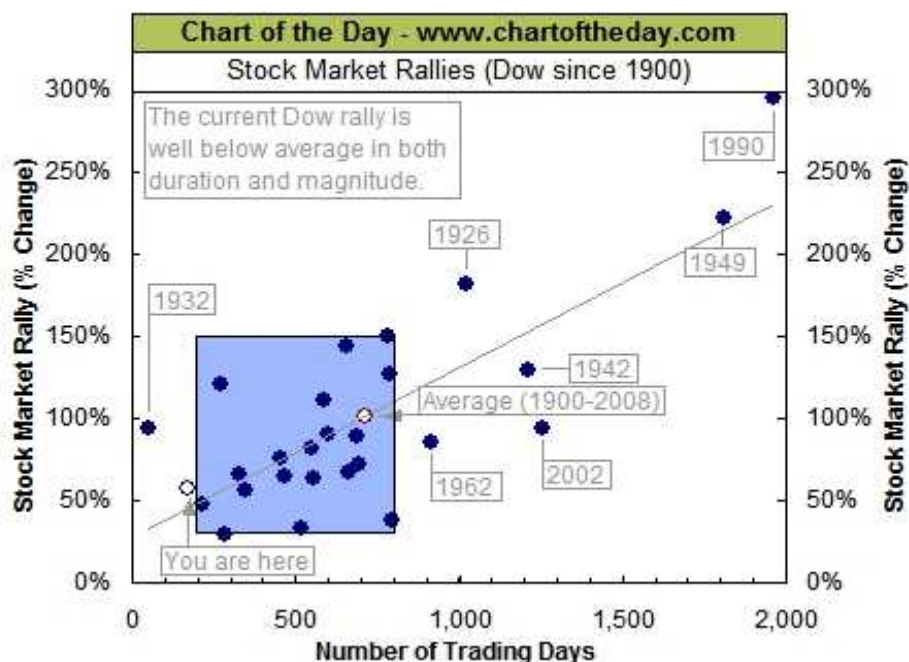
Jahren war dies der Wiederaufbau nach dem ersten Weltkrieg. In den 50er Jahren derselbe nach dem zweiten. Ende des letzten Jahrhunderts gab es dann einen doppelten Spezialfall. Erstens hatte der Vietnam-Krieg und die darauf folgende Inflation zu zwei Jahrzehnten (1960-1979) mit unterdurchschnittlichen Gewinnen geführt. Real, unter Einberechnung der deutlichen Inflation sogar zu deutlichen (realen) Kapitalverlusten.

Geht man von 50-70% "10-Jahres-Normalrendite" aus, dann waren in diesem Zeitraum "Unterrenditen" (gegen diese mittlere Rendite) von zusammen deutlich mehr als 100% aufgelaufen. Die Feder für eine zukünftige Kursrakete war also bis zum Extrempunkt angespannt. Die sinkenden Zinsen und damit höheren Bewertungen für Aktien, die Produktivitätsgewinne über die neuen Technologien und die verringerten Militärausgaben nach dem Ende des Ost-West-Konflikts waren dann der Cocktail, der die sensationellen Aktiengewinne am Ende des letzten Jahrhunderts auslöste.

Gegenläufig verursachten der Mangel neuer Technologien, die Remilitarisierung infolge des 11. September und die Tatsache, dass die Riesenrallye in den Aktien um das Jahr 2000 herum zu deutlich übertriebenen Bewertungen geführt hatte, dann den Kater des neuen Jahrtausendbeginns.

Die Überbewertung bei Technologie-Aktien wurde im Tech-Crash 2000-2002 korrigiert.

Der nachfolgende Versuch mit kreditfinanziertem Wachstum ist dagegen noch nicht ansatzweise abgearbeitet. Vielmehr wird die Kreditpyramide, wie in vielen der letzten Report gezeigt, immer noch größer. Der notwendige Umbau der westlichen Gesellschaften, die Neupositionierung in der globalen Wirtschaft, unterbleibt beziehungsweise erfolgt viel zu zögerlich. Zukünftige Krisen sind daher vorprogrammiert. Ein solides von Innovation getriebenes Wirtschaftswachstum wie 1980-1995 ist in weiter Ferne und damit auch eine größere längerfristige Aktienrallye.



