

Newsletter

Dezember 2020

▪ <i>Überblick über unsere Fonds</i>	2
▪ <i>Der Anfang vom Ende</i>	2
▪ <i>Der Classic Fonds im 2020</i>	5
▪ <i>Aktien sind fair bewertet, obwohl es eine gewisse Zweiteilung gibt</i>	8
▪ <i>Der LTIF Natural Resources ist günstig und hat einen sehr vorteilhaften Ausblick</i>	9
▪ <i>Rohstoffe haben einen neuen Aufwärtszyklus begonnen</i>	10
▪ <i>Kernenergie wird erforderlich sein</i>	12
▪ <i>Viele Aktivitäten in unseren Holdings</i>	13
▪ <i>Anhang</i>	15

Abbildung 1: LTIF Classic EUR vs. MSCI Daily TR Net World Index EUR

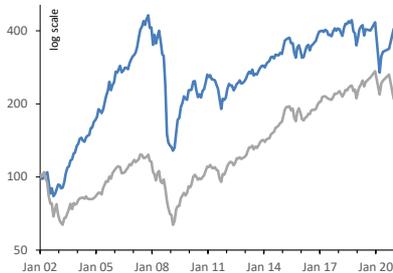


Abbildung 2: LTIF Stability A Cap EUR vs. HFRX Global Hedge Fund Index EUR

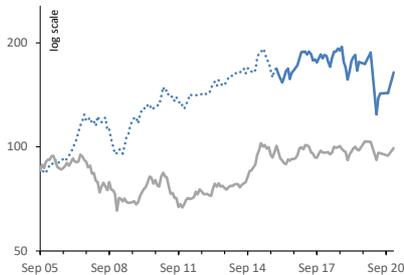
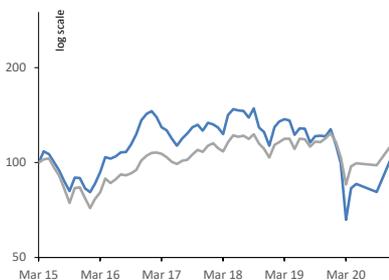


Abbildung 3: LTIF Natural Resources EUR vs. S&P Global Nat. Res. Net TR Index EUR



“ Die Möglichkeit eines dauerhaften Verlustes ist das Risiko, über das ich mir Sorgen mache, über das sich Oaktree Sorgen macht und über das sich jeder praktische Investor, den ich kenne, Sorgen macht”

Howard Marks

“Ein Marktabschwung ist der wahre Test für eine Anlagephilosophie”

Seth Klarman

Überblick über unsere Fonds

Der Anfang vom Ende

Es ist ein Klischee, dass die Finanzmärkte "kurzfristig orientiert" sind und auf sofortige Gewinne bestehen, auf Kosten von Investitionen, die sich im Laufe der Zeit viel mehr auszahlen könnten. Für die Märkte im Jahr 2020 trifft dies ganz sicher nicht zu. Sie segelten durch den schlimmsten jemals verzeichneten Rückgang des Bruttoinlandsprodukts mit nur einem kurzfristigen Wackeln, von dem sie sich schnell erholten. Der Grund dafür ist, dass die Märkte tatsächlich die langfristigen Cashflows betrachten und nach einem anfänglichen Moment der durch die Unsicherheit verursachten Panik entschieden haben, dass sich diese Cashflows in zwei oder drei Jahren nicht sehr von dem unterscheiden werden, was sie ohne die Pandemie gewesen wären. Es stimmt zwar, dass einige Unternehmen einen schweren Schlag erlitten haben (Freizeit, Hotels...), während andere sogar in Konkurs gingen, aber die Gesamtwirtschaft, wie sie sich in den breiten Marktindizes widerspiegelt, wird das überstehen.

