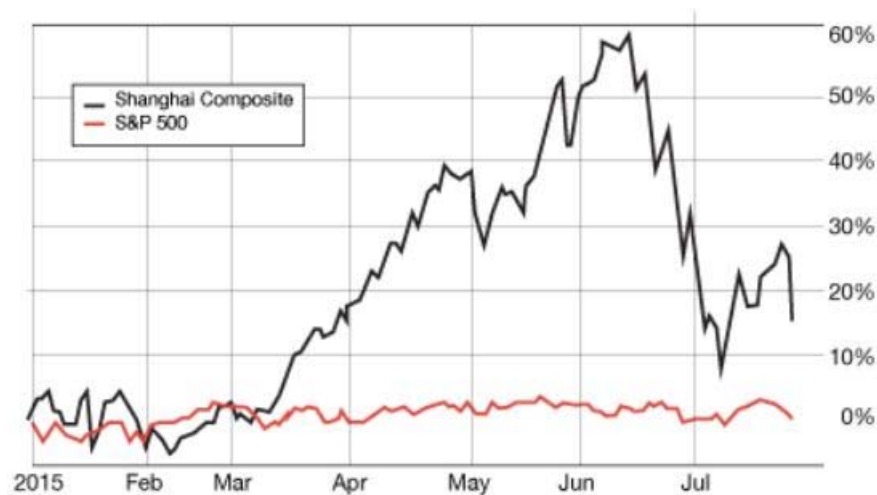


## Manager-Report Juli 2015: Finanzkrise 2.0 Rohstoff-Kollaps als Chance

Unsere Bewertung der Ursachen des Abverkaufs im letzten Report war falsch. Wir waren von einer allgemeinen Risikoscheu aus Angst vor der erwarteten Zinserhöhung durch die US-Zentralbank ausgegangen. Inzwischen ist klar, dass ein allgemeiner weltwirtschaftlicher Wachstumsabschwung vorliegt primär ausgehend von China. Die Risikoaversion der Investoren erhöhte sich dadurch im Juli und führte zu massiven Verlusten bei Sachwerten. Diese schlugen unsinnigerweise auch auf die von uns stark eingesetzten durch Sachwerte besicherten Zinersatzstrategien durch.

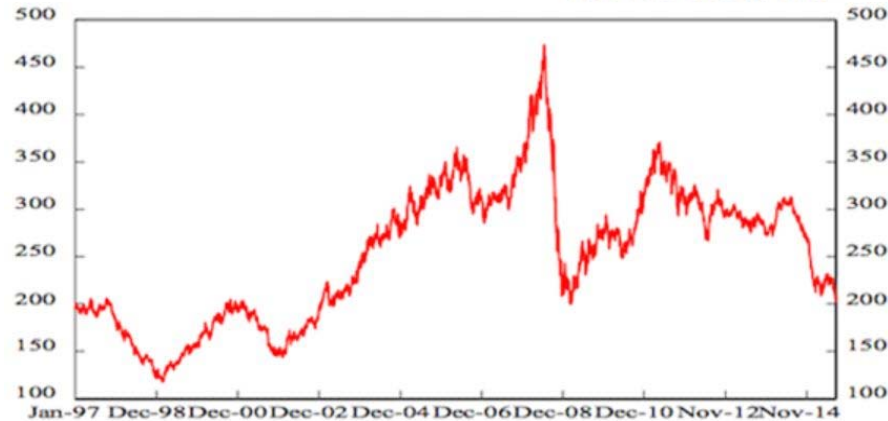
Investment	Juli 2015	% Juli 2015	% seit Handelsstart
<b>Black+White</b>	18.780,01	- 5,98%	+ 566,67%
<b>Vola+Value</b>	13.063,11	- 3,38%	+ 55,46%



Im Kern des Orkans steht China. Hier versucht die Regierung seit 2 Jahren die Wirtschaft von einer exportorientierten Werkbank-der-Welt-Strategie hin zu mehr Inlandskonsum zu entwickeln. Der Umbau funktioniert (noch?) nicht. Das Ende 2014 ins System gepumpte Geld hat mangels sinnvoller realer Investitionen und kapitalistischer Kultur nur den Weg an die Börse gefunden und wie 1999 in Deutschland im Neuen Markt und 2006 in den USA im Immobilienmarkt hat billiges Geld eine kurzfristige Reichtumsillusion und Überbewertung erzeugt.

