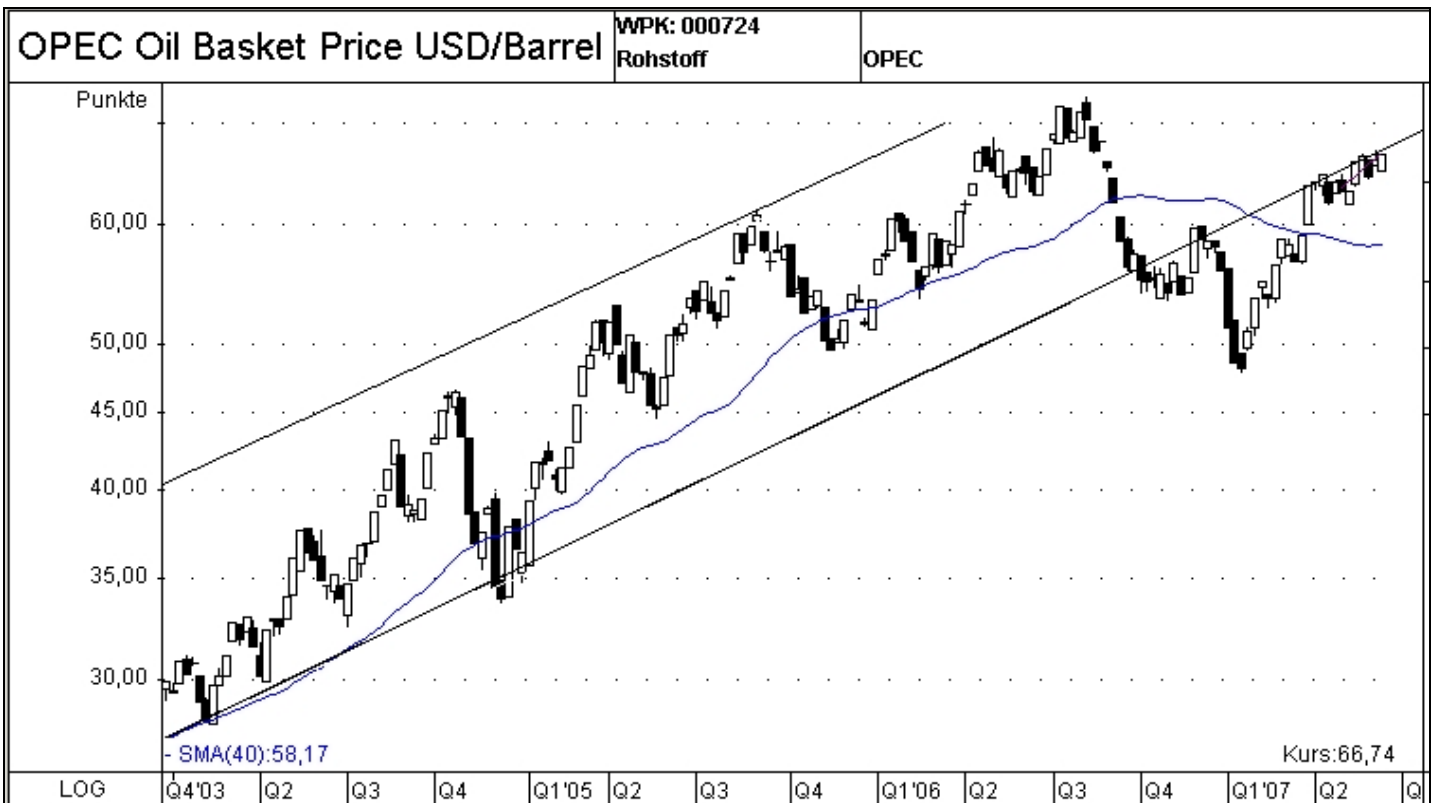
