

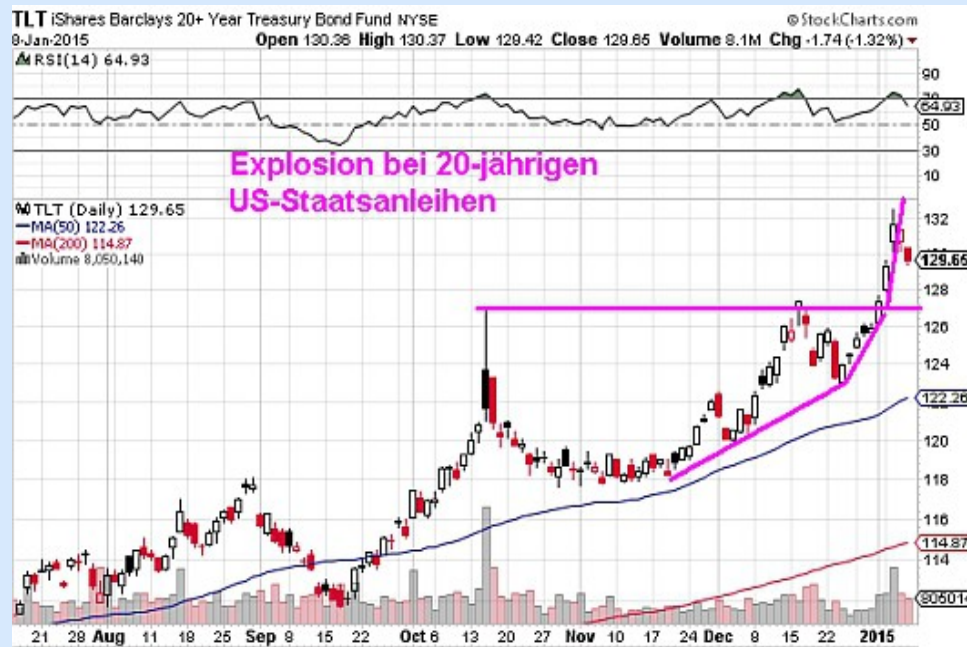
Manager-Report November 2014: 100% in der 0%-Welt

Die Verzerrungen der Märkte setzten sich im Berichtsmonat fort. Weiter wirken irrationale Annahmen nach dem Ende von QE3. Gegen Ende des Monats kam es zu einem denkwürdigen Treffen der OPEC, das das Ende des Kartells am Ölmarkt einläutete. Die OPEC-Mitglieder konnten sich nicht auf Förderquotenreduzierungen einigen. Als Konsequenz wird der Rückgang des Ölpreises massiver ausfallen, als von uns bisher kalkuliert, aber die langfristigen Gewinne für unsere Strategien werden insgesamt höher ausfallen allerdings unter höherer Streuung als bisher. Im November kam es deshalb erst noch zu einem weiteren Rückgang der Nettovermögenswerte bei unseren Strategien.

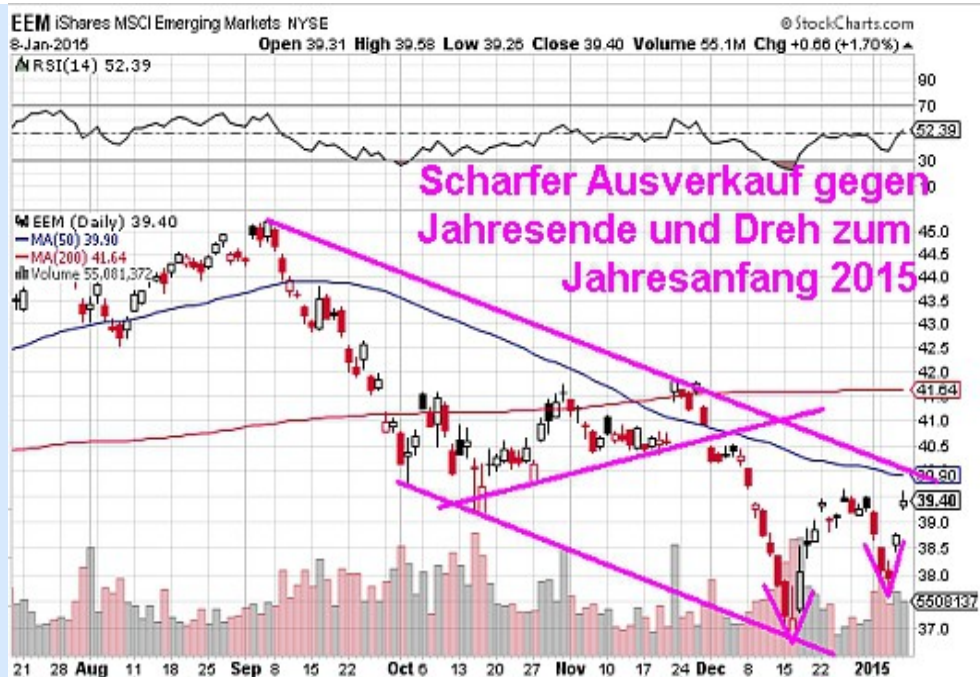
Investment	November 2014	% November 2014	% seit Handelsstart
Black + White	20.420,29	-1,16%	624,89%
Vola + Value	13.840,38	-1,34%	64,71%



Wir leben momentan weiter in einer verdrehten Welt. Die Wirtschaft soll sich gefangen haben. Deshalb verzichtet die US-Zentralbank auf weitere Geldspritzen. Die Zinsen sollen sich normalisieren, ein wenig in Richtung normaler Zinssätze steigen. Was sollte nun passieren? Es sollte Geld in die riskanteren Wirtschaftssegmente fließen, da das Ausfallrisiko bei Investitionen, was bei einer Depression ja höher ist als bei einer gut gehenden Wirtschaft, sich reduziert. Kurse kleinerer innovativer Unternehmen sollten steigen, weil diese überproportional in einer expandierenden Wirtschaft Aufträge generieren können.