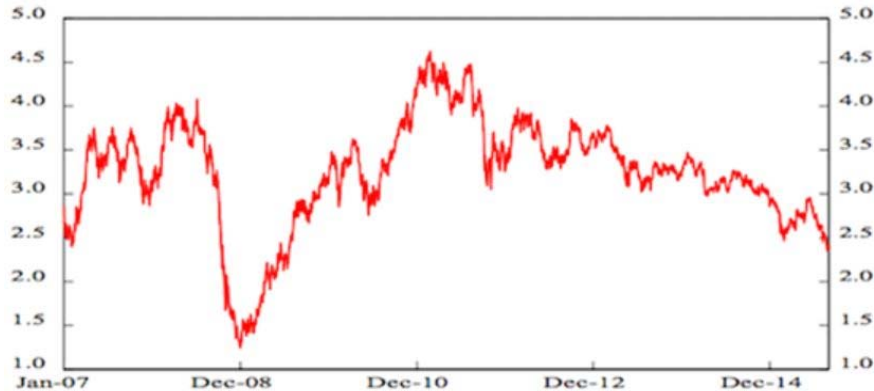
### Reuters/Jefferies CRB Index

Last Point 7/30/15: 204.7



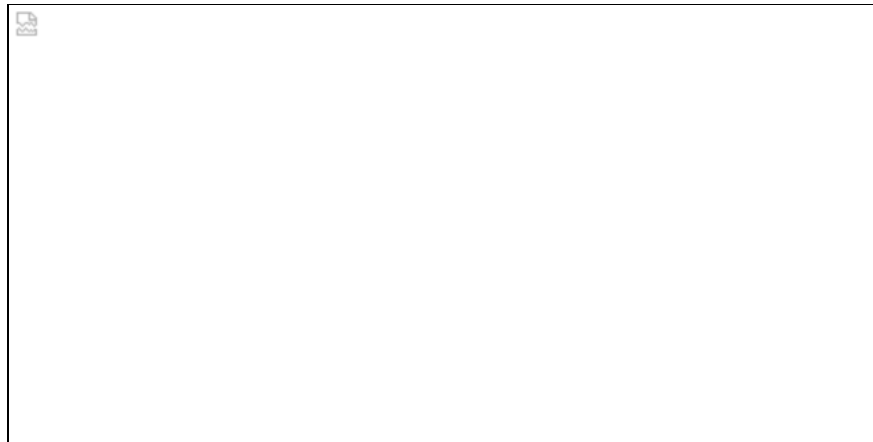
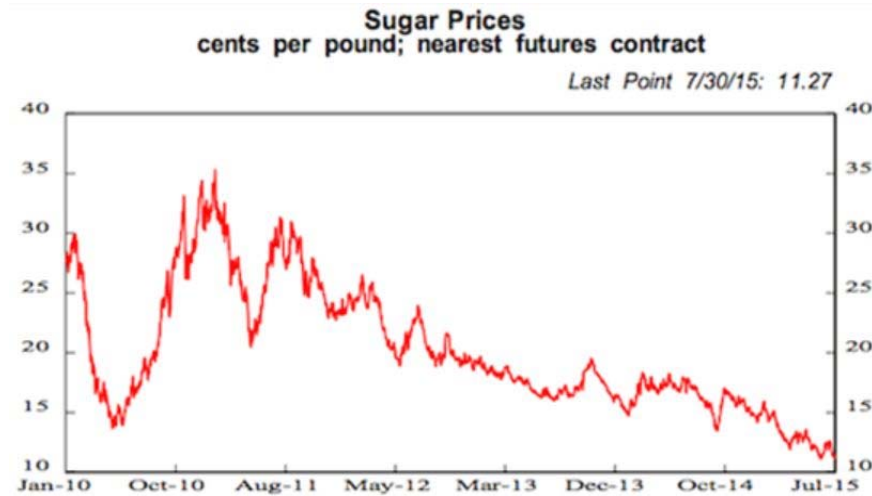
### Copper Prices \$ per pound; nearest futures contract

Last Point 7/30/15: 2.382



Jetzt ist auch diese Blase geplatzt. Nach 150% Indexplus auch durch kreditfinanzierte Aktienspekulationen seit 2014 wurde mit einem großen Knall seit Juni 2015 alles wieder verloren. NEMAX 1999-2002 lässt grüssen. Das Verbrauchervertrauen der zockenden Mittelschicht hat sich infolge verschlechtert, die Industrieproduktion verringert sich, und der erhoffte Aufbau bei den Dienstleistungen kommt nicht in Schwung. Der so verursachten weiteren Nachfrageschwäche steht damit weiter kurzfristig ein Über-Angebot an Rohstoffen gegenüber.

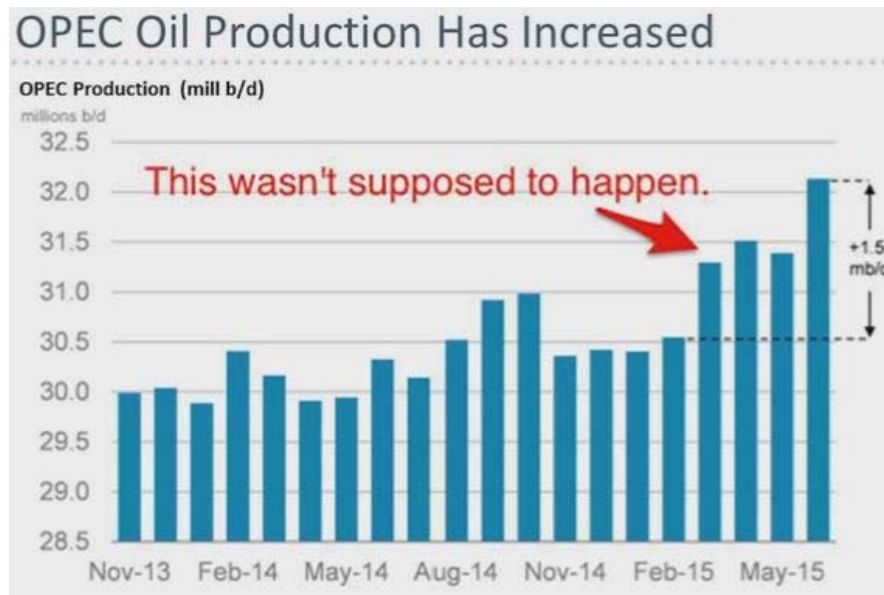
Kurzfristig deshalb, weil die Rohstoffe etwa gemessen durch den CRB-Index schon auf einem 13-Jahrestief sind, den Stand von 2002 aktuell unterbieten und vom Hoch 2008 mehr als 60% gefallen sind. In vielen Rohstoffen liegt bereits eine langjährige Baisse seit 2011 vor. Die Riesengewinne der Rohstoffunternehmen vor der Finanzkrise haben zum Aufschluss neuer Minen geführt, die als Zusatzangebot den aktuellen Preisdruck erzeugen. Die aktuellen Schrumpfgewinne bewirken genau das Gegenteil. Auf Sicht drei bis fünf Jahre wird also einer deutlich steigenden Nachfrage in allen Rohstoffen