Die aktuelle Aktienmarkt-Rallye seit den März-Tiefstständen ist weder von der zeitlichen Ausdehnung noch der Größe der Bewegung schon notwendigerweise am Ende. In den letzten 109 Jahren seit 1900 gab es 27 große Rallyes (Definition: Anstieg über 30%; blaue Punkte), wobei sich ein Schwerpunktbereich dieser (blaues Quadrat; 73% aller Fälle) mit einem Anstieg zwischen 30% und 150% und einer Anstiegszeit von 9 1/2 Monaten bis zu 3,2 Jahren

vom Tief aus ergibt. Der graue "you are here"-Kreis, der die aktuelle Entwicklung von + 65% seit dem März 2009-Tief wiedergibt, ist gerade mal an der Untergrenze sowohl zeitlich als auch von der Höhe her dessen, was man erwarten kann. Die Rallye 1932 endete zwar schneller, aber mit erheblich größerem Gewinn. Alle anderen dauerten länger und/oder erreichten höhere Gewinne.

Es ist von daher noch nicht nötig sich sofort, quasi panikmäßig aus den Aktienmärkten zu entfernen. Allerdings spricht der zeitliche Ablauf dafür, dass wir möglicherweise mit dem Ende der staatlichen Unterstützungsmaßnahmen auch das Ende der aktuellen Aktienrallye sehen werden und die Gewinne bis dahin eher moderat ausfallen werden, wenn überhaupt noch.

Aktien machen im Vergleich zu Alternativen unter langfristiger Betrachtung nur im Crash-Tief Sinn, das aber schwierig zu antizipieren ist. Dort sind wir aktuell definitiv nicht. Eine Auflösung aller Aktienbestände zugunsten abgesicherter aktienmarktorientierter Programme, die wesentliche Teile der Aktienmarktrendite auch liefern, aber einen Schutz vor Rückschlägen bieten, ist das Gebot der Stunde. Hier bietet sich unser Vola + Value an. Das Programm konnte naturgemäß in einer starken Rallye wie 2009 seine Stärken nicht voll ausspielen. Die Jahresendprognosen für 2010 der Banken für den DAX liegen zwischen 4500 und 7500 Punkten, also rund +/-20% gegen aktuelles Niveau. Es muß schon die beste Prognose eintreffen, damit dieser die 15% Gewinn nach allen Kosten von Vola + Value in 2009 schlagen kann. Es besteht unter dieser Annahme durch einem Wechsel also kein zu erwartendes Performance-Risiko aber dafür Schutz gegen Negativentwicklungen und Anleger können eine sehr gute Rendite gerade auch, wenn per saldo keine Kurssteigerungen übrig bleiben sollten, erwarten.

Eine ähnliche Rendite wie 2009 erwarten wir auch wieder aus unseren verschiedenen Finanzierungsstrategien. Black + White macht das, was wir politisch fordern, aber nicht passieren wird (mehr unternehmerische Finanzierungen) und verdient auch an dem, was deshalb passiert (Insolvenzen beziehungsweise deren Abwicklung) wovon es deshalb auch weiterhin viele geben wird.

Als Anleger stellt man sich bei Anlagenscheidungen eigentlich immer dieselbe strategische Frage ist: Kann man mit anderen Investments die GAMAG-Strategien schlagen? Wir stellen uns diese Frage auch permanent um unsere Handelsansätze zu verbessern. Vergleichen wir uns mal mit gängigen Aktienfonds.



Im DEKA-Fonds, einem schon seit Jahrzehnten existierenden Fonds der Sparkassen-Gruppe, hat ein Anleger innerhalb 10 Jahren eine zweistellige Negativrendite erzielt. Nimmt man noch die üblichen Ankaufskosten hinzu dürfte das Ergebnis bei rund -20% liegen.

Was die letzten 3 Jahre und die Befähigung Verluste aufzuholen betrifft, hat der Dekafonds

aktuell rund 50% der Verluste seit dem Top 2007 wieder aufgeholt und weist einen Abstand zum Top von 2007 von 30% auf.



Mit GAMAG Black + White hätten Anleger in den letzten 3 Jahren rund 25% mehr verdient und stehen schon wieder bei den ehemaligen Höchstständen. Noch deutlicher wird die kontinuierliche Besserentwicklung gegenüber dem Dekafonds und auch einer DAX-Anlage im 10-Jahres-Vergleich. Black+ White startete das neue Jahrtausend mit 8834,94 Punkten, so dass sich eine

Jahrzehnt-Rendite von +91,17% (16891,81/8834,94) ergibt im Vergleich mit den rund -20% für den Dekafonds. Konsequenz: Deutsche Aktienfonds waren im letzten Jahrzehnt keine diskussionsfähige Alternative zu unseren Strategien.