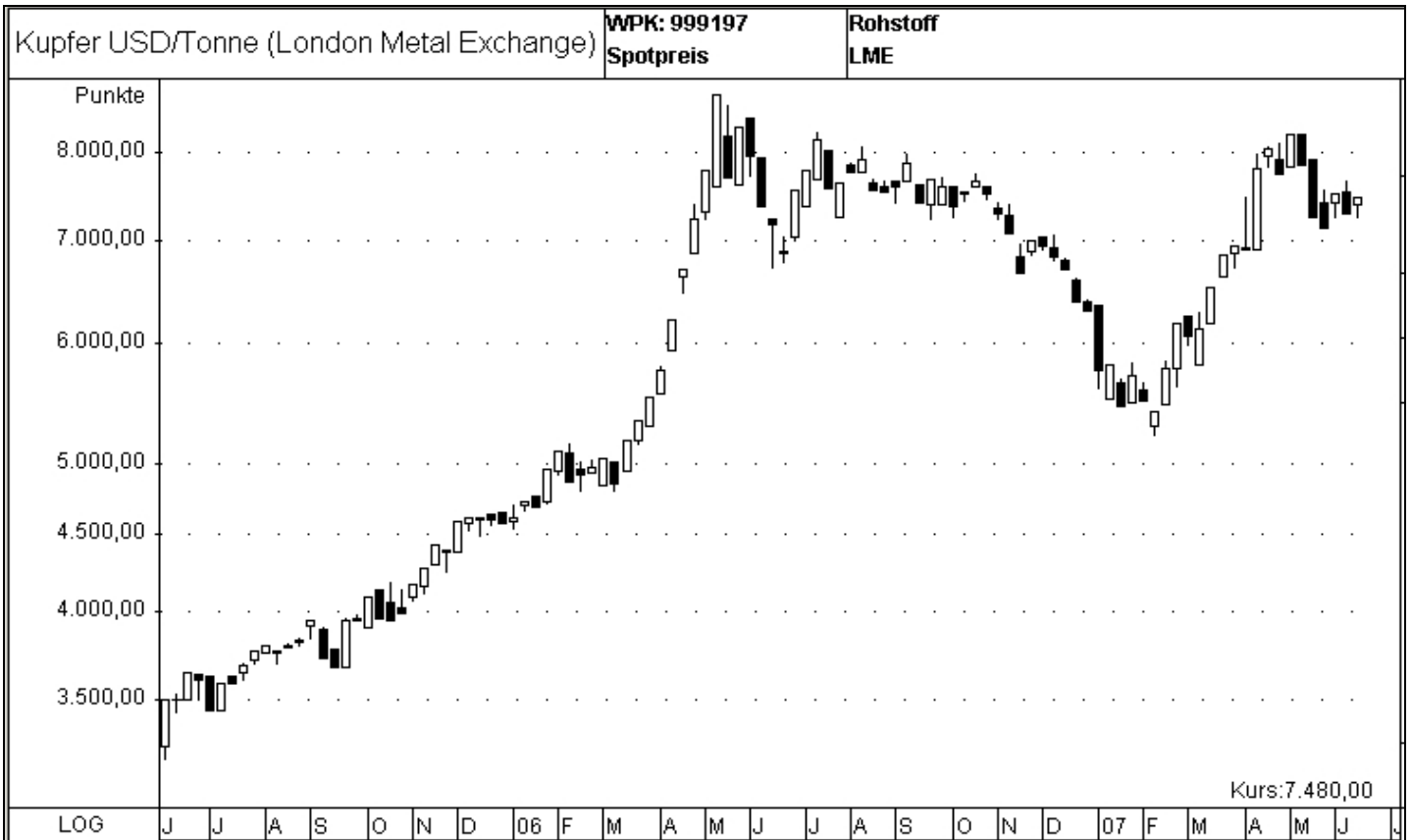