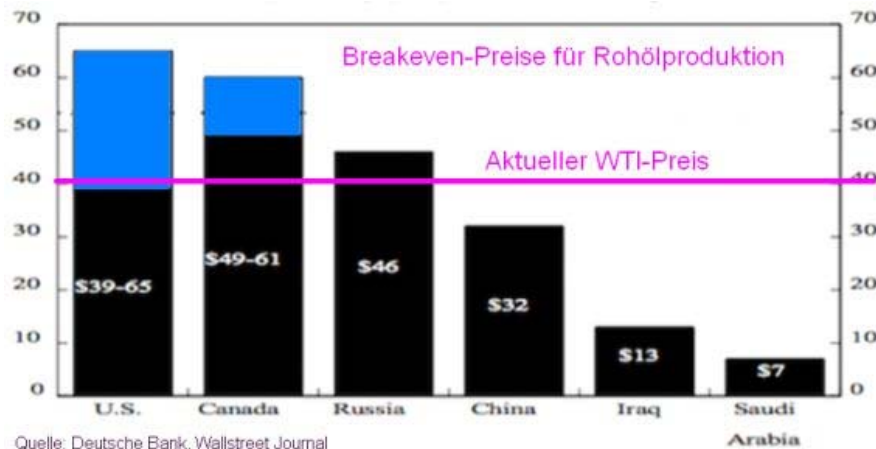
fehlendes Angebot aufgrund heute roter Zahlen bei den Produzenten und (siehe unten) utopisch hoher Zinsforderungen bei Krediten für Rohstoffinvestments gegenüberstehen. Investoren, die nur die aktuellen Vorgänge an den westlichen Aktienmärkten beobachten, verkennen die Situation. Schon 2014 sind reihenweise Rohstofffinanzierungen gerade in Südamerika gekippt. Deshalb haben wir die panischen Entwicklungen in den dortigen Währungen gerade gegen US-Dollar gesehen, beziehungsweise sehen sie seit einem Jahr. 50% Kursanstieg etwa im Dollar gegen kolumbianischen Peso und rund 45% gegen brasilianischen Real. Mit dem Nullzinsgeld der US-Zentralbank wurden schief laufende Rohstoffinvestments etwa in Südamerika finanziert. Es wurden Dollarkredite aufgenommen, um damit Rohstoffe zu produzieren, und mit den so erhaltenen Dollars die Kredite zurückzuzahlen. Und nun gibt es wegen halbiertes Rohstoffpreise nur die halben erwarteten Einnahmen (und keine Gewinne) und müssen nun die fehlenden Dollar um jeden Preis zurück



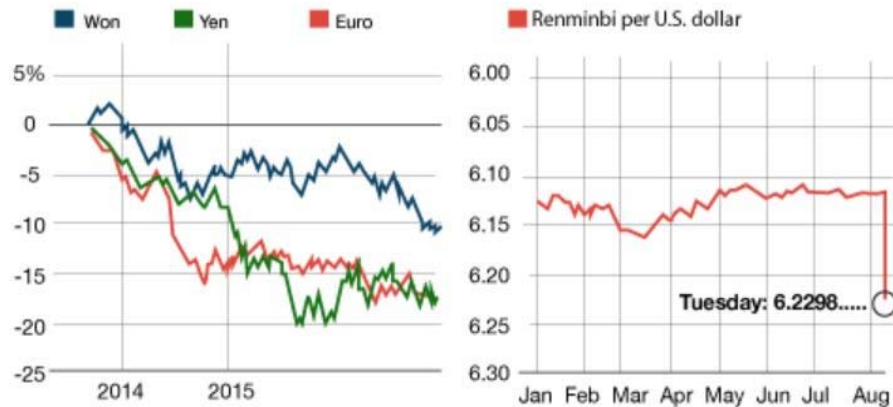
gekauft werden aus Geldern, die aus Verkauf anderer Vermögenswerte kommen oder aus Konkurs der finanzierten Projekte. Wir haben also schon ein Jahr Distressed-Konditionen (extreme finanzielle Anspannung) bei den Rohstoffproduzenten (bei einzelnen gegebenenfalls auch schon länger) und sind schon längst in der Abwicklungsphase und nicht mehr beim Gesundbeten und Interesse an Produktionsausweitung zeigen diese Währungsentwicklungen gesichert nicht! Die Preise für Eigenkapital in den Emerging Markets bestätigen dies. Statt der Hausse der letzten Jahre an den westlichen Börsen neue Tiefs unter den 2011er-Ausverkaufskursen. Frustration bei Emerging Markets-Investoren und 1100 Milliarden abgezogener Gelder aus EM-Fonds in 2015.



Taktisch und speziell auf Rohöl bezogen, gab es in den letzten Monaten zwei Effekte neben der China-Schwäche, die wir nicht auf der Agenda hatten. Saudiarabien und der Irak haben massiv ab März Rohöl oberhalb jeder vereinbarter Quoten in den Markt gepumpt, damit die OPEC faktisch beendet. Aktuell fördert die OPEC 1,5-2 Millionen Barrel mehr/Tag als vereinbart. Spekulativ kommt weiter durch die Einigung USA-Iran potentiell 2016 noch mehr Rohöl auf den Markt. Diese Effekte und die Wachstumsschwäche in China verschärfen im Öl-Komplex die Situation. Letztlich strategisch ist aber nur interessant, zu welchen Kosten



Quelle: Deutsche Bank, Wallstreet Journal



Rohöl langfristig gefördert werden kann. Die aktuellen Notierungen liegen weit unter Break Even für viele

Produzenten, sprich es wird Geld verloren. Bis jetzt werden wenigstens noch die Förderkosten eingespielt, aber eben nicht mehr, schon gar kein Gewinn, der angesichts der Risiken aber erheblich sein muss. Folge: Es wird kaum noch gebohrt.

Es liegt eine allgemeine Rohstoff-baisse vor, die gerade Rohöl weit unter den Break Even-Preis getrieben hat. Es liegen Crash-Notierungen in den Emerging Markets vor, wo viele Länder nur noch KGVs aufweisen, die bei der Hälfte der Werte in den westlichen Ländern liegen. Während die USA beim SP500-Stand von 2100 Punkte mit dem 18-19 fachen des Jahresgewinns bewertet wurden, lauten die Vergleichswerte für Hongkong etwa 9-10. Weiter sind die Gewinne in den USA durch Financial Engineering (Rückkauf eigener Aktien etc.) sowie durch künstlich durch die Zentralbanken gedrückte Zinsen geschönt. Weiter und am wichtigsten sind ein zunehmender Teil der Umsätze und der Gewinne der westlichen Staaten Ergebnis der Maschinen und der Luxuskarossen, die zwecks Aufbau der Produktion und als Luxusgüter an die Emerging Markets geliefert wurden/werden gerade was Japan und Europa beriff.