Der in internationale Wachstums-werte investierende Templeton Growth-Fonds hat zwar seinen Vergleichmaßstab, den MSCII Welt-Index geschlagen. Allerdings bleibt auch hier eine 10-Jahres-Negativ-Rendite übrig. Die Fähigkeit Verluste aus dem letzten Crash aufzuholen, ist noch schlechter als beim Dekafonds gewesen. Von

den deutlichen und größeren Verlusten wurde erst gut ein Drittel wettgemacht. Dies nach einem fast 60%-Verlust vom 2007er-Top aus. GAMAG Black+ White-Anleger sind hier im 3-Jahres-Vergleich rund 50% besser gefahren (13/8,7) und stehen wie gesagt schon wieder am Top.



Ein identisches Ergebnis ergibt sich über diesen Zeitraum (3 Jahre) übrigens auch im Vergleich mit Vola+ Value.

Deshalb bleibt unsere Empfehlung beide Handelsprogramme aktuell gleich zu gewichten, in gleicher Menge für ein Portfolio zu kaufen.

Da Aktienanlagen historisch nichts gebracht haben und

auch keine klare Zukunftsperspektive besteht, empfehlen wir die Aktienquote auf 0% zu senken und massiv in Alternative Investments zu investieren.

Aktienanleger haben im letzten Jahrzehnt über 100% relativ zu GAMAG Black + White verloren. Ich bin heilfroh, dass ich nicht in Aktien geblieben bin, erwarte hier weiter nichts und bleibe zu 100% in Alternatives.

Allokation Black + White

Wir konnten im November wie erwartet vom Anlageinteresse in unseren Energiebeteiligungen profitieren. Etwas unüblich kam es Anfang Dezember 2009 nicht zu dem sonst üblichen Rückschlag



Nach den Ausschüttungen, sondern unsere Pipeline-MLPs stiegen sogar weiter im Kurs. Inzwischen werden diese zunehmend als Hedge gegen die Inflationsgefahren von immer breiteren Massen entdeckt. Daneben bieten sie eine ideale Möglichkeit zum überwintern in schwierigen Zeiten. Viele unserer erstklassigen Titel in diesem Segment bieten immer noch

laufende Ausschüttungen von 7-8% p.a., die auch mehr als verdient werden und nicht wie bei Staatsanleihen (3-4% "Rendite") das Ergebnis von immer neuen Umschuldungen sind.

Wichtig ist es aber nach dem deutlichen Run seit den März-Tiefs genau die richtigen Titel auszuwählen, sorgfältigste Analyse aller Unternehmensdaten durchzuführen um Ausfälle auszuschließen und daneben risikoreduzierende Handelstechniken einzusetzen. Der obige Chart des MLP-Index zeigt gut die Irrationalität der Bewegungen als Folge des Zusammenbruchs von Lehman im September 2008 von 260 auf 160 Punkte, ein 40%-Verlust, der zu einem Anstieg der Rendite von 8-10% p.a. auf 15-20% p.a. je nach Titel führte. Dieser Effekt ist inzwischen korrigiert worden, wie parallel auch im Bereich der High-Yield-Anleihen. Nach unserer Meinung ist diese Bewegung aber kurzfristig zu weit gelaufen. Wir erwarten jetzt eine breitangelegte Seitwärtsphase, die wir optimal mit Tradings nutzen werden. Unsere umfangreiche proprietäre Datenbank liefert uns hierzu das tiefgründige Material.

10% laufende Ausschüttungen, 10% Wertsteigerung aufgrund Steigerung der Geschäftsvolumina und 10% aus Absicherungsstrategien bieten aber immer noch einen Mix für attraktive Rendite.

Im Distressed-Bereich, im Handel mit problembehafteten Forderungen, beendete unsere Beteiligung CIT das Insolvenzverfahren. Das Endergebnis war für uns als Anleihegläubiger noch erheblich erfreulicher, als im letzten Monat berichtet. Wir erhielten neue Anleihen und Aktien der CIT im Rahmen der Restrukturierung, wodurch wir nun fast 75% des Nominalwertes unserer Anleihen realisieren konnten. Bekanntlich hatten wir die Anleihen im Bereich 42-45% erworben damit ergibt sich nun eine abschließende Rendite von über 70% seit Juni in diesem Titel. Ein Beispiel für die Gewinne, die momentan immer noch möglich sind.

