

## Manager-Report Mai 2010 und Ausblick Juni 2010: Zeit für Alternatives

In einem starken längeren Aufwärtstrend kann sich jeder als Gewinner fühlen, so er nur investiert ist. Wer etwas von Finanzanlagen versteht, zeigt sich erst wenn die Kurse fallen oder um es mit Warren Buffet zu sagen: Wer keine Badehose anhat, das sieht man erst, wenn die Flut zurückgeht. Die Periode Mai/Juni 2010 war eine Periode in der sich die Spreu vom Weizen trennte, (alternative) Vermögensverwalter zeigen konnten, ob sie ihren Job verstehen.

Markt	Mai 2010	% Mai 2010	Juni 2010	% Juni 2010	letzte 12 Monate
<b>Black + White</b>	17732,85	- 1,66%	18137,60	+2,28%	+17,56 %
<b>Vola + Value</b>	13637,94	+0,07%	13743,34	+0,77%	+14,03 %

Alle unsere Programme durchliefen diese kritische Phase mit Bravour. Das Gesamtergebnis über beide Monate liegt für alle Programme im plus und sie erzielen auch alle aktuell neue Allzeithöchststände.

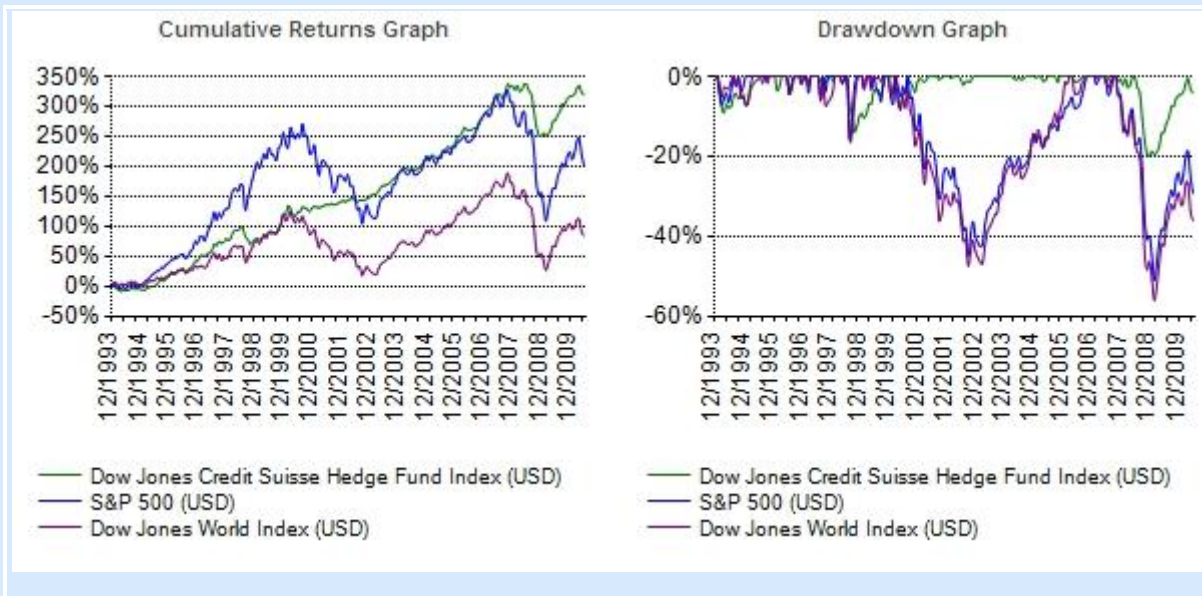
**Black + White** war dabei aufgrund der höheren Direktionalität, des Setzens auf Marktrichtungen, von größeren Schwankungen gekennzeichnet. **Vola + Value** mit dem größeren Optionseinsatz konnte sogar jeden Monat ein plus ausweisen. Im bisherigen Jahresverlauf ergibt sich damit folgendes Bild:

