

## Manager-Report November 2013: Portfoliogewinne nach der Geldspritze

Die gedopte Hausse an den westlichen Börsen geht weiter. Abgesichert mitverdienen war und bleibt unsere grundsätzliche Antwort in diesem Szenario. Als Ergebnis war November ein weiterer erfolgreicher Monat für unsere Portfoliostrategien.

Investment	November 2013	% November 2013	% seit Handelsstart
Black + White	20.021,09	+0,48%	+610,47%
Vola + Value	13.941,68	+0,20%	+65,95%

Black + White erreichte mit dem November-Ergebnis ein neues Allzeithoch. Seit dem Sylvester-1999-Endstand wurden damit mehr als +126% nach allen Kosten für Anleger in den GAMAG-Zertifikaten verdient. Seit Handelsstart 1996 beläuft sich die Rendite sogar auf mehr als 600%. Dann ist doch alles in Ordnung? Für unsere Handelsansätze ja. Sie haben durch alle Finanzkrisen hindurch funktioniert, das Kapital geschützt und vermehrt. Für die wirtschaftliche Entwicklung und für klassische Investments wie breit gestreute Aktienanlagen oder gar Anleihen bleiben wir skeptisch.

Im November stiegen die westlichen Aktienbörsen noch einmal. In der Industrieproduktion für die USA wurde dazu vermeldet, dass diese den Stand vor der Finanzkrise wieder erreicht hätte. All dies wird als positive Nachricht bewertet. Die verbreitet festzustellende schon teilweise euphorische Stimmung darüber, dass 5-6 Jahre nach Erreichen eines bestimmten Umfangs wirtschaftlicher Aktivität bei einer um 5% gewachsenen Bevölkerung dieselbe wirtschaftliche Produktion wirklich ja tatsächlich noch einmal erreicht wurde, bewerten wir als schon kurios. Bei einem Wachstum der US-Bevölkerung um rund 1 Million Menschen pro Jahr (0,3% p.a.) und ständiger Produktivitätsfortschritte ist ja wohl eine Schrumpfung der wirtschaftlichen Aktivität das einzige, was wirklich berichtenswert wäre. Das trotz der gigantischen Finanzmittel, die in das System geblasen wurden, gerade einmal der Zustand von vor 5 Jahren wieder erreicht wurde, ist dann wohl eher bedenklich. Bedenklich ist auch der Rekord von Aktienkäufen auf Kredit an der Wallstreet. Wenig attraktiv ist auch das aktuelle Kurs-Gewinn-Verhältnis von 18-20 für die westlichen Börsen und in den defensiveren Aktien mit einer stabileren Gewinnentwicklung wie etwa Nahrungsmittelherstellern von um die 30. Wir hören auch mit welchen Argumenten Aktienengagements hier von Banken verkauft werden. Diese Titel würden doch noch 3% Dividende zahlen und dies sei doch attraktiver als die 0%-1%, die man bei Festgeld bekäme und einen Crash von 30% , den es ja bei Aktien gäbe, den müsse man eben aussitzen. Wir können es gar nicht erwarten zu sehen, wie diese Anleger sich dann in dieser Situation (Crash) verhalten werden. Unsere Prognose: Diese Rendite-Anleger werden im Crash-Tief verkaufen, weil sie den emotionalen Stress nicht aushalten werden und ihren Ausflug von der Anleihen-Welt in die Aktien teuer bezahlen und Geld verlieren. Hier werden Anleger fehlberaten und dies wird "blutig" enden wie immer! Aktien sind keine Alternative zu Anleihen. Sie sind das Gegenstück. Gewinn ist das, was übrig bleibt nachdem die Zinsen an die Anleiheninhaber gezahlt wurden. In guten Wirtschaftsjahren ist das ganz viel und in schlechten ein Verlust. Deshalb schwanken Aktien massiver als Anleihen und deshalb muß man sie aktiv managen und buy-and-hold ist keine Strategie sondern eine sichere Möglichkeit schlecht abzuschneiden.