Wirtschaftskrisen überstehen etablierte Unternehmen dagegen besser. Es sollte Geld in die Entwicklungsländer fließen, weil dort zwar vielleicht das riskantere Wachstum gegeben ist; aber dort ist es wenigstens. Staatsanleihenpreise sollten sinken. Kurse von Risikoanleihen sollten gleich bleiben, selbst wenn die Zinsen generell leicht steigen, weil das Ausfallrisiko wegen der besseren Wirtschaftsentwicklung parallel sinkt. Rohstoffpreise sollten aufgrund der positiven Wirtschaftsentwicklung steigen. Wir hatten diese Zusammenhänge schon im letzten Report beschrieben. Und was passiert? Die genau entgegengesetzte Entwicklung setzten sich verstärkt fort mit jeweils teils implosionsartigen Bewegungen:



- Ausverkauf im Hochzins-Segment bis Mitte Dezember 2015.

- Explosion bei sicheren Staatsanleihen.

- Ausverkauf in den Entwicklungsländern.

-Die kleinen US-Werte treten unter scharfen Abwärtsbewegungen auf der Stelle , während die Big Caps als Zinersatzprodukte wegen der Dividenden gekauft werden.

Parallel dazu erfolgte ein Ausverkauf der Rohstoffe speziell von Rohöl, aber auch bei Kohle, Kupfer, Gold und Silber.



Eine nochmals erhöhte Bewertung im Verhältnis Kurs zu Gewinn (KGV) bei den weltgrößten Aktiengesellschaften in den westlichen Ländern bei gleichzeitig inzwischen völlig absurden Unterbewertungen hinsichtlich allem, was Risiko sein könnte, ist das Ergebnis. Hochzinstitel werden reihenweise zu über 10% Rendite offeriert, was angesichts der uninteressanten 2% auf 10-Jahres-Staatsanleihen der USA und den noch lächerlichen 0,8% in der Bundesrepublik bedeutet, dass letztlich jedes Jahr 8% aller dieser Titel wertlos werden müssten (masselose Insolvenz der betroffenen Gesellschaften) oder beispielsweise 16% zu Verlusten von 50% führen

