

Manager-Report Juni 2010 und Ausblick Juli 2010: Abgesichert verdienen mit alternativen Strategien; Black + White zweitbesten Fund-of-Hedge Funds weltweit

Zwei Kräfte dominieren momentan die Märkte: Die ungelösten und teilweise nicht einmal angesprochenen massiven wirtschaftlichen Probleme auf der einen Seite und der Nullzins auf der anderen. Die Probleme führen immer wieder zu Ausverkäufen. Der Nullzins zwingt zur Suche nach Anlagemöglichkeiten. Das Ergebnis sind erratische Schwankungsmärkte. Die GAMAG-Strategien sind die Gewinner dieses Szenarios. Wir können sowohl gerade von einem solchen Handelsumfeld sehr gut profitieren, wie auch mehr als das bieten, was aktuell viele Anleger suchen, einigermaßen stabile Nicht-Null-Renditen. Unsere Strategien GAMAG Black + White wie auch Vola + Value erzielen weiter stabile und von den Börsenkursentwicklungen ziemlich unabhängige zweistellige Jahresrenditen.

Markt	Juni 2010	% Juni 2010	Juli 2010 (indikativ)	% Juli 2010	letzte 12 Monate
Black + White	18137,60	+2,28%	18367,22	+1,27%	+16,97 %
Vola + Value	13743,34	+0,77%	14006,71	+1,92%	+14,62 %

Für das laufende Jahr haben unsere Handelsprogramme damit für Anleger nach allen Kosten folgende Erfolge erwirtschaftet: **+ 8,29% für Black + White** und **+ 8,83% für Vola + Value**. Unsere beiden Strategien setzen damit die äußerst erfreuliche Entwicklung der Vorperioden nahtlos fort.

Sehr erfreulich ist aktuell auch unsere Bewertung im Vergleich mit unserer Peer Group, anderen Hedge Fonds. BarclayHedge betreibt eine der umfangreichsten Datenbanken über Hedge Fonds. An Betreiber von Hedge Fonds, die in den verschiedenen Rennlisten unter die ersten 10 gelangen konnten, vergibt BarclayHedge monatlich als Recognition Awards bezeichnete Annerkennungs-Preise. Wir konnten im Juni hier gleich 3 Auszeichnungen auf einmal einsammeln. Black + White erhielt einzelne Awards auch schon für Juni 2009 und Januar 2010. Aber drei Awards auf einen Schlag in einem Monat das ist auch für uns ein neuer Rekord.



9-bester Fonds weltweit unter allen Hedge-Fonds mit Volumen zwischen 10 und 250 Mio

4-bester Fonds weltweit unter den diversifizierten Hedge Fonds

Zweitbester Fonds weltweit auf Basis der Performance für Juni im Segment aktienorientierter Fund-of-Hedge-Funds

Der Juni 2010 gehörte damit zweifelsohne Black + White. Im Juli 2010 holte dann Vola + Value wieder auf, erzielte unser reiner Optionshandelsansatz die besseren Monatsergebnisse. Beide Strategien liefern sich aktuell - betrachtet man die Rendite seit Jahresanfang - ein Kopf-an-Kopf-Rennen, was interessant ist angesichts der Tatsache, dass beide Strategien doch recht unterschiedliche Anlageschwerpunkte haben und allgemein die verschiedenen Hedge-Fonds-Strategien in diesem Jahr doch sehr starke Streuungen aufweisen.