## Manager Report Mai 2007: Wonnemonat

Der Markt läuft und läuft und spielt dabei ein klassisches Hochkonjunktur-Szenario. Nach den jüngsten Wirtschaftsdaten aus den USA vertritt inzwischen die Vielzahl der Marktteilnehmer am Aktienmarkt die Meinung, weder aus der Immobilienkrise im Sub-Prime-Segment noch aus den Ungleichgewichten z.B. im Handel USA-China noch aus ggf. weiter steigenden Zinsen käme irgend welche Ungemach. Die Rentenmarktakteure haben ihr negatives Konjunktur-Szenario ebenfalls begraben, gehen nicht mehr von kurzfristigen Zinssenkungen durch die Notenbank aus, und haben daraus die richtige Konsequenz gezogen: Wenn die Kurzfristzinsen absehbar nicht sinken, dann ist es dumm niedriger verzinsliche langlaufende Anleihen zu halten. Als völlig rationales Ergebnis haben diese Anleihen massiv verkauft.



Konsequenz: Nach Zinseinnahmen machen Rentenkäufer aktuell Verlust, da die Kursverluste höher sind als die Zinseinnahmen. Die Rohstoffmärkte haben auch auf das Nicht-Abkippen der Konjunktur reagiert. Nach der Euphorie Mitte des zweiten Quartals 2006 kam es bekanntlich zu einem deutlichen Abschwung bis Jahresende 2006. Dieser ist jetzt zu einem guten Teil wieder aufgeholt worden. Sowohl bei Doc Copper - da Kupfer in quasi jeder Elektronik zu finden ist, hat der Kupfer-Preis eine gute Prognosefunktion hinsichtlich der erwarteten wirtschaftlichen Entwicklung - als auch beim Ölpreis findet sich dasselbe Szenario: Hängendes Doppeltop. Die Marktteilnehmer haben den Preis also wieder bis in die Nähe des alten Hochs hochgezogen, dann aber darunter eher verkauft. Es besteht also auf dem jetzt wieder erhöhten Niveau offensichtlich genügend Angebot. Auch hier ein rationales Verhalten.



Und die Aktienmärkte? Hier kam es zu neuen Höchstständen, was wenig intelligent ist. Zum Jahresanfang hieß das Szenario: Die Wirtschaft schwächt sich ab. Wir haben wieder deutlich niedrigere Rohstoffpreise. Die FED wird die Zinsen senken. Damit brechen die Gewinne nicht ein, da ja die Marge wegen der gesunkenen Rohstoffe sich erhöht und damit etwaigen Preisdruck auf Grund nicht mehr so großen Wirtschaftswachstums ausgleicht und, weil die Zinsen fallen, sind Aktien attraktiver im Verhältnis zu Renten. Es ist angemessen Aktien mit einem höheren Kurs-Gewinn-

