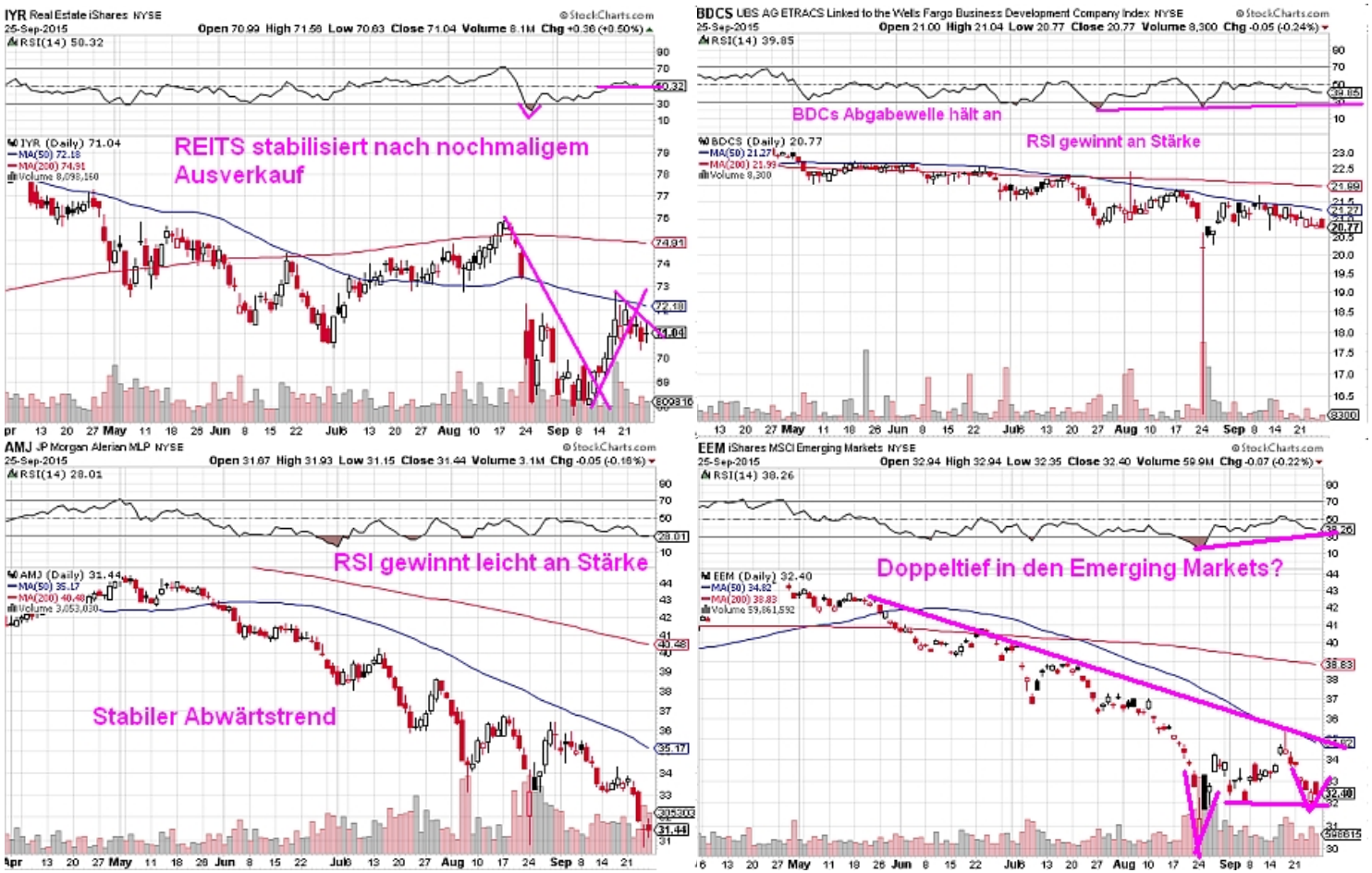
Manager-Report August 2015: Der Ausverkauf bei Alternative Income geht weiter. 10% p.a. Renditen bei AI reihenweise. Kaufzeit.