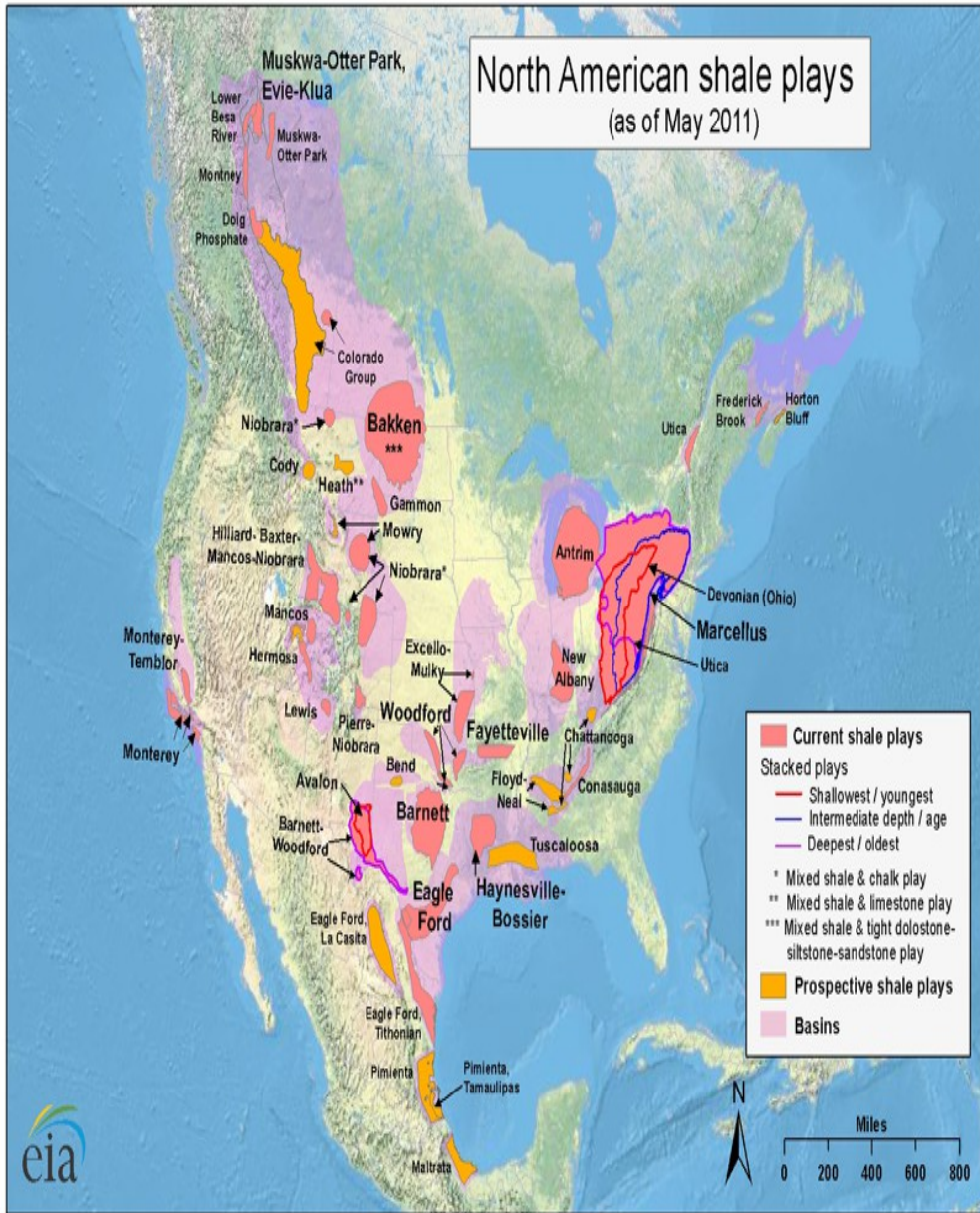
müssten, damit die Kapitalverluste/Insolvenzverluste den Zins-/Renditevorteil zunichte machen. Im Katastrophenjahr 2009 wurden aber gerade einmal 8-9% aller Hochzinstitel notleidend und der Rückzahlungsbetrag lag im Schnitt noch bei 60-70% (Verlust 30-40% pro von Insolvenz betroffene Anleihe), was einen durchschnittlichen Kapitalverlust von 5,5% ($8,5\% \cdot 65\%$) bezogen auf ein Portfolio aller Titel ergibt. Bei 10% Rendite und 35% Ausfallquote können jedes Jahr 20% aller Gesellschaften insolvent werden und bei einem durchschnittlichen "Insolvenzverlust" von 35%, damit 7% (20% von 35%) auf das Gesamtportfolio, liegt die Rendite nach diesen Ausfällen mit $10\% - 7\% = 3\%$ immer noch über der von Staatsanleihen. Erst wenn in fünf Jahren also mehr als 100% aller Unternehmen mit Hochzinsanleihen insolvent werden würden (wie geht das eigentlich?) und/oder dabei in jedem Jahr Katastrophenverluste wie 2008/2009 entstehen (oder noch mehr und wie geht das wieder?), kommt es bei einer Anlagedauer von 5+ Jahren zu schlechteren Ergebnissen als bei Staatsanleihen. Womit die Dummheit der aktuellen Bewertungen bewiesen ist und die exzellente Chance für alle, die hier investieren. Wir haben hier also eine bei längerem Anlagehorizont sichere sehr massive Überrendite.

Bei den heutigen Ausfallraten, die mit unter 1% auf das Ergebnis durchschlagen, bleiben sogar 6-7% Überrendite gegen Staatsanleihen und damit 8-9% Gesamtrendite übrig. Entsprechend kommt es nach dem Ausverkauf Mitte Dezember schon zu deutlichen Rückkäufen und die Kurse steigen schon wieder wie die Charts zeigen. Es gibt also schon wieder mehr intelligentere Anleger, die rechnen können und diese große Chance wahrnehmen wollen, als Angstneurotiker.

Wie kam es überhaupt zu dieser außergewöhnlichen Chance? Zwischen 14% und 18% aller Hochzinsanleihen haben als Emittenten Unternehmen aus dem Öl-Sektor. Öl ist bekanntlich kollabiert und dies hat dazu geführt, dass es zu Panikverkäufen bei allem gekommen ist, was auch nur ansatzweise mit Öl in Verbindung steht und weil heute Anlagen häufig über Fonds, ETFs etc. erfolgen wird dann eben der gesamte Markt verkauft. Und dann fallen eben High Yield-Anlagen/-Fonds ganz generell, denn sie könnten ja etwas mit Öl zu tun haben. Alles fällt und alles fällt viel stärker als es früher gefallen ist. Und die Bewertungen sind irrationaler, als sie je waren.

Rohöl kann gesichert nachhaltig nicht unter USD 60-70/Barrel produziert werden und notiert unter USD 50,-. Wir hatten Ihnen die Angebots-Nachfrage-Entwicklungen schon mittels Charts [im letzten Report](#) dargelegt. Damals hatten wir eine USD 65-Linie eingezeichnet und jetzt sind wir dennoch gefallen. Warum? Nun Öl wird gefördert und Öl muss dann irgend jemand kaufen. Momentan - das heisst auf 6-9 Monate - gibt es noch einen leichten Angebotsüberschuß und deshalb passiert dasselbe, was auch auf dem Gemüsemarkt am Samstag um 13:00 passiert: Halber Preis für Überbestände. Das Zeug muss raus. Die Quelle pumpt. Irgendwer muss es kaufen!