Index	Endstand Dezember 2009	Endstand 6. Juli 2010	% Änderung
Deutsche Aktien DAX	5957,43	5940,98	-0,28%
<b>Schweizer Aktien SMI</b>	<b>6545,90</b>	<b>6036,10</b>	<b>-7,79%</b>
Österreichische Aktien ATX	2495,56	2248,71	-9,90%

EuroSTOXX 50 Index	2771	2578,69	-6,95%
US-Aktien SP 500	1115,10	1028,06	-7,81%
China Internationale Werte Shenzhen B	617,83	571,88	-7,44%
Japan NIKKEI 225	10546,44	9338,04	-11,46%
Energie-Werte Vanguard Energy ETF (VDE; ex Div)	82,18	72,91	-11,28%
Pipelines Alerian MLP Index	285,39	307,94	+7,9%
Immobilien Vanguard REIT ETF (VNQ)	44,41	44,43	+0,05%
<b>GAMAG Black + White</b>	<b>16961,51</b>	<b>18300 (ind.)</b>	<b>+7,89%</b>
<b>GAMAG Vola + Value</b>	<b>12870,78</b>	<b>14000 (ind.)</b>	<b>+8,77%</b>

Mit Aktien ließ sich damit im ersten Halbjahr wieder einmal nichts verdienen, während **unsere Strategien mit einer Rendite von 15-20% p.a. nach allen Kosten ruhig weiter performen**. Die sehr hohe Konstanz von 17 Monaten mit positiven Ergebnissen während der letzten von 18 Monate bei **Black + White** wird dabei nur noch von **Vola + Value** mit 18 von 18 Monaten übertroffen. Wir verdienen weiterhin pro Monat oft das, was an "sicheren" Zinsen von Banken auf ein Jahr geboten wird.

Wir blicken somit auf ein sehr erfolgreiches erstes Halbjahr zurück sowohl absolut als auch relativ, sowohl was alternative Investment-Strategien generell betrifft als auch für unsere Strategien im Besonderen.



Mit alternativen Strategien haben Anleger inzwischen die Vermögensstände vor dem Lehman-Konkurs wieder erreicht. Wichtiger ist aber vielleicht die Erkenntnis, dass davor nur ein Bruchteil der Verluste bei Aktien überhaupt entstanden waren. GAMAG-Anleger erzielen aktuell sogar schon wieder neue Allzeithöchststände. Der Kursrückgang seit dem letzten Allzeithoch beträgt bei Aktien dagegen immer noch 30%.

Aktien müssen also im Mittel noch 50% steigen um die Werte von Anfang 2008 zu erreichen. Es hat sich also für Anleger massiv gelohnt in den letzten 3 Jahren - und einen solchen Horizont sollten Anleger im Rahmen der Vermögensanlage mindestens ihren Anlageentscheidungen zugrunde legen - in Alternatives investiert zu sein. Seit März 2009 wurden rund 25% verdient und gängige Vergleichsgrößen locker geschlagen. Dies widerlegt natürlich auch das Märchen Hedge Funds und Alternatives seien riskant. Die Wahrheit ist offensichtlich: Ein gestreutes Investment in Hedge Funds war nicht nur um Größenordnungen rentierlicher, sondern hatte auch nur ein Drittel des Risikos einer breit gestreuten Aktienanlage. Für unsere Zertifikate gilt: Das Risiko war noch deutlich geringer und die Rendite höher, als bei gängigen Indizes. Während CSFB-Tremont für 2010 für das laufende Jahr eine schwarze 0 ausweist, liegt Black + White rund 8% vorn und Vola + Value noch besser bei rund 9%.

Dieses aktuell exzellente Handelsumfeld für unsere Strategien bleibt dabei unseres Erachtens nach auch weiter bestehen und dies trotz oder gerade wegen unserer negativen Einschätzung der gesamtwirtschaftlichen Lage in den westlichen Staaten, die wir in den letzten Reports ausreichend dargelegt haben.