Im August 2015 setzte sich der Ausverkauf bei jeglicher Form von Zinsersatzstrategien entgegen unseren Erwartungen fort. Für unsere Portfolios bedeutete dies nochmalige Verluste. Die Bewertung quasi aller Investments ist dadurch noch erheblich attraktiver geworden. 100% Rendite auf die nächsten 5 Jahre wird immer wahrscheinlicher.

Investment	August 2015	% August 2015	% seit Handelsstart
Black+White	17.669,44	**- 5,91%**	+ 527,24%
Vola+Value	12.609,58	**- 3,47%**	+ 50,07%

Wo kommen diese Verluste her? Quasi alle Alternative Income-Segmente wurden im August weiter von fundamental nicht nachvollziehbaren Verkäufen stark getroffen. REITs bieten die Möglichkeit Vermietungseinkommen aus Immobilien zu erzielen. Business Developement Gesellschaften vergeben gerade an mittelständische Unternehmen Kredite teils auch gepackt mit Eigenkapitalinvestments. Der Alerian Index ist der Index für das Midstream-Segment der US-Öl- und Gas-Industrie, Pipelines, Gasaufbereitung und -sammlung, Öl-, Gas- und Fertigprodukte-Tanklager. Als Käufer dieser Titel kauft ein Investor einen durch Sachwerte besicherten Einkommensstrom, durch langfristige Verträge abgesichert. Ein Investor in diesen Segmenten ist anteilig Eigentümer der Büro- Hotel- und Gaststättenimmobilien, der Pipelines, der Schiffe etc. und erzielt letztlich Zins- und Miet-Einnahmen. EEM ist ein ETF auf den MSCII-Emerging-Markets-Index, das Börsen-Barometer der Entwicklungsländer-Börsen. Alle diese Marktsegmente sind weiter deutlich gefallen.

