



8 augustus 2014

Beste participant,

Het Plethora Precious Metals Fund ('PPM') daalde in juli met 0,3% voor de leidende aandelenklasse. De index voor edelmetaal-producenten, de Amex Gold Bugs index (symbool: HUI) daalde in dezelfde maand met 2,7% nominaal en met 0,5% in euro's.

De goudprijs zakte in juli van \$ 1.322 naar \$ 1.281 per ounce, ondanks dat geopolitieke spanningen in juli toenamen en er weer netto instroom is in goud Exchange Traded Funds (ETF's). Een goud ETF bestaat uit beursgenoteerde certificaten met goud als onderpand. Deze ETF's moeten goud kopen, naarmate de vraag naar deze certificaten toeneemt. Juli kende de sterkste instroom in goud ETF's van de afgelopen twintig maanden.

#### Warrant portefeuille

We zijn inmiddels acht maanden verder sinds de strategieherziening van eind 2013. De focus lag in de laatste acht maanden op het opnemen van kansrijke financieringen van met name goud- en zilverbedrijven, waarbij het fonds instapt tegen een korting ten opzichte van de koers van dat moment en/of gratis warrants krijgt. Bedrijven geven deze warrants weg als durfbonus voor cash financiers. Deze warrants geven het recht, maar niet de plicht, om in een bepaalde periode aandelen te kopen tegen een van tevoren vastgestelde prijs. De warrants zorgen voor extra opwaarts potentieel gedurende de looptijd, maar zonder extra risico. Immers, we hoeven de warrants niet uit te oefenen. Door middel van risicobeheer instrumenten kunnen we nog aanvullend rendement halen op de warrant portefeuille.

De warrant portefeuille heeft inmiddels een (mogelijke) exposure van C\$ 1,4 miljoen. Dit is circa 59% van het fondsvermogen. Mogelijk staat tussen haakjes, omdat sommige warrants al intrinsieke waarde hebben. De aandelenkoers staat dan boven de uitoefenprijs van de warrant. Dit is bijvoorbeeld het geval bij Sanatana Resources, dat we in het vorige maandverslag behandelden. We berekenen de exposure door het aantal warrants te vermenigvuldigen met de uitoefenprijs. want dat is onze blootstelling als een aandelenkoers (ruim) boven de uitoefenprijs staat en we de warrants uitoefenen.

De gewogen gemiddelde looptijd van de warrant portefeuille is 625 dagen, oftewel 1 jaar en ruim 8 maanden. Gemiddeld (gewogen) zijn de warrants 19% *out of the money*. Oftewel, na een stijging van de aandelen van

19% krijgen de warrants intrinsieke waarde. De warrants, mits we deze kunnen uitoefenen, worden door het fonds gewaardeerd op het minimum van intrinsieke waarde en 0. Bij een beursnotering van de warrants geldt de beurskoers als uitgangspunt voor de waardering.

In juli schreven we in op drie nieuwe financieringen, die gepaard gingen met warrants:

- Een *developer* met een ertslaag in Mexico van ruim 4 miljoen *ounces* aan goudequivalenten
- Een exploratiebedrijf met een veelbelovend boordiel in Mexico
- Een developer met een hooggradige ertslaag van 3,5 mln *ounces* goud in Noord-Ierland

### Halterstrategie

De warrant portefeuille vormt een ideaal gewicht aan één kant van de halter, vrij naar de halterstrategie van schrijver, statisticus en filosoof Nassim Nicholas Taleb. Een halter is een staaf met twee gewichten aan de buitenkant. Aan de linkerkant van de halter zit het veilige gedeelte dat robuust is voor negatieve verrassingen en aan de rechterkant van de halter zitten veel (kleine) speculatieve posities, die open staan voor (forse) positieve verrassingen. In het midden zit niets, omdat hier veel verborgen risico's zitten en bij een vol belegde portefeuille is de kans op forse verliezen ook veel groter.

We passen dit toe door aan de linkerkant van de halter veel kasgeld aan te houden. Ook bevinden zich hier de bedrijven met een relatief laag risico in deze sector, zoals Franco-Nevada, een royaltybedrijf. Met het kasgeld kunnen we ook altijd een cheque uitschrijven als er een interessante financiering voorbij komt. Aan de rechterkant van de halter zit de warrant portefeuille en de posities met fors opwaarts potentieel, zonder dat deze posities voor forse verliezen kunnen zorgen. Hier passen we ook risicobeheer toe.

In het midden van de halter hebben we zo weinig mogelijk. Fondsen die meer dan vijftig goud- en zilveeraandelen aanhouden zijn een soort quasi-ETF's en moeten van goede huize komen om hun hogere kosten waar te maken versus deze ETF's. Deze fondsen lopen ook veel meer risico in dalende markten. Successen in de portefeuille van deze fondsen hebben ook nauwelijks impact op zo'n fonds. Een stijging van 50% bij een fonds, bijvoorbeeld door een overname, zorgt slechts voor een stijging van de fondskoers van 1%, bij een gewicht van 2% (100% gedeeld door 50 posities).

Met de halterstrategie zouden we het in theorie in elk goudklimaat beter moeten doen dan de markt.

In een slechte goudmarkt heeft het fonds namelijk demping naar beneden door middel van de grote kaspositie en omdat de *out of the money* warrants op nul worden gewaardeerd. Tevens worden nog niet vrij verhandelbare financieringen gewaardeerd op kostprijs of op de marktprijs, indien die laatste lager is dan de kostprijs. Mocht er dus overwaarde uit een goed ingekochte financiering lopen, dan daalt het fonds niet. De demping was zichtbaar van maart tot en met mei van dit jaar, waarin het fonds het verlies wist te beperken tot 4,8%, terwijl de HUI in euro's met 12,2% zakte in dezelfde periode.

In een goede goudmarkt krijgen warrants intrinsieke waarde en lopen goed ingekochte financieringen op in waarde. Dit zorgt voor extra impulsen zodra deze financieringen vrij verhandelbaar zijn. Dit was dit jaar bijvoorbeeld zichtbaar bij het vrij verhandelbaar komen van Minaurum Gold en Eastmain Resources, die beide circa 4% toevoegden aan het fondsrendement. Ook zijn *out of the money* warrants *in the money* gekomen, zoals Sanatana Resources (zie maandverslag juni). Dit jaar tot nu toe deed PPM +36,9% en de HUI in euro's +21,4%, een eerste teken dat het werkt.

Het is zaak om de warrant exposure de komende tijd nog verder te verhogen, zodat we met zo weinig mogelijk risicokapitaal (*value at risk*) zoveel mogelijk exposure hebben. De nieuwe deals zijn een stap in de goede richting en we verwachten vanaf september (na de vakantie) weer een toename in het aanbod van financieringen. We zijn overigens nog steeds zeer sceptisch op het aanbod en we verhogen de exposure dus niet tegen elke prijs. We schieten gemiddeld genomen nog steeds 19 van de 20 deals af.

Plethora Precious Metals Fund Management  
Arthur van Schendelstraat 197, 3511 MC, Utrecht  
Tel: 030-8774933, Fax: 072-8502623, Mobiel: 06-13011760  
Email: [vermeulen@plethorapm.com](mailto:vermeulen@plethorapm.com), Website: [www.plethorapm.com](http://www.plethorapm.com)