

## Manager-Report November 2010 und Ausblick Dezember 2010: Abgesicherte Strategien für das nächste Jahrzehnt.

Hinsichtlich der Monatsergebnisse gibt es in diesem Monat wieder einmal erfreulich wenig neues zu berichten. Wir haben wieder 1-2% verdient. Wir haben wieder neue Allzeithöchststände erreicht (in allen Strategien!). Wir hatten nun schon seit 25 Monaten keinen Minus-Monat mehr. Das war auch schon im September/Oktober so, bloß waren es damals eben erst 24 Plusmonate in Folge in Vola + Value. Manchmal ist es ganz angenehm über nichts Neues berichten zu müssen. Es läuft zusammengefasst also alles wie schon in den Vormonaten höchst erfolgreich weiter.

Markt	November 2010	% November 2010	Dezember 2010	% Dezember 2010	letzte 12 Monate
<b>Black + White</b>	19436,69	<b>+2,03%</b>	19736,65	<b>+1,54%</b>	<b>+16,36 %</b>
<b>Vola + Value</b>	14377,86	<b>+0,88%</b>	14377,86	<b>+2,34%</b>	<b>+14,32 %</b>

Auf der rechtlichen Seite haben wir zusammen mit unseren Anlegern auf einer Versammlung der Zertifikateinhaber im Dezember die Laufzeitverlängerung für die Black + White-Mini-Zertifikate beschlossen. Damit können Anleger auch weiterhin mittels der Black + White-Minis am Handelserfolg unserer Black + White-Strategie teilnehmen. Die neuen Stammdaten (unlimitierte Laufzeit) sind bereits in den Börsensystemen (bei Clearstream) registriert. Die Verlängerung damit rechtlich wie technisch im Prinzip abgeschlossen. Die Übernahme durch die Banken in deren Computer beziehungsweise die Informationssysteme, auf die Sie als Investoren zugreifen, wenn Sie im Internet surfen, sollte kurzfristig erfolgen. Wenn hier bei Ihrer Bank in 2-3 Wochen immer noch (falsch) die alte Laufzeit steht, informieren Sie uns doch bitte. Dann kümmern wir uns noch in Einzelfällen um eine Richtigstellung.

Aktuell bereiten wir die Umstellung der Vola + Value-Minis nach demselben Muster vor. Danach können Investoren auch an unserem Optionshandelsansatz weiterhin ohne Laufzeitbeschränkung partizipieren.

In der ganzen GAMAG-Gruppe läuft zusammengefasst alles rund und hochgradig ertragreich weiter.

Es mag sich wie ein Widerspruch anhören, aber wir sind erfolgreich und werden weiter erfolgreich sein, gerade auch weil die Finanzkrise fort dauert und sich die Situation nach etwa Aussagen der EU auf der Staatsseite eher noch verschlimmert hat, gerade weil die Bankenregulierung zunimmt und noch viele "Leichen dort in den Kellern auf ihren Abtransport warten".

Solange diese Situation andauert, ist es relativ einfach Geld zu verdienen. Wir stehen mit unseren Strategien im Wettbewerb mit den Eigenhandelsabteilungen der Banken. Solange diese aber nicht wissen, was sie nach den neuen Regeln alles dürfen oder nicht und was es sie

im Zweifel kosten wird, müssen diese konservativ agieren, tun dies und für uns bleibt viel Geld zu verdienen. Solange alle Angst vor einer Verschärfung der Finanzkrise habe, kommt es auch nirgendwo in den Kernbereichen der westlichen Wirtschaften zu einem größeren Konkurs. Gerade dort, wo es eigentlich als nächstes hätte "rappeln" müssen, "knallt" es nicht, sondern dort werden die Riesengewinne gemacht.