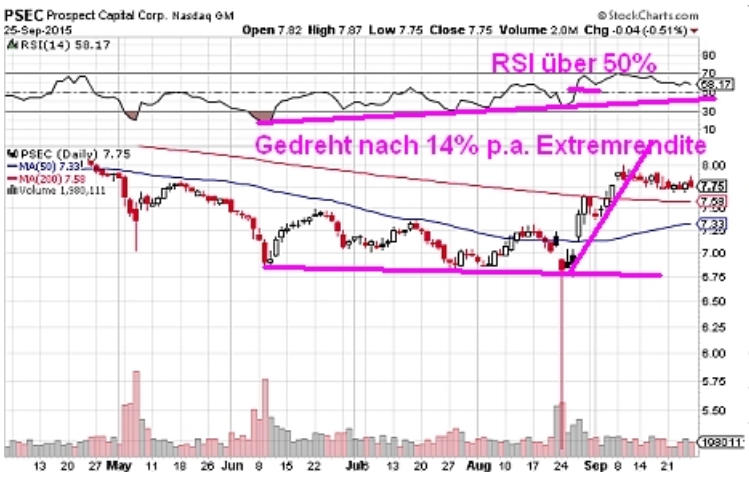


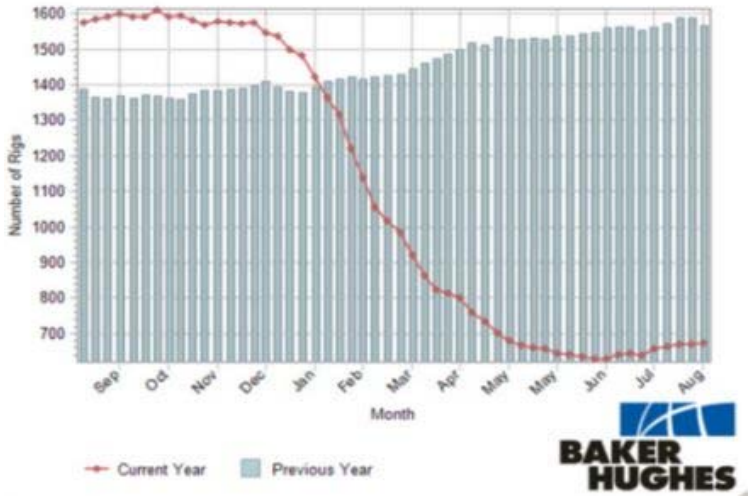
Diese Bewegungen sind nicht nachvollziehbar. Wir befanden uns die letzten Jahre in einer Finanzwelt, in der die Zentralbanken durch immer weitere Zinssenkungsmaßnahmen bis hin zu negativen Zinsen, Anleihenkaufprogrammen etc. die Finanzmärkte nach dem Kollaps 2008/09 auf der Intensivstation beatmeten und wo jetzt in USA und UK die ersten Ideen aufkommen, man könne doch angesichts der besseren Wirtschaftsdaten und drohender Inflationsgefahren diese künstliche Beatmung etwas zurückführen. Realwirtschaftlich gehen wir also von Koma auf Rekonvaleszens. Von Hyperkonjunktur kann jedoch angesichts höchst problematischer Daten aus den Emerging Markets (Rezession in Brasilien und Russland; verdeckte Rezession in China, Einkaufsmanager-Index bei 47!) keine Rede sein. Nur die USA läuft, wobei aufgrund der doch nicht zu vernachlässigenden Auslandsabhängigkeit der großen US-Unternehmen, die den SP500 bilden, es zu konjunkturdämpfenden Effekten auch in den USA kommen wird. Dies heisst, es besteht keine akute Gefahr eines sofortigen wirtschaftlichen Zusammenbruchs, aber der Patient Weltwirtschaft kann keine nennenswerten Zinssteigerungen vertragen. Die Tagestour aufs Zins-Matterhorn steht nicht ansatzweise bevor. Völlig klar ist

insofern auch die Sprache der US-Zentralbanker. FED-Chefin Yellen erwartet Zinssteigerungen aber ganz graduelle, langsame und vorsichtige.

Warum fallen in diesem Szenario die angegebenen Segmente nun so stark? Eine Vielzahl von Immobiliengesellschaften (REITs) verkaufen Immobilien und kaufen eigene Wertpapiere zurück, weil die Anteilscheine zu Preisen gehandelt werden, die 30% und mehr unter dem Vermögenswert liegen, worauf Jacob Wiggins und Tom Yeats in einer exzellenten Aufstellung richtig hinweisen. Der Durchschnittsdiscount bei REITs liegt aktuell bei über 17%! Weiter liegt die Dvidendenrendite oft bereits über 8% p.a. fast immer über 6% p.a. Fassen wir zusammen: Investoren verkaufen werthaltige Immobilienanlagen in den USA reihenweise mit Renditen von 6-8%, laufenden Einnahmen, die im Falle einer weiter positiven Wirtschaftsentwicklung wegen höherer Mieteinnahmen gesichert steigen werden, zu Preisen, die einen Verlust von teilweise über einem Drittel gegenüber den Vermögenswerten/Marktwerten der Immobilien darstellen.

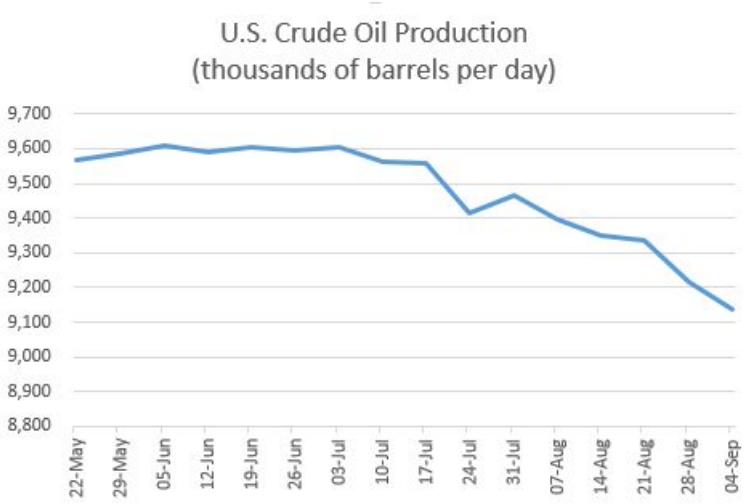
Die Absurdität des aktuellen Markt-geschehens zeigt sich in kaum übertreffbarer Klarheit am GOV-REIT, einer Immobiliengesellschaft, deren Hauptmieter, wie das Kürzel andeutet, die US-Regierung und die Landesregierungen und deren Behörden sind.Dividendenrendite 10,74%. Investoren wie wir - GOV ist eine unserer REIT-Positionen - erhalten also 10,74% p.a. in quartalsmäßigen Ausschüttungen von Uncel Sams Vermieter und trotzdem steigen Investoren unter Verlusten aus diesem Investment aus um was zu tun?? Den durch Immobilien gesicherten Zahlungsstrom mit zweistelliger Jahresrendite gegen eine unbesicherte Forderung gegen eine Bank zu tauschen oder eine immer noch fast 0% p.a. Rendite bringende 90-Tages-Forderung gegen die US-Regierung?

