

CARMIGNAC

# Commodities

Anlagebericht zum 31. Dezember 2011



D. Field

<b>Nettoaktiva des Investmentfonds</b>	1 161 536 702,85 €	<b>Nettoinventarwert Carmignac Commodities (A)</b>	321,75 €
		<b>Nettoinventarwert Carmignac Commodities (GBP)</b>	76,23 £

Im Laufe dieses für den Rohstoffsektor schwierigen Jahres verbuchte **Carmignac Commodities** ein Minus von -21,12%, während sein Referenzindex um -13,26% nachgab. Nach einem dritten mäßigen Quartal war infolge der deutlich besseren makroökonomischen Daten in den Vereinigten Staaten im vierten Quartal aber immerhin ein Aufschwung der konjunktursensibelsten Sektoren festzustellen. Die ersten Anzeichen für eine Wende in der chinesischen Geldpolitik trugen ebenfalls dazu bei, dass die Anleger wieder mehr Vertrauen fassten. Davon profitierten insbesondere die 2011 am stärksten in Mitleidenschaft gezogenen Sektoren wie Metalle und Erdöldienstleistungen. Am Ende des vergangenen Quartals wies der Fonds ein Plus von +11,86% auf und blieb damit nur leicht hinter seinem Referenzindex (+12,11%) zurück.

### Goldsektor

Eine der Hauptursachen für die Unterperformance des Fonds im Jahresverlauf war die Übergewichtung in Goldminentiteln, die 2011 eine besonders schwache Entwicklung verzeichneten. Der Kursrückgang der Goldminentitel um mehr als 10% ist angesichts des fortgesetzten Aufwärtstrends der Goldkurse im vergangenen Jahr besonders enttäuschend, obgleich diese Ende des Jahres von der Aufwertung des Dollar in Mitleidenschaft gezogen wurden. Die Minentitel wurden von einer Kombination mehrerer Faktoren belastet. Die gestiegenen Kosten für Finanzierung und Abbau erschwerten insbesondere in Anbetracht der erhöhten geopolitischen Risiken die Bemühungen einiger Unternehmen, ihre Ziele im Hinblick auf Produktion und Rentabilität zu erreichen. Der letztgenannte Faktor stellte wahrscheinlich eine der stärksten Belastungen dar, da die Bewertungsmultiplikatoren aufgrund des Margenrückgangs sanken. Schließlich führten auch die Unsicherheiten in Verbindung mit der Konjunkturabkühlung dazu, dass Anleger an Gold gebundene ETFs gegenüber Goldminentiteln bevorzugten, die im derzeitigen Umfeld als volatil gelten. Im vierten Quartal konnten wir diese Unterperformance durch unsere Titelselektion teilweise ausgleichen. **Pretium Resources** beispielsweise erholte sich nach der Ankündigung einer deutlichen Qualitäts- und Quantitätsverbesserung seiner Goldvorkommen. Es gibt nur äußerst wenige Unternehmen, die über hochwertige Erzvorkommen innerhalb politisch stabiler Länder wie Kanada verfügen. Deshalb sind wir im Hinblick auf das Wertsteigerungspotenzial dieses Titels sehr zuversichtlich. **Franco Nevada** schnitt ebenfalls besser ab als der Goldkurs und der Goldminenindex. Das Unternehmen demonstrierte somit die Vorteile seines defensiven wirtschaftlichen Modells, das auf der Verpachtung von Abbaurechten an Minenunternehmen beruht.

Dennoch waren die Argumente für ein Festhalten an den Goldaktien im Vergleich zum Geld noch nie so verlockend. Obgleich die Margen sich nicht wie erhofft entwickelten, sehen sich die großen Goldminenkonzerne nun in der Lage, aus dem freien Cashflow Renditen von über 10% zu erzielen, selbst wenn die Goldkurse stagnieren sollten. So dürften die Aktionäre zum ersten Mal seit zehn Jahren von kräftigen Renditen aus der Ausschüttung von Dividenden oder aus Aktienrückkaufprogrammen profitieren. Auch die niedrigen Bewertungen, die nun mit denjenigen der weitaus zyklischeren Aktien der Basismetalle übereinstimmen, dürften sich günstig auf Goldminentitel auswirken. Die Titel der großen Goldminenunternehmen wurden Anfang des Jahres noch mit dem 15-fachen des Cashflows bewertet, derzeit werden sie allerdings nur mit dem 10-fachen gehandelt. Dieses Kurs-Cash-Flow-Verhältnis bietet gute Aussichten auf eine Neubewertung. Wir bleiben auch im Hinblick auf die Entwicklung des Goldkurses zuversichtlich. Das systemische Risiko im Zusammenhang mit der Krise in der Eurozone, der Goldankauf durch die Zentralbanken der Schwellenländer sowie die Erhöhung der Geldmenge in Verbindung mit der expansiven Geldpolitik der Industrieländer sind Faktoren, die den Goldpreis stützen werden.