Ein Beispiel, auf das wir in den letzten Monaten immer wieder hingewiesen hatten und wo wir jetzt einmal Bilanz ziehen können und wollen, sind Finanzierungen von Geschäftsimmobilien. Seit den ersten massiven Reaktionen im Rahmen der Subprime-Krise (also schon lange vor dem Konkurs von Lehman), eigentlich schon seit Anfang 2008, mehrten sich die negativen Berichte zu Geschäftsimmobilien. Die negative Konjunktur würde zu Massenleerständen führen, die hohe Verschuldung und die gefallenen Werte zur Unmöglichkeit zu Anschlußfinanzierungen. Der Privatschuldner-Pleitewelle würde die Geschäftsimmobilien-Pleitewelle folgen, wenn die 2005/2006/2007 zu Höchstpreisen und unter Vollfinanzierung erworbenen Immobilien beziehungsweise deren Kredite nach 5 Jahren zur Prolongierung anstünden. Nun wir stehen aktuell in der Mitte dieser erwarteten Pleitezeit und was ist passiert und passiert aktuell? Fast nichts. Business as usual. Ein paar ganz besonders verqueere Finanzierungen platz(t)en und der Rest wird prolongiert. Das Desaster in der Breite findet nicht statt. Grund: Das beschriebene Eingreifen des Staates. Solange so viel Geld in den Kreislauf gepumpt wird wie aktuell immer noch - jüngst seit Mitte November 2010 durch das unter QE2 bekannte Gelddrucken der US-Zentralbank - muß es irgend wo hin, wird ein Zinsanstieg vermieden und klappt wie 2003/2004 auch die (Weiter-)finanzierung der schlechten Schuldner.



Immobilienanlagen schlugen gerade deshalb die schon positive Entwicklung der westlichen Aktienbörsen im vierten Quartal.

Nebenstehend FelcorLodge, ein Trust, dem 82 Hotels gehören und wo wir investiert sind.

Statt des Desasters, von dem Anfang 2009 noch viele ausgingen, stehen die Kurse der Standardaktien aktuell wieder dort, wo sie vor dem Lehman-Konkurs standen.

Für uns war allerdings das Abwärtsrisiko zu groß um hier diese Standardaktien zu kaufen. Wir lieben es in solchen Situation voll zu partizipieren und doch abgesichert zu sein. Das Mittel dazu waren und sind die Einkommens-(Vorzugs-) aktien des Trust. Hier hatte sich eine sehr lukrative Situation ergeben.

Diese Vorzugsaktien sind vorrangig (im Konkursfall) zu den Aktien, dürfen aber nur laufende Ausschüttungen erhalten, wenn die Anleihengläubiger, die dritte Investorengruppe ausreichend abgedeckt sind. Diese Debt Covenant genannte Bedingung war nicht mehr erfüllt mangels 2009 schleppend laufendem Hotelgeschäft. Der operative Cash Flow war nicht mehr ausreichend hoch gemäß diesen Bedingungen. Folge: Die laufenden Zahlungen auf die Einkommens Titel wurden ausgesetzt.

Dies sorgte für starken Kursdruck. Wir konnten diese um die USD 20 einsammeln. Im Januar kam nun die Meldung, dass die Geschäfte wieder besser laufen und die Dividendenzahlung mit USD 0,50/Quartal wieder aufgenommen würde. Folge: Wir haben jetzt auf Basis unserer Einstiegskurse einen 10%-Titel ( $USD\ 0,50 \cdot 4 / USD\ 20$ ) im Depot der auch noch aufgrund der Wiederaufnahme der Dividenden aktuell nun bei USD 26 notiert, womit auch noch 30% zusätzlicher Kursgewinn entstanden sind. Damit haben wir ziemlich genau den Wertanstieg der Stammaktien nachvollzogen, aber unter viel weniger Risiko. Desweiteren erhalten wir jetzt erst einmal noch die gesamten nicht gezahlten Dividenden, bevor die Stammaktionäre wieder an Ausschüttungen denken können.

Bei diesen Transaktionen zeigt sich der Vorteil unserer Datenbanken und unserer vielen Kontakte in der HedgeFund-Branche. Die Existenz dieser Einkommensaktien kann der Privatanleger nicht aus den vielen kostenlosen Internetdiensten erkennen. Charts oder verlässliche Angaben zu diesen Titeln sind Fehlanzeige. Gerade deshalb werden wir hier für unser Research gut bezahlt.

Häufig ist es aber auch so, dass Anleger selbst bei öffentlich bekannten Informationen nicht in der Lage sind, daraus die richtigen Konsequenzen zu ziehen, selbst nicht bei so etwas einfachem wie deutschen (Immobilien-) Fonds. Der DEGI Europa ist ein Immobilienfonds, der das Geld der Anleger in europäischen Geschäftsimmobilien anlegt. Wegen massiver Rückgaben setzte dieser wie eine Reihe anderer 2008 die Rücknahme aus, was zu einem Zweitmarkt an der Börse führte, auf dem Fondsanteile mit deutlichen Abschlägen gehandelt wurden.