Getoppt wurde dies allerdings durch einen unserer Distressed-Hedge-Fonds. Anfang Dezember erreichte bekanntlich die Krise Dubai, konkret eines der führenden Staatskonglomerate dort, Dubai World. Das Hauptproblemfeld von Dubai World ist

Nakheel, der Baukonzern, der die verschiedenen künstlichen Inseln vor der Küste Dubais aufgeschüttet hat und dort die Ferienhäuser baut. Bedingt durch die Krise hatten einige der Käufer zwar ihre Zahlungen für die erworbenen Grundstücke geleistet, aber der Bau der Immobilien auf den Inseln verschoben und infolge fanden die erwarteten Umsätze und Gewinne für den Bauträger nicht statt. Eine Nakheel-Anleihe war am 15.12.2009 fällig. Anfang Dezember schockte Dubai World die Welt mit dem Ersuchen eines Zahlungsaufschubes für alle Anleihen für sechs Monate. Die Anleihenurse aller Dubai World Bonds kollabierten, die Nakheel-Anleihe per 15.12.09 bis auf 40%. Wenige Tage vor der Fälligkeit sprang dann doch der große Bruder Abu Dhabi ein, stellte Dubai 10 Milliarden zur Verfügung und der Nakheel-Bond wurde gemäß Anleihebedingungen in vollem Umfang zurückgezahlt. Unser HedgeFonds erzielte 250% Gewinn in einer Woche aus dieser Position.

Im Bereich von Distressed-Wandelanleihen konnten wir noch eine ganze Reihe weiterer positiver Entwicklungen verzeichnen, über die wir aber erst im neuen Jahr berichten können. Auf jeden Fall waren Convertibles für uns das erfolgreichste Segment in 2009 mit Spitzengewinnen von bis zu 300%.

Wichtig ist bei allen Distressed-Situationen den emotionalen Zyklus aus Angst und Hoffnung perfekt zu timen. Wertpapiere erreichen bekanntlich ihre Extrempunkte nicht im Insolvenzzeitpunkt sondern in der Panik vor der Insolvenz, wenn die Insolvenzquote noch nicht klar ist, und teilweise aufgrund wilder Gerüchte Preise deutlich unter den denkbaren Extremfällen/Insolvenzquoten gehandelt werden, wenn die Furcht den Verstand ausschaltet und teilweise Insolvenzpreise gezahlt werden, obwohl es schließlich gar nicht zur Insolvenz kommt oder mit einem viel besseren Endergebnis.

Ein aktuelles Beispiel ist hier der Markt für Geschäftsimmobilien in den USA. Dieser ist deutlich unter Druck, weil viele Investoren das Platzen der Anschlußfinanzierungen für auf dem Hochpunkt der Immobilienpreise 2006 erworbene Geschäftsimmobilien und damit eine weitere Konkurswelle erwarten. Durchaus berechtigt. Wie immer kommen in einer solchen allgemeinen Panik aber Unbeteiligte mit unter die Räder. Es gibt zwar eine Immobilienkrise in den USA, aber die Hotelauslastung etwa in New York ist mit 92% immer noch sehr hoch. Aktuell steigen die Auslastungen bei vielen Hotels an der US-Eastcoast auch schon wieder. Trotzdem werden Hotelimmobilien teilweise gehandelt, als würden sie morgen alle in Konkurs gehen.

Wir haben uns daher an einem der größten Hotel-Portfolios am Markt beteiligt, sind bei rund 75 Hotels mit rund 10000 Zimmern von Boston bis Washington investiert. Der Trick dabei. Wir haben keine normalen Aktien, sondern Spezialtitel, die uns eine sichere Dividende von 10% zahlen und uns gleichzeitig ermöglichen in die eigentliche Hotelaktie zu wandeln. Gerade in der Vorweihnachtszeit konnten wir hier in illiquiden Märkten einige Positionen mit sehr schönen Abschlägen erwerben.