Infolgedessen halten wir zu Beginn des Jahres 2012 an unserer Übergewichtung im Goldminensektor fest. Im Sinne einer besseren Absicherung des Fonds haben wir uns jedoch bemüht, die Zusammensetzung dieses Anteils zu ändern und unsere defensiven Positionen zu diversifizieren. Zunächst haben wir die durchschnittliche Börsenkapitalisierung der Titel im Portfolio angehoben und bevorzugten bestimmte große Konzerne mit interessanten Bewertungen wie etwa **Randgold Resources**.

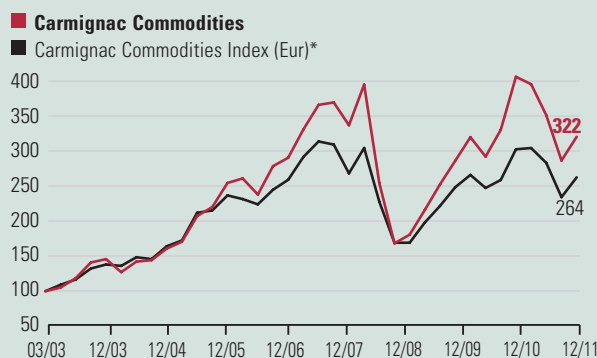
Zudem haben wir unsere Positionen in Unternehmen ausgebaut, die ihre Einnahmen aus der Verpachtung von Abbaurechten an Goldminengesellschaften beziehen, insbesondere **Franco Nevada**. Diese Unternehmen profitieren von ihrem defensiveren Profil, weil sie weniger stark von den steigenden Abbaukosten betroffen sind. Zudem konnte **Franco Nevada** in der Vergangenheit seine robuste Performance in schwierigen Marktphasen unter Beweis stellen, so etwa 2008, als der Konzern weitaus besser als die Konkurrenz abschnitt.

### Energie

Im Energiebereich konnte sich der Sektor Erdöldienstleistungen im Vergleich zum Referenzindex gut behaupten und dank der positiven Entwicklung unserer Positionen in **Core Laboratories** und **Oceaneering** im vierten Quartal ein ansehnliches Ergebnis verzeichnen. Angesichts der Konjunkturabkühlung erfolgte eine defensivere Neuausrichtung des Portfolios durch die Aufnahme von Positionen in Unternehmen, die weniger anfällig für Preisschwankungen sind, wie etwa Pipelinebetreiber. So erhalten Unternehmen wie **Enbridge** und **Transcanada** einen Festbetrag für jedes Barrel, das durch ihre Infrastruktur befördert wird. Ihr Umsatz ist daher nicht direkt an den Erdölpreis gebunden. Es handelt sich um ein Tätigkeitsfeld, das mit dem Ausbau des Verteilernetzes von Jahr zu Jahr zwar moderat, aber doch regelmäßig wächst. In Anbetracht dieses Profils und einer großzügigen Dividendenpolitik stellen diese Unternehmen in einem unruhigen Marktumfeld eine attraktive Anlage dar.

Wir haben zudem in mehrere Erdölunternehmen investiert, die hohe Dividenden ausschütten. **Baytex** und **Crescent Point** profitieren davon, dass sie über eine Reserve aus mehreren noch nicht erschlossenen Vorkommen verfügen, die diesen Konzernen in den kommenden vier bis fünf Jahren ein konstantes Wachstum von 5% bis 10% ermöglichen dürften. Sie weisen gewiss nicht dasselbe Potenzial auf, das in echten Explorationsunternehmen wie **Lundin Petroleum** oder **Pacific Rubiales** steckt, verdienen es aber dennoch, ins Portfolio aufgenommen zu werden. Aufgrund ihrer mit rund 4% bis 6% hohen Dividenden sind Short-Positionen kostspielig und spekulative Fonds sehen daher weitgehend vom Handel mit diesen Titeln ab. Aufgrund ihrer verhältnismäßig stabilen Wachstumsraten sind sie in unruhigen Marktlagen weniger anfällig. Selbst wenn sie wie andere Titel des Sektors durch einen Fall des Erdölpreises unter 50 Dollar belastet werden sollten, weisen sie dennoch eine geringere Volatilität als vergleichbare Titel auf.