Die Welt-Wachstumsstory, die etwa dem BRIC-Thema zugrunde lag, wonach Brasilien und Russland als Rohstofflieferanten und Indien und China mit ihren Menschenmassen Moptor der Weltwirtschaft sind und USA und Europa als Berater und HighTech-Produkte-Lieferanten quasi mit der Creme de la Creme, den Wirtschaftseliten und der aufsteigenden Mittelschicht dort ertragreiche margenstarke Geschäfte machen (sprich diesen etwa Luxuslimosinen verkaufen) ist damit mehr als nur in Frage gestellt. Was auch in Frage

steht, ist die Rentabilität der Investitionen in den Emerging Markets durch westliche Unternehmen und die Frage welche gewinnmindernden Abschreibungen hier noch kommen.

Der Nullzins hat zu einem Vorziehen des Konsums geführt - überall! Er hat zu oft nicht zu nachhaltig produktiven Investitionen geführt. Das QE-Gefummel der Zentralbanken und die Eingriffe der Politik haben in den letzten Jahrzehnten nicht die Probleme der Menschen gelöst, sondern die sprichwörtliche Dose nur immer weiter die Strasse hinuntergekickt. Und jetzt muss man sie schließlich doch aufheben und den ganzen langen Weg den Berg wieder hinauf tragen, weil nur dort der Mülleimer steht. Es existieren viele wirtschaftlich nicht sinnvolle Projekte über die man sich auch nicht so viel Gedanken gemacht hat, weil das Geld ja nichts kostete und willig gegeben wurde. Und jetzt kommt der Tag der Abrechnung. Die chinesischen Fabriken können nicht noch mehr (oder auch nur in selber Menge) an den Westen verkaufen, weil die Menschen dort schon zu viel gekauft haben, Käufe vorgezogen wurden, weil Geld zu billig war. Was als Dauernachfrage erschien war durch Billiggeld überhöhte nicht nachhaltige Nachfrage. Fabriken dort rechnen sich nicht mehr. Die Arbeiter werden entlassen. Sie können die neuen Wohnungen, die sie aufgrund immer weiter steigendem Wohlstandes kaufen sollten, nicht kaufen und ja - und jetzt kommt die direkte Rückwirkung auf den Westen - die Maschinen, die für die immer weiter expandierenden Fabriken gebraucht wurden, werden nicht mehr gekauft, die Luxuslimonen von BMW und Daimler auch nicht mehr. Und die Kredite, die im Westen aufgenommen wurden zugunsten der Emerging Markets, stellen sich teilweise als gefährdet heraus. Zuviel Kredit an Subprime-Länder und bei Subprime-Aktiengesellschaften ist die neue Krise.



Einige dieser unserer Gedanken finden sich zunehmend auch in der Presse etwa [Roman Pletter in der Zeit vom 23. August mit einer Mehr-Kritik](#) und [Tim Bartz im Manager-Magazin zum Unvermögen der Zentralbanken hier noch einmal gegenzusteuern.](#)

Beide Autoren, für Journalisten typisch, stellen sich nur nicht der für uns als Investoren wichtigen Frage, was an den Börsen passiert, wenn die Menschen diese Problematik schließlich en masse begreifen:

Die griechische Krankheit (Überkonsum, dem keine Produktivität gegenüberstand finanziert durch eine windige Kreditkonstruktion nach der nächsten) ist in der Weltwirtschaft weit verbreitet. Zuviel Griechenland ist fast überall.

Welche Konsequenzen hat dies nun?

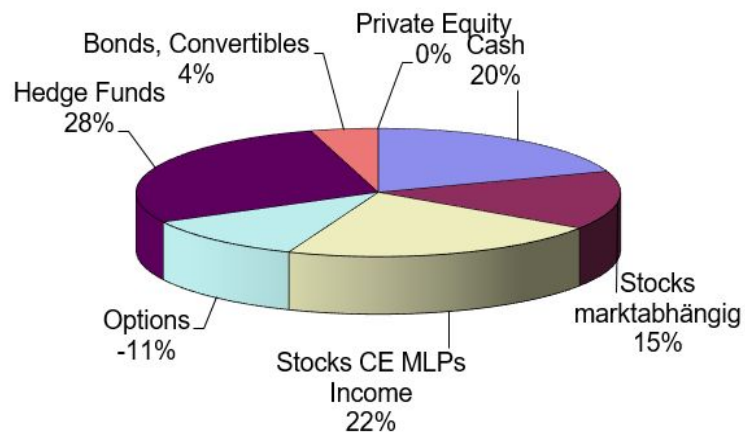
\* Massive Zinserhöhungen durch die Zentralbanken sind nicht möglich. Staatsanleihen sind daher noch für viele Jahre Verlierer-"Investments" mit denen kein Vermögensaufbau möglich ist, die genauso wie Cash nur eine negative Rendite bringen werden. (Anschluss-) Finanzierung sinnvoller wirtschaftlicher Projekte wird weiter kein Problem von der Zinshöhe her darstellen und erbringt weiter trotz Staats-Minizinsen hohe Renditen. Unternehmerische produktive Finanzierungen sind weiter die Lösung für einen Vermögensaufbau. Auf der Website der St. Louis FED, der Denkfabrik der US-Zentralbank gibt es dazu ein interessantes Research: Die Nachsteuerrendite für unternehmerische Investitionen liegt mit 7% aktuell sogar höher als vor der Krise. **Billig** an kalkulierbare unternehmerische Renditen heranzukommen wird auch für die nächsten Jahre das einzige Erfolgsrezept für einen Vermögensaufbau sein.

\* Aufgrund der massiven Kreditpyramiden in unproduktiven Aktivitäten und der unklaren Auswirkungen bei der Abwicklung dieser sollten Investoren sich auf völlig klare Investments, die durch Sachwerte klar besichert sind, konzentrieren.

\* Die Kurseinbahnstrasse der letzten Jahre nach oben war Folge der monatlichen erzwungenen Frischgeldanlagen durch dauernde Zuflüsse von neuem Zentralbankgeld. Die Normalisierung dieser Anlageblase wird eine deutlich höhere Volatilität mit sich bringen. Wann wo welche Blasen entstanden sind und wann sie platzen, ist nicht prognostizierbar. Die geplatze China-Aktienkursblase wie auch die DAX-Aktienkursblase sind nur die ersten Beispiele. Man beachte das Wort billig weiter oben! Ein stärkerer Einsatz von Optionsstrategien ist zwingend für eine erfolgreiche Portfoliostrategie, bei der man auch noch schlafen kann. Letztlich heisst dies, man muß als Anleger investiert sein, aber abgesichert, antizyklisch, unten in der Panik zukaufend. Wenn es zu perfekt aussieht, muß man Investitionen reduzieren, bei Panik aber wieder investieren. Optionsstrategien ermöglichen es, dass die Ausschläge an den Börsen nur begrenzt auf das Portfolio durchschlagen.