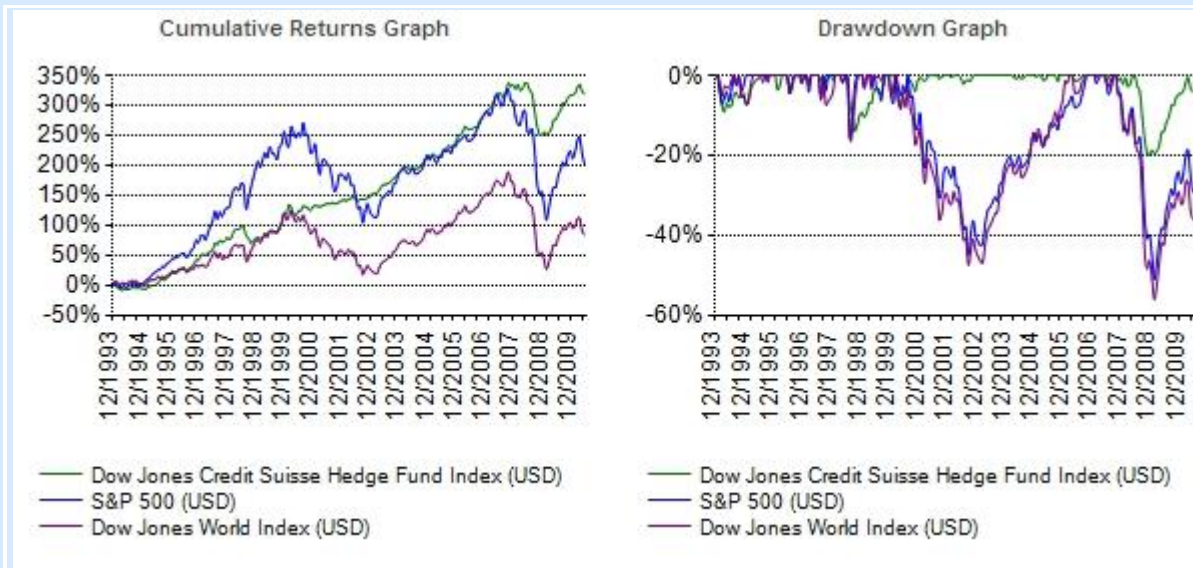
Barclay Hedge Fund Indices	July ROR†	Number of funds reporting†	YTD through July †
Barclay Hedge Fund Index	2.17%	1528	2.20%
Hedge Fund Industry Money Under Management			
SUB INDICES			
Convertible Arbitrage Index	1.73%	27	5.63%
Distressed Securities Index	1.16%	21	6.39%
Emerging Markets Index	3.53%	253	2.71%
Equity Long Bias Index	3.18%	182	0.50%
Equity Long/Short Index	1.40%	343	-0.19%
Equity Market Neutral Index	0.80%	48	1.16%
Equity Short Bias Index	-2.89%	9	-3.15%
European Equities Index	1.09%	85	-1.19%
Event Driven Index	0.91%	70	2.85%
Fixed Income Arbitrage Index	2.03%	22	7.38%
Fund of Funds Index	0.77%	576	-0.67%
Global Macro Index	0.96%	77	0.46%
Healthcare & Biotechnology Index	1.05%	16	1.82%
Merger Arbitrage Index	1.05%	16	2.75%
Multi Strategy Index	2.23%	37	4.18%
Pacific Rim Equities Index	1.10%	31	0.26%
Technology Index	3.23%	27	2.47%
†Estimated performance for July 2010, number of funds included and YTD calculated with reported data as of August-11-2010 18:25 US CST			

Erfreulich ist auch, dass wir uns sowohl absolut wie relativ ganz ausgezeichnet in einem Umfeld schlagen, wo aktienorientierte Strategien mies performen. Beide GAMAG-Strategien haben sich besser entwickelt als jeder Hedge Fund-Strategieindex von BarclayHedge im laufenden Jahr, insbesondere aber besser als die Indizes im Aktienbereich wie Equity Market neutral, Long/Short-Equity und European Equities.

Wie kann dies aber sein? Die Antwort liegt in unseren speziellen Handelsansätzen. Was momentan gar nicht funktioniert, ist das Setzen auf grosse Richtungsänderungen, seien es grosse Trends allgemein oder auch nur relativ, wie etwa bei Long/Short. Deshalb funktioniert Global Macro nicht. Deshalb funktioniert der ganze Managed Futures-Bereich aktuell nicht und deshalb liefert auch Long/Short-Equity keine ansprechenden Ergebnisse.