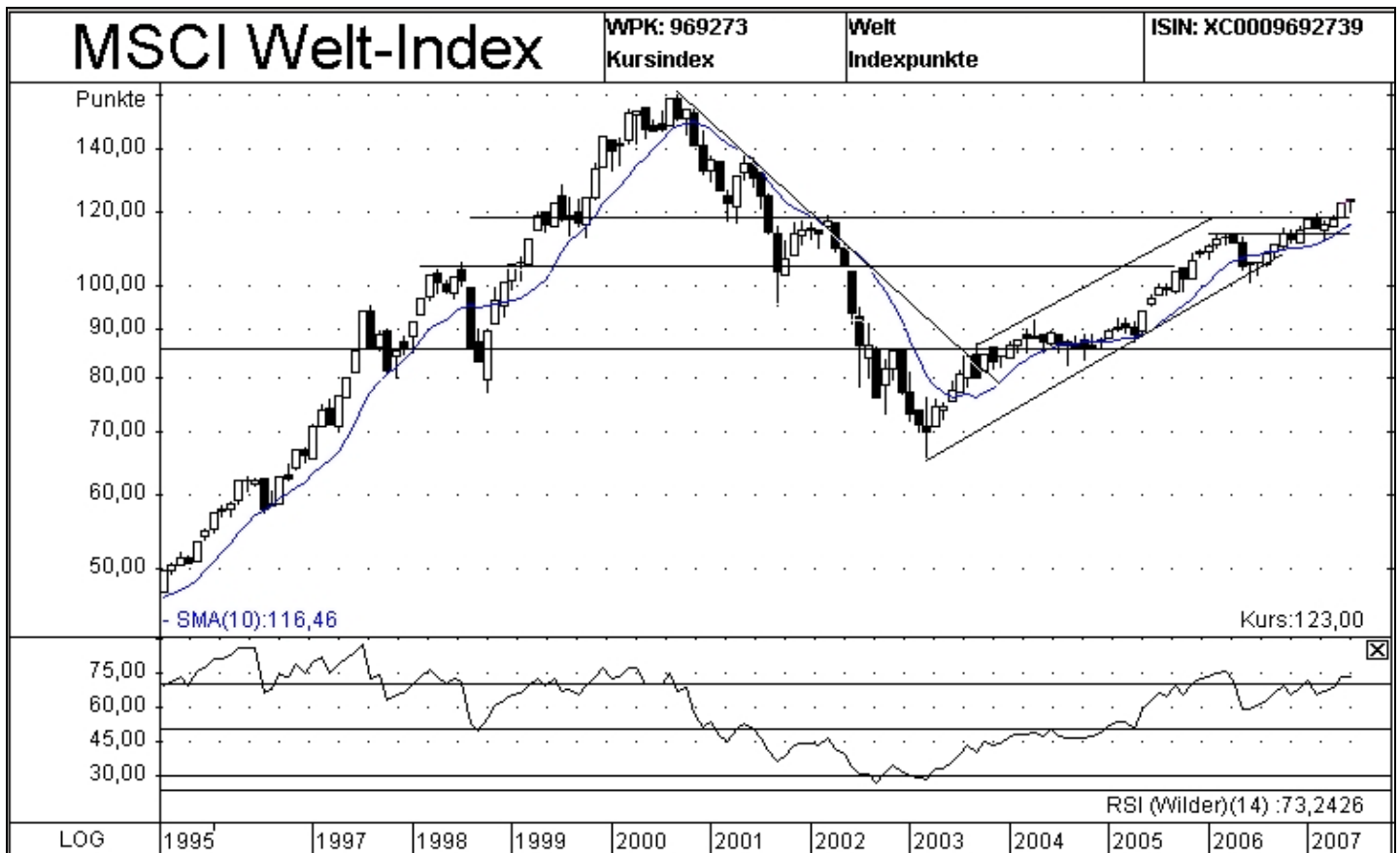
Verhältnis zu bewerten, da man ja auch bei der risikolosen Alternative Rentenanlage weniger Zinsen bekommt. Nun haben wir aber für alle Nicht-Rohstoff-Lieferanten wieder das Preisdruck-Szenario von der Rohstoffseite. Es fließt erst einmal Geld ab aus den westlichen Ländern für z.B. erhöhte Ölpreise nach Nahost. Die Zinsalternative ist attraktiver geworden. Ein deutlich niedrigeres KGV gerechtfertigt. Aktien müssten eigentlich fallen. Statt dessen steigen sie munter weiter. Mutmaßlicher Grund: Mit dem üblichen Herdentrieb verkaufen Börsianer das, was fällt, nämlich Renten, und kaufen das, was steigt, nämlich Aktien.

Das kann jedoch nicht davon ablenken, dass Aktien durch die jüngsten Ereignisse unattraktiver geworden sind. Technisch betrachtet liegen in den Aktienmärkten stabile Aufwärtstrends vor. Aber die hatten wir auch um die Jahreswende 2000 und m.E. viel relevanter im ersten Halbjahr 1987 an Wallstreet. Das damalige Szenario entspricht in vielen Punkten dem heutigen: Gute Konjunktur. Stabiles Wirtschaftswachstum. Permanent steigende Aktienkurse und kollabierende Rentenkurse. Eben ein klassisches Hochkonjunktur-Szenario. Das Ergebnis ist bekannt: Der Crash von 1987 im September Oktober 1987. Damals waren die Rentenzinsen von 8% auf 10% gestiegen und damit um 25%. Aktuell von 4,5% auf 5,3%. Bei 5,6% wären es auch wieder 25%.