\* Rohstoffe und Emerging Markets sehen riskant aus, aber sind extrem billig und die Risiken bekannt, die Kurse ausgebombt, die Abwicklung/Bodenbildung läuft. Die westlichen Länder sind teuer und die Auswirkungen der Überbewertung durch billiges Geld noch nicht klar. Die westlichen Länder sind riskanter.

## Allokation Black + White



Die Märkte preisten im Mai eine perfekte Welt. Diese wurde durch die geschilderten realen Probleme in den Folgewochen zunehmend infrage gestellt. Dies und die Illiquidität der Sommermonate aufgrund Urlaub einzelner Marktteilnehmer steht hinter dem aktuellen Ausverkauf an den Börsen, einem breit angelegten liquiditätsgetriebenem Crash. Die unter der Decke gehaltenen Anspannungen brachen auf. Einzelne Anleger suchten eine höhere Cash-Quote anstatt die Ausverkaufskurse zum Aufbau von Positionen zu nutzen. Andere Investoren waren siehe oben mit realen Schiefagen konfrontiert. So etwas passiert, wenn Zinsen künstlich niedrig gehalten werden und die Illusion einer von genialen Bürokraten perfekt gemanagten Welt erzeugt wird. Ein erster Crash ist

erfolgt (Crash = Kursrückgang um mehr als 13% bei einem Aktienindex innerhalb weniger als sechs Wochen). Wir hatten diesen Abverkauf erwartet, nachdem die Märkte nach den schon deutlicheren Korrekturen im Juni nicht wie von uns erwartet sofort drehten. Auch dies gehört zum Ablauf solcher Crashes. Im Juli haben wir deshalb massiv unsere Cash-Quote erhöht und das Kursrisiko durch geschriebene Optionen noch weiter reduziert und nutzen aktuell im August jetzt die explodierten Optionsprämien um Positionen aufzubauen, die geringe Kursrisiken aufweisen, aber wo wir über den Optionsprämienverfall hohe laufende Zusatzeinnahmen erhalten. Wir haben damit die Auswirkungen des aktuellen Crashes schon im Juli auf Black+White begrenzt und deutlich besser als die Märkte abgeschlossen in denen wir investieren.

XOP, das ETF der Öl- und Gasproduzenten hat im Juli 17.81% verloren.

BDCL, das ETF der Beteiligungsgesellschaften verlor knapp über 10%.

WTI Rohöl verlor mit einem Endstand von USD 47,11 -20,8% im Juli.

Dies ist Regel 1 intelligentem Money Managements: Man muß auch morgen noch Spielsteine haben um mitspielen zu können. Wir wollen immer sicherstellen, dass wir auf nahe Sicht wieder neue Höchststände in der Vermögensentwicklung erreichen. Die von uns verkauften Optionsprämien liegen deutlich über dem aktuellen Moatsverlust, so dass wir alleine, wenn diese bis Jahresende verfallen, ein wieder ein positives Jahres-Ergebniss erzielen. Diese Handelsansätze funktionieren im August nun noch besser.

Wie schon im letzten Bericht geschildert, sind die aktuellen Vorgänge an den Börsen, gerade was die Segmente Energietransport und Immobilien betrifft, zwei Kernsektoren unserer sachwertorientierten Strategien, extrem irrational. Wir sind verwundert darüber, dass bei uns überhaupt nennenswerte Verluste entstehen.



Der gesunde Menschenverstand sagt eigentlich, dass, wenn mehr Öl und Gas produziert wird, dann mehr transportiert werden muss. Im übrigen wird sich für gerade Öl bei sinkenden Benzin- und Dieselpreisen schon eine Verwendung finden wird. Es gibt noch Milliarden unmotorisierter Menschen auf diesem Planeten und Milliarden, die vielleicht das erste Mal in ihrem Leben sich bei geringeren Energiekosten ein Moped oder ein Auto leisten können. Für die Gewinne der Öl- und Gasproduzenten sind niedrige Energiepreise schlecht, schaffen Verluste. Für Energietransporteur wie die von uns gehaltenen Pipeline-Berreiber sind höhere Volumina aber tendenziell - auch wenn man unterstellen wollte die Preise blieben mittelfristig niedrig (was aber unrealistisch ist) - gewinnsteigernd!

Dennoch sind wir mit massiven irrationalen Abverkäufen in Energietransport- und -speichertiteln konfrontiert. Die Situation ist dabei vom Ergebnis her identisch wie 2008/09. Ein völlig absurder Abverkauf.

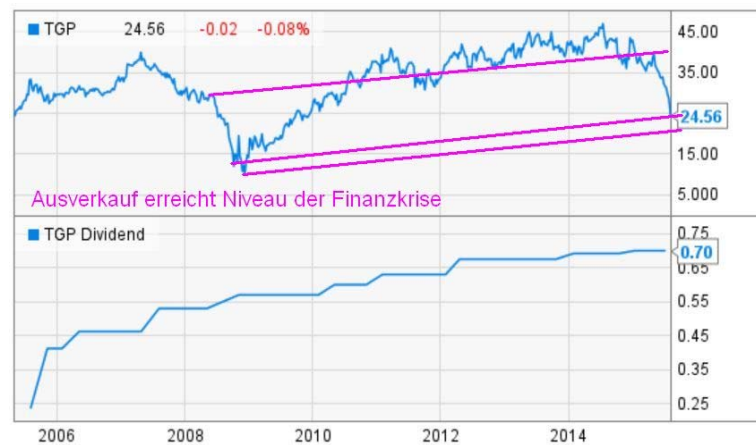


Ein Beispiel: Wir halten etwa Positionen in Teekay LNG Partners (TGP), einem der größten Pools von Flüssiggasschiffen. Im Mai 2015 noch handelte der Titel mit USD 41. Damalige quartalsweise Gewinn-Ausschüttung USD 0,70. Gemäß aktuellem Quartalsbericht wurde der Gewinn gegen Vorjahr um 7% gesteigert und liegt diese Ausschüttung damit höher als im Vorjahr.