Wir sind Contrarian-Investoren, gehen gegen Bewegungen, suchen Extrempunkte in der Preisentwicklung und setzen dann auf eine Gegenbewegung. Dieser Handelsansatz setzt in der Form, wie dies über 95% der Contrarian-Hedge Fonds dann umsetzen, Bewegung (ausreichend grosse Bewegungen) voraus um an diesen Gegenbewegungen nach Spesen und unter Berücksichtigung der Kosten als Richtungsfehlerscheidungen, schlecht verlaufender Trades noch profitieren zu können. Wenn die Kurse nur "oben" oder "unten" verharren, wird nichts verdient. Unsere Spezialität ist die Umsetzung von Contrarian-Ansätzen mit Optionen. Wir kaufen "unten" häufig nicht die Aktie, sondern verkaufen vereinfacht den Put, geben anderen Investoren gegen Zahlung einer Prämie das Recht an uns zu verkaufen. Wir verdienen im aktuellen Marktumfeld zwar wie alle per saldo wenig bis nichts an den Kursänderungen, wenn sich die Kurse im Schnitt nicht bewegen, aber die Optionen, die wir verkaufen, verfallen wertlos und wir verdienen die Prämien. Trader, die klassisch arbeiten, produzieren im aktuellen Umfeld daher häufig nur Spesen und kleinere Handelsverluste.

Dies erklärt einen wesentlichen Faktor für die parallele Besserentwicklung unserer beiden Strategien gegenüber gängigen Vergleichsmaßstäben. In einer Handelsspanne, wie sie aktuell vorliegt, braucht es zwingend den Optionseinsatz um wirklich performen zu können. Wir beherrschen diesen und dies schafft die deutlich besseren Ergebnisse.



Während die gängigen Hedge Fund-Indizes noch knapp unter ihren Allzeit-Höchstständen verharren, haben sowohl Black + White wie Vola + Value weitere Allzeithöchststände erreicht und den Stand von vor der Finanzkrise schon sehr deutlich hinter sich gelassen.

Unsere besonderen Optionshandelsansätze werden auch im weiteren Verlauf des Jahres sehr wichtig für den Erfolg sein. Die aktuelle Marktsituation ist nämlich kein kurzfristiges Intermezzo, sondern eher eine neue Realität, mit der Anleger werden leben (lernen) müssen, jedenfalls in der westlichen Welt, das Nullzins-Szenario. Es tut uns leid, aber wir sehen nichts, was es bewirken könnte, dass die sicheren Zinssätze in absehbarer Zeit die Nulllinie wieder verlassen.

Es gibt zu viel Spargeld und zu wenig Eigenkapital und allgemein zu wenig unternehmerisches Handeln, unternehmerische Befähigung. Daher werden allgemein keine Werte geschaffen, sondern endlose Umverteilungsdiskussionen dominieren und solange sich dies alles nicht ändert, gibt es zwar Einzelfälle, wo doch wirtschaftlich intelligent gehandelt und auch richtig verdient wird, Gewinn, der dann auf Eigenkapital- und Fremdkapitalgeber aufgeteilt werden kann. In der breiten Masse bleibt es aber bei der Null-Rendite.

Banken hatten bekanntlich im Vorfeld zu dem, was heute "Finanzkrise" heisst, zu viele Kredite an zu viele nicht leistungsfähige Schuldner vergeben. Einige Banken bis über den existenzbedrohenden Punkt hinaus, wo nicht nur das Eigenkapital der Bank geschmälert, sondern mehr als komplett verloren war.

Darauf reagierten die westlichen Staaten mit den verschiedenen Bailouts, dem Merkelschen Sparer-Schutzschirm, dem Euro-

Bailout-Schutzschirm, den Griechenland-Krediten, dem Einschub von Staatskapital in verschiedene Banken durch Kredite an Banken und Kauf von Bankaktien durch die Staaten. Durch all diese Maßnahmen wurde und wird aber nicht etwa der Zustand vor der "Finanzkrise" wieder hergestellt, sondern es wurden nur insoweit Gelder zur Verfügung gestellt, wie dies unumgänglich war um die betroffenen Institute gerade so am Laufen zu halten, sofern es nicht zu einer weiteren Verschärfung der Situation kommt.