Unsere kapitalgeschützten Anlagen sind dagegen eine Alternative zu Festgeld und Zinsanlagen. Es gibt Gründe warum Aktien höher rentieren müssen als Zinsanlagen und die besteht im wirtschaftlichen Risiko, welches der Aktionär übernehmen muß. Terroristische Anschläge, Kriege, Finanzkrisen und Naturkatastrophen treffen nun einmal primär den Aktionär. Weil wir 2013 nichts dergleichen hatten beziehungsweise der Markt über die traurigen Vorgänge in Syrien hinwegschaut, weil es ja nicht direkt die westlichen Wirtschaften betrifft, scheint die Erinnerung, dass es auch schief laufen kann, vergessen zu sein. Warten wir auf die nächste große Krise. Angesichts der aktuellen Sorglosigkeit wird sie nicht auf sich warten lassen. Im statistischen Mittel dauert ein Aufschwung nach einem 20%+-Indexverlust 52 Monate. Wir sind mit dem November im 55. Monat der Aufwärtsbewegung seit dem Tief der Aktienbörsen vom April 2009. Es wird damit zeitlich immer enger für die Dauerhauser.



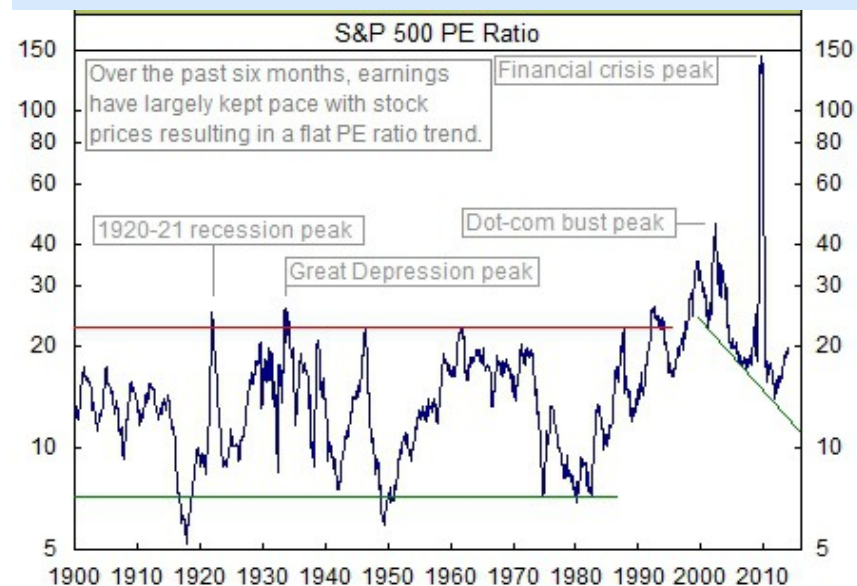
2013 endete mit stark deutlichen Verlusten in den Anleihen. Wir hatten immer wieder in unseren Monatsreports im ersten Halbjahr 2013 auf die Dummheit hingewiesen bei einem erklärten Inflationsziel von 2% p.a. Anleihen mit einer auch noch zu versteuernden Rendite von 1,5% zu erwerben und diese Zinsen auch noch auf 10 Jahre festzuschreiben indem man langfristige Anleihen erwirbt. Die Strafe kam im zweiten Halbjahr 2013 wie erwartet. -3,5% Verlust nach Zinseinnahmen über alle Zinslaufzeiten lieferte der die Grundlage des AGG-ETF bildende Barclays-Index für erstklassige Anleihen. Dieses ergebnis sieht aufgrund des hohen Anteil kurzlaufender Anleihen noch erträglich aus. Langfrist-Zinsfestschreiber verloren etwa mit 20-Jahres-Anleihen mehr als 15% im zweiten Halbjahr und dies tat wie erwartet richtig weh. Anleger zogen per saldo rund 70 Mrd. aus Anleihenfonds, wobei der Dreh recht brutal ausfiel. Seit Mitte Mai, dem Datum als FED-Chef Bernanke erklärte, dass die FED-Anleihekäufe aufhören würden wurden 164 Mrd. abgezogen, also doppelt so viel, wie die rund 80 Mrd. die bis dahin in 2013 noch in Anleihen "investiert" worden waren.