Im Juni wurde ein neuer 13-Jahres-Kontrakt mit BP abgeschlossen. Teekay LNGs langfristige Verträge zu festen Preisen = garantierte Umsätze haben damit ein Volumen von USD 11,4 Mrd erreicht. Nachhaltige Umsätze sind also gegeben und für die Zukunft sicher. Dies geht einher mit einem erstklassigen Management stetiger Verbesserung der Bilanzrelationen.

In Millions of U.S. Dollars (except for per share items)	Annual 2014-12-31	Annual 2013-12-31	Annual 2012-12-31	Annual 2011-12-31	Annual 2010-12-31	Annual 2009-12-31
Cash & Equivalents	159.64	139.48	113.58	93.63	81.06	108.35
Short Term Investments	15.84	16.44	6.66	6.07	5.63	5.20
Cash and Short Term Investments	175.48	155.92	120.23	99.70	86.69	113.55
Accounts Receivable - Trade, Net	11.27	19.84	13.41	13.92	6.53	10.26
Total Receivables, Net	23.21	26.48	27.27	25.84	19.36	11.05
Prepaid Expenses	3.98	20.12	5.84	4.92	12.04	30.45
Other Current Assets - Total	2.00	18.44	51.97	15.61	60.33	49.76

Prepaid Expenses	3.98	20.12	5.84	4.92	12.04	30.45
Other Current Assets, Total	3.00	18.44	51.37	15.61	99.33	48.76
<b>Total Current Assets</b>	<b>205.66</b>	<b>220.96</b>	<b>204.71</b>	<b>146.07</b>	<b>217.43</b>	<b>203.81</b>
Property/Plant/Equipment, Total - Gross	2,391.22	2,390.55	2,395.34	2,476.74	2,389.53	2,377.66
Accumulated Depreciation, Total	(639.63)	(565.09)	(484.32)	(455.62)	(389.95)	(300.06)
Property/Plant/Equipment, Total - Net	1,751.58	1,825.45	1,911.02	2,021.12	2,019.58	2,077.60
Goodwill, Net	35.63	35.63	35.63	35.63	35.63	35.63
Intangibles, Net	87.65	96.84	109.98	120.95	123.55	132.68
Long Term Investments	1,558.14	1,355.04	820.47	605.12	593.16	507.92
Other Long Term Assets, Total	325.76	685.66	703.63	659.85	558.05	620.77
<b>Total Assets</b>	<b>3,964.42</b>	<b>4,219.59</b>	<b>3,785.45</b>	<b>3,588.73</b>	<b>3,547.39</b>	<b>3,578.41</b>
<hr/>						
Accounts Payable	0.64	1.74	2.18	3.30	4.36	4.74
Accrued Expenses	34.65	45.46	37.48	45.81	38.67	41.83
Notes Payable/Short Term Debt	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
Current Port. of LT Debt/Capital Leases	161.66	128.78	156.76	131.93	477.20	117.96
Other Current liabilities, Total	126.57	112.04	80.20	72.29	64.55	166.43
<b>Total Current Liabilities</b>	<b>323.52</b>	<b>288.02</b>	<b>276.62</b>	<b>253.33</b>	<b>584.77</b>	<b>330.95</b>
Long Term Debt	1,766.89	1,680.39	1,326.86	1,230.51	1,322.71	1,397.69
Capital Lease Obligations	59.13	566.66	567.30	599.84	470.75	743.25
Total Long Term Debt	1,826.02	2,247.05	1,894.17	1,830.35	1,793.46	2,140.94
<b>Total Debt</b>	<b>1,987.67</b>	<b>2,375.84</b>	<b>2,050.93</b>	<b>1,962.28</b>	<b>2,270.66</b>	<b>2,258.90</b>
Minority Interest	9.62	52.99	41.29	26.24	17.12	13.81
Other Liabilities, Total	267.51	240.73	360.39	365.34	255.84	189.48
<b>Total Liabilities</b>	<b>2,426.67</b>	<b>2,828.80</b>	<b>2,572.47</b>	<b>2,475.27</b>	<b>2,651.20</b>	<b>2,675.18</b>
<hr/>						
Common Stock, Total	1,539.15	1,390.66	-	-	-	-
Other Equity, Total	(1.40)	0.13	1,212.98	1,113.47	896.20	903.23
<b>Total Equity</b>	<b>1,537.75</b>	<b>1,390.79</b>	<b>1,212.98</b>	<b>1,113.47</b>	<b>896.20</b>	<b>903.23</b>
<b>Total Liabilities &amp; Shareholders' Equity</b>	<b>3,964.42</b>	<b>4,219.59</b>	<b>3,785.45</b>	<b>3,588.73</b>	<b>3,547.39</b>	<b>3,578.41</b>
<hr/>						
<b>Total Common Shares Outstanding</b>	<b>78</b>	<b>74</b>	<b>70</b>	<b>65</b>	<b>55</b>	<b>52</b>
Tangible Book Value per Share, Common Eq	18.053	16.959	15.317	14.754	13.375	14.041



Die Bilanzsumme liegt bei rund 4 Mrd. USD. Trotz der hohen Ausschüttungen von 4\*USD 0,70 = USD 2,80 pro Anteilsschein, gingen die Schulden von 2675 Mio. 2009 auf 2426 Mio. 2014 zurück während gleichzeitig das Eigenkapital von 903 Mio auf 1537 Mio anstieg.

Die Zukunft sieht exzellent aus. Bis 2020 wird es zu einer Ausweitung der Flotte kommen und dies alles auf Basis von zum Großteil langfristigen Verträgen, also mit deutlich reduziertem Betreiberrisiko

Der Kurs ist dennoch kollabiert hat sich von USD 45 noch Anfang 2015 auf zuletzt USD 23 halbiert. Auch ein Kaufempfehlung der größten US-Bank JP Morgan Chase beim Stand von USD 30 hat hieran nichts geändert. Der Titel wurde Opfer des allgemeinen Energiewerte-Ausverkaufs.