### Entwicklung des Fonds seit seiner Auflage



Kumulierte Wertentwicklung seit Datum des ersten NAV auf der Basis 100 €. Quelle: Morningstar, Stand: 31/12/2011. Es ist zu beachten, dass die Wertentwicklung der Vergangenheit kein Hinweis auf den künftigen Wertverlauf und über die Zeit nicht konstant ist. \* Zusammensetzung des Index: 45% MSCI ACWF Oil and Gas (Eur), 5% MSCI ACWF Energy Equipment (Eur), 40% MSCI ACWF Metal and Mining (Eur), 5% MSCI ACWF Paper and Forest (Eur) und 5% MSCI ACWF Food (Eur), (Ohne Dividenden berechnet).

## Basismetalle

Obgleich der Metallsektor im Jahresverlauf Einbußen hinnehmen musste, steuerte er im vierten Quartal den größten Performancebeitrag bei. **Quadra Mining**, eine unserer zehn größten Positionen im Portfolio, erhielt ein Übernahmeangebot gegen Barzahlung von dem polnischen Kupferhersteller KGHM. Wir haben den Kupferhersteller Mitte des vergangenen Jahres aufgrund seiner attraktiven Bewertung und dem gewachsenen Vertrauen in die Unternehmensführung zugekauft. Mit Blick auf den gesamten Sektor veranschaulicht dieses Geschäft die Attraktivität und Seltenheit von Übernahmemöglichkeiten neuer im Kupferbergbau tätiger Unternehmen. Im Laufe des Jahres fanden im Kupfersektor mehrere auf Vermögenswerte des Sektors gerichtete Transaktionen statt, wie beispielsweise die Übernahme von **Barrick Gold** durch Equinox, unlängst die Übernahme von Anvil durch Minmetals und die Ausübung der Kaufoption auf die Hälfte des chilenischen Kupferminenportfolios von Anglo-American durch Codelco. Diese Situation ist symptomatisch für die Engpässe, unter der die Kupferproduktion leidet. Außerdem hat die Übernahme von Quadra sich positiv auf die mittleren Kapitalisierungen des Sektors ausgewirkt und zur Wertentwicklung unserer wichtigsten übergewichteten Positionen wie etwa **First Quantum** beigetragen, dessen Aktie im Quartalsverlauf um mehr als 50% zulegte. Dieses Unternehmen verfügt unserer Auffassung nach über hochwertige Vermögenswerte und ein Wachstumsprofil, die es zu einem idealen Übernahme- oder Fusionskandidaten machen.

## Aussichten für 2012

Wir rechnen zwar kurzfristig mit einer gewissen Volatilität, sind jedoch weiterhin davon überzeugt, dass der Rohstoffsektor für Anleger nach wie vor eine vielversprechende Investitionsmöglichkeit darstellt. Die Nachfrage aus den

Schwellenländern bleibt robust. Das Wachstum in China wird sich möglicherweise in Anbetracht des bevorstehenden Fünfjahresplans verlangsamen, doch der Basiseffekt sollte nicht unterschätzt werden und die absoluten Verbrauchswerte steigen weiterhin Jahr für Jahr. Weitaus wichtiger ist unserer Einschätzung nach jedoch, dass der Aufwärtstrend der Rohstoffmärkte immer stärkeren Zwängen unterliegt, die die Steigerung der Produktion belasten. Dieser langfristige Trend hat sich 2011 weiter verschärft. So ist der Kupfermarkt zunehmend von der sinkenden Qualität des Erzes, immer tiefer liegenden Vorkommen, politischen Risiken und zunehmend länger dauernden Umweltzulassungsverfahren geprägt. Schließlich weisen die Rohstoffunternehmen, in die wir investieren, derzeit eine bemerkenswert gute Finanzlage auf, die deutlich besser ist als noch 2008. Die Bilanzen sind solide, und wir sind überzeugt, dass sich im kommenden Jahr Übernahme- und Fusionsmöglichkeiten bieten werden, die sich die Unternehmen des Sektors nicht entgehen lassen werden. Wir halten weiterhin an unserer Auffassung fest, dass mittlere Kapitalisierungen mit einem überdurchschnittlichen Wachstum, einem Erschließungspotenzial und niedrigen Bewertungen in diesem Sektor die besten Anlagemöglichkeiten darstellen, und blicken zuversichtlich in das neue Jahr.