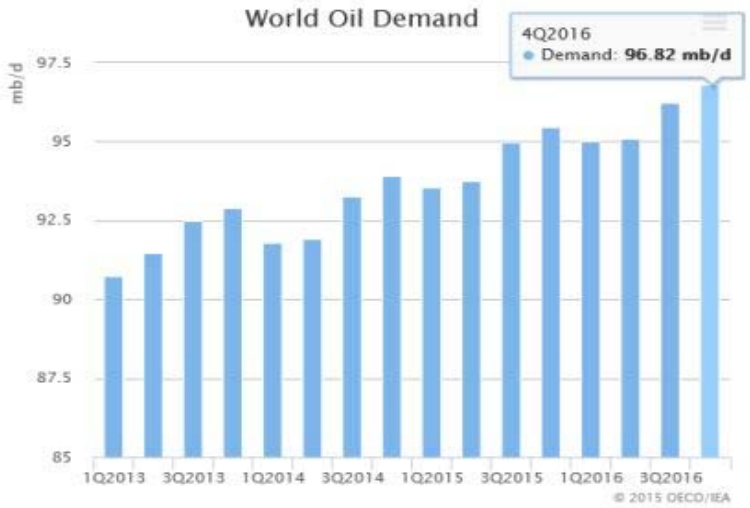




Vielleicht kehrt aber doch jetzt langsam aufgrund der Rückkäufe wieder Vernunft ein. Prospect Capital, eine der Business Developement Companies, bei denen wir investiert sind, kündigte Rückkäufe eigener Aktien an und der Kurs sprang an, nachdem die Dividendenrendite auf über 14% angestiegen war. Wir erwarten mehr solcher Abläufe, dass PSEC quasi die Blaupause für die Markterholung im gesamten Segment alternativer Zinsanlagen wird. Der Ablauf zeigt aber auch, wie schnell es gehen kann. Ende August standen noch 15% Kurs-Verlust gegen Mai zu Buche. Inzwischen ist die Nullschwelle wieder erreicht und dies wurde in gerade einmal zwei Wochen geschafft und PSEC rentiert immer noch mit 12,71% p.a. aus laufenden quartalsmäßigen Dividendenzahlungen.

Kommen wir zu einem der Hauptverlustbringer in unseren Portfolios, dem Energiesegment.Der Rückgang der Zahl aktiver Bohrplattformen wurde schon in den Reports der Vormonate thematisiert. Einiges, was man so liest über den behaupteten Angebotsüberschus an Öl zeigt fundamentale Unkenntnis über Öl- und Gasquellen. Wird ein solches uner Druck stehendes Reservoir angebohrt, dann fällt der Förderdruck im Zeitablauf. Einen länger andauernden Angebotsüberschuss aus bestehenden Quellen kann es daher von Natur her nicht geben. Die geförderte Menge sinkt vielmehr mit einer Decline-Rate, die zwischen 6 und 20% pro Jahr je nach Art der Quelle liegt. Die weltweite Fördermenge von behauptet aktuell 95 Mio Barrel würde also auf rund 86 Mio Barrel in 2016 sinken es sei denn, es wird zusätzlich neu gebohrt. Im Gegensatz zu etwa einem Kohletagebau, wo erst