Die Geldspritzenzeit ist nun zu Ende. Die Börsen werden ohne dauernde Geldzuflüsse der Zentralbanken leben lernen müssen. Für uns verlüffend ist, dass das Ergebnis ein derart deutlicher Kursanstieg an den westlichen Märkten war. Noch einmal zu den Eckdaten:

\* Die Unternehmensgewinne stiegen über alle SP 500-Unternehmen rund 7% in 2013

\* Die Zinsen für längerfristige Anleihen stiegen um mehr als 1% von 1,5% auf rund 3% (!0 Jahre)

\* Der Aktienmarkt legt eine Rallye hin und die Bewertungen von Aktien erreichten historische Höchststände relativ zu den Gewinnen.



Als weiteren Unsinn (neben dem 3%-Dividendendaueranlagevorschlag) hören wir, dass Aktien ja steigen müssten, weil die Zinsen ja so niedrig seien. Dies entlarvt sich leicht als Blödsinn, wenn man die Jahre 1900 bis 1920 betrachtet: Goldstandard. Zinsen zwischen 1,5% und 3%, also wie heute. Welche Gewinn-Multiplikatoren wurden für Aktien gezahlt? 12-17. In den Crashes unter 10. Und wo sind wir heute? Bei 20! Das einzige was richtig ist, ist dass historisch nichts dagegen spricht, dass sich die Aktienkurse halbieren. Dies wäre nur normal, ist zig-fach passiert in den letzten 150 Jahren. Wie groß ist dagegen die Chance, dass sich noch 20-30% Zuwachs im SP 500 ergeben, also eine Fortsetzung des Anstiegstempos in 2014 wie in 2013?

Wenn die Anleger sich wieder so dumm verhalten, wie 1999, dann ist alles möglich. Aber nur dieses eine Mal hat es eine noch weitere Bewertungsexpansion gegeben bei gleichzeitig noch steigenden oder gehaltenen Gewinnen. Der noch höhere PE-Wert für 2008 dagegen ging mit einem Zusammenbruch der Gewinne und Kurse einher, ist also gerade kein Argument für Aktienkäufe!! Das war die Zeit als die Aktienbörsen 60% fielen!!!

Ansonsten ist aber ganz nüchtern festzustellen, dass wir aktuell Spitzenbewertungen wie in den 60er-Jahren haben, oder vor der Rezession 1921, diese Bewertungen höher sind, als vor der großen Depression 1929-33 und damit eine gute Fallhöhe erreicht ist und alles dafür spricht, dass es irgendwann demnächst mal wieder deutlich fällt. Gründe? Ich könnte zig nennen, aber welche, die ich gegebenenfalls auch noch nicht kenne, werden es sein? Fragen Sie mich dies in 5 Jahren, nachdem es passiert ist. Eines scheint uns jedenfalls sicher. Die heutigen Kurse an den westlichen Aktienbörsen werden wir bis Ende dieses Jahrzehnts noch mindestens einmal von oben sehen. Alles, was jetzt noch gewonnen wird - und mehr - wird im nächsten Crash verloren. Dies ist unser Basisszenario für die nächsten 3 Jahre. Wie verdienen wir nun daran? In einem Satz: Mitfahren aber abgesichert unter Einsatz alternativer Investmentstrategien aber nicht um jeden Preis nachlaufen und schon gar nicht ohne Absicherungen dabei sein!

# Allokation Black+White



"Die Hausse an den westlichen!Aktienmärkten hat den ziemlich unintelligenten Bereich der Bewegung erreicht." Dies schrieben wir im letzten Report. Dadurch dass es weiter gestiegen ist, ist es nicht intelligenter geworden, würden wir heute fortsetzen. Es geht weiter nach oben, aber irgendwann wird es mit einem schnellen Move drehen. Ein Schwarzer-Schwan-Event, eine Naturkatastrophe, ökonomische Katastrophe, all dies sind Ereignisse, die wir in 2013 ausnahmsweise nicht hatten, aber wieder haben werden. Darauf müssen wir vorbereitet sein.

Wie fahren wir nun mit ohne das Crash-Risiko zu tragen? Alternative Yield + Event Driven/Distressed + Long/Short+Option heisst unser Rezept für 2014.