Aberdeen, die Kapitalanlagegesellschaft, der Verwalter des DEGI, konnte bis Ende 2010 nicht genügend Liquidität schaffen, um massive erwartete Rückgaben nach einer Wiederaufnahme der Handelbarkeit zu bedienen. Die Liquidität lag aber Ende 2010 aber bei über 40%! Der Nettovermögenswert wurde mit gut € 49/Fondsanteil angegeben, woraus sich € 19,60 /Fondsanteil als Cashanteil errechneten. Ein Vielfaches dessen, was ein Immobilienfonds typisch an Cash-Quote aufweist aber eben nicht genug für erwartete Rückgaben in Höhe von 70% des Fondsvolumens.

Anstatt auf die daraufhin von der Kapitalanlagegesellschaft verkündete Totalabwicklung des Fonds und gleichmäßige Rückzahlung nach Verkauf aller Immobilien an alle Anleger mit Freude oder wenigstens Ruhe zu reagieren, kam es zu Berichten in der Presse über eine Zerschlagung (woh mit unterstellten massiven Verlusten) und Panik-Verkäufen. Wir konnten jedenfalls gute Mengen an Fondsanteilen zu Kursen um € 27,- einsammeln. Jetzt im Januar haben wir die ersten € 9,70 Ausschüttung erhalten, was unseren Einsatz auf rund € 17,- drückt, für ein Immobilienportfolio/Fondsanteile dessen Wert die Aberdeen aktuell mit € 38,69/Anteil (nach der Ausschüttung!) angibt, so dass wir, wenn sich dieser Wert realisieren ließe, innerhalb der nächsten 2-3 Jahre noch 100% Gewinn machen werden.

An der Unvernunft gewisser Anleger lässt sich so gut verdienen und solange die Finanzkrise anhält und immer mal wieder irgendwo unberechtigte Panik auftritt desto besser.

Der Immobiliensektor ist dabei ein Segment, das jetzt schon ganz gut gelaufen ist und wo das Gros der (einfachen) Gewinne schon gemacht

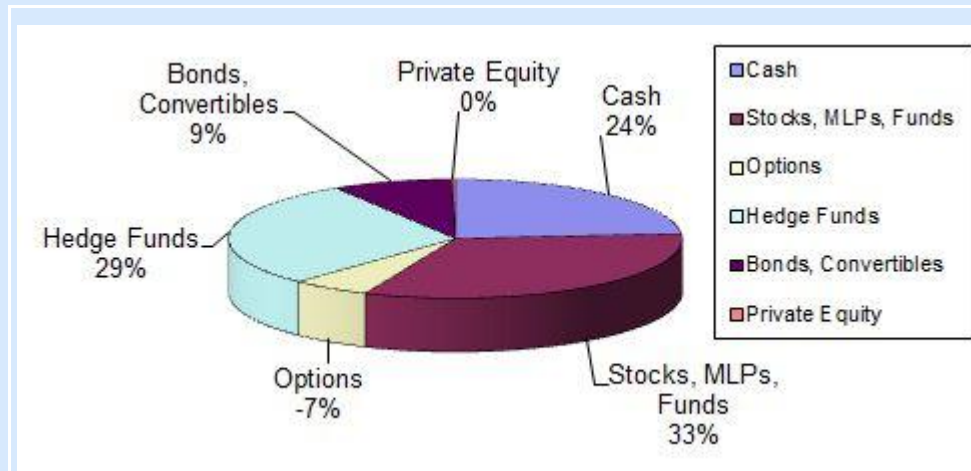
wurde. Gerade im Januar tut sich aber die nächste große Chance auf, wo ein ganzer Sektor massiv unterbewertet ist und gerade zusammengeknüpelt wird. Mehr dazu im nächsten Report.

Dies als kleiner Einblick in einen Bereich, der für uns wieder einmal sehr gut funktioniert hat und als Beispiel wie wir arbeiten und recht sichere Gewinne erzielen und für die Zukunft sicherstellen. Derartige Transaktionen sind Kern unserer Strategien bei Black + White, den Event-Driven-Strategien und Value-Strategien.

## Allokation Black + White

Event-Driven-Strategien sind nicht nur ein Kernbaustein im Black + White-Portfolio sondern auch mit sogar noch steigender Tendenz. Wir haben in den letzten Wochen hier noch einige Neue Positionen eingenommen, erhalten aber dann wie gezeigt hier auch laufend deutliche Rückflüsse. Die Kapitalbindung ist recht kurzfristig und die Renditen bleiben sehr hoch. Die Rendite etwa bei unserem FelcorLodge-Investment liegt bei 35% auf 3 Monate und damit gut im Bereich dreistelliger Jahresrenditen.

