

Manager Report März 2007: Korrektur und zweiter Anlauf gegen die Tops ?

Nach sieben Monaten unisono steigender Kurse, kam es Ende Februar/Anfang März endlich zur absolut notwendigen Korrektur. Allerdings zunächst nur als Mini-Korrektur mit nachfolgendem neuen Anlauf auf die bisherigen Höchststände.

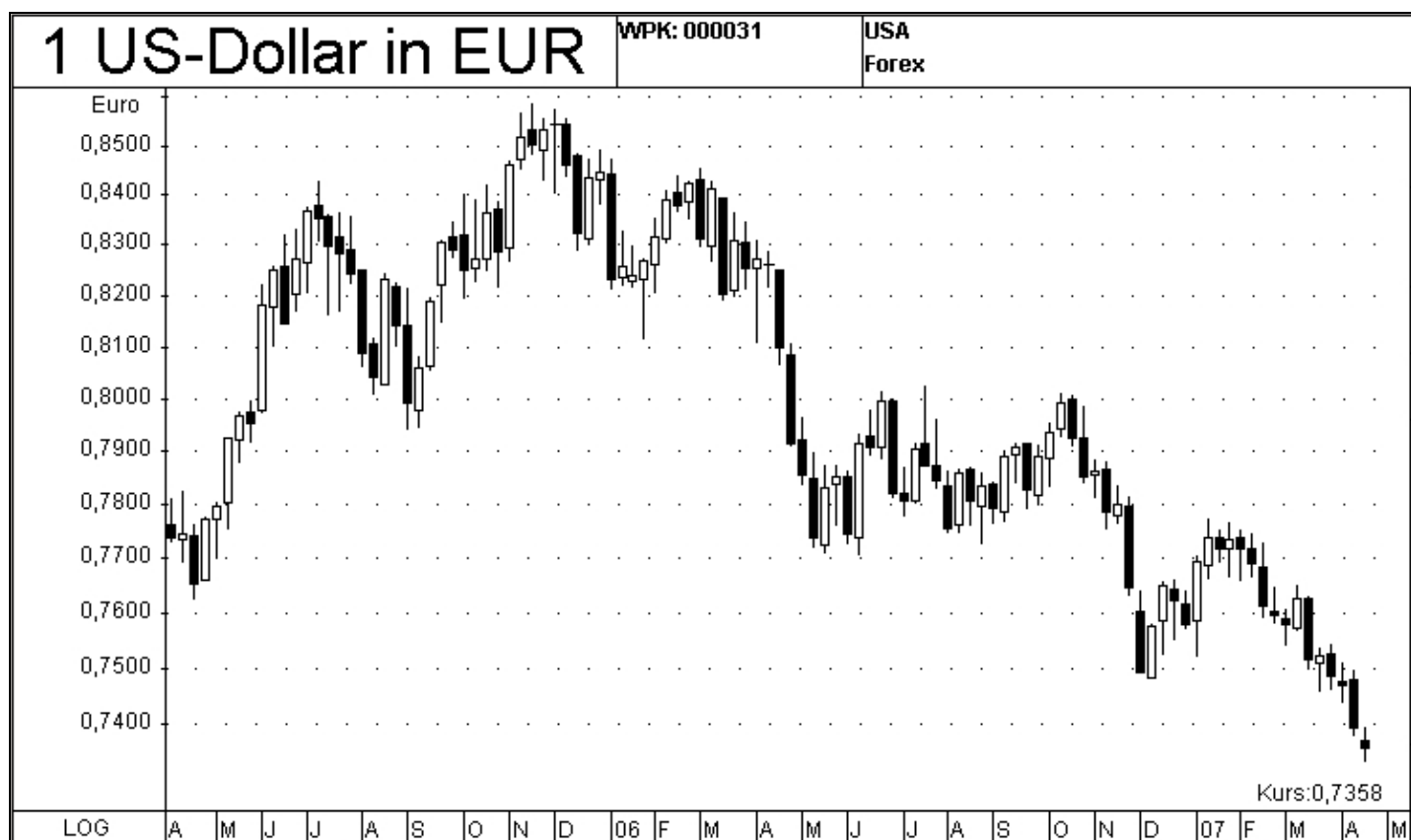
Über die Auslöser hatte ich schon im März genug gesagt: Der Carry-Trade. Die spekulativ heiß laufenden Börsen in China. Die Immobilienkredite im Sub-Prime-Sektor in den USA. Alles kam zusammen, und dann wurde erst einmal verkauft. Die ganz fickrigen Hände wurden so aus dem Markt entfernt. Danach stiegen die Märkte wieder. Ende gut, alles gut? Mitnichten. Keines der Probleme, die die aktuelle Großwetterlage ausmachen, wurde gelöst. Eher wurden sie noch verschärft.