GAMAG Black+ White-
Beteiligungs-Hotels an der US-
Ostküste. 3 von 75. Laufende
Rendite 10%. Schon 10%
Wertsteigerung in nur 2 Monaten.
Weitere 20-50% Wertsteigerung
auf 24 Monate erwartet. Aktuelle
Bewertung: 60% vom Buchwert.
Das ist Insolvenzniveau für ein
Portfolio von Hotels mit
zweistelliger Rendite, die auch
noch voll verdient wird!



Allokation Vola + Value

Möglichst konstante Overnight-Dividenden sind das Geschäft von Vola + Value. Jeden Tag verlieren die von uns verkauften Optionen ein bisschen an Wert im Mittel und daraus resultiert dann die kontinuierliche Gewinnserie. Im November waren es 1,50 %. Im Dezember haben wir weitere 1,23 % verdient und damit in jedem Monat das, was ein Festgeldanleger aktuell nach Steuern in einem Jahr erwarten kann (falls er sein Geld bei einer Bank anlegt, die es auch noch zurückzahlen kann).

In diesem Report möchte ich einmal einen der etwas spekulativeren Titel behandeln und zeigen, wie Vola + Value das langfristige Kapitalverlust-Risiko auf null reduzieren kann, gleichzeitig aber möglicherweise mehrere hundert Prozent Gewinn realisieren kann. Der Name des Titels ist Arena Pharmaceuticals. Wir handeln diese Aktie seit 2 Jahren. ARNA entwickelt neue Arzneimittel. Das bekannteste bekämpft eine der aktuell häufigsten Krankheiten, Übergewicht. Locaserin, das Mittel dazu hat zwei parallele Phase III-Tests, einmal hinsichtlich der Wirksamkeit zur Gewichtsreduktion (66% der Patienten verloren über 5% ihres Körpergewichts, 25% sogar über 15%) sowie zu befürchteten negativen Auswirkungen auf die Herzklappen (negativ; keine Komplikationen), mit Erfolg überstanden, wobei man sich nur eine noch stärkere Gewichtsreduktion gewünscht hätte, und wartet aktuell auf die Zulassung durch die amerikanische Gesundheitsbehörde.



Allokation Black + White

Wir konnten im November wie erwartet vom Anlageinteresse in unseren Energiebeteiligungen profitieren. Etwas unüblich kam es Anfang Dezember 2009 nicht zu dem sonst üblichen Rückschlag



Nach den Ausschüttungen, sondern unsere Pipeline-MLPs stiegen sogar weiter im Kurs. Inzwischen werden diese zunehmend als Hedge gegen die Inflationsgefahren von immer breiteren Massen entdeckt. Daneben bieten sie eine ideale Möglichkeit zum Überwintern in schwierigen Zeiten. Viele unserer erstklassigen Titel in diesem Segment bieten immer noch laufende Ausschüttungen von 7-8% p.a., die auch mehr als verdient werden und nicht wie bei Staatsanleihen (3-4% "Rendite") das Ergebnis von immer neuen Umschuldungen sind.

Wichtig ist es aber nach dem deutlichen Run seit den März-Tiefs genau die richtigen Titel auszuwählen, sorgfältigste Analyse aller Unternehmensdaten durchzuführen um Ausfälle auszuschließen und daneben risikoreduzierende Handelstechniken einzusetzen. Der obige Chart des MLP-Index zeigt gut die Irrationalität der Bewegungen als Folge des Zusammenbruchs von Lehman im September 2008 von 260 auf 160 Punkte, ein 40%-Verlust, der zu einem Anstieg der Rendite von 8-10% p.a. auf 15-20% p.a. je nach Titel führte. Dieser Effekt ist inzwischen korrigiert worden, wie parallel auch im Bereich der High-Yield-Anleihen. Nach unserer Meinung ist diese Bewegung aber kurzfristig zu weit gelaufen. Wir erwarten jetzt eine breit angelegte Seitwärtsphase, die wir optimal mit Tradings nutzen werden. Unsere umfangreiche proprietäre Datenbank liefert uns hierzu das tiefgründige Material.

10% laufende Ausschüttungen, 10% Wertsteigerung aufgrund Steigerung der Geschäftsvolumina und 10% aus Absicherungsstrategien bieten aber immer noch einen Mix für attraktive Rendite.