Solange die US-Zentralbank die Zinsen unten hält, sehen wir hier kaum größere Gefahren. Da aber die Menge der ungelösten gesamtwirtschaftlichen Probleme eher noch zunimmt und sich diese verstärken, bleiben wir in "Hab-Acht-Stellung". Wir wollen weiterhin gut durch reale Werte abgesichert sein. Wir investieren in Eisenbahnstrecken und Häfen, Hotels und Bürogebäude, Minen und so weiter so lange sich aus der Einzelsituation eine erwartete zweistellige Rendite mit mehr als einer 2 an der ersten Stelle erwarten lässt.



Inklusive der Rückflüsse aus etwa dem DEGI Europa ist die Cash-Quote aktuell deutlich gegen Vormonat gestiegen, was aber auch Resultat der Verschiebungen auf der derivativen Seite, bei den Optionen ist. Per Saldo haben wir mehr Optionen verkauft als zuvor, sind also von direktem Einsatz auf indirekten über Optionen gewechselt. Konkret haben wir in einer ganzen Reihe von Positionen auf der aktuell recht luftigen Höhe die Partizipation über Aktioe gegen eine solche über Short-Put getauscht, was auf gut deutsch heisst, wir wollen aktuell nicht unbedingt mehr investiert sein, aber 10% tiefer gerne wieder und wenn uns jemand dann dafür auf 1/2 - 3/4 Jahr noch 6-8% Prämie zahlt, finden wir das interessant genug um dabei zu sein. Gleichzeitig wurden aber auch die gekauften Optionen (auf Indexbasis) erhöht um gegen Crashes abgesichert zu sein.

Verstärkte Partizipation mittels Einkommensaktien, mittels Derivaten, mittels abgesicherter Strategien auf dem aktuell doch recht luftigen Kursniveau, das ist das Leitbild, was hinter allem steht und was uns weiterhin zweistellige Jahresrenditen möglichst unabhängig von den Aktientrends produzieren sollte.

## Allokation Vola + Value



Der Krug geht bekanntlich so lange zum Brunnen bis er bricht. Das Niveau der Optionsprämien ist niedrig im historischen Vergleich. Das war es aber auch schon im letzten Monat. So schrieben wir es und das ist immer noch die Situation. Aber inzwischen gibt es Tumulte in Tunesien, Ägypten (muß uns ja alles nicht interessieren; sind ja noch die Alpen dazwischen) und an anderen Weltbrennpunkten wird es auch nicht besser. Und in Deutschland freut man sich darüber noch ein paar Maschinen mehr liefern zu können und an neu gewonnener deutscher Stärke.

In China kippen die Konsumindikatoren. Wie wird dann bitteschön das Weltwachstum weiter laufen? Es knirscht ganz heftig im Gebälk aber niemand hört die Signale bis der Tanz ein jähes Ende nimmt, weil der erste durch die Decke durchbricht. Ich will nicht unken, aber irgendwie stimmen Stimmung und Realität langsam wieder nicht überein, diesmal auf der anderen Seite. Die langfristigen technischen Indikatoren sagen massiv überkauft, aber die Partygänger tanzen weiter. Wir fahren die Absicherungen hoch, setzen noch mehr auf Dispersion-Trades, das heisst eingehen einer Long-Position über etwa verkaufte Puts, wobei man gleichzeitig ein Long-Put-Position im Index oder einem Sektorindex innehat. Das hat schon in den letzten beiden Monaten gut funktioniert und uns über 2% Rendite im Dezember erzeugt. Damit werden wir weiter gewinnen und wenn es dann wieder einmal crasht werden wir noch mehr zu den Siegern gehören.

In alternative Investment-Strategien sollte man gerade dann investieren, wenn die Aktienbörsen oben sind. Denn dann ist die Fallhöhe am größten. Diese Regel muß natürlich auch für uns beim Portfolioaufbau gelten. Wir wollen gutes Geld verdienen, aber wir sollen kein größeres Risiko dazu eingehen und schon gar nicht bei aktuell luftigen Höhen. Lukrativ ist unser Ansatz deshalb aber trotzdem.

25. Januar 2011 Straush