Für Aktienanleger mag solch eine positive Bewertung von Handelschancen bei verhangener Wirtschaftseinschätzung ein Widerspruch sein. Aber wir sind keine Aktienanleger. Wir nutzen Aktien und andere Finanzierungstitel. Aber unsere Grundstrategie ist nicht Aktien einfach zu halten, sondern in einer Vielzahl von Strategien im Rahmen unseres Multi-Strategie-Ansatzes zu verarbeiten und dabei nur die Chancen wahrzunehmen, die besonders lukrativ sind und die potentiell negativen Einflüsse, die wir als Risiken erkennen, auszuschließen. Wir können in jedem Szenario Geld verdienen, nicht nur, wenn die Aktien in Deutschland oder Europa steigen.

- weil wir unser Geld außerhalb Europas verdienen und/oder in Titeln, die keinen marktverzerrenden regulatorischen Eingriffen

unterliegen. Europa hat massive Probleme. Die USA haben massive Probleme. Lateinamerika und Fernost verfügen über wesentlich gesündere Grundstrukturen.

- weil wir unser Geld mit harten Assets verdienen, die, je größer die finanziellen Verwerfungen werden, letztlich nur gewinnen können. Wir setzen nicht auf den Gesamtmarkt sondern arbeiten mit einzelnen Finanztiteln.
- weil die aktuell immer stärkeren regulatorischen Eingriffe in den westlichen Staaten die Systeme ineffizienter machen, immer absurdere Preise die Folge sind und man dann an der Normalisierung mehr verdienen kann als je zuvor. Als professionelle Marktteilnehmer brauchen wir ein gewisses Maß an Schwankungen. Regulierung ist Gleichschaltung, führt dazu, dass alle regulierten Marktteilnehmer zum gleichen Zeitpunkt dasselbe machen müssen, weil es die Regulierung so vorgibt, so idiotisch und wirtschaftlich unvernünftig solches Handeln auch sein mag. Die aberwitzigen Schwankungen an den westlichen Börsen in den letzten 15 Jahren, die mitnichten etwas mit der doch recht langweiligen, unspektakulären Wirtschaftsentwicklung dort zu tun hatten, sind nur ein Vorbote dessen, was uns zukünftig erwartet.
- weil die staatlichen Eingriffe dazu führen, dass viele Aktivitäten, die durchgeführt werden müssten, um wirtschaftlich korrekte Preise zu erzeugen, nicht oder nur unter mehr Aufwand durchführbar sind und sich dann häufig für Wettbewerber nicht mehr rechnen. Wir haben schon in den letzten Jahren viel weniger Wettbewerbsdruck erfahren als noch 2006 und rechnen damit, es immer mehr mit Situationen zu tun haben, wo wir keine Wettbewerber mehr finden oder wo diese breitere Preisspannen stellen (einfach um die höheren Kosten wieder einzufahren) als wir. Die aktuelle Reglementierung gegen die Banken wird dazu führen, dass diese konservativer agieren. Folge: Wir kommen öfter und mit besseren Preisen und zu geringeren Risiken als früher zum Zuge. Gesamtwirtschaftlich ist das schlecht, denn dann werden weniger Projekte durchgeführt. Individuell nutzt uns das.
- weil wir über die komplette Palette der Handelsmöglichkeiten einer Großbank verfügen und über das notwendige eigene originäre Research, allerdings ohne den Ballast, den solche Großorganisationen mit sich bringen, tragen zu müssen.

Ergebnis: Wir als kleine, flexible, Know-How-getriebene Spezialisten können uns weltweit dort positionieren, wo gerade gutes Geld verdient wird.

Das ist nur leider fast nie mehr in Europa und schon gar nicht, wenn man 10% p.a. und mehr sehen will. Aber auch im letzten Jahrzehnt wurden große Vermögen gemacht. Nur nicht von der Masse der Deutschen, die zu 80% ihr Geld ausschließlich im eigenen Land anlegen wollen.