Im Distressed-Bereich, im Handel mit problembehafteten Forderungen, beendete unsere Beteiligung CIT das Insolvenzverfahren. Das Endergebnis war für uns als Anleihegläubiger noch erheblich erfreulicher, als im letzten Monat berichtet. Wir erhielten neue Anleihen und Aktien der CIT im Rahmen der Restrukturierung, wodurch wir nun fast 75% des Nominalwertes unserer Anleihen realisieren konnten. Bekanntlich hatten wir die Anleihen im Bereich 42-45% erworben damit ergibt sich nun eine abschließende Rendite von über 70% seit Juni in diesem Titel. Ein Beispiel für die Gewinne, die momentan immer noch möglich sind.

Getoppt wurde dies allerdings durch einen unserer Distressed-Hedge-Fonds. Anfang Dezember erreichte bekanntlich die Krise Dubai, konkret eines der führenden Staatskonglomerate dort, Dubai World. Das Hauptproblemfeld von Dubai World ist Nakheel, der Baukonzern, der die verschiedenen künstlichen Inseln vor der Küste Dubais aufgeschüttet hat und dort die Ferienhäuser baut. Bedingt durch die Krise hatten einige der Käufer zwar ihre Zahlungen für die erworbenen Grundstücke geleistet, aber der Bau der Immobilien auf den Inseln verschoben und infolge fanden die erwarteten Umsätze und Gewinne für den Bauträger nicht statt. Eine Nakheel-Anleihe war am 15.12.2009 fällig. Anfang Dezember schockte Dubai World die Welt mit dem Ersuchen eines Zahlungsaufschubes für alle Anleihen für sechs Monate. Die Anleihenurse aller Dubai World Bonds kollabierten, die Nakheel-Anleihe per 15.12.09 bis auf 40%. Wenige Tage vor der Fälligkeit sprang dann doch der große Bruder Abu Dhabi ein, stellte Dubai 10 Milliarden zur Verfügung und der Nakheel-Bond wurde gemäß Anleihebedingungen in vollem Umfang zurückgezahlt. Unser HedgeFonds erzielte 250% Gewinn in einer Woche aus dieser Position.

Im Bereich von Distressed-Wandelanleihen konnten wir noch eine ganze Reihe weiterer positiver Entwicklungen verzeichnen, über die wir aber erst im neuen Jahr berichten können. Auf jeden Fall waren Convertibles für uns das erfolgreichste Segment in 2009 mit Spitzengewinnen von bis zu 300%.

Wichtig ist bei allen Distressed-Situationen den emotionalen Zyklus aus Angst und Hoffnung perfekt zu timen. Wertpapiere erreichen bekanntlich ihre Extrempunkte nicht im Insolvenzzeitpunkt sondern in der Panik vor der Insolvenz, wenn die Insolvenzquote noch nicht klar ist, und teilweise aufgrund wilder Gerüchte Preise deutlich unter den denkbaren Extremfällen/Insolvenzquoten gehandelt werden, wenn die Furcht den Verstand ausschaltet und teilweise Insolvenzpreise gezahlt werden, obwohl es schließlich gar nicht zur Insolvenz kommt oder mit einem viel besseren Endergebnis.

Ein aktuelles Beispiel ist hier der Markt für Geschäftsimmobilien in den USA. Dieser ist deutlich unter Druck, weil viele Investoren das Platzen der Anschlußfinanzierungen für auf dem Hochpunkt der Immobilienpreise 2006 erworbene Geschäftsimmobilien und damit eine weitere Konkurswelle erwarten. Durchaus berechtigt. Wie immer kommen in einer solchen allgemeinen Panik aber Unbeteiligte mit unter die Räder. Es gibt zwar eine Immobilienkrise in den USA, aber die Hotelauslastung etwa in New York ist mit 92% immer noch sehr hoch. Aktuell steigen die Auslastungen bei vielen Hotels an der US-Eastcoast auch schon wieder. Trotzdem werden Hotelimmobilien teilweise gehandelt, als würden sie morgen alle in Konkurs gehen.

Wir haben uns daher an einem der größten Hotel-Portfolios am Markt beteiligt, sind bei rund 75 Hotels mit rund 10000 Zimmern von Boston bis Washington investiert. Der Trick dabei. Wir haben keine normalen Aktien, sondern Spezialtitel, die uns eine sichere Dividende von 10% zahlen und uns gleichzeitig ermöglichen in die eigentliche Hotelaktie zu wandeln. Gerade in der Vorweihnachtszeit konnten wir hier in illiquiden Märkten einige Positionen mit sehr schönen Abschlägen erwerben.