Im Gegensatz zu dem, was auf den ersten Blick offensichtlich erscheint - nämlich das die Börsen doch in den letzten Monaten gut gestiegen sind - sieht die Realität in Zahlen anders aus. Betrachtet man den aktuellen Wert (per 20.4.2007) des MSCI Welt, der die Wertsteigerungen des Weltaktienkapitals in Dollar gemessen berechnet, dann gilt:



Der heutige Wert von 117,80 ist fast identisch mit dem Wert von Ende Januar 2007 (117,90). Ganz präzise bleibt sogar ein winziges Minus vor Kosten wie Depotgebühren und sonstigen Bankspesen, die in den Index nicht eingerechnet werden. Gegenüber dem 31.3.2006, das heißt dem Niveau vor einem Jahr (112,70), bleibt ein Mini-Plus von 4,5%. Der Hauptgrund für diese Entwicklung: Es gab

zwar an vielen Märkten Kursgewinne. Aber fast alle relevanten Währungen verloren massiv gegen Euro.



Im japanischen Yen sind seit 2005 rund 20% Währungsverlust aufgelaufen. Aus einem breit gefächerten Investment in japanischen Aktien gemessen in Yen (NIKKEI-Stand am 31.3.2006

17059,66 am 31.3.2007 17287,65) war eine schwarze Null zu realisieren, die in Euro umgerechnet (31.3.2006 0,7008 31.3.2007 0,6362) allerdings zu einem 10%-Verlust wurde. Der NIKKEI-Chart verläuft dabei ziemlich ähnlich wie der NASDAQ 100. Dieser Index der amerikanischen Technologie-Werte sieht ebenso auf den ersten Blick ebenfalls gar nicht so schlecht aus.



Die Erholung der US-Börsen seit Jahresanfang war allerdings auch hier keine für den europäischen Anleger. 3% Verlust des Dollar gegen Euro sorgten dafür, dass aus 3% Aktienindexanstieg ein Nullergebnis wurde. Betrachtet man längerfristig parallel zum Indexanstieg von 1703,66 (31.3.2006) auf 1772,36 (31.3.2007) wieder die Währungsseite (USD 0,8253 31.3.2006 0,7486 31.3.2007), dann werden aus 4% Indexgewinn 5,7 % kumulierter Verlust.

Endergebnis: Durch breit gestreute Aktien-Investitionen in die größte und zweitgrößte Wirtschaft auf diesem Planeten wurde in den letzten 12 Monaten für einen Euro-Anleger per saldo Geld verloren.