Tabelle 1: Nettoinventarwert (Net Asset Value) – Nettovolumen unserer Fonds

Dec 31, 2020	NAV	Δ 3m	Δ 12m	Annualized return (s.i.)	AUM (in mio)
LTIF Classic [EUR]	407.89	20.9%	-6.1%	7.7%	72
LTIF Natural Resources [EUR]	87.13	30.4%	-17.6%	-0.9%	32
LTIF Stability A Cap [EUR]	164.30	14.8%	-12.3%	-1.1%	2

Quelle: SIA Group

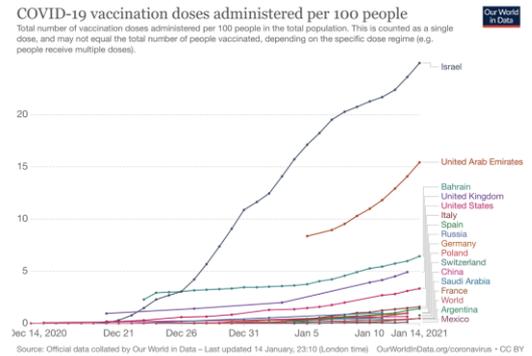
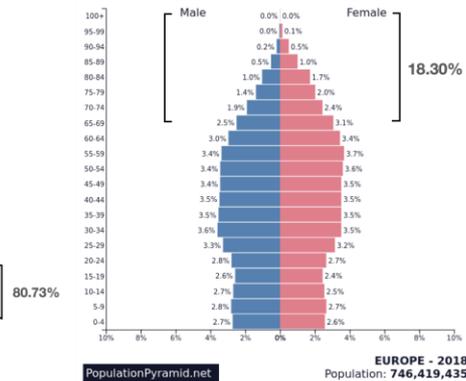
Wir befinden uns jetzt am Anfang vom Ende. Die verfügbaren Impfstoffe funktionieren und werden verteilt. Wie erwartet, haben die logistischen Schwierigkeiten einen schnellen Hochlauf verhindert, aber die Impfungen werden sich beschleunigen. Die Dinge können sich viel schneller wenden, als die meisten von uns denken. Mehr als 80% der Menschen, die durch das Covid-19-Virus starben, waren über 65

Jahre alt (siehe Zahlen unten), und dieser Teil der Bevölkerung macht in den Industrieländern 20% der Bevölkerung aus. Da ältere Menschen zuerst geimpft werden, **müssen nur 20% der Bevölkerung geimpft werden, damit die Gesundheitssysteme mit der Krankheit fertig werden können**. Israel ist bereits so weit, aber auch viele andere Länder arbeiten bereits mit Hochdruck auf dieses Ziel hin. In ein paar Monaten wird die Situation ganz anders aussehen.

U.S. Deaths from Coronavirus by Age Group (Feb. 1 – June 17, 2020)

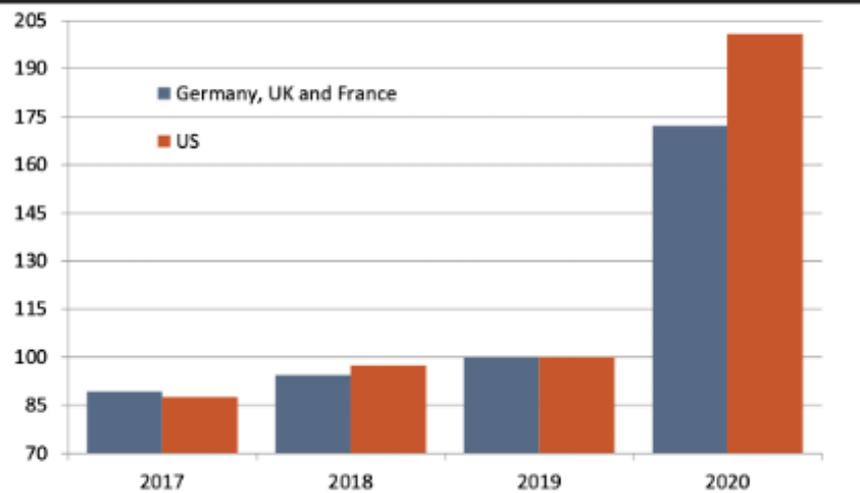
Age group	COVID-19 Deaths	Percentage of COVID Deaths
Under 1 year	8	0.008%
1-4 years	5	0.005%
5-14 years	13	0.013%
15-24 years	125	0.121%
25-34 years	699	0.676%
35-44 years	1,780	1.722%
45-54 years	4,976	4.815%
55-64 years	12,307	11.909%
65-74 years	21,462	20.769%
75-84 years	27,529	26.640%
85 years and over	34,435	33.322%
All Ages	103,339	100.000%