Zu den Titeln mit der besten Performance im Jahresverlauf gehören:

Titel	Wertentwicklung
<b>Lundin Petroleum</b> , Erdöl, Kanada	+102%
<b>Pretium Resources</b> , Edelmetalle, Kanada	+96%
<b>Core Laboratories</b> , Erdöldienstleistungen, Niederlande	+28%
<b>Randgold Resources</b> , Gold, Afrika	+24%
<b>Tahoe Resources</b> , Edelmetalle, Vereinigte Staaten	+20%

Kumulierte Wertentwicklungen (%)	Seit dem 31/12/2010	3 Monate	6 Monate	1 Jahr	3 Jahre	5 Jahre	10 Jahre	Seit Datum des ersten NAV am 10/03/2003
<b>Carmignac Commodities</b>	-21,12	11,86	-8,73	-21,12	90,74	15,08	-	221,84
Referenzindikator*	-13,26	12,11	-7,26	-13,26	55,40	7,26	-	163,59
Durchschnitt der Kategorie**	-20,57	8,62	-11,98	-20,57	70,45	22,21	-	146,33
Klassement (Quartil)	3	1	2	3	2	1	-	2

\* Zusammensetzung des Index: 45% MSCI ACWF Oil and Gas (Eur), 5% MSCI ACWF Energy Equipment (Eur), 40% MSCI ACWF Metal and Mining (Eur), 5% MSCI ACWF Paper and Forest (Eur) und 5% MSCI ACWF Food (Eur), (Ohne Dividenden berechnet).

\*\*Branchen: Rohstoffe.

Es ist zu beachten, dass die Wertentwicklung der Vergangenheit kein Hinweis auf den künftigen Wertverlauf und über die Zeit nicht konstant ist.

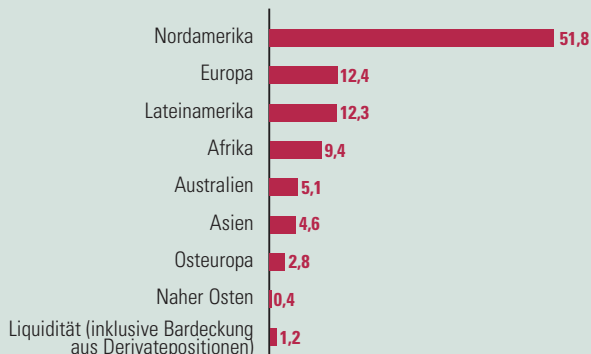
## Vierteljährlicher Bruttoperformancebeitrag (%)

Portfolio	Aktien & Anleihen Derivate	Devisen Derivate	Summe
15,87	-1,95	-1,63	12,29

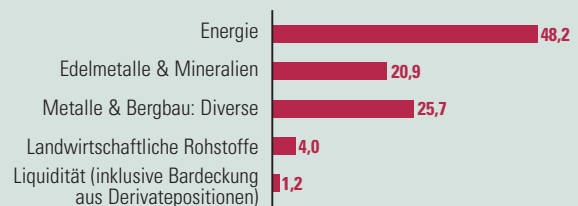
## Statistiken (%)

	1 Jahr	3 Jahre
Volatilität des Fonds	23,03	22,62
Volatilität des Indikators*	18,46	18,14
Sharpe-Ratio	-1,13	0,95
Beta	1,16	1,15
Alpha	-0,53	0,45