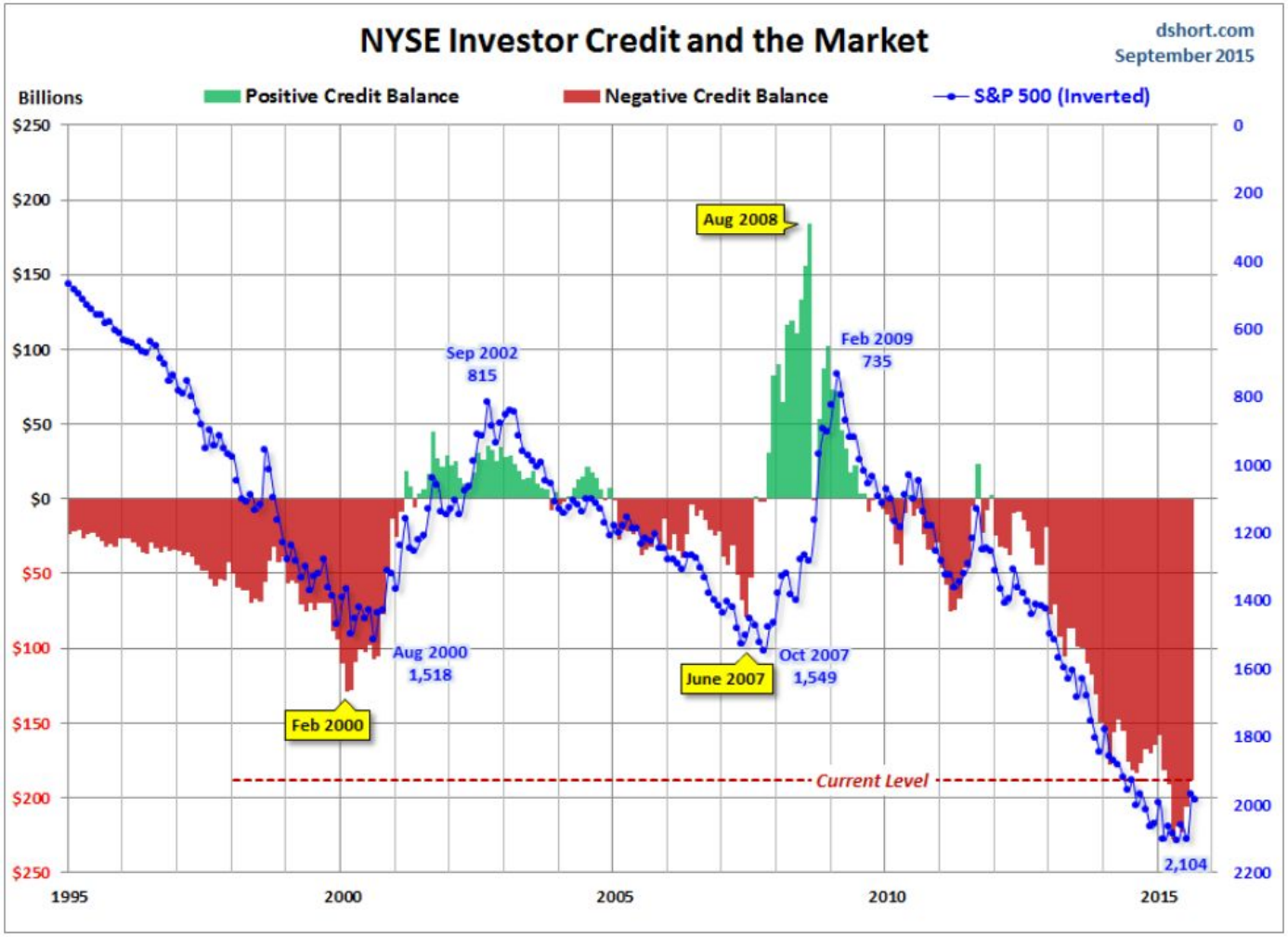
einmal etwa durch Abtragen oberer unnützer Erdschichten und Aufbau der Infrastruktur (Bagger, Förderbänder, Trucks) hunderte von Millionen verbaut werden müssen, um die Mine zur Produktion zu bringen und dann eine solche Mine z.B. 25 Jahre mit dieser Infrastruktur weitgehend dieselbe jährliche Fördermenge bringt, also die Anpassung der Förderung nur durch Schliessen ganzer Minen unter massiven Verlusten/Abschreibunben erfolgen kann, passt sich die Fördermenge im Öl automatisch schon durch Nichtstun an.