Wenn man die ganz große Linie dessen, was auf der Welt aktuell passiert verstehen und davon profitieren will, reicht ein Blick auf die Forbes-Weltrangliste der 5 reichsten Männer der Welt für 2000 und 2009 und die Verschiebung auf der Welt zu begreifen.

### Forbes-Liste März 2000

Name	Netto-Vermögen in USD	Nationalität
William Gates III (Microsoft-Gründer)	60	USA

<u>Ellison, Lawrence Joseph</u> (Gründer des Datenbank-Konzerns Oracle)	47	USA
<u>Allen, Paul Gardner</u> (Ex-Partner von Bill Gates bei Microsoft)	28	USA
<u>Buffett, Warren Edward</u> (Value Investor)	25.6	USA
<u>Albrecht, Theo &amp; Karl und Familie</u> (ALDI-Supermärkte)	20	Deutschland

### März-2010-Vergleich

Name	Netto-Vermögen in USD	Nationalität
<u>Carlos Slim Helu &amp; Familie</u> (Multi-Tycoon; Telekom, Versicherungen)	53.5	Mexiko
<u>William Gates III</u> (Microsoft-Gründer)	53.0	USA
<u>Warren Buffett</u> (Value Investor)	47.0	USA
<u>Mukesh Ambani</u> (Petrochemie)	29.0	Indien
<u>Lakshmi Mittal</u> (Stahlmagnat)	28.7	Indien

2000 dominierte der Westen. 2010 kommen 3 der fünf reichsten Menschen aus den Schwellenländern.

VW verdient inzwischen kaum mehr Geld in Deutschland, aber das China-Geschäft brummt. China ist inzwischen zum weltgrößten Automarkt geworden und die Wachstumsraten dort sind weiter atemberaubend. Der aktuelle 10-Jahres-Plan sieht 20000km neuer Eisenbahnlinien vor.

Wir sind bei einem der beiden Unternehmen investiert, die diese bauen.

Beteiligungen bei produktiven Unternehmen in den aufholenden Ländern in Latein-Amerika und Fernost

Beteiligungen an westlichen Unternehmen mit starken Standbeinen, Schlüsseltechnologien in Schwellenländern

der komplette Rohstoffsektor inklusive Agrar und Wasser

das sind die Themen, die von diesem Mega-Trend, Aufholjagd der Wachstumsländer, profitieren.

Deutsche (auch schweizer und österreichische) Tugenden wie Präzision, Disziplin und Teamwork kombiniert mit der Leistungsbereitschaft der jungen Bevölkerungen in den aufstrebenden Ländern sind das Erfolgsrezept. Die deutsche Fußball-Nationalmannschaft mit 11 von 23 Mitgliedern des Kaders mit Migrationshintergrund ist hier ein eindeutiges und erfolgreiches Beispiel wie man erfolgreich sein kann.

Das schizophrene am gemeinen Deutschen ist nur, dass er zum einen diese fußballerischen Erfolge umjubelt, zum anderen aber bei wirtschaftlichen Diskussion gerade im Fernsehen, immer wieder die Frage thematisiert, ob man denn eigentlich nicht nur mit deutschen Spielern auflaufen müsste, es doch eigentlich sozial unausgewogen sei, dass ein Herr Klose dauernd die Tore schießt und man dem doch die Tore wegsteuern, anderen zuerkennen müsse. Am besten denen, die auf Kreisliga-Niveau spielen und wie in der Oberliga bezahlt werden und denen, die gar nicht spielen noch mehr. Dies trotz der Tatsache, dass es in anderen Ländern Spieler gibt, die auf Oberliga-Niveau spielen, aber auf Kreisliga-Niveau bezahlt werden. Natürlich kann man jeden deutschen Stürmer dazu verdonnern sich ein paar Eimer an die Beine zu schnallen und wenn er über den Platz läuft kühle Getränke für die faulen Mochtegern-Spieler zu transportieren, die pöbelnd hinter der eigenen Torauslinie abhängen. Nur wird er dann keine Tore mehr schießen, die Mannschaft wird gesichert nicht Weltmeister, und irgendwann, eher früher als später, wird er das Team wechseln.