Langer Rede kurzer Sinn: Es ist einfach nicht so viel Eigenkapital in den Banken vorhanden, wie vor der Krise trotz der Aufstockungen.

Das veröffentlichte deutlich geringere Eigenkapital ist daneben aber noch nicht einmal wirklich vorhanden. Die Commerzbank hat etwa Griechenland-Anleihen im Bestand zu denen sie erklärt hat, sie sehe keinen Grund diese abzuschreiben. Der Markt sieht dies anders und bewertet mittelfristige Griechenland-Titel zu rund 70%, also mit einem Abschlag von rund 1/3. Handelstechnisch kann die Commerzbank über Teile ihres behauptet bestehenden Eigenkapitals damit gar nicht verfügen, denn dieses wäre nur vorhanden, wenn sich die Kurse der Griechen-Bonds wieder auf 100% erholen würden. Hier steht also ein Eigenkapital auf dem Papier, das eben zu den Zwecken, zu denen Eigenkapital eingesetzt wird und werden muss, etwa als Dritten zu stellende Margin-Sicherheit oder zum Zwecke der Verlusttragung gerade keine Anwendung finden kann.

Zusammenfassung: Banken haben das Eigenkapital, was sie behaupten zu haben, aufgrund verschiedener "Leichen im Keller" eben gerade nicht.

Die real verfügbaren Mittel, die man etwa durch Verkauf der Griechen-Bonds erzielen könnte sind eben einige hundert Millionen Euro geringer als das Eigenkapital aktuell vorspiegelt. Das weiß natürlich nicht nur jede Bank selbst, sondern auch die mit diesen Geschäfte machenden anderen Banken.

Derartiges war der Grund, warum Banken Banken keine Kredite mehr gaben.

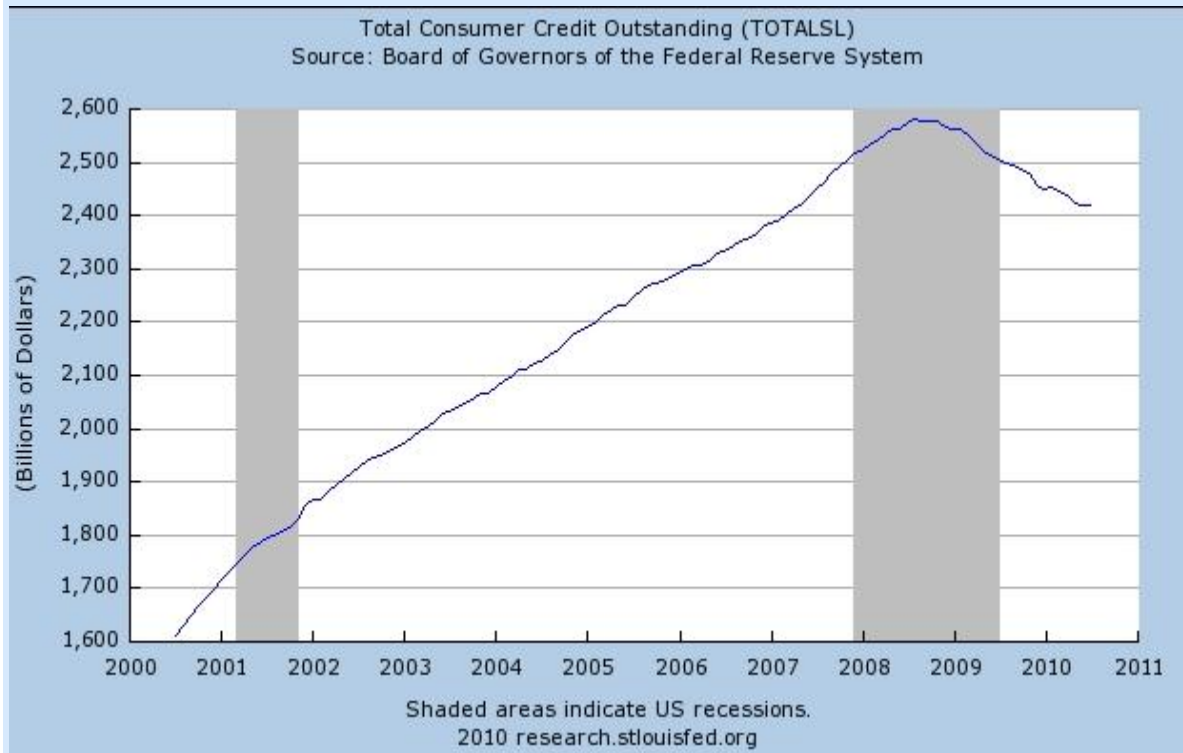
Banken können die Ihnen von Sparern gegebenen Gelder für verschiedene Arten von Krediten einsetzen, müssen sie dazu aber in unterschiedlicher Höhe - je nach unterstelltem Risiko - mit "Eigenkapital unterlegen" das heisst einen bestimmten Teil Eigenkapital bei dem Kredit selbst einsetzen, je riskanter der Kredit desto mehr.