Soweit so gut, aber nun fängt der Schwachsinn wieder mal an. Wenn Sie die Pseudoanalysten in vielen Medien hören, dann soll es in Amerika wegen des Shale-Booms, der Entdeckung von Öl in sogenannten Tight Deposits, ein massives Überangebot geben, eine Ölflut und deswegen würden die Ölpreise auf 20-30 Dollar fallen und da bleiben und man sollte (noch) alles, was mit Öl zu tun hat, verkaufen. Dann betrachten wir doch einmal die Realität anhand einer Region an, die wie kaum eine andere für Shale Oil steht, das Bakken. Bakken ist eine Region im mittleren Westen der USA, konkret North Dakota, an der Grenze zu Kanada, benannt nach dem Farmer Bakken, auf dessen Grundstück, besser 2000 m unter dessen Grundstück, die erste erfolgreiche horizontale Bohrung mit Fracking in dieser Region eingebracht wurde, die den aktuellen Produktionsboom auslöste. Von gerade einmal 100 000 Barrel Öl in 2007 explodierte die Produktion in North Dakota auf 2014 über 1,1 Mio Barrel/Tag.



Source: U.S. Energy Information Administration based on data from various published studies. Canada and Mexico plays from ARI.
Updated: May 9, 2011

Director's Cut

Lynn Helms

NDIC Department of Mineral Resources

Sep Oil 35,586,832 barrels = 1,186,228 barrels/day
 Oct Oil 36,647,393 barrels = 1,182,174 barrels/day (preliminary)
 1,118,010 barrels per day or 95% from Bakken and Three Forks
 64,164 barrels per day or 5% from legacy conventional pools

Sep Gas 42,400,766 MCF = 1,413,359 MCF/day
 Oct Gas 44,317,381 MCF = 1,429,593 MCF/day (preliminary)(NEW all-time high)

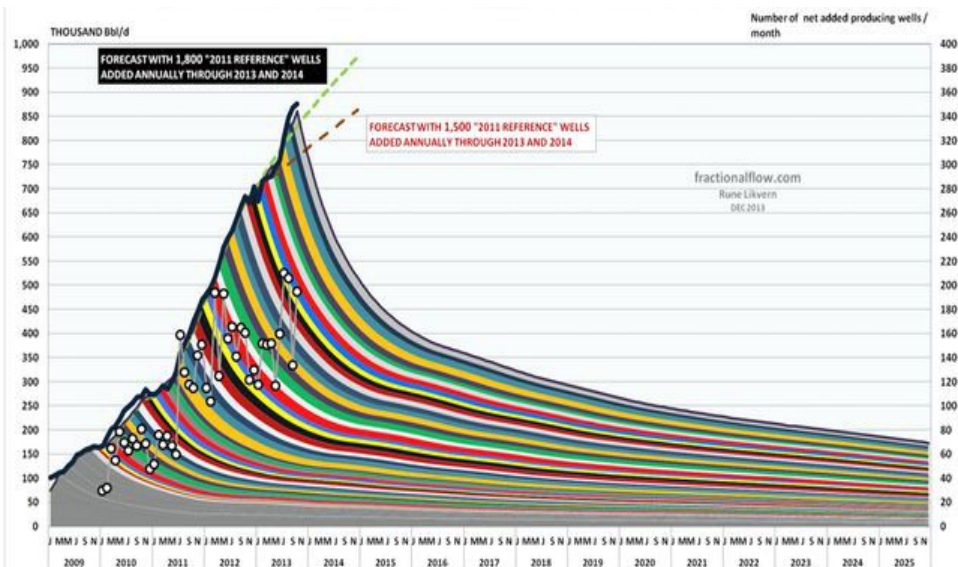
Sep Producing Wells = 11,758
 Oct Producing Wells = 11,892 (preliminary)(NEW all-time high)
 8,406 wells or 71% are now unconventional Bakken – Three forks wells
 3,486 wells or 29% produce from legacy conventional pools

Sep Permitting: 261 drilling and 2 seismic
 Oct Permitting: 328 drilling and 1 seismic
 Nov Permitting: 235 drilling and 1 seismic (all time high was 370 in 10/2012)

[Klicken für den Original-Bericht](#)

Nach dem letzten Bericht des Rohstoffdepartments von North Dakota vom 12.12.2014 steigt inzwischen die Zahl der Quellen nur noch leicht an (11.892 Oct 14 nach 11.758), die Fördermenge sinkt bereits (1.182.174 Barrel Oktober nach 1.186.238 Barrel pro Tag im September). Dies ist nun keine kleine technische Abweichung sondern eine der großen Fehleinschätzungen, die viele der sogenannten Analysten nicht begriffen haben: Eine horizontale Quelle im Bakken produziert zwar im Schnitt 500-600 Barrel/Tag aber nur die ersten Monate. Nach zwei Jahren sind es schon nur noch 200 Barrel und die längerfristige Fördermenge liegt bei 120-140 Barrel/Tag und Quelle. Die gefrackten Ölquellen haben eine rapide Abnahme der Produktionsmenge und damit sind die aktuell fast 1,2 Mio Barrel produzierenden jungen Quellen im Bakken kontinuierlich nur 400.000 Barrel wert.