Der massive Rückgang der aktiven Rigs seit dem Jahreswechsel, bewirkt ohne weiteren Preiskampf oder weitere unternehmerische Entscheidungen die Mengenanpassung. Seit Juni hat diese in den USA inzwischen bereits eine halbe Million Barrel ereicht. Im Übrigen betrug, wenn man die Tanklager betrachtet, der Überschuss in Q2/2015 eher 1,7 Mio Barrel als jene behaupteten 3 Mio. Nun steht zur Verwunderung einiger Kommentatoren auch die Nachfrage nicht still, sondern reagiert auf die niedrigen Ölpreise, liegt die Mengenprognose für Q4 2016 mit 96,82 mb/d rund 4 mb/d über der Nachfrage für Q2/2015 gemäß EIA. Auf Sicht 2016 besteht also kein konstanter und schon gar nicht gigantischer Angebotsüberschuß, sondern wir haben sogar eine Chance auf einen Nachfrageüberhang. Diese qualifiziertere Analyse ist der Hintergrund dafür, warum der Rohöl-Preis sich in den letzten Wochen stabilisiert hat.

Irrationalerweise folgen die Ölwerte und speziell die Pipeline-Gesellschaften dem (noch) nicht. Die fundamentale Story, die wir hier vorgestellt haben, entwickelt sich aber wie erwartet. Die Volumina passen sich an.Die Ölaktien werden folgen.

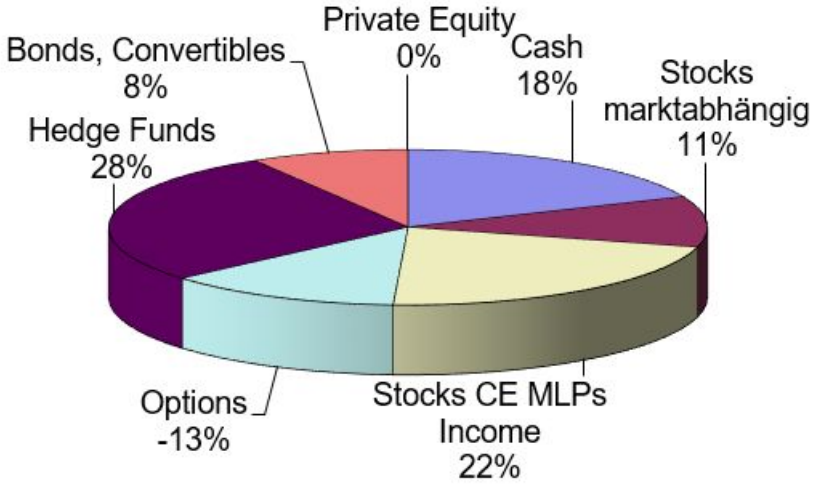
Warum erfolgt dann die massive Abgabewelle im Alternative Income-Segment in dieser Stärke? Wir kennen die genauen Ursachen nicht. Wir können jedoch massive Rückgänge bei Aktienkäufen auf Kredit an der New Yorker Börse feststellen. Kreditaktienkäufe (rote Balken) hatten im April 2015 mit 220 Mrd. Dollar die Spitzenwerte von

2007 und 2000 massiv übertroffen. Seit Juni erfolgte dann ein deutlicher Rückgang. Wie das Volumen solcher spekulativer Käufe auf die Börsenpreise durchschlägt (die Aktienkursentwicklung des SP 500 ist spiegelbildlich aufgetragen. Die fallende blaue Linie bedeutet steigende Aktienkurse) ist offensichtlich. Ein höheres Margin-Niveau sorgt für steigende Notierungen und umgekehrt. Mehr Kredit höhere Kurse. Massive Rückführungen von Kreditkäufen dürften damit eine der Hauptursachen für die Baisse im Alternative Income-Bereich sein. Investoren, denen die 6-8% Jahresrendite zu niedrig waren, meinten, es sei intelligent zu hebeln, Kredit zusätzlich einzusetzen, der ja nichts kostet. Nun sollen die Zinsen steigen und die zugrunde liegenden Investments verlieren weit mehr als den Jahreszins, was panikmäßige Positionsglattstellungen auslösen mag.