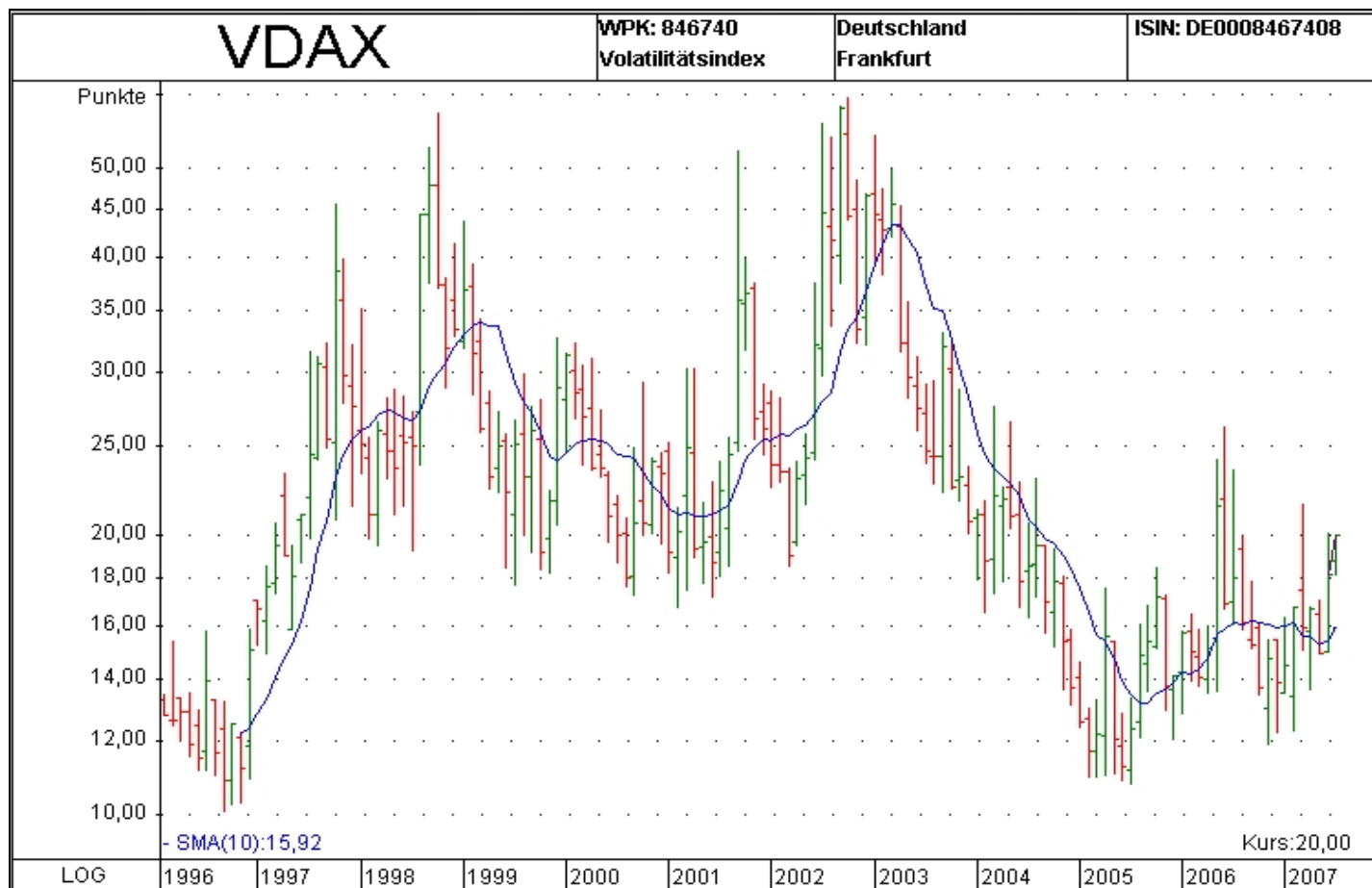
Die Entwicklung des Weltaktienkapitals war auf Dollar-Basis nur mit rund 4% leicht positiv. Auf Euro-Basis wurde durch eine weltweit gestreute Aktienanlage Geld verloren.

Geld wurde verdient in den Emerging Markets, dort wo die Globalisierung zu Wertschöpfung führt. Und von den etablierten Wirtschaftsregionen stieg aufgrund einer behaupteten Restrukturierungs-Story Europa.

Hier habe ich nur eine kleine Anmerkung: Ich glaube nicht, dass die aktuellen und weitere Abwertungen von Dollar und Yen so einfach von der europäischen Export-Industrie mittelfristig aufgefangen werden können. Insofern habe ich ernste Zweifel an der Nachhaltigkeit des europäischen Aufschwungs.

Aktuell scheint dies den Akteuren noch egal zu sein. Aber wir werden sehen, wie lange noch.

Die aktuelle Börsensituation ist jedenfalls durch ein sehr heterogenes Bild gekennzeichnet. Es werden sehr selektiv durchaus noch beachtliche Gewinne in Einzelwerten oder Sektoren erzielt. Von großen Gewinnen an den Börsen insgesamt kann aber bei objektiver Betrachtung nicht die Rede sein. Es laufen nur wenige Märkte. Die aber stark. Die Risiken nehmen damit zu. Aber niemanden interessiert dies.



Die Optionsprämien verharren auf niedrigem Niveau.

Allokation Black+White-Portfolio

In diesem Börsenumfeld, wo ein Missverhältnis zwischen Risiko und dessen Bezahlung existiert, ist es besonders erfreulich, wenn man nicht nur über ein Alternative verfügt, sondern diese sich auch noch richtig gut rentiert. Mit rund 2,15% positiver Monatsrendite lieferten die alternativen Investmentstrategien unseres Black+White-Portfolios ein starkes Monatsergebnis ab. Mit einem Monatsendstand von 16755,69 Punkten wurde wiederum ein neues Allzeithoch erreicht und die Serie positiver Monate jetzt im 10. Monat fortgesetzt.