Um es anders auszudrücken: Wird nicht noch sehr viel mehr nach Öl in ND gebohrt, dann bricht die Fördermenge in den nächsten Jahren massiv ein, nicht weil Quellen leerlaufen, sondern weil die aktuelle Produktion aufgrund der vielen noch jungen Quellen, wo dieser Anfangs-Effekt wirkt, kein Indiz für die nachhaltige Produktion ist, die langfristige stabile Produktion nur 1/4 der Anfangsproduktion ist. Wie dies sich auswirkt dazu eine Studie aus Ende 2013, basierend auf dem damaligen Stand von 900000 Barrel im Bakken. Damalige Prognose: Rückgang auf 400000 Barrel bis Mitte 2015 wenn nicht weiter gebohrt wird. Nun ist weiter gebohrt worden, aber auch jene zusätzlichen 300 000 Barrel Tagesproduktion sind eben langfristig nur 75 000. Was heisst das?



Die Produktion im Bakken würde massiv zusammenbrechen in 2015 selbst wenn massiv weiter gedriillt würde. Nun sind aber die Drilling-Permits zusammen gebrochen, gemäß dem Bericht des Directors des Rohstoffdepartments von ND von 328 drilling permits auf 238 allein von Oktober auf November 2014. Die Driller konnten in dieser Zeit noch nicht auf den OPEC-Beschluss von Ende Novemembr reagieren. Dies sind Bohranträge, die wahrscheinlich im September 2014 oder noch früher gestellt wurden. Jetzt muss man nur noch eine weitere Zahl wissen: USD 35-40/Barrel. Das sind die maintenance costs, die Kosten, die für den laufenden Betrieb einer Quelle im Bakken anfallen. Erst darüber beginnt der Gewinn. Diese Kosten darf man jetzt nicht dem [WTI-Preis gegenüberstellen](#), denn das ist der Preis in Oklahoma. Im Bakken bekommt man rund USD 15 weniger fürs Öl. Wie Director Helms richtig ausführt, waren es dort schon Mitte Dezember, als WTI noch bei USD 55 lag nur USD 41. Warum? Es gibt im Bakken keine Pipeline! Alles geht mittels Tankwaggons zur Raffinerie nach Oklahoma oder an die Golfküste. Und nach Cushing Oklahoma sind es 1150 Meilen = 1850 km, also die Strecke von München nach Palermo oder Frankfurt nach Madrid. Was bedeutet das beim aktuellen WTI von USD 48? Bakken schreibt tief rot!! Es wird nichts mehr neu gebohrt, wo nicht schon die Rig, das Bohrgerät bestellt ist. Denn die Driller im Bakken brauchen hohe Ölpreise und zwar in den ersten 2 Jahren der Produktion. Denn da fließt die große Menge. Da fließen die 500 + Barrel/Tag und wenn man da bei USD 40 Kosten zu USD 80 verkaufen konnte (WTI bei 95), wie noch im Juni 2014, ergab sich auf 1 Jahr ein Deckungsbeitrag von USD 7,3 Mio. (365 Tage * 500 Barrel/Tag * USD 40 Bruttomarge pro Barrel). USD 7-9 Mio kostet es eine horizontale Bohrung zu setzen. Im ersten Jahr war die Investition fast wieder drin, im zweiten bezahlt. So ergaben sich dann selbst bei 10% Zinsen und weiteren Kosten ROIs von über 100% p.a. Und jetzt? Niemand wird auf Verdacht noch bohren, weil er hofft es könnte dann in 2-3 Jahren bessere Preise geben. Fehlen die USD 15 Mio in den ersten beiden Jahren oder ist nicht wenigstens die Hälfte da, dann rechnet sich das Bakken nicht mehr. Auch mit WTI bei USD 70 ist das Bakken mit dann lokalen USD 55 und damit weniger als USD 20,-/Barrell Deckungsmarge über laufenden Kosten nicht mehr sexy.

Die Zahl neuer betriebsfertiger Quellen ist schon von September 193 auf Oktober 134 gefallen. Die Zahl der drilling rigs um 20%. Dies alles wie gesagt weit vor den aktuellen Ereignissen wie dem eigentlichen Absturz der Ölpreise nach dem OPEC-Nicht-Beschluss von USD 73 auf aktuell USD 48 (WTI). Der nächste Monats-Bericht aus dem Rohstoffdepartment von ND wird einen noch stärkeren Aktivitätsrückgang zeigen. Wollen wir wetten?

Zusammengefasst: Wir haben aktuell ein kurzfristiges Überangebot. Nach dem Sommer, wo der Markt ausgeglichen war, ist Libyen mit 500 000 Barrel/Tag teilweise (wenn grad keine Terroristen die Häfen lahm legten) wieder auf den Markt gekommen und für dieses Zusatzangebot war keine Nachfrage mehr da. Finanzspekulanten/Hedge Fonds haben deshalb massiv Positionen liquidiert und, statt dass die OPEC wenigstens eine stabilisierende Maßnahme vereinbart hat zur Beruhigung auf Niveau USD 70 für WTI, versuchen die Politiker dort einen Machtkampf mit den US-Shale-Produzenten. Dabei hatten diese wie die Zahlen zeigen schon rein aus ökonomischen Gründe mit der Reduktion begonnen und hätte schon der Abbau des Anfangseffekts mehr als das Übrige getan. Statt hier aber stabilisierend auch im eigenen Interesse einzugreifen, haben die Saudis einen Schock produziert.