GAMAG Black + White-
Beteiligungs-Hotels an der US-
Ostküste. 3 von 75. Laufende
Rendite 10%. Schon 10%
Wertsteigerung in nur 2 Monaten.
Weitere 20-50% Wertsteigerung auf
24 Monate erwartet. Aktuelle
Bewertung: 60% vom Buchwert. Das
ist Insolvenzniveau für ein Portfolio
von Hotels mit zweistelliger Rendite,
die auch noch voll verdient wird!



Allokation Vola + Value

Möglichst konstante Overnight-Dividenden sind das Geschäft von Vola + Value. Jeden Tag verlieren die von uns verkauften Optionen ein bisschen an Wert im Mittel und daraus resultiert dann die kontinuierliche Gewinnserie. Im November waren es 1,50 %. Im Dezember haben wir weitere 1,23 % verdient und damit in jedem Monat das, was ein Festgeldanleger aktuell nach Steuern in einem Jahr erwarten kann (falls er sein Geld bei einer Bank anlegt, die es auch noch zurückzahlen kann).

In diesem Report möchte ich einmal einen der etwas spekulativeren Titel behandeln und zeigen, wie Vola + Value das langfristige Kapitalverlust-Risiko auf null reduzieren kann, gleichzeitig aber möglicherweise mehrere hundert Prozent Gewinn realisieren kann. Der Name des Titels ist Arena Pharmaceuticals. Wir handeln diese Aktie seit 2 Jahren. ARNA entwickelt neue Arzneimittel. Das bekannteste bekämpft eine der aktuell häufigsten Krankheiten, Übergewicht. Locaserin, das Mittel dazu hat zwei parallele Phase III-Tests, einmal hinsichtlich der Wirksamkeit zur Gewichtsreduktion (66% der Patienten verloren über 5% ihres Körpergewichts, 25% sogar über 15%) sowie zu befürchteten negativen Auswirkungen auf die Herzklappen (negativ; keine Komplikationen), mit Erfolg überstanden, wobei man sich nur eine noch stärkere Gewichtsreduktion gewünscht hätte, und wartet aktuell auf die Zulassung durch die amerikanische Gesundheitsbehörde.



Der Kursverlauf ist sehr volatil, typisch für Biotechnologie-Werte, aber auch gerade daher sehr interessant für Optionsverkäufer. Desweiteren, unter Portfolio-Gesichtspunkten, weisen diese Titel überhaupt kein beziehungsweise hier in den letzten drei Monaten sogar eine deutlich negative Korrelation zum Gesamtmarkt auf, steigen also, wenn dieser fällt und umgekehrt und reduzieren so die Schwankungen im Portfolio.

Im August/September hatten wir parallel sowohl Calls (Optionen, die den Käufer berechtigen von uns Lieferung der Aktien zu verlangen) als auch Puts (Optionen, die den Käufer berechtigen an uns Aktien zu verkaufen) veräußert. Dies sowohl per September- als auch Oktober-Fälligkeit. Die Basispreise lagen bei USD 5 und 4 für die Puts und 6 und 7 für die Calls. Im September verfielen noch alle Optionen. Stark schwankende aber

sich letztlich nicht bewegende Märkte sind für uns bekanntlich das Optimum. Wir konnten die kompletten Prämien als Gewinn einstreichen.

Im Oktober versuchte der Markt noch kurz vor dem Optionstermin wieder die 5er-Schwelle zu erreichen (schwarze Kerze mit langen Dochten nach beiden Seiten), was aber mißlang. Wir hatten Puts per Oktober verkauft wie gesagt. Die eingenommenen Prämien betrug 0,32 und 0,48 Cents/Aktie für die Puts Basis 4 und 5. Unsere Puts Basis 5 waren zu diesem Zeitpunkt tief im Geld. Wir mußten also davon ausgehen, die Aktien über die Puts angeliefert zu bekommen, was dann auch geschah.

Hochlaufende Kurse mußten wir dagegen nicht mehr befürchten. Das schöne an Biotech ist, dass man weiß, wann etwas passieren kann und wann nicht, wann es speziell zu extremen Bewegungen kommen kann und wann nicht. Die Ergebnisse der Studien waren bereits bekannt. Am Zulassungsantrag wurde gearbeitet. Zulassung kurzfristig unmöglich. Die amerikanische Gesundheitsbehörde ist eine Behörde und so etwas dauert deshalb. Irgend welche anderen nachhaltig positiven Ergebnisse waren nicht zu erwarten bis zur Zulassung. Wir konnten daher weitgehend risikolos weitere Calls Basis 6 per Januar verkaufen, für die wir 0,43 Cents/Aktie als Prämie erhielten, obwohl wir die Aktien noch nicht geliefert bekommen hatten.