Die Jahres-Rendite hochgerechnet aus der Quartalsrendite von 4,17% für dieses Programm liegt bei rund 17,75% p.a. ytd und damit wieder auf dem Langfristdurchschnitt von rund 18% p.a., die das Black+White-Portfolio für die letzten 10 Jahre erwirtschaftet hat.

Im März und auch schon Ende Februar zeigte sich die Notwendigkeit aber auch der monetäre Nutzen unserer Absicherungsstrategie. Während Aktienanleger zittern mussten, brachte uns der Kursverfall Ende Februar/Anfang März steigende Vermögensstände. Kleinere Kursverluste in einigen Hedge Fonds wurden durch die Gewinne auf unseren Indexoptionen überkompensiert. Das Gros unserer Hedge Funds verzeichnete, gerade als es abwärts ging, aber auch schon von selbst schöne Gewinne. Einige, weil sie intern ähnliche Absicherungsmechanismen einsetzen wie Black+White auf Portfolioebene. Gerade unsere marktneutralen Fonds aber schon deswegen, weil sie marktneutral

sind, dass heisst von der Konstruktion des Hedge Fonds-Portfolios her nicht von der Börsentendenz selbst beeinflusst sind.

Am Ende der Abwärtsbewegung Anfang März konnten wir die Absicherungspositionen mit schönen Gewinnen verkaufen und nach dem Kursanstieg wieder solche aufnehmen. Dadurch konnte ein erheblicher Trading-Gewinn erzielt werden.

Auch auf der Dollar-Hedge-Position konnte durch den erfolgreichen Einsatz von Short-Option-Positionen die durch die Zinsdifferenz zwischen EUR und USD doch sehr teure Absicherung, die als Standardabsicherung mit Futures pro Monat aktuell einen Verlust von rund 0,25% pro Monat mit sich bringt, nicht nur vermieden, sondern auch ein Zusatzgewinn in gleicher Höhe erzielt werden.

Im April setzte sich die erfolgreiche Entwicklung fort, so dass wir auch hier von weiteren neuen Höchstständen ausgehen. Wir bleiben abgesichert und erwarten die unruhige Zeit. Sell in May and go away heisst bekanntlich eine alte Börsenregel. Wir werden aber nicht weg gehen, sondern haben Optionpositionen mit sehr niedriger Prämie eingekauft und warten jetzt ab, ob es wieder kein Crash-Jahr wird wie 2006. Nach den jüngst wieder starken Kursausschlägen halten wir einen ruhigen Sommer für unwahrscheinlich. Entweder geht es weiter hoch, oder es kommt doch noch zu einer größeren Korrektur. An beiden Varianten wollen wir gut verdienen.

Allokation Vola+Value-Portfolio

Mit rund 2,5% Monats-Rendite erlebte auch Vola+Value einen ausgezeichneten Monat. Die Monatsrendite für dieses Programm liegt dabei höher als bei Black+White. Verständlich, denn die Optionsstrategien, die bei Black+White absichernd eingesetzt werden, finden bei Vola+Value in größerem Umfang spekulativ Einsatz. Wenn es dann ein heftiges Range-Trading gibt, dass heisst die Börsen wie im März mehrmals heftig aber kalkulierbar ausschlagen, dann wird auch sehr gut verdient. Auch in Vola+Value konnten wir wiederum ein neues Allzeit-Hoch erzielen. Vola+Value stieg auf 13325,30 Punkte. Ein Monatsgewinn von 2,49%. Die hochgerechnete Jahresrendite auf Basis der Quartalsrendite von 3,45% beträgt 14,53% p.a. Auf 48 Monate berechnet, ergeben sich weiterhin mehr als 50% Langfristrendite. Im Gegensatz zum Vormonat, wo die absichernden Indexpositionen negative Performance-Beiträge leisteten, kam es diesmal zu deutlichen Gewinnen. In der Korrektur nach unten konnten absichernde Positionen mit guten Gewinnen verkauft werden und nach der Erholung wieder neue eingegangen werden.