Wer wie wir hier nun investiert, hat ein Investment, welches unsere obigen Kriterien erfüllt: Klare Vermögenswerte (Schiffe). Klare Vertragsstruktur. Kalkulierbar. Konservative Bilanz. Hochrentabel.

Mit unseren Optionsstrategien können wir TGP auch noch mit weiterem Kurs-Discount einkaufen und den steuerlichen Zufluss der Erträge optimieren.

Der Abverkauf hat das Niveau der Finanzkrise vom Ausmaß her erreicht (prozentualer Kurssturz). Damals dauerte es rund 18 Monate bis diese Absurdität ausgeglichen war. Nehmen wir konservativ 3 Jahre an, dann erhalten wir 11% p.a. laufende Ausschüttungen und 100% Kursgewinnchance oben drauf und dies mit einem konservativen Investment.

Es wird unserer Meinung nach genau wieder so kommen. Lesen Sie dazu ruhig einmal in unserem [Report vom Februar 2009 nach](#). Damals hatten wir auch absurde Zinssätze im HighYield-Bereich. Wie damals wollen wir wieder an der Panik gut verdienen.

Der Ausverkauf bei den Rohstoffen hat absurde Züge angenommen. [Die Zahl aktiver Bohrplattformen hat sich etwa in North Dakota mehr als halbiert](#). Allerdings wird man den Förderrückgang erst mit einer gewissen Verzögerung sehen. Öl wird trotzdem massiv verkauft zuletzt mit USD 40 deutlich unter langfristigen Produktionskosten, die im Bakken in North Dakota über USD 60,- betragen. Da die aktuellen Ölpreise zu einem weiteren Zusammenbruch der Bohraktivität führen werden, ist eine Angebotsverknappung absehbar schneller als viele denken.

## Allokation Vola + Value



Endlich wieder Vola. Die Gelddruckerei der Zentralbanken hat uns in den letzten Jahren das Geschäft kaputt gemacht. Die künstlich niedrigen Zinsen, die künstlich überhöhten Kurse, die dauernden politischen Eingriffe in das System ermöglichten letztlich keine größeren Positionen aufzubauen und kalkulierbar waren die Ergebnisse auch nur schwer. Man musste letztlich politisch gut verdrahtet sein, Teil der Filzokratie, die die "Rettung" des Finanzsystems, inszeniert hat, das sie selber erst in die Krise getrieben haben, um zu wissen, wann welcher manipulative Eingriff stattfindet. Jetzt schient es so, als würden normale Märkte wieder entstehen, wo normale Anleger wenn sie Angst haben sich mit teuren Optionen absichern wollen und uns damit die Möglichkeit für

Profite geben. Jedenfalls kann man solche Ausschläge wieder handeln und wird für das verkaufen von Optionen wieder angemessen bezahlt. Ein Beispiel: Rohöl mit Lieferung im Januar 2016. Beim Stand von USD 45 im Kontrakt werden für den 45er-Call wie Put rund USD 4,- gezahlt. Verkauft man beide (Straddle) ist der Breakeven bei 37 nach unten und 53 nach oben. Sprich solange die Kurse Anfang Dezember - und dies sind nur noch 3 Monate!) zwischen 37 und 53 notieren entsteht ein Gewinn. Konservativer ist der 40 (Put)/50 (Call) Strangle. Mit jeweils rund USD 2,60 Prämie = USD 5,20 für das Paar, liegt der Breakeven bei USD 34,80 und USD 55,20,-.  $USD 5,20 / USD 45 = 11,55\% = 46,22 \text{ p.a.}$  ist auch wieder eine ansprechende Jahresrendite.



Technologiewerte weisen nach dem Crash auch wieder attraktive Volatilitäten auf. Apple-iphone-Zulieferer Cirrus-Logic etwa ermöglichte uns nach dem Rückschlag von USD 38 auf USD 27 Aktien zu erwerben dagegen 29er Calls zu verkaufen und gleichzeitig noch 25er Puts zu erwerben, dies alles per Oktober. Unsere Erwartung: Der Kurs wird sich hier zwischen 27 und 31 auspendeln. Wir haben die 29er-Calls zu USD 2,- verkaufen können (Ratio 3 Optionen für 2 Aktien). Wir haben in halber Zahl absichernde Puts Basis 25 zu USD 0,70 erworben. Als Beispiel: 2000 Aktien @ 28 = USD 56000,-, -30 Calls @ 29 zu USD 2 = USD 6000 + 15 Puts @ 25 @ 0,70 = USD 1050,-

Anfängliche Cash-Bilanz:

- USD 56000 Aktienkauf

+USD 6000 aus verkauften Calls zu USD 29

- USD 1050 aus gekauften absichernden Puts zu 25

Gsamtaufwand: USD 51050,-

Fall 1: CRUS steht im Oktober bei USD 29. Die Calls werden ausgeübt. Wir verkaufen unsere zu USD 28 erworben Aktien zu USD 29 (USD 1 Kursgewinn) und erzielen weitere USD 2000,- Kursgewinn.

Gesamterfolg: USD 58000,- Verkauf der Aktien - USD 51050 Einsatz nach Optionen = USD 6950,- Gewinn. Bezogen auf USD 51050,- Einsatz eine Rendite von 13,61% für 2 Monate = 81,66% p.a.

Fall 2: CRUS steigt über 29,- Dann werden 2/3 der Call-Optionen abgerufen und dadurch kommt es zum Verkauf der Aktien zu USD 58000,- 1/3 der Optionen müssen wir zurückkaufen (10 Calls), die unseren Gewinn für jeden Dollar über USD 29 Kursnotiz Mitte Oktober um USD 1000 reduzieren. Damit kann CRUS bis USD 35,95 steigen, bevor die Position in den Verlust läuft (Breakeven nach oben). Bei 32 (200 Tage Mittelwert) entsteht aber immer noch ein Gewinn von rund USD 4000,- und damit auch immer noch von rund 50% p.a.

Fall 3: CRUS fällt unter 29 aber über 28. Alle Optionen verfallen und nur der zusätzliche Kursgewinn von USD 2000,- reduziert sich.