Gegen Ende Oktober wurden dann Detailergebnisse der klinischen Studien veröffentlicht und die Aktie gab daraufhin von 4,2 auf 3,4 nach, keine so extreme Bewegung für einen Biotechnologiewert, aber doch etwas, was deutlich Performance kosten kann. Hier zahlte sich nun unser frühzeitiger Verkauf der Calls aus. Die Calls Basis 6 verfielen massiv im Kurs und kompensierten die Kursverluste aus dem Rückgang der Aktie zu einem guten Teil.

Als die Aktie unter 4 fiel verkauften wir sofort gegen den Aktien-Bestand (die Aktien hatten wir inzwischen erhalten) noch weitere Calls Basis 4 per Januar zu 0,45. Nimmt man die drei Prämien zusammen (0,48 Put-Prämie; 0,43 Call Basis 6 per Januar und schließlich 0,45 für Call Basis 4 per Januar nach dem Kursverfall), dann reduziert sich der Einstandkurs für die Aktien per Optionsverfall Mitte Januar 2010 nun auf 5 (Kurs zu dem wir sie kaufen mußten) - 0,48 (erhaltene Put-Prämie) - 0,43 (Call Januar Basis 6) - 0,45 (Call Januar Basis 4) = 3,64. Damit liegen wir ziemlich genau beim aktuellen Preis. Durch konsequentes Veroptionieren konnte so also ein immerhin 30%iger Verlust innerhalb nur 3 Monaten wettgemacht werden.

Dabei war dies natürlich eigentlich gar kein Verlust, denn wir hatten ja auch noch erhebliche Gewinne in selber Höhe durch die anderen Call- und Put-Verkäufe aus den Vorperioden. Es ist aber unser Anspruch durch kontinuierliche Optionsverkäufe jede Teilposition in den Gewinn zu drehen. Sofern man dabei mit Szenarien wie dem geschilderten konfrontiert ist, ist es selbst bei doch recht beachtlichen kurzfristigen Verlusten nur eine Frage der Zeit, wann die Gewinnzone erreicht wird.

In den nächsten Wochen werden wir nun zu entscheiden haben, ob wir April-Optionen verkaufen. Diese notieren aktuell bei USD 0,55/Aktie, also 15,49% des aktuellen Aktienkurses von USD 3,55. Würden wir diese verkaufen, fiel unser Einstand schon auf glatt USD 3,-. Gleichzeitig würden wir dann immer noch an den ersten 50% Kursanstieg bis April voll teilnehmen, bevor unser Optionskäufer die Aktien abrufen würde. Kommt es etwa zu einer schnellen Zulassung des Medikaments und steigt die Aktie über USD 5,-, dann würde der Call-Käufer diese zu USD 5,-/Stück kaufen werden. Gewinn in

diesem Fall USD 2,- (USD 5,- - USD 3,- (Einstand nach allen Prämien)) /USD 3,- = 66%
in 3 Monaten = 266% p.a. ohne Zinseszinsseffekte.

Verharrt die Aktie in der aktuellen Schwankungszone und steht im April auf aktuellem Niveau, dann verfällt die April-Option wertlos. Wir vereinnahmen USD 0,55 / USD 3 = 18,3% Quartalsrendite = 73 % p.a.

Fällt die Aktie, dann sind wir für die nächsten 18% Kursverlust voll abgesichert, reduzieren unseren Einstandskurs noch weiter.

Derartige Handelsstrategien sind ideal, wenn man von etwas volatileren Kursverläufen ohne klare Richtung ausgeht, genau dem, was wir letztlich als Erwartung für den Gesamtmarkt haben. Generell sind zwar aufgrund der stark zurückgekommenen Optionsprämien die Prämienhöhen nicht mehr so hoch wie noch 2009. Da die Kursbewegungen aber kalkulierbarer sind, ist das Umfeld genauso profitabel wie im letzten Jahr.

Wir erwarten deshalb für beide Handelsprogramme weitere positive Monatsergebnisse und eine Fortsetzung der Gewinnserie des letzten Jahres.

4. Januar 2010 Straush