Alternative Yield, das steht für eine Vielzahl von alternativen Investmentstrategien, die eine mehr oder weniger absehbare konstante Rendite im oberen einstelligen Jahresbereich erbringen. Hier sprechen wir von Vorzugsaktienbeteiligungen an Unternehmen. Projektfinanzierungen etc., Finanzierungsaktivitäten, die zwischen dem Aktienrisiko und dem sicheren Hochbonitätskredit liegen. Damit sind wir in der besten aller Welten nach unserer Meinung. Wir erzielen noch 6-10% Rendite je nach Strategie, aber müssen nicht das Aktienrisiko/Crashrisiko tragen.

Bei Long/Short handeln wir eine Aktie gegen die andere, setzen also auf relative Besserentwicklung und ob dann der Aktienmarkt als Ganzes crasht, interessiert uns nicht besonders. Solange die bessere Aktie nur -20% fällt und die schlechtere -40% werden genauso 20% verdient, wie wenn die bessere 40% steigt und die schlechtere nur 20%. Nur auf die Differenz kommt es hier an.

Bei Distressed beschäftigen wir uns mit Unternehmen, die in Problemsituationen sind, Umstrukturierungen, Prozessrisiken etc. dominieren hier die Nachrichtenlage und diese haben oft den Anstieg der Börsen nicht mitgemacht, fallen dann aber auch nicht in einem allgemeinen Crash, ja steigen sogar gegen den Trend massiv, wenn sich just zum allgemeinen Crash-Zeitpunkt das unternehmensspezifische Problem löst und ansonsten verändern sich die Kurse dort gerade nicht.

Bei Event Driven hängt die positive Kursentwicklung auch eher an unternehmensspezifischen Faktoren wie etwa einer Unernehmensteilung/SpinOff, einer positiven Markteinführung/Umstrukturierung etc. Diese Unternehmen gehen eher mit dem Trend weswegen für diesen Portfolioteil dann eine Absicherung über Optionen erfolgen muß (mehr dazu bei Vola+Value).

Wir bleiben in den Segmenten investiert, die eher noch profitieren werden wie Technologie, Finanztitel und Immobilien sowie unseren Schwerpunktpositionen im Alternative Yield im Energiebereich, sichern uns aber je höher die Kurse steigen immer stärker ab. Dieser Ansatz hat im November 2013 funktioniert. Wir haben damit den fünften Plusmonat in Folge verzeichnet und ein neues Allzeithoch. Wir sehen eine kontinuierliche Entwicklung unserer Strategien, konstante Gewinne auch für Dezember 2013 und Januar 2014.

## Allokation Vola + Value



Leichte Schwankungen auf Allzeittiefststand. Dies beschreibt die aktuelle Situation hinsichtlich der erwarteten zukünftigen Schwankungsbreite der Kurse. Niemand erwartet mehr große Ausschläge an den Aktienbörsen, deshalb ist der Angstindex so tief.

Was passiert in einer solchen Situation? Die Marktteilnehmer haben zunächst erst einmal weiter Recht. Nicht weil sie die Situation richtig (hinsichtlich der Gefahren) einschätzen, sondern, weil, wenn viele jeden Rückschlag zum Kauf nutzen, es eben erst einmal nicht fallen kann. Und dann kommen wir an einen Punkt, wo es dann doch fällt. Jede Blase platzt irgendwann. Jede Überbewertung ist historisch korrigiert worden. Nur wann und wie und von welchem Niveau aus, ist die Frage. Wenn der VIX über 14 steigen sollte, dann ist dies jedenfalls der erste Indikator, dass es angefangen hat.

Wie handelt man eine solche Situation erfolgreich. Breit gestreut Optionen zu verkaufen ist eine Verliererstrategie. Zu früh zu massiv zu kaufen, kostet Nerven und man ist dann nicht mehr dabei, wenn man es sein müsste. Wie auch bei Black+White ist der richtige Ansatz zu überlegen, wie man profitabel arbeiten kann, bis das, was passieren wird, passiert, dafür zu sorgen, dass es, wenn es schnell passieren sollte, einen nicht schädigen kann

und man wenigstens teilweise in den Anfängen schon richtig dabei ist und dann, wenn es begonnen hat, sukzessive immer weiter zu erhöhen, bis es auch die anderen alle begriffen haben.