Banken haben nun gerade die Erfahrung gemacht, dass man mit Risikoübernahme sehr viel Geld verlieren kann und sind aufgrund der ungeklärten wirtschaftlichen Gesamtlage äußerst vorsichtig, können aber aufgrund des fiktiv überhöhten Eigenkapitals teilweise auch einfach nicht die zu hinterlegenden Eigenmittel aufbringen.

Konsequenz: Sparer-Gelder werden heute zum Kauf von Staatsanleihen, typisch deutschen Staatsanleihen, benutzt oder an die EZB weitergegeben. Derartige Aktivitäten müssen nicht mit Eigenkapital unterlegt werden. Gelder fließen gerade nicht in die

Wirtschaft.

Aktuell versuchen Banken diese Problematik des zu niedrigen Eigenkapitals dadurch zu lösen, dass sie Geld zu Nullzinsen aufnehmen und es auf 5-10 Jahre an die Staaten "sicher" weiterverleihen mit dem Ziel diese Zinsdifferenz über mehrere Jahre zu verdienen und dadurch ihre Bilanzen wieder zu sanieren und diese verschiedenen Löcher zu stopfen. Werte werden damit aber nicht geschaffen, sondern nur auf andere Art und Weise - neben den direkten Banken-Bailouts - wird die Allgemeinheit zur Bezahlung der Sparer herangezogen. Der Preis für die Absicherung der Sparer ist die Agonie der Wirtschaft.



Die Konsequenzen sind sehr negativ. Sinnvolle wirtschaftliche Aktivitäten erfolgen auf Sparflamme.

Kredite an bonitätsstarke Private schrumpfen. Hier gehen seit Monaten die Ausleihungen zurück. Die amerikanischen Kreditkartenschulden sind aktuell im 18. Monat in Folge rückläufig.

Es besteht wenig Kreditbedarf bei bonitätsstarken Schuldner, weil die Wirtschaft generell nicht läuft und an bonitätsschwache wollen und können aufgrund der Bilanzprobleme Banken nichts ausleihen, da das Eigenkapital wie schon geschildert aufgrund nicht vorgenommener Abschreibungen geringer ist als offiziell ausgewiesen.

Statt dass in einem Befreiungsschlag die Sparer zur Finanzierung ihres Fehlverhaltens mindestens in Höhe des unberechtigten Übergewinns herangezogen werden, die Banken so saniert werden und diese dann wieder sinnvolle wirtschaftliche Aktivitäten finanzieren können, sind alle Maßnahmen aktuell darauf gerichtet diesen Kreditberg weiter zu bedienen und langsam und

mühselig abzuschmelzen und im Kern wird gehofft zumindest teilweise die Lasten dafür der nächsten Generation aufbürden zu können.

Und was sind die Konsequenzen für die Anlagepolitik der GAMAG?