Ohne diese Kreditüberlegungen gilt aber: Im Szenario einer leichten weiteren Wirtschaftserholung und leicht steigenden Zinsen sind Alternative Income-Investments die richtige Antwort. Ein Portfolio solcher Titel hat innerhalb schon von 2 Jahren nach dem Desaster von 2008 seinen Vor-Finanzkrisenstand wieder erreicht. Investoren sollten sich hierbei immer vor Augen halten, dass die hohen Ausschüttungen schon auf mittlere Sicht von 2-3 Jahren alle Wunden heilen. Präziser: Ein Vermögen investiert in GOV etwa nimmt alleine durch die Ausschüttungen von 10,94% in drei Jahren um 36,54% (Zinseszinseffekt!) zu. Anders ausgedrückt: Ein Investment wie GOV kann weitere 30% in dieser Zeit fallen und das Gesamtergebnis ist immer noch besser als eine Cash-Anlage.

Allokation Black+White



Wir halten vor dem Hintergrund der obigen Überlegungen unsere Positionen tendenziell durch. Es macht einfach keinen Sinn 10-14-Prozenter zu verkaufen oder mit Stops zu agieren in einer Null-Prozent-Welt und dies auch nicht, weil daraus vielleicht eine 2%-Welt werden könnte. Die oben geschilderten Kurssprünge bei Prospect Capital zeigen, dass ein schmerzloser Wiedereinstieg nach einem Ausstoppen/Verkauf kaum möglich ist. Wer ohne Hirn und Disziplin im aktuellen Szenario verkauft, hat eine gute Chance sich dann die nächsten 10 Jahre zu ärgern.

Income-Titel kauft man gerade wegen des Einkommens, der mit diesen verbundenen laufenden hohen Zahlungen und damit antizyklisch. Je tiefer die Kurse desto besser, gilt für diese Anlagetitel. Hochspekulative Technologie-Aktien mit Totalverlust-Risiko muß man gegebenenfalls auch in kollabierende Märkte verkaufen. Income-Titel muß man in fallende Kurse hinein kaufen! Richtig ist dabei aber eine konservative Herangehensweise. Es ist daher aktuell unser primäres Ziel erst einmal die aufgelaufenen Verluste durch die sehr hohen Dividendeneinnahmen und dadurch, dass ein Großteil der geschriebenen Optionen, jene -13%, in Gewinn transferiert wird, aufzuholen. Passiert dies wie geplant, wird dies zu einer Cash-Quote von rund 33% per Jahresende führen, die dann oder auch schon früher nach einem deutlicheren

bestätigten Dreh der Alternative Income-Segmente zur Verfügung steht um zuzukaufen. Weiter dämpft diese hohe Cashquote aber die aktuell noch erheblichen Kursausschläge.

Eine aggressivere Herangehensweise ist unnötig. Betrachten wir wieder PSEC. Der Kurssprung von USD 5,75 auf USD 7,75 ergibt +35%. 35% 2-Wochen-Rendite zusätzlich zu der laufenden 14% Dividendenrendite p.a. ergeben eine Renditeidee für das, was unsere aktuellen Positionen bewirken können und welches Potential GAMAG Black+White auf Sicht ein Jahr aufweist. Wer diese Chance, die es letztmals 2009 gab jetzt nicht nutzt, wird auch wieder 10 Jahre Zeit haben sich zu ärgern nach unserer Meinung. Börse ist immer das alte Spiel zwischen Gier und Angst und gemäß Warren Buffett, einem der reichsten Männer der Welt, muß man gierig sein, wenn die anderen ängstlich sind...