Konkret heisst dies, dass wir in einer Reihe von Microcap-Werten mit hoher Volatilität weiter Optionen schreiben um genug Prämieinnahmen zu erhalten, damit uns die Verluste auf unserer Basisposition, die auf den nächsten Vola-Anstieg setzt nicht zu stark kostet und mit einem so ausgewogenen LongOption/ShortOption-Portfolio so lange mitzuverdienen, bis der warme Regen aus dem großen Knall für die großen Portfoliogewinnen sorgt. Diesen Zeitpunkt sehen wir irgendwann in 2014 und da es dann schnell gehen wird, weil es sehr viele auf dem falschen Fuß erwischen wird, muß man davor investiert sein, um voll profitieren zu können. Die ersten 50% Vola-Anstieg sind die sicheren, einfachsten und profitabelsten und die wollen wir uns nicht entgehen lassen.

Die Märkte mit immer neuem frischen Geld zu pushen, war ein einfacher Job. Aber wer übernimmt denn jetzt die 4000 Mrd. Dollar an Anleihen, die die US-Zentralbank aufgetürmt hat und dann auch noch ohne dass die Zinsen steigen? Wir nicht! Angesichts der 164 Mrd. Anleihenfondsrückgaben sehen wir auch ansonsten kein überschäumendes Interesse an 3%-10 Jahresanleihen. Die Märkte unterstellen momentan, dass schon alles gut gehen wird mit dem Tapering, mit den Territorialkonflikten im Chinesischen Meer, mit den sozialen Ungleichgewichten auch in den westlichen Gesellschaften. Wir nicht! Die Bewertungen vieler Finanzinstrumente sind zu teuer, aus politischen Gründen nach oben manipuliert. Dieser Bluff treibt jetzt auf den Punkt zu, wo die Karten offengelegt werden müssen. Wir sehen hier deutliche Spielräume nach unten und wollen und werden daran verdienen. Verdienen wenn es weiter steigt, aber auch, wenn es wie erwartet dann irgendwann deutlicher fällt, ein Allwetterportfolio halt, so ist Vola+Value momentan strukturiert und damit sehen wir auch hier weitere konstante Monatsergebnisse.

#### Zusammenfassung:

1. Der Aktienmarktanstieg in den westlichen Leitbörsen in 2013 ist nicht primär durch Gewinnanstiege gerechtfertigt gewesen, sondern war zum großen Teil eine Bewertungsrallye, die die Bewertungen (Verhältniss Kurse zu Unternehmensgewinn/Aktie) auf historische Extremwerte getrieben hat. Große Gewinne in 2014 sind daher rational nicht begründbar. Große Kursverluste wären eine historische Normalität.
2. Wir stellen uns dieser Herausforderung in 2014 mit einem Mix alternativer Handelsansätze. Mit Long/Short verdienen wir nur an der richtigen Einschätzung der relativen Entwicklung von Aktien gegeneinander. Im Distressed-Bereich erfahren wir Bewertungsaufschläge dadurch, dass sich ein positives Umstrukturierungsergebnis realisiert. Dies ist unabhängig von der Aktienmarktgesammarkttendenz.
3. Große Positionen in Alternative Yield-Strategien liefern uns Renditen zwischen 6% und 10% und dies auch weitgehend unabhängig von der Gesamtmarkttendenz.
4. Wir sichern unser Gesamtmarktrisiko bei Black+White über Optionsstrategien ab.
5. Bei Vola+Value gehen wir sogar aktuell stark auf den Kauf von Optionen mit dem Ziel an Marktverwerfungen zu profitieren. Hier versuchen wir mit Option-Long/Short durch einzelne spezifische Optionsverkäufe noch mehr zu Erlösen, als uns unsere größere Wette auf zunehmende Marktverwerfungen kostet und wollen dann an letzteren größer verdienen.

8. Januar 2014 Straush