- Weiter Hände weg von allem was Staat oder Bank im Namen führt. Die Finanzkrise ist noch nicht ausgestanden. Wir haben eine Staatsanleihen-Blase.
- Es kann aufgrund der dargelegten Zusammenhänge nicht zu einem soliden Aufschwung im Westen kommen. Dort wird die Wirtschaft bestenfalls weiterdämpfen. Die Nullzins-Welt bleibt dort bestehen. Weitere Übergriffe auf das Vermögen der leistungsbereiten Bürger erfolgen schon heute quasi täglich. Trotzdem werden die sozialen Spannungen zunehmen, da die wirklichen Problem nicht angepackt werden.
- Es wird im Westen zu wenig wirtschaftlich sinnvoll investiert. Wir haben aktuell ein Anti-1999. Kleine Unternehmen mit intelligenten Ideen bekommen kein Kapital, beziehungsweise nur die, die sehr hohe Renditen bieten können, weil ihre Geschäftsmodelle so ausgezeichnet sind, bekommen es. Dies heisst natürlich auch, dass Investoren wie wir, die bei diesen dann doch investieren ganz ausgezeichnete Gewinne erwarten können. Gerade weil die Masse der Investoren ängstlich im Festgeld verharret!
- Dies sind desweiteren erfreulicherweise keine Probleme der ganzen Welt, sondern solche des Westens. Der Rest der Welt hat Überschüsse, investiert Geld sinnvoll und bringt die dortigen Gesellschaften voran.
- 85% der deutschen Anleger machen damit ganz viel ganz falsch. Sie investieren nur im Inland in Nullzins-Sparpapiere. Die restlichen machen es richtig und investieren dort, wo heute noch Wachstum ist, in Fernost, in Nahost, in Südamerika.

Allokation Black + White

Wir haben oben schon den wesentlichen Vorteil unserer Handelsansätze zu denen des Wettbewerbs dargelegt. Unsere Optionsansätze liegen aktuell deutlich besser als das, was andere bieten und sollten dies gerade bei der erwarteten Marktentwicklung auch. Für die zweite Hälfte 2010 haben wir die Generalentscheidung getroffen, weiterhin einen starken Eigenhandelsanteil auch in Black + White zu fahren. Dies ist eine rein opportunistische Überlegung. Wenn externe Anlagen wieder zumindest deutliche Diversifizierung versprechen, werden wir wieder stärker über die Aufstockung unserer Hedge Fund-Investments nachdenken. Davor sind unsere internen Ansätze liquider, erwartet ertragreicher und besser kontrollierbar und wir präferieren diese.

Wo liegen wir in den Einzelsegmenten?

Hedged Energy: Unsere Beteiligungsunternehmen haben gesicherte Öl- und Gasquellen im Besitz, fördern und haben das Öl und Gas teilweise bis weit in die Zukunft hinein verkauft. Unsere Einkaufspreise für Öl im Boden liegen weiter bei 14-20 Dollar/Barrell. Rohöl per Termin notiert aktuell:

Dezember 2011	82,13
Dezember 2012	83,52
Dezember 2013	84,33
Dezember 2014	85,20

Öl kaufen und liegen lassen ist weiter eine ertragreiche Strategie, wenn auch deutlich weniger attraktiv als zu Hochzeiten der Finanzkrise. Aber ein Investor verliert auf jeden Fall nichts, wenn er seine Verkäufe per Termin abwickelt. Er gewinnt sogar, erzielt einen gesichert höheren Preis, als wenn er warten würde und der Preis gleich bliebe. Absicherung schafft hier also Zusatzprofite!