Daneben brachten im Berichtsmonat einige längerfristig gehaltene Volatilitätspositionen in Einzelaktien den erwarteten Erfolg. Einige Beispiele: Wir hatten schon im letzten Herbst über TODCO berichtet, den größten Verleiher küstennaher Bohrplattformen im Golf von Mexico. Hier hatten wir im Sommer 2006 zu Basispreisen von 30-45 verschiedene langfristige Optionen mit hohen Optionsvolatilitäten veräußern können, als die Aktie stark schwankte. Wie erwartet war die Kursentwicklung der Aktie in den letzten Monaten eher langweilig, sprich pendelte zwischen 32 und 40. Ein ideales Szenario für Optionsschreiber, da in einer solchen Seitwärtsbewegung sich die den Optionspreisen zugrunde liegende Schwankungserwartung abbaut, Optionen billiger werden und langfristig wertlos werden und damit die komplette Optionsprämie vereinnahmt werden kann. Dieser Prozess beschleunigte sich im März noch durch die geplante Übernahme durch den kleineren Wettbewerber Hero. Dabei sollen erhebliche Cash-Bestände in Höhe von fast 3/4 des Aktienkurses an die Aktionäre ausgeschüttet werden. Naturgemäß wird dadurch die Aktie fallen und kann damit in absoluten Zahlen einfach nicht mehr so stark schwanken, wie aktuell. Wenn eine \$ 40 Aktie um 10% schwankt, sind dies eben \$ 4 und bei einer \$ 10 -Aktie \$ 1. Wenn die Optionsprämie sich auf 10% des Aktienwertes beläuft, so muss diese also bei einer solch massiven Cash-Ausschüttung nach Ausschüttung erheblich fallen, wenn die Aktie das gleiche prozentuale Schwankungsverhalten behält. Aufgrund dieser Erwartung hat sich die in den Optionen eingearbeitete Volatilität in TODCO-Optionen von 35-40% p.a. halbiert, was schöne Gewinne bei unseren verkauften Optionen produzierte.

Mit Atherogenics ging eine der wildesten und ertragreichsten Spekulationen zu Ende, die das Portfolio je gesehen hat. AGIX hatte eine fortgeschrittene klinische Studie in den USA laufen, die beweisen sollte, ob eines ihrer Medikamente sich gegen Gefäßverkalkung eignete. Bei einem Aktienkurs von rund \$ 15 wurden die Kaufoptionen per April wie Juli 2007 Anfang 2007 mit Basispreisen von \$ 30 und \$ 40 zu \$ 4 und \$ 3 gehandelt. Parallel konnte man April 7,5 Put-Optionen, die das Recht boten, zu \$ 7,5 die Aktien verkaufen zu dürfen, mit bis zu \$ 4 Prämie veräußern. Der gleichzeitige Verkauf von Put-Option Basis 7,5 und Call-Option Basis 30 brachte also bis zu \$ 8 Prämie. Wohlgermerkt bezogen auf eine Aktie mit aktuellem Börsenkurs 15! Die Spekulationen gingen dahin, dass bei einer erfolgreichen Studie AGIX eine Vervielfachung ihres Kurses bis auf 50, 60 oder mehr erleben würde und bei Misserfolg wertlos würde. Vola+Value sah das Ganze etwas ruhiger. Ein Phase 3-Ergebnis ist noch keine Zulassung eines Medikamentes und auch bei negativem Ausgang wäre dies nicht das Ende der Welt. Mitte März kam die Studie heraus: Das Mittel hatte nicht den gewünschten Erfolg gebracht, aber möglicherweise bieten sich andere Anwendungen. Die Aktie fiel auf \$ 3 und die Call-Optionsseite konnte für wenige Cent zurückgekauft werden. Die Put-Seite war dagegen nur leicht teurer, als verkauft. Eine schöne Rendite war das Ergebnis.

Aktuell hat das Portfolio in der HighVol-Schreiber-Strategie noch eine Reihe von Optionspositionen auf einen Fitness-Produkte-Hersteller, eine Deep Value-Goldmine und eine Reihe anderer Aktien im Bestand, von denen wir uns weiter sehr gute Ergebnisse erwarten.

Auch bietet die Indexkomponente in einem hektischen Sommer viel Potential. Wir erwarten daher auch für Vola+Value weiter sehr erfreuliche Monatsergebnisse, gerade wenn die Aktien schlecht laufen sollten.

23.04.2007 Straush