Mitte der 80er Jahre galt unter Langfristanlegern eine einfache Regel für eine faire Bewertung von Anlagen in etablierten Aktien/Blue Chips: 10-Jahres-Bond-Zins+1% = SP 500-Zins. Anleger wollten also 1% Zusatzrendite + etwaige Gewinnsteigerungen bei den Aktien dafür erhalten, dass sie statt in sicheren Anleihen ihr Geld in unsicheren Top-Aktien langfristig anlegten. Da unter den 500 S+P 500-Aktien eine ganze Reihe nicht erstklassige Bonität aufweisen - sprich ein mehr oder weniger großes Insolvenz-Risiko aufweisen - und man daher für eine Anleihe dieser Unternehmen einen Zinsaufschlag erhält, was bei 500 Aktien dann eben als Hausnummer zu einem Durchschnitts-Zinsaufschlag von 1% gegenüber sicheren Staatsanleihen führt, ist dieser Industrieanleihen-Zins für einen Anleger erst einmal die erste Vergleichsüberlegung wert: Wenn man statt eines S+P 500-Aktienportfolios ein Portfolio von Industrieanleihen der S+P 500-Unternehmen kauft, dann ist dies wohl nur sinnvoll, wenn man dafür den bezeichneten Zinsaufschlag gegen Staatsanleihen erhält. Vergleicht man nun das Industrieanleihen-Portfolio als Anlage-Alternative mit dem S+P 500-Aktienportfolio, dann stellt sich zusätzlich die Frage, welche Kompensation man verlangt dafür, dass in der Kreditstruktur Aktien hinter Anleihen rangieren, im Falle einer Insolvenz also zunächst die Anleihen bedient werden und erst dann ggf. nichts für die Aktionäre übrig bleibt? Daneben sind natürlich Anleihen-Zinsen relativ sicher, Gewinne und Dividenden nicht. Vernünftigerweise sollte man in einer Hochkonjunktur-Phase davon ausgehen, dass Gewinnsteigerungen eher begrenzt, Gewinnrückgänge eher wahrscheinlich sind und hier wenigstens auf Portfolioebene ein weiteres Prozent Renditeaufschlag fordern.

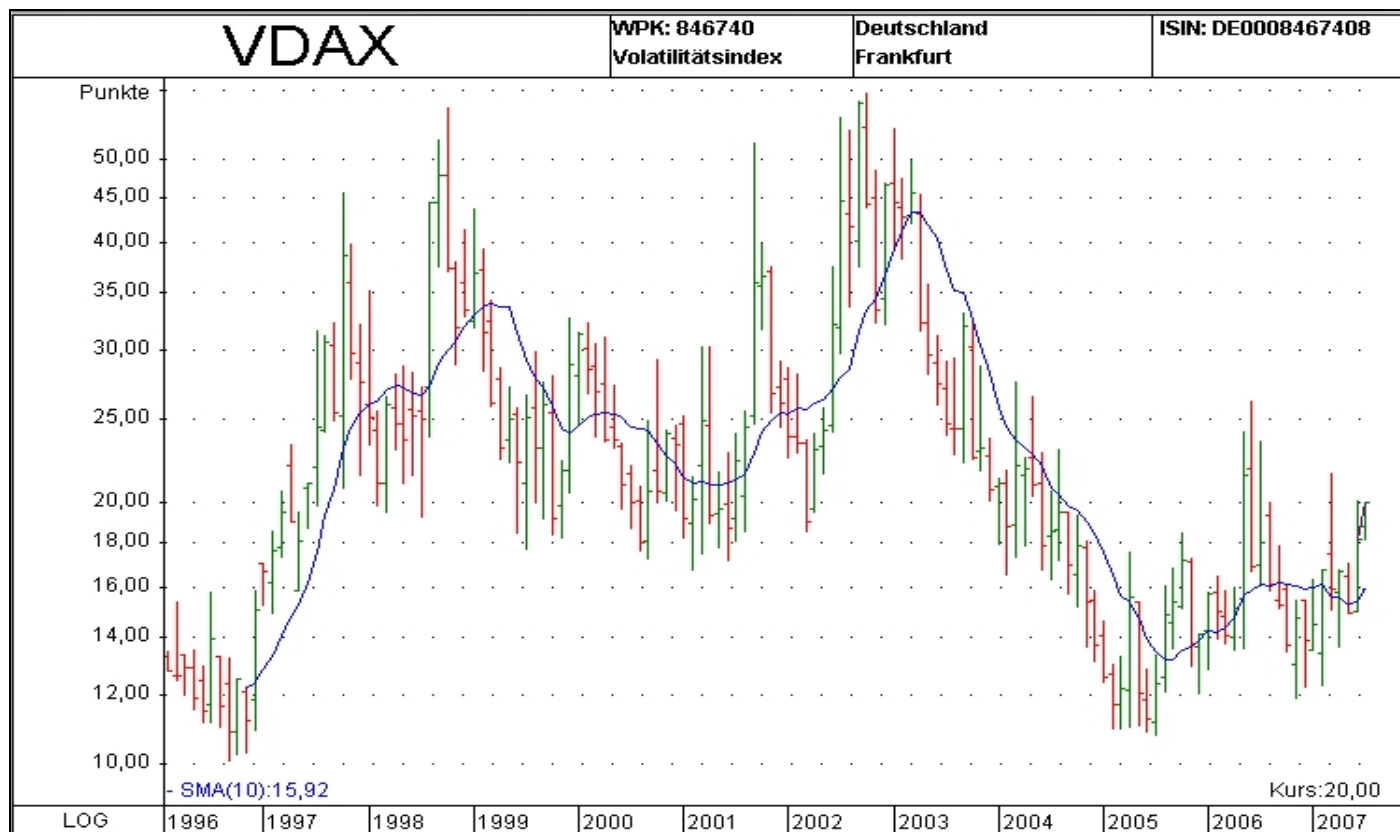
Ausgehend von diesen Überlegungen ist der amerikanische Aktienmarkt auf Basis des S+P 500 wenigstens 15% überbewertet. Das aktuelle KGV von 16-17 ergibt eine Aktienrendite von rund 6%. Notwendig wären 7,3% um zu sagen, dass die Märkte unter Langfrist-Anlagegesichtspunkten einigermaßen akzeptabel bewertet sind. In einem Satz: Amerikanische Aktien sind überteuert. Mit jedem Punkt den der S+P 500 weiter steigt und die Zinsen weiter steigen, werden sie noch überteuert.