Allokation Vola+Value

Die aktuell immer noch hohe Angst zeigt sich in den Volatilitätsindizes. Nach der Explosion zum 24. August hin, kam es zu einer Beruhigung während des gesamten Septembers, die in den letzten Tagen wieder Unruhe gewichen ist.

Wir haben den Volatilitätsrückgang benutzt um Short-Option-Positionen zu schliessen und zunehmend Indexoptionen auf fallende Märkte zu kaufen. Bis mindestens Ende Oktober erwarten wir noch eine problema-tische Zeit. Die Volatilitätsausschläge und der Crash vom 24. August und die Verwerfungen bei Öl Ende August haben eine Marktstruktur erzeugt, die man als angeschlagen bezeichnen muss. Damit haben wir eine ähnliche Situation wie nach dem Ende von QE1, QE2 und QE3. Die Börsen fallen und es ist nur die Frage, wann doch wieder die nächste "Hilfsmaßnahme" kommt (QE4, Negativer Zins etc. wurde in den Sitzungen der FED gemäß den Protokollen diskutiert). Insofern sind Volatilitätsschwankungen auf erhöhtem Niveau das Basisszenario in dem wir in Vola+Value handeln. Durch flexiblen Handel - oben in der Range Optionen schreiben und bei Volatilitätsrückgängen zurückkaufen - wollen wir hier kontinuierliche Gewinne erzielen.

Zusammenfassung:

1. Geplatzte spekulative Blasen und Rückführung von Kreditkäufen sind momentan das Bild der Börsen. Fundamental - was Unternehmensgewinne und auch Zinsen anbetrifft - ist die Entwicklung nicht so negativ, wie die Kursrückgänge vermuten lassen. Aber die Weltwirtschaft ist auch nicht gesund und strotzt nicht vor Kraft. Sehr lange Rekonvaleszens und massive Anpassungskrisen aber bis auf weiteres Verhinderung eines Zusammenbruchs ist unser Basiszenario.

2. Gemäß dem Case-Shiller-Index sind US-Aktien wie Immobilien rund 30% überbewertet. Die erwartete Durchschnitts-Rendite aus Aktienanlage auf das nächste Jahrzehnt liegt bei 1-2% p.a. also letztlich wird eine 10-Jahres-Nullrendite erwartet.

3. In diesem Szenario der weiteren massiven Anpassungen und kleinerer Krisen sind Finanzierungstitel aus dem Alternative Income-Bereich weiter die richtige Anlage. Jene Mischprodukte im Risiko zwischen Aktie und Anleihe bieten zum einen noch Rendite (und damit mehr als Anleihen und Festgeld), zum anderen wird es nichts mit großen Aktienkursgewinnen im nächsten Jahrzehnt, dem klassischen Argument für die Aktienanlage.

4. Möglicherweise haben zu viele Anleger auf Kredit in AI-Strategien investiert, was Grund für den aktuellen Ausverkauf ist (Zurückführung/Zwangsabwicklung von Kreditkäufen). Wir sehen AI als exzellente Investmentchance mit einer langfristigen erwarteten Rendite weit über allen anderen Alternativen und bleiben hier in Black+White weiter stark engagiert.

5. Wir dämpfen die Ausschläge durch Optionsstrategien, die hohen laufenden Cash-Zuflüsse und eine im historischen Zeitablauf überdurchschnittlich hohe Cash-Quote. Auf Sicht 3-5 Jahre sehen wir hier eine der wenigen Möglichkeiten realistisch nennenswerte Vermögenszugewinne zu erzielen.

6. Die Schaukelbörsen der nächsten Jahre bieten gute Möglichkeiten für Optionsschreiberstrategien, wo über Options-Discount Aktien erworben und mittels Options-Aufschlag wieder teurer verkauft werden mit dem Ziel letztlich zweifach die Optionsprämien zu verdienen. Vola+Value bietet hier den zweiten Ansatz alternativ Gled zu verdienen.

28. September 2015 Straush

(C) 2015 German Asset Managers Group. All rights reserved.