Fall 4: CRUS fällt unter 28 zurück. Solange die bisherigen Tiefs halten (USD 27) ist dies kein Problem und erfolgt maximal eine weitere Reduzierung des Gewinns. Bei Endstand von USD 27 im Oktober werden die Aktien zu USD 54000,- verkauft und der Gewinn ist dann  $USD\ 2950,- / USD\ 51050 = 5,78\% = 34,67\%$  p.a.

Fall 5: Crash. Bis USD 25,50 reicht hier unser Breakeven schon ohne Optionsausübung. Erhalten wir wenigstens diesen Verkaufspreis, haben wir unseren Einsatz (USD 51050) wieder. Für die eine Hälfte der Position ist dies auch schon über den gekauften Put garantiert. Logischerweise würde man aber bei einem weiteren kurzfristigen Kollaps die verkauften 29er Calls für kleines Geld zurückkaufen, 25er- oder 26er-Calls neu verkaufen und damit die Spanne nach unten noch weiter ausweiten und die Gesamtposition auch noch bei 23 oder 24 zu einem erheblichen Gewinn werden lassen.

Diese Position haben wir neu aufgenommen. Sie dient einerseits dazu zu zeigen, was aktuell an Chancen und Gewinnen möglich ist, andererseits dazu einen besseren Einblick in die Funktionsweise von V&V zu geben. Wir haben dadurch, dass die Tops klar aus dem Frühjahr gegeben sind (hier etwa bei USD 38), massive Abgaben dort zu erwarten sind, und damit kein schnelles Übersteigen dieser Kursmarken erfolgen wird, massive Barrieren nach oben. Gleichzeitig ist mit dem Crash, der Liquidität und auch fundamental eine Untertützung auch unten gegeben (die man dann auch noch durch solche Put-Käufe zusätzlich absichern kann) und da die Aktie sich mit sehr hoher Wahrscheinlichkeit damit in einer breiteren Kursspanne aufhalten wird, können mit Optionsstrategien wie gezeigt mit hohen Wahrscheinlichkeiten hohe Gewinne erzielt werden. So sicher, dass wir uns sogar vorab trauen diese Positionen von Anfang an offen zu legen.

Zusammenfassung:

1. Die ersten TINA-Trade-Blasen, bei denen dumm, weil es ja billiges Geld durch die Zentralbank gab, zu teuer Aktien gekauft wurden (DAX, China) sind geplatzt. Volatil seitwärts vielleicht auch noch abwärts ist das Szenario. Die ersten? Zwangsglattstellungen sind im Crash am 25. August erfolgt.

2. Die wirtschaftliche Lage ist aber noch nicht die Katastrophe, die die Kurse behaupten, so dass man Übertreibung nach unten am 25. August feststellen muß. Dies gilt insbesondere auch für eine Vielzahl von Zinersatz-Aktien, wie die von uns stark gehaltenen Business Development-Companies, die MLPs (Pools von Schiffen, Öl- und Gasquellen bzw. Pipelines) und Immobilienfonds. Hier existiert eine im Prinzip ruhige Geschäftsentwicklung. Nur die Kunden, die Öl- und Gasförderer stehen aufgrund fallender Preise unter Druck. Bei TGP etwa ist die Ausschüttungsrendite etwa von 7% p.a. auf 11-12% p.a. angestiegen und diese wird aufgrund positiver Geschäftsentwicklung weiter steigen. Für einen Ausverkauf gegen Kursniveau Mitte Mai von 25%+X wie er erfolgt ist, gibt es nicht nur keinen vernünftigen Grund, sondern dies ist eine exzellente Chance für (Value-)Investoren, die Beste seit 2009!

3. Auch in den Rohstoffen und den Emerging Markets ist eine massive Unterbewertung festzustellen. Öl notierte 30% unter langfristigem Break Even vor einer Woche. Es gibt Gründe, warum Schlumberger, der weltweit größte Ölservice-Anbieter Wettbewerber Cameron mit 42% Aufschlag auf den Börsenkurs übernehmen will oder warum sich Carl Icahn, legendärer Hedge Fonds - Milliardär die letzten Wochen beim Öl und Kupfer-Produzenten Freeport Mc Moran mit 17% beteiligt hat. Investoren mit Hirn und tiefen Taschen kaufen hier!

4. Wir haben den Rückschlag weitgehend unbeschadet in den GAMAG-Portfolios überstanden und treffen jetzt auf exzellente Investitions-Bedingungen. Da noch nicht klar ist, ob der Crash zu Ende ist, gehen wir konservativ an die Märkte heran. Die extremen Optionsprämien und die extrem hohen laufenden Ausschüttungen haben ein Szenario wie 2008/09 geschaffen, dass eine extrem hohe Wahrscheinlichkeit für hohe Gewinne in Value-Strategien mit Optionen ermöglicht. Es ist richtig, dass Öl noch auf 32 fallen kann, nur wenn die Optionsprämien schon einen BreakEven bei 35 ermöglichen, wo ist noch das (große??) Risiko, dass von den Apologeten des Untergangs an die Wand gemalt wird? In den ausgebombten Sektoren Rohstoffe und Emerging Markets kann man nach vier Jahren Dauerbaisse, 60-80% Kursverfall etc. und jetzt auch noch extrem hohen Optionsprämien nur schwer noch Geld verlieren.

5. Wir konzentrieren uns auf eine Ausweitung unserer Zinssatzstrukturen bei Black+White unter zusätzlichem Optionsschutz und nehmen deutlicher und stark bei Vola+Value jetzt abgesicherte Optionspositionen wie beschrieben ein.

6. Es bleibt bei der Wiederholung unserer Bemerkung aus dem letzten Report: Anleger sollten bedenken, dass seit 2008 Banken keine stabilisierende Rolle an den Finanzmärkten mehr einnehmen, daher diese nicht mehr effizient sind, massive Marktverwerfungen wegen fehlenden Eigenhandels öfter auftreten und viel größer ausfallen, als früher. Anleger, die bereit sind, sich etwas längerfristig zu engagieren, erhalten damit die Chance viel höhere Gewinne zu erzielen als früher. Nur erfolgen die Korrekturen eben nicht sofort, weil die stabilisierenden Einflüsse des Eigenhandels fehlen. Mit den Geschehnissen der letzten Tage ist es noch erheblich lukrativer geworden.

26. August 2015 Straush

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

"