Dies alles hindert aktuell die Aktienbörsen nicht daran neue Tops zu erklimmen.



Der MSCI Welt-Index rangiert zwischen dem Top aus 2002 und dem 1999er Top und der DAX greift aktuell das Alltime-High von 2000 an; mit einer klassischen Blow-Off-Bewegung. Der schon steile Anstiegskanal wurde nach oben verlassen.

Beim Auto heißt es, bis das der TÜV uns scheidet. An der Börse wird es wohl wieder heißen: Bis der Crash uns scheidet. Es steigt und steigt und dann knallt es irgend wann. Und angesichts der weiterhin extrem niedrigen Optionsprämien wird es dann richtig teuer für einige Marktteilnehmer und deshalb wahrscheinlich brutaler erfolgen, als die Crashes der letzten 20 Jahre.



## Allokation Black+White-Portfolio

Wir sind Contrarian-Investoren. Ich will etwas kaufen, was billig ist und verkaufen, wenn es überteuert ist. Aktien sind als Ganzes eher überteuert. Also kaufen wir die nicht und vermeiden jede Art auch von Hedge Fund-Investments, wo unsere Manager zu stark long sind. Konkret heißt dies, dass wir, wenn wir wissen, dass dies der Fall ist, deren Long-Positionierung durch eine entgegengesetzte Optionsposition absichern. Dies hat in den letzten Monaten naturgemäß den Gewinn aus einigen unserer Hedge Fund-Investments gedämpft. Aber wir nehmen dadurch immer noch mit einem guten Prozentsatz an Aufwärtsbewegungen teil, haben aber kein Aktien-Crash-Risiko, bzw. würden sogar bei fallenden Märkten gewinnen. Das Ergebnis ist, wie schon in der Vormonats-Berichten beschrieben, ein Allwetter-Portfolio mit einer Zielrendite von 15%+X p.a. unabhängig von den Märkten.

Entsprechend können wir aktuell den 12. Monat in Folge ohne jeden Wertrückgang feiern und auch auf 24-Monats-Basis gab es nur zwei Minus-Monate, womit in der Kurzfrist-Betrachtung die Quote positiver Monate bei 100% bzw. 92% liegt.

Wir erreichen dies, indem wir die 30% unseres Portfolios, die eher positiv mit den Aktienmärkten korreliert sind, mit Optionspositionen abgesichert haben, die im Falle steigender Kurse Geld kosten, aber bei einem Crash nicht nur eine Kompensation der Verluste in jenen 30% unserer Fonds, sondern sogar einen Zusatzgewinn erbringen werden. Die restlichen 70% unserer Fonds sind marktunabhängig und werden daher von etwaigen Rückgängen der Aktienmärkte nicht betroffen, da sie entweder kurzfristige Contrarian-Ansätze handeln, oder selbst bereits mit Optionsstrukturen wie wir auf Portfolioebene arbeiten, oder unkorrelierte oder mit den Aktienbörsen sogar negativ korrelierte Strategien einsetzen und Märkte bearbeiten.