Die Konsequenzen sind massiv. Wenn sich der Ölpreis nicht verdoppelt bis 2016 wird die Produktion im Bakken und auch in den anderen Shale Regionen massiv zusammenbrechen. Bakken, das sind wie gesagt 1,2 Mio Barrell Tagesproduktion, das heisst rund 1,5% der Weltproduktion (83 Mio Barrel), ein Wert, der ohne weiteres massives drilling aber wie gezeigt auf 500000 Barrel innerhalb 2 Jahren zurück gehen wird. Der einzige nennenswerte Zuwachs im Ölangebot kam in den letzten Jahren aus den USA über die Shale-Produzenten, die aber wie gezeigt, nur bei Preisen (WTI) von über 80 nennenswerte Gewinne machen und wo die nachhaltige Produktion durch den Anfangseffekt der vielen neuen jungen Quellen massiv überzeichnet ist. Dieser US-Zuwachs bei gleichzeitigem Rückgang der OPEC-Produktion und Zuwachs der Weltnachfrage betrug fast 5 Mio Barrel (davon wie gesagt 1 Mio allein aus dem Bakken). Die aktuelle weltweite Überproduktion soll heute bei 500 000 Barrell/Tag liegen. Alleine der normale Ersteffekt-Schwund aus dem Bakken hätte dies mehr als ausgeglichen. Nun kommen aber die Reduktionen dort und in anderen Regionen hinzu. Projekte wie ein riesiges Tiefsee-Vorkommen im kaspischen Meer haben einen Break Even von USD 120,- und auch die Tiefsee-Projekte vor Brasilien sind nur über USD 90 positiv..

Wir werden sehen, wie weit das Pendel nun wieder in die andere Richtung schwingen wird. Nur nachhaltig fallende Ölpreise und längerfristige Tiefpreise aufgrund der gigantischen neuen Ölbestände in den Shale-Regionen sind kompletter Blödsinn. Es gibt schon ausreichend Öl, aber nur wenn es bezahlt wird, zu über USD 80 (WTI). Niemand kann prognostizieren (auch wir nicht) wo genau das Tief der aktuellen Kursbewegung sein wird. Wie gesagt um 13:55 verkauft der Obsthändler eben die Erdbeeren auch mit 75 % Discount, wenn um 14:00 Marktschluss ist. Nur heisst das eben nicht, dass am Montag noch Ware zu diesem Preis zu haben ist. Deshalb werden wir mit ganz großer Wahrscheinlichkeit das wieder sehen, was wir schon 2009 gesehen haben, ein V-förmiges Tief im Öl.



Sind wir momentan exakt am Drehpunkt? Vielleicht. Wir sind gerade auf die ganz langfristige Trendlinie seit 1997 zurück gefallen. Viel nach unten haben wir jedenfalls nicht mehr. Wir können rein technisch jene 57 Dollar, die der Ölpreis von 105 im Juni auf 48 jetzt gefallen ist, nicht mehr fallen. Wenn aber jetzt die Shale-Produzenten ihre Programme zusammenstreichen und es deshalb 2017 zu einem Angebotsenpaß kommt, dann sind problemlos neue Höchststände über USD 100 drin. Und das ist die ganz große Chance der nächsten 3 Jahre - 100% in einer Nullzins-Welt. Nutzen Sie diese Chance mit uns!

Allokation Black + White



Wir sind dort aktiv, wo das Wachstum ist. Wir sind dort aktiv, wo die Bewertungen eine Unterbewertung erkennen lassen. Dies schrieben wir im letzten Report. Dies ist unser Mantra und da lassen wir uns nicht raus bluffen. Wir sind nie dumm long. Wir investieren breit gestreut und minimieren Risiken durch alternative Investmentstrategien. Wenn so viele Segmente nicht funktionieren wie in 2014, dann erzielen wir zwar keine großen Gewinne aber erhalten das Kapital. Auch das Segment der Business Development Companies ist so eines, wo wir 2014 zwar sichere laufende Erträge erzielten, aber der Markt wohl meinte 7% seien nicht gut genug und die Aktien in Richtung 10% laufende Ausschüttungen p.a. umbewertete.

BDC	↕ Ticker ↕	↕ Weight ↕	↕ Book Value ↕	↕ Market Price ↕	↕ Discount/Premium ↕	↕ Yield ↕
American Capital Ltd	ACAS	10.1%	\$20.54	\$14.65	0.7	0.0%
Prospect Capital Corp	PSEC	9.9%	\$10.45	\$8.36	0.8	9.5%
Ares Capital Corp	ARCC	9.8%	\$15.72	\$15.72	1.0	9.6%
Apollo Investment Corp	AINV	8.3%	\$8.69	\$7.48	0.9	10.6%
Main Street Capital Corp	MAIN	5.4%	\$20.75	\$29.05	1.4	7.0%
Fifth Street Finance Corp	FSC	5.4%	\$10.06	\$8.05	0.8	13.7%
Hercules Technology Growth Capital Inc	HTGC	3.6%	\$9.92	\$14.89	1.5	8.3%
TPG Specialty Lending Inc	TSLX	3.6%	\$15.16	\$16.68	1.1	9.3%
Solar Capital Ltd	SLRC	3.3%	\$22.74	\$18.19	0.8	8.8%
Pennant Park Investment Corp	PNNT	3.1%	\$12.12	\$9.60	0.8	11.5%
Golub Capital BDC Inc	GBDC	3.1%	\$16.11	\$17.73	1.1	7.2%