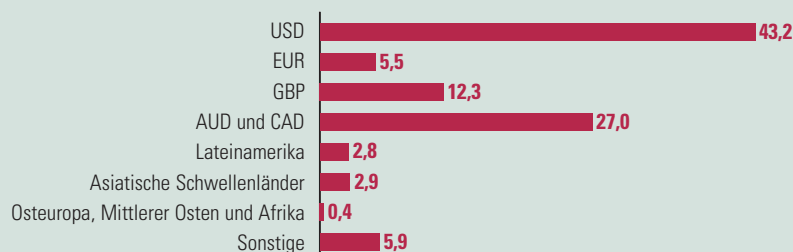
## Geographische Allokation (ohne Derivate) (%)



## Sektorallokation (ohne Derivate) (%)



## Nettodevisen-Exposure des Fonds (%)



## Portfolio Carmignac Commodities zum 31/12/2011

		Kurse in Lokalwährungen	Gesamtwert (€)	% des Netto vermögens	
<b>LIQUIDITÄT, EINSATZ VON BARGELDBESTAND UND DERIVATE</b>			<b>13 738 724,91</b>	<b>1,18</b>	
LIQUIDITÄT (INKLUSIVE BARDECKUNG AUS DERIVATEPOSITIONEN)			13 738 724,91	1,18	
<b>AKTIEN</b>			<b>1 147 797 977,94</b>	<b>98,82</b>	
<b>Energie</b>			<b>560 330 855,81</b>	<b>48,24</b>	
4 401 000	AMBIT ENERGY	Nordamerika	0,42	1 430 227,53	0,12
522 500	ANADARKO PETROLEUM	Nordamerika	76,33	30 722 508,96	2,64
6 280 000	BANKERS PETROLEUM	Osteuropa	4,44	21 094 072,70	1,82
600 000	BAYTEX ENERGY TRUST	Nordamerika	56,97	25 934 107,50	2,23
750 000	BIRCHCLIFF ENERGY LTD	Nordamerika	13,60	7 716 457,99	0,66
625 500	CAMERON INTERNATIONAL CORP	Nordamerika	49,19	23 701 687,02	2,04
12 500 800	CANACOL ENERGY LTD	Lateinamerika	0,77	7 281 927,60	0,63
500 000	CORE LABORATORIES	Europa	113,95	43 889 381,04	3,78
770 000	CRESCENT POINT ENERGY TRUST	Nordamerika	44,90	26 255 494,18	2,26
970 000	ENBRIDGE	Nordamerika	38,09	27 951 204,75	2,41
325 000	ENSCO PLC	Europa	46,92	11 746 716,48	1,01
2 055 328	GASFRAC ENERGY	Nordamerika	6,98	10 853 114,53	0,93
6 250 000	GRAN TIERRA ENERGY	Lateinamerika	4,80	23 109 810,11	1,99
45 000	HRT PARTICIPACOES EM PETROLEO	Lateinamerika	568,00	10 556 094,74	0,91
3 600 000	LUNDIN PETROLEUM	Europa	169,20	68 446 217,38	5,89
8 649 000	MADAGASCAR OIL	Afrika	0,20	2 096 758,65	0,18
450 000	MEG ENERGY	Nordamerika	41,57	14 151 757,01	1,22
417 000	NATIONAL OILWELL	Nordamerika	67,99	21 840 180,26	1,88
110 000	OCCIDENTAL PETROLEUM CORP	Nordamerika	93,70	7 967 045,41	0,69
782 000	OCEANEERING	Nordamerika	46,13	27 788 514,42	2,39
1 875 000	PACIFIC RUBIALES ENERGY CORP	Lateinamerika	18,73	26 567 878,35	2,29
3 214 000	QEGP PARTICIPACOES	Lateinamerika	16,50	21 901 418,63	1,89
783 050	TRANSCANADA CORP	Nordamerika	44,53	26 565 705,06	2,29
1 400 000	TRANSGLLOBE ENERGY	Nordamerika	8,07	8 547 112,00	0,74
1 190 000	TULLOW OIL	Europa	14,02	19 973 422,72	1,72
7 750 000	URANIUM-1 INC	Osteuropa	2,16	12 664 069,30	1,09
500 000	VERMILION ENERGY	Nordamerika	45,37	17 215 455,60	1,48
265 000	WALTER ENERGY	Nordamerika	60,56	12 362 515,89	1,06
<b>Metalle &amp; Bergbau: Diverse</b>			<b>298 666 593,27</b>	<b>25,71</b>	
4 300 000	AFRICAN MINERALS	Afrika	4,40	22 650 544,71	1,95
3 500 000	ATACAMA MINERALS	Nordamerika	1,15	3 044 974,85	0,26