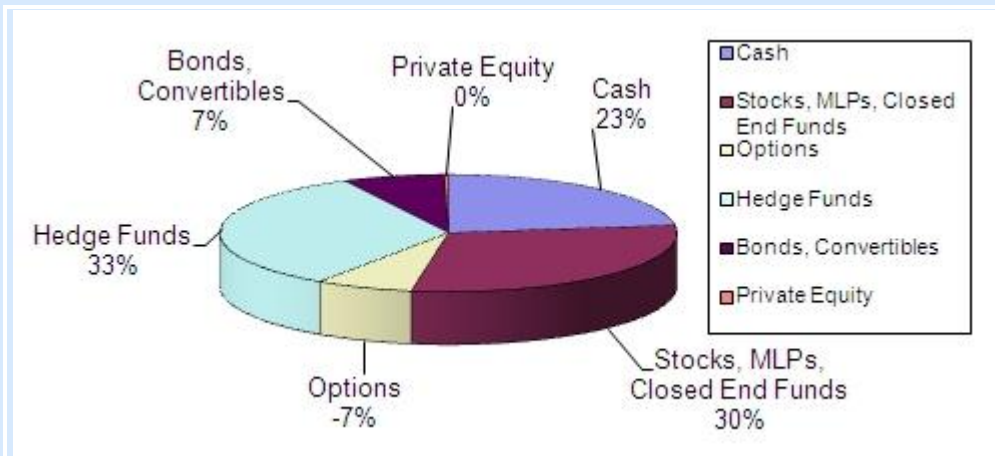
Wir erzielen hier laufend deutlich steigende Erträge. Wir erzielen 8-9% Rendite aus laufenden Ausschüttungen. Diese steigen langfristig auch noch. Zusätzlich erzielen wir Einkünfte aus dem Optionshandel auf diese Titel in selber Höhe p.a.

Hedge Fonds: Hier sind wir weiter in den Segmenten tätig, wo auch im Jahresverlauf etwas verdient wurde. Global Macro und Managed Futures sind direktionale Strategien. In einer Handelsspanne, wo die Kurse nur pendeln, Verliererstrategien. Unklare Branchenvorgaben sind auch nicht ideal für Long/Short-Equity. Geld wurde in den zinsorientierten Strategien verdient in 2010 und im Distressed-Bereich. Dort sind wir aktiv. Mit über 20% p.a. hat hier unser Distressed-Flagschiff-Fonds schön die Ergebnisse nach oben gezogen.

Bonds/Convertibles: Die Anleger suchen aktuell danach, wo man noch ein bisschen Rendite wenigstens erzielen kann und dies einigermaßen sicher. Das ist das beherrschende Thema. Die Antwort war schon 2009 - für viele überraschend - in stark überfinanzierten wirtschaftlich grundsoliden Werten hart an der Grenze zur Insolvenz. Nach der Theorie hätten diese in der Wirtschaftskrise reihenweise in die Insolvenz wandern müssen. Die massiv fallenden Zinsen machten es hier aber möglich, dass Unternehmen, die zwar konstante Ergebnisse erzielten, bei denen diese aber kaum mehr zur Bedienung der Zinsen reichten, plötzlich nicht mehr am Rande der Insolvenz standen, sondern solide umfinanziert eine gute Zukunft aufweisen. Viele Anleihen kamen ganz massiv unter Druck, weil bei den extrem hohen damaligen Zinsen um den Jahreswechsel 2008/09 eine Anschlußfinanzierung auch in 3-4 Jahren unmöglich schien. Mit den heutigen stark gefallen Zinsen - Solidität des Geschäftes vorausgesetzt - ist die Anschlussfinanzierung nicht mehr nur kein Problem, sondern führt auch noch zu geringerer Zinsbelastung. Aus dem schmutzigen Aschenputtel wird so unerwartet eine Prinzessin, eine sehr viel profitablere Gesellschaft als zuvor. Derartige Situationen haben uns schon im letzten Jahr massive Gewinne gebracht. Unser bestes Investment hier

arbeitet aktuell an der 300%-Profit-Marke.