Nach der jüngsten Kurserholung erhält man als Investor immer noch über 8% laufende Ausschüttungen p.a. und trotz dieser lag die letztjährige Gesamt-Rendite über alle BDCs bei -8,97%. Diese sind eben gleichzeitig um rund 20% im Kurs gefallen. Unsere Zinsen haben wir aber bekommen! Unsere Aussagen, wir würden 10% Zinsen bekommen und Optionsgewinne sind so passiert wie prognostiziert! Nur sind wir mit gleichzeitig absurden Abverkäufen/ Kursverlusten konfrontiert. Dies ist das beherrschende Thema in 2014 gewesen, Ausverkäufe bei High Yield -Titeln wegen behauptet steigender Zinsen.



Quasi überall wurden in Q4 2014 plötzlich erhebliche höhere Renditeaufschläge verlangt, die unter den oben dargestellten Rechnungen zu Ausfallwahrscheinlichkeit und Überrendite gegen Staatsanleihen einfach keinen Sinn mach(t)en. Extremwerte wurden z.B. durch den Ölverfall auch bei Upstream-Produzenten bzw. deren Anleihen Mitte Dezember 2014 erreicht. Nebenstehend die 7,875%-Anleihe bis April 2020 der Vanguard NAtural Ressourcen. Mitte Juni noch mit 107% gehandelt und damit 5% Rendite, fiel diese Mitte Dezember auf 75%, wo wir sie kauften (15% p.a. Rendite). Aktuell werden wieder 88% bezahlt, was immer noch einer Rendite von 12% p.a. entspricht.



Auch Pipeline-Betreiber wurden mit in den Öl- und High-Yield-Verkaufs-Strudel gerissen. Bei einem unserer langjährigen Investments, der NuStar, Betreiber von rund 10000 Miles an Öl- und Gaspipelines, einiger Tanklager in Texas und Rotterdam und von Gasaufbereitungsfacilities steigen die Ausschüttungen seit Jahren. "Unsere" Tanklager dort sind unterausgelastet und wir werden deshalb massiv steigendes Geschäftsvolumen sehen, weil intelligente Marktteilnehmer jetzt Öl einlagern werden, um es dann USD 40 höher in 1-2 Jahren zu verkaufen. Mehr Geschäft = mehr Gewinn. Die aktuelle Ausschüttung beträgt USD 4,40 p.a. womit sich bei USD 55 eine Rendite von 8% ergibt.

Dies hat die Marktteilnehmer aber nicht daran gehindert, NuStar von USD 65 bis auf USD 51 herunterzuprügeln, obwohl niedrigere Öl- und Gaspreise per saldo nicht negativ für die Geschäfte von NuStar sind. Die Märkte sind schon dahingehend "effizient", dass alle Titel unter derselben Fehlbewertung leiden. Diversifikation innerhalb eines Sektors macht damit weniger Sinn als früher. Während früher einige Titel falsch bewertet waren, sind es heute alle. Als Geschäftsstrategie macht es damit nur noch Sinn über verschiedene Werte zu streuen um unternehmensspezifische Risiken zu reduzieren, vor Überraschungen bei einem Unternehmen gefeit zu sein. Die Suche nach Unternehmen, die nicht von der Fehlbewertung erfasst

werden, ist dagegen nicht mehr so erfolgreich wie früher.

Was aber immer noch funktioniert ist aktives professionelles Aussitzen in solchen Situationen. Wir kaufen Titel, die uns solche hohen Ausschüttungen bieten, investieren gestaffelt, und reinvestieren die Gelder, die wir erhalten, zu niedrigeren Kurse. Wir dämpfen die Ausschläge mit Optionsstrategien indem wir unten über Puts unter Markt einkaufen und oben über Short Call über Marktpreis verkaufen.

Momentan konzentrieren wir uns zuerst auf die risikoloserer Titel, das heisst auf High Yield-Titel mit sehr guter Bonität und im Öl-Bereich auf zuerst die Anleihen und die Vorzugsaktien der Ölfirmen und zwar solcher, die ihrerseits wiederum den Ölpreis abgesichert haben, sich die attraktiven Öl-Preise vom Sommer über Terminverkäufe auch für die nächsten Jahre gesichert haben.

Im Jahresverkauf 2015 werden wir dann zunehmend aggressiver mehr Preisrisiko im Öl nehmen, wenn sich die Aufwärtstendenz im Öl verstärkt.

Wir sind in 2014 angetreten und sagten Ihnen, dass wir 7-8% laufende Rendite und ein paar Prozent zusätzlich aus Kursgewinnen und Optionspreiseffekten erwarten. Die laufende Rendite haben wir erhalten, die Optionspreiseffekte auch, aber die dort erzielten Gewinne sind durch irrationale Kursverluste kompensiert/aufgehoben worden.