Solange die westlichen Gesellschafts-"Mannschaften" sich mit solchem Gedankenmüll beschäftigen anstatt mit der offensichtlichen Antwort, dass dann eben diese Kreisliga-Spieler ein paar Trainingseinheiten extra brauchen, ggf. auch als Strafrunden verordnet und sich ab jetzt ihr Bierchen selber holen, werden diese im Wettbewerb absteigen.

Wir als Investoren müssen auf die Sieger-Teams setzen, die Mannschaften, die sich nicht selbst zerfleischen, die sich nicht gegenseitig ein Bein stellen. Und die Mannschaften, die dort spielen, wo das meiste Potential ist. Singapur ist in diesem Jahr mit 26% p.a. gewachsen. China bremst von über 12% p.a. gerade ein wenig. Von diesen gigantischen Zuwachsraten kann sich jeder, der möchte, etwas abschneiden. Wir wollen hier weiter mit dabei sein und mit unseren alternativen Investment-Strategien können wir uns sowohl gegen Verluste absichern als auch Zusatzgewinne erzielen. Genauso wie wir das schon an den westlichen Märkten getan haben.

## Allokation Black + White

Diese Grundtendenz unserer Portfolios ist nicht neu. Ich möchte aber einmal die Möglichkeit nutzen, zu zeigen wie Research und Optionsstrategien zusammen arbeiten.

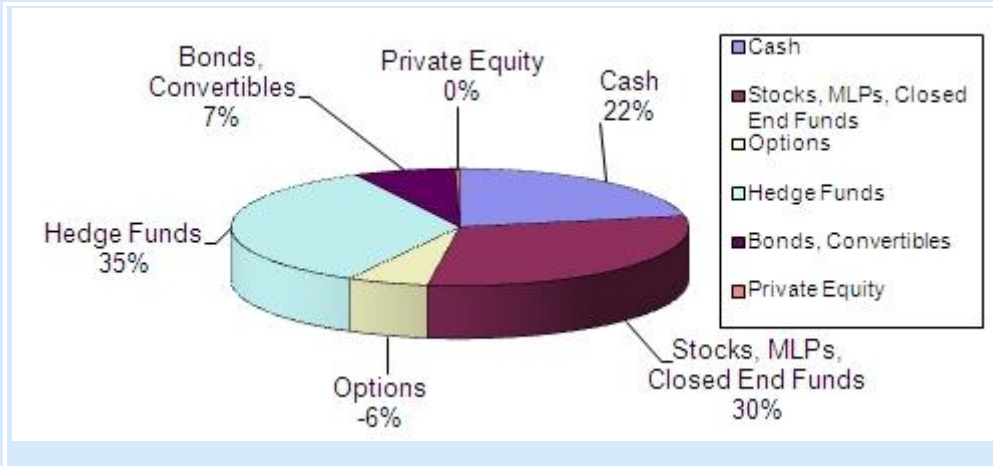
**Event Driven-Investment:** India Equity Investment LLC (Börsenkürzel: INE); Börse Sydney. Closed End Fund über indische Aktien. Thema: Massives Disagio (Aktienkurs liegt massiv unter Zerschlagungswert) heben. Die Story:



Seit der Emission Anfang 2007 bis Anfang 2008 notierten die Anteile nahe am Wert des Fonds. Auf dem Höhepunkt der Finanzkrise, im Frühjahr 2009 kam es dann zu der absurden Situation, dass der Nettovermögenswert bei A-\$ 0,7 lag, der Börsenkurs aber unter 50% dieses Wertes um die A-\$ 0,30 herum. Wir kauften dann zu Kursen von A-\$ 0,43 bis 0,50 Anteile im ersten und zweiten Quartal auf, nachdem wir festgestellt hatten, dass nicht nur die massive Unterbewertung existierte, sondern auch mehrere große Hedgies Positionen in Höhe von über 20% des Fondskapitals aufgebaut hatten. Es war klar, dass hier sich das offensichtlichste in so einer Situation abzeichnete, die Abwicklung des Fonds. Diese ist mit Gesellschaftsbeschlüssen vom 7.7.2010 nun auch "amtlich". INE wird abgewickelt. Bis Ende August werden wir Eingang in Höhe von 90% des Nettovermögens erhalten, den Rest nach der Totalabwicklung. Entsprechend ist der Kurs schon auf A-\$ 0,64 vor der Abstimmung gestiegen. Die Gesellschaft gibt den Nettoinventarwert mit A-\$ 0,75 per Ende Juni an. Selbst wenn der gesamte Abwicklungserlös nur A-\$ 0,70 (nach Kosten) betragen würde, würden wir immer noch 50% auf unser eingesetztes Kapital innerhalb weniger Monate erzielen. Sind die Kosten geringer und kann etwa der Börsenmantel noch verkauft werden, kann sich ein noch höherer Ertrag ergeben.

Dieser Trade verdeutlicht viele der Entwicklungen, die ich oben beschrieben habe:

- 1) Geld verdienen in Indien und Australien ist lukrativer als in Europa.
- 2) Es gibt immer noch völlig absurde Fehlbewertungen, die im Wege von Long/Short-Transaktionen genutzt werden können.
- 3) Grund dafür ist der regulatorische Wahnsinn: INE ist ein kleiner Fonds. Rund 110 Mio Anteile ergeben so um die A-\$ 70 Mio Gesamtwert. Hier hätte sich eigentlich eine kleinere Bank als Market Maker betätigen und etwas daran verdienen können, dass es nicht zu so absurden Unterbewertungen kommt. Früher wäre dergleichen auch passiert. 10 oder 20 Mio sind heute für eine größere Bank schon nicht mehr attraktiv von der Kostenseite her und so fand hier eben dann keine faire Bewertung statt.



Als Ergebnis der Verfallstermine Mai-Juli 2010 wurden uns unten Aktien angeliefert, gleichzeitig liefen eine Vielzahl von Optionen aus. Wir wollen gerade mit Blick auf einen möglicherweise heißen Herbst nicht zu viele Optionen verkauft haben und haben daher mehr gekauft und weniger leerverkauft. In einigen Convertibles wurden Rückkäufe getätigt.

Durch den Rückgang der ausstehenden Optionen ist das Portfolio risikoärmer geworden. Wir erwarten stabile Erträge auch in den nächsten Monaten.

## Allokation Vola + Value

**Options-Vola-Arbitrage-Trade EROC:** Eagle Rock Energy Partners ist eine Partnership, ein Zusammenschluss von Investoren etwa vergleichbar einer KGAA, bei der Units/Aktien ausgegeben und an der Börse gehandelt werden. Hauptgeschäft ist der Betrieb von Pipelines und Gasaufbereitungsfazilitäten in und um Texas herum. EROC hat gerade eine Kapitalerhöhung abgeschlossen, bei der es zu massiven Fehlbewertungen/Misspricings kam. Möglicher Grund: Die Bezugsrechte waren nicht von der ganz einfachen Art, sondern Doppelbezugsrechte. Bei Ausübung des Bezugsrechts bekam ein Anleger nicht nur gegen Zuzahlung von USD 2,50 eine neue Unit, sondern auch noch einen 2 Jahre laufenden Optionsschein, der wiederum berechtigte noch eine weitere Unit zu USD 6,- zu kaufen. Bei der Beurteilung des Wertes des Bezugsrechtes musste man dessen Preis also aufteilen auf den Wert des Optionsscheines und das Recht neue Units billiger als am Markt kaufen zu können.