Equity Income-Strategien: In den USA gibt es eine Reihe spezieller Einkommensaktien, Aktien, die nach einer bestimmten Zeit vom Unternehmen zurück gekauft werden sollen und während der Laufzeit garantierte Dividenden zahlen. Einige dieser können auch in Aktien gewandelt werden, sind also hochverzinslichen Wandelanleihen. Hier haben wir die beste aller Welten. Ein solcher Titel, in dem wir recht nennenswerte Bestände haben, zahlt rund 6% laufende Dividende und berechtigt auch noch in die Stammaktien zu wandeln. Wir verkaufen hier laufend Optionen auf die Stammaktien und erzielen neben den 6% laufender Rendite rund 15-20% als Stillhalter. Und was machen wir, wenn die Aktie tatsächlich deutlich hochlaufen sollte? Dann üben wir unser Wandlungsrecht aus, wandeln die Einkommensaktien in normale Stammaktien und liefern. Diese Strategie ist nicht so außergewöhnlich. Das ist eigentlich eine Form von Wandelanleihen-Arbitrage, Convertible Arb. Was den Charme dieser von uns herausgefundenen Position ausmacht, ist aber, dass normalerweise ein Anleger entweder Fast-0-Zinsen und ein Wandlungsrecht oder doch recht attraktive Zinsen von 6% für eine Unternehmensanleihe versprochen bekommt, nicht aber beides gleichzeitig. Solche Konditionen waren eigentlich nur in der Spitze der Finanzkrise machbar. Warren Buffett hat solche Investments bei Goldman Sachs und GE eingegangen, Preferred-Titel mit gleichzeitiger Wandlungschance. Derartige Titel verlagern das Anlagerisiko auf das Unternehmen. Der Anleger gewinnt hier immer, egal, wie sich die Zukunft entwickelt. Deshalb mögen wir sie.



Die aktuelle Portfoliostruktur zeigt leichte Verschiebungen. Die Hedge Fund-Quote wurde leicht abgebaut. Cash und Optionen erhöhten sich, Ausdruck der Tatsache, dass im Optionsbereich gutes Geld verdient wird, was zu Zuflüssen beim Cash führt, gleichzeitig weitere Optionspositionen ermöglicht. Die Convertible- und Equity-Positionen blieben prozentual gleich, gleichmäßig erhöht mit den anderen Segmenten. Unsere hohe Cash-Quote ermöglicht uns das Eingehen einer größeren Zahl neuer Optionspositionen im Falle eines Rückschlages.

Wir haben gerade auch vor dem jüngsten Rückschlag das Portfolio deutlich mit Indexoptionen auf der Put-Seite angereichert und sehen uns sehr gut auch gegen einen etwaigen Rückschlag gewappnet, den wir dann dazu nutzen werden noch weitere neue Einkommens-orientierte Positionen einzugehen. Wir stehen wie erläutert bei gut über 8% Rendite für das laufende Jahr und sehen eine weiter exzellente Ausgangsbasis für unsere Strategien.

Allokation Vola+Value

Wir hatten weiter oben unser "Dümpel-Szenario" dargelegt. Es fehlt die Kraft zum Befreiungsschlag und deshalb wird es lang und schmutzig und letztlich viel teurer als wenn man handeln würde und irrationale von Tagesmeldungen getriebene Schwankungsmärkte sind die Folge. Ein ideales Umfeld für Vola + Value. Die Monatsergebnisse für Juni und Juli sollten daher auch eine Indikation für die zukünftigen Monate zumindest bis Jahresende sein.



Wer Optionen handelt, muß das aktuelle Optionspreinsniveau berücksichtigen. Wir stehen aktuell bei der 25% p.a.-Marke. Dies sind keine Extremwerte wie im Mai, aber auch nicht die für Optionsverkäufer nicht mehr auskömmlichen Mini-Werte von 17 oder 18 wie im März oder April.

Es ist nicht mehr ganz so einfach mit Optionen Geld zu verdienen wie noch im Juni und Juli. Aber es ist durchaus noch machbar und erfolgversprechend. Es ist eher ein normales Umfeld mit zu erwarten normalen Renditen von 1-2% pro Monat. Unsere Zielzone von 15% p.a. können wir aber auch in einem solchen Umfeld erreichen. Insofern sehen wir auch für Vola + Value weiter exzellente Handelschancen.

12. Juli 2010 Straush