Wir erzielen aktuell gute Ergebnisse aus unseren Mid Cap Europe Long/Short-Funds sowie aus unseren Global Opportunity Funds, die Spezialsituationen in den Emerging Marktes handeln. Daneben tragen unsere PIPEs mit schönen konstanten Monatsrenditen zu den stabilen Portfolio-Ergebnissen bei. Insbesondere können wir hier exzellente Ergebnisse aus unseren Micro Cap-PIPEs berichten. Bei diesen Zielfonds werden private Wandelanleihen von oft nur 1-2 Mio USD bei innovativen Unternehmen und insbesondere auch in China in den Umwelt-relevanten Branchen, wie Wasseraufbereitung und Kohle-Entschwefelung gezeichnet. Zusätzlich zu den Wandelmöglichkeiten in Aktien sind bei derartigen PIPE-Investments oft Aktienoptionen in erheblichem Umfang Teil der Entlohnung, die deutlich niedrigere Bewertungen aufweisen, als solche Optionen sonst erbringen würden. Ergebnis: Schon mit dem Eingehen der Position kann ein Anfangs-Gewinn realisiert werden, aus dem günstigen Options-Einkauf. Dieser ermöglicht es nun das Portfolio dieser MicroCap-Investments durch Kauf geeigneter Gesamtmarkt-Optionen gegen Kursrückgänge abzusichern. Ergebnis: Steigen die Kurse, dann gewinnen die Wandelanleihen und zusätzlich massiv die als Zusatzkompensation erhaltenen Aktienoptionen. Fallen die Kurse, verdient die Index-Optionskomponente mehr, als die Wandelanleihen und die schon sehr billigen Zusatzoptionen verlieren, gerade weil die Optionen schon sehr billig waren.

Als Ergebnis haben wir das 12. Alltime-High in Folge mit einem Monats-Endstand von 17220,20 erreichen können und peilen für Juni den 13. Höchststand in Folge an. Die aktuelle Jahresrendite liegt an unserer Zielmarke von 15%, steigt und bewegt sich wieder in Richtung unserer Langfrist-Rendite von rund 18% p.a. im Schnitt der letzten 10 Jahre. Und dies alles bei hoher Kapitalabsicherung.

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

Etwas weniger Trend, etwas mehr Reaktionen und Vola+Value produziert wieder. Im Mai mit einem Monatsergebnis von + 1,4% auf 13524,05 Punkte. In einem starken Trend ist es nicht einfach Aktien zu finden, die seitwärts laufen. Allerdings gibt es sie. Im Technologie-Bereich. Bei Gold-Aktien. In einer Reihe von Spezialsituationen. Dort ist Vola+Value stark aktiv. Aber auch bei einigen Konsum-Finanz- und Rohstoff-Werten lassen sich interessante Seitwärts-Szenarios feststellen. Diese konnte Vola+Value profitabel nutzen. Das Ergebnis ist ein schöner Monatsgewinn. Per Mitte Juni wurden bereits weitere mehr als 1% verdient, so dass wir auch hier auf weitere Allzeithöchststände zugehen.

Daneben haben wir natürlich weiterhin das große Lotterie-Los auf fallende Kurse im Portfolio. Es ist angesichts der niedrigen Volatilitäten auf Indexbasis einfach zu attraktiv hier eine Indexposition auf fallende Kurse auch im Bestand zu haben. Irgend wann wird es passieren. Und dann wollen wir massiv mitverdienen. Bis dahin versucht Vola+Value durch Arbitrage zwischen der Einzelaktien-Volatilität und der niedrigen Gesamtmarkt-Volatilität Gewinne von 1-2%/Monat zu erwirtschaften. Vola+Value ist damit wohl der einzige Put, der bei steigenden Märkten auch noch gewinnt.

16.05.2007 Straush