Im Zuge der Marktkorrektur im Mai waren EROC von in der Spitze \$ 7,25 auf rund \$ 6,25 gefallen. Ende Mai erfolgte dann der Bezugsrechtsabschlag, der den Preis sofort auf unter \$ 5,- und dann auch noch unter \$ 4,70 zusammenbrechen ließ. Diese starken Schwankungen führten zu massivem Absicherungs-Interesse speziell bei Put-Optionen Basis \$ 5,-. Diese notierten bei \$ 0,85 bis \$ 1,- je nach Laufzeit. Gleichzeitig kamen die Bezugsrechte deutlich unter Druck und fielen bis auf \$ 2,80. Die Bezugsrechte konnte man wie beschrieben in zwei Teile aufteilen,. Bei einem Unitpreis von \$ 4,75 waren dies \$ 2,25 als üblicher Bezugsrechtswert ( $\$ 4,75 - \$ 2,50$  Bezugspreis). Der Rest, die Differenz von \$ 2,80 Bezugsrechtspreis - zu \$ 2,25 Vorteil aus dem Bezug über das Bezugsrecht, war dann der Preis für den Optionsschein.

Mit Preisen von \$ 0,55 für eine Option, die berechnete Units 2 Jahre lang zu \$ 6,- kaufen zu dürfen, war dieser gegenüber den Optionen, wo man \$ 0,85 - \$ 1,- dafür zahlen mußte die Unit 3-6 Monate zu \$ 5,- verkaufen zu dürfen bei einem Unit-Preis von \$ 5,25 viel zu billig. Die Strategie war zwingend: Verkauf der Put-Optionen. Short-Position in Units und Kauf der Optionsscheine. Verkauft man etwa einen Oktober-Put zu 0,85, geht eine Unit short zu \$ 5,25 und kauft gleichzeitig einen Optionsschein, so ergeben sich für zukünftige Unit-Preise folgende Ergebnisse:

Unit-Preis im Oktober	Wert des Oktober-Put	Rückkauf der Units	Preis des Optionsscheins	Gesamtgewinn
3	\$ 2,- Verlust: \$ 1,15	Gewinn: \$2,25	\$ 0,40 = Verlust \$ 0,15	\$ 1,25

5	\$ 0,- Gewinn: \$ 0,85	Gewinn: \$0,25	\$ 0,80 = Gewinn \$ 0,25	\$ 1,35
7	\$ 0,- Gewinn: \$ 0,85	Verlust: \$1,75	\$ 1,50 = Gewinn \$ 0,95	\$ 0,05

Egal, was passiert: Es ergibt sich immer ein Gewinn. Beim hier gewählten Beispiel 1:1:1 ist der Ergebnis im extrem positiven Szenario nicht ganz so berauschend, weswegen wir eine Aufteilung vorgenommen haben, bei der weniger Aktien geshortet wurden und mehr Puts relativ verkauft. Klar ist aber wohl, dass hier unabhängig vom Markt bezogen auf einen Kapitaleinsatz von rund \$5,- ein Gewinn von rund 25% entsteht (1,25/5), also eine sichere Jahresrendite von 100%. Nun ist es uns nicht immer möglich derartige Gewinne festzuschreiben. Dies war zugegeben ein besonders lukrativer Fall, zeigt aber, was möglich ist und macht verständlicher, wie wir arbeiten: Es geht nicht darum irgendwie mit großem Fremdkapital wild in der Gegend herumzuzocken, sondern derartige Fehlbewertungen zu analysieren, dann eine entsprechende Position aufzusetzen und dann die Gewinne laufen zu lassen. Dies werden entstehen auch und sogar höher in einem Crash.

Früher wären auch hier kleinere Banken eingestiegen und solch hohe Gewinne wären nicht möglich gewesen. Dank Finanzkrise und Regulierung können wir jetzt solche Chancen nutzen. Insofern sehen wir für Vola + Value weiter exzellente Gewinnchancen.

14. Juli 2010 Straush	
	(C) 2010 German Asset Managers Group. All rights reserved.