7 250 000	ATLAS IRON	Australien	2,70	15 459 643,03	1,33
473 250	CLIFF NATURAL RESOURCES	Nordamerika	62,35	22 730 144,82	1,96
1 950 000	COPPER MOUNTAIN MINING	Nordamerika	5,63	8 305 405,30	0,72
3 531 250	FIRST QUANTUM MINERALS LTD	Afrika	20,05	53 562 478,72	4,61
310 000	FREEPORT MCMORAN COP. & GOLD	Asien	36,79	8 785 502,45	0,76
2 500 000	HUBBAY MINERALS INC	Nordamerika	10,14	19 177 667,66	1,65
3 020 000	ILUKA RESOURCES	Australien	15,50	36 968 883,27	3,18
11 000 000	INDOCEMENT TUNGGAL PRAKARSA	Asien	17 050,00	15 933 257,87	1,37
5 950 000	KENMARE RESOURCES PLC	Afrika	0,46	3 276 667,07	0,28
9 200 000	LUNDIN MINING CORP	Nordamerika	3,87	26 934 977,49	2,32
1 845 000	QUADRA MINING LTD	Nordamerika	15,08	21 048 227,86	1,81
860 000	VALE SA	Lateinamerika	21,45	14 210 222,24	1,22
2 270 000	XSTRATA	Lateinamerika	9,78	26 577 995,93	2,29
<b>Edelmetalle &amp; Mineralien</b>			<b>242 627 247,93</b>	<b>20,89</b>	
525 000	AGNICO EAGLE MINES	Nordamerika	36,32	14 688 595,31	1,26
13 535 200	AVION GOLD CORP	Nordamerika	1,62	16 588 133,30	1,43
3 229 300	CANACO RESOURCES	Nordamerika	1,45	3 542 372,43	0,30
750 000	CONTINENTAL GOLD LTD	Nordamerika	7,52	2 081 174,11	0,18
340 250	DETOUR GOLD	Nordamerika	25,15	6 473 720,54	0,56
950 000	ELDORADO GOLD CORP	Asien	14,02	10 076 029,81	0,87
450 000	EXTORRE GOLD MINES	Nordamerika	7,53	2 563 452,74	0,22
1 130 000	FRANCO-NEVADA CORP	Nordamerika	38,78	33 151 567,88	2,85
7 380 000	GRYPHON MINERALS	Australien	1,14	6 644 447,95	0,57
1 400 000	HARMONY GOLD MINING CO	Afrika	11,64	12 553 248,85	1,08
430 000	KINROSS GOLD CORP	Nordamerika	11,40	3 776 142,97	0,33
250 000	NEWMONT MINING	Nordamerika	60,01	11 556 830,87	0,99
4 550 000	PRETIUM RESOURCES	Nordamerika	12,51	41 783 485,26	3,60
179 000	RANDGOLD RESOURCES LTD	Afrika	102,10	14 078 419,29	1,21
200 000	ROYAL GOLD INC	Nordamerika	67,43	10 388 629,97	0,89
2 700 000	SABINA GOLD AND SILVER CORP	Nordamerika	3,84	7 843 552,60	0,68
3 745 000	SEMAFO	Nordamerika	6,60	18 741 290,61	1,61
1 000 000	TAHOE RESOURCES	Nordamerika	17,68	13 375 193,86	1,15
606 700	TIGRAY RESOURCES	Afrika	1,28	587 491,77	0,05
1 069 500	YAMANA GOLD INC	Lateinamerika	14,69	12 133 467,81	1,04
<b>Landwirtschaftliche Rohstoffe</b>			<b>46 173 280,93</b>	<b>3,98</b>	
43 000 000	GOLDEN AGRI-RESOURCES	Asien	0,72	18 265 260,66	1,57
550 000	ISRAEL CHEMICALS LTD	Naher Osten	39,50	4 376 687,22	0,38
740 000	POTASH CORP	Nordamerika	41,28	23 531 333,05	2,03
<b>WERT DES PORTFOLIOS</b>			<b>1 147 797 977,94</b>	<b>98,82</b>	
<b>FONDSVOLUMEN</b>			<b>1 161 536 702,85</b>	<b>100,00</b>	