Wir ändern unseren strategischen Ansatz nicht. Nur sind es jetzt eher 9% Rendite und 20% Kursgewinne und Optionspreiseffekte, die winken. Wir bekommen nach unserer Sicht eben in den Nächsten Jahren das, was wir in diesem nicht bekommen haben, doppelt. Unsere Investitionen sind also lukrativer geworden und wir sehen daher eine steigende erwartete Gesamtrendite für Black+White. Auch wenn quasi alle unsere Ideen in 2014 noch nicht funktioniert haben (von der Recovery der Immobilienmärkte einmal abgesehen) haben unsere Strategien das Kapital erhalten. Jetzt sind die Chancen noch besser geworden und wir werden diese nutzen.

2015 wird nun das Jahr sein, in dem die Märkte sich unserer Meinung werden anschliessen müssen. Warum? Nun die Renditen sind zu lecker und die "Alternativen" wie Staatsanleihen und Blue Chips sind noch stärker überbewertet, als sie dies schon Anfang 2014 waren.

Allokation Vola + Value



Wir sehen Sprünge in der Vola aber kein Verlassen der Handelsspanne. Die Extremwerte von über 30 im VIX Mitte Oktober werden nicht mehr erreicht. Langsam scheinen sich die Angstneurotiker zu beruhigen, was Erwartung katastrophaler Folgen aus dem Ende der dauernden Liquiditätsspritzen der Zentralbanken betrifft. Entsprechend verdienen wir die letzten Wochen wieder gutes Geld, nachdem wir in den Ausverkaufssituationen im Oktober und Anfang Dezember einzahlen mussten. Das aktuell mittlere Vola-Niveau ist gut, da es zum einen die Chance bietet attraktive Optionsprämien schon wieder zu

vereinnahmen, zum anderen anzeigt, dass sich die Marktteilnehmer schon wieder ausreichend abgesichert haben, also größere Verluste aus geschriebenen Optionen eher unwahrscheinlich sind. Wir können also mit unseren Optionsstrategien wieder höhere Einnahmen generieren und dürfen trotzdem die Erwartung haben davon auch mehr behalten zu dürfen.

Eine Strategie zeichnet sich dadurch aus, dass man sie durchhält und durchhalten kann. Die gestiegen Renditen im High Yield Segment machen diesen Sektor noch attraktiver als er ohnehin schon war. Wenn man einen Rohstoff wie Öl 30% unter Produktionskosten kaufen kann, dann heisst es bei diesem Schnäppchen zugreifen. Gewinner kaufen unten Verlierer oben. Wir haben an den massiven Abwärtsbewegungen in vielen der Märkte, in denen wir aktiv sind, kaum etwas verloren und sind gegen Jahresanfang 2014 noch immer leicht im plus per November 2014. Die Rücksetzer und auch die Crashes von 2014 sind die Basis für überproportionale Gewinne in 2015.

Zusammenfassung:

1. Im November 2014 setzten sich die Fehlbewertungen der Märkte fort. Alles was behauptet Risiko sein soll, wurde verkauft, von Emerging Markets über Rohstoffe bis zu Small Caps und Hochzinstiteln.
2. Unsere alternativen Handelsansätze schützen uns weiter und ermöglichen es uns in die fallenden Märkte zu Discount-Konditionen weiter immer günstiger zuzukaufen.
3. Es ist mit den Ausverkäufen im November und dann bis Mitte Dezember 2014 härter gekommen, als wir dachten, aber dafür sind jetzt die Gewinnmöglichkeiten eben auch um einiges höher. An der Aussage aus dem letzten Report, dass, wenn Öl unter USD 80 bleibt, das Angebot massiv schrumpfen wird und ein Preisanstieg dann sicherer wird, ist nicht zu rütteln. Je länger der Abstieg und je tiefer, desto explosionsartiger wird der Wiederanstieg sein.
4. Wir wissen aber mit der Entscheidung der Saudis von Ende November, dass die letzte potentiell stabilisierende Kraft am Rohölmarkt diese Rolle nicht mehr einzunehmen gedenkt. Im Gegensatz zu den doch recht ruhigen Preisentwicklungen am Rohölmarkt in den letzten vier Jahren muss man als Investor also wieder mit höheren Ausschlägen rechnen. Exzellente Chancen für Investoren, die über derivatives Absicherungs-Know How verfügen, wissen wie man Preisrisiken an den Ölmärkten absichert und daran verdient.
5. Die Banken haben sich reihenweise aus den Rohstoffmärkten zurück gezogen. Dies mag auch ein Grund für den massiven Zusammenbruch der Öl-Notierungen sein, der Wegfall vieler Finanz"Investoren", die eigentlich keine sind, denn ein Investor kauft unten und nutzt eine solche Chance. Letztlich heisst dies aber für uns viel weniger Wettbewerb und bessere Preise für die Optionen, die wir verkaufen und extrem attraktive Zinsen und Renditen, wenn wir jetzt, wo es brennt, den Ölfirmen Geld zur Verfügung stellen.
- 6 Dasselbe gilt im High Yield Segment. Auch hier verstehen viele Investoren das Geschäft nicht, haben sich zurück gezogen und deshalb sind die Renditen gestiegen und gibt es für uns viel mehr zu verdienen. Auf ein erfolgreiches 2015!

9. Januar 2015 Straush