Source: CDC



Was können wir danach erwarten? Wenn die Geschichte ein Hinweis ist, einen riesigen Boom. Nicht nur, dass die Menschen all die Dinge "nachholen" wollen, auf die sie während der Pandemie verzichten mussten, sondern, so seltsam es auch erscheinen mag, die persönlichen Ersparnisse sind auf dem höchsten Stand, der je verzeichnet wurde. Der Grund für diese Ersparnisse ist einfach: Obwohl ein wichtiger Teil der Bevölkerung seinen Arbeitsplatz oder sein Unternehmen verloren hat und eine extrem schwierige Zeit durchlebt, konnten diejenigen mit einem sicheren Einkommen (die meisten Beamten, Wissensarbeiter usw.) dieses nicht wie üblich ausgeben. Das Ergebnis ist eine enorme Ausgabenkapazität. Nimmt man die neu entdeckte Bereitschaft der Politiker hinzu, dem Staat zu erlauben, die Wirtschaft zu stimulieren, muss die Schlussfolgerung lauten, dass in den nächsten Quartalen ein sehr starkes Wachstum und sogar eine Umkehrung des in den letzten 10 Jahren beobachteten kontinuierlichen Rückgangs der Zinssätze stattfinden wird.

Aggregate household savings (Q1 to Q3 2019 = 100)



Quarterly data. US data based on nominal dollar household gross savings. European data based on nominal euro household gross savings. UK data converted to euros based on sterling/euro rate for each year. Source: BEA, Deutsche Bundesbank, ONS, BoE, INSEE, Berenberg calculations

All das kann für die meisten unserer Anlagen nur positiv sein. Obwohl die Märkte nicht besonders billig sind (siehe Kommentare zur Bewertung weiter unten), werden viele Aktien derzeit zu Preisen gehandelt, die auf absehbare Zeit gute zweistellige Renditen bedeuten werden.

Der LTIF Classic endet 2020 bei EUR 408 p.a. (-6%) und ist momentan bei EUR 425 (+4%) im 2021

Das Jahr 2020 werden wir nie vergessen, weder aus persönlicher oder familiärer Sicht noch aus finanzieller Sicht. Obwohl das Covid-19-Virus 2019 auftauchte, hatte es einen gigantischen Einfluss auf 2020 und wird in die Geschichte eingehen. Unser Team möchte dem Gesundheits-/Sanitätssektor und den Wissenschaftlern für die Arbeit danken, die sie während der Krise geleistet haben und immer noch leisten, eine Arbeit, die viele Leben gerettet hat und die es uns ermöglichen wird, fast zur Normalität zurückzukehren, möglicherweise Ende 2021.

Generell und im Einklang mit der Pandemie sind die Aktienmärkte im März 2020 eingebrochen, haben sich aber stark erholt. Unser Basisszenario einer kurzlebigen Rezession bewahrheitet sich, wobei sich die Märkte und der Classic Fonds entsprechend entwickelten, im März Tiefststände erreichten (250 EUR pro Anteil) und sich bis Mitte Januar 2021 vollständig erholten (425 EUR). **Wir haben die erste Investitionsprämisse erfüllt: Kapitalerhalt (Capital Preservation CP), denn das Portfolio hat Qualität, wir haben sehr wenige "dauerhafte" Fehler gemacht und wir haben keinen Treiber der zukünftigen Wertschöpfung des Portfolios verändert.**

Obwohl unsere -6% für 2020 deutlich unter dem SPX (+16%) und dem Nasdaq Technology (+48%, ich musste das mehrmals nachprüfen) liegen, sind sie im Einklang mit globalen Value-Indizes wie dem MSCI World Value Index (-4%) und dem Russell1000 (-6% in Euro). Wie wir immer wieder betonen, sind wir langfristige Investoren, daher macht es wenig Sinn, sich mit der kurzfristigen Performance zu befassen: Langfristig hat der Classic seit seiner Auflegung (2002) 8% pro Jahr erzielt, seit Beginn des neuen Konjunkturzyklus nach der globalen Finanzkrise (2009) 11% pro Jahr, über die letzten 10 Jahre 5% und über die letzten 5 Jahre 7%. Seine jüngste Performance lag unter unserem Ziel von 10% pro Jahr, aber wir werden in den folgenden 2-3 Jahren aufholen.

Was meinen wir mit "wir werden aufholen"? Wir denken, dass der Classic weiter Boden gutmachen wird, und zwar durch zwei endogene Faktoren, die uns in den letzten 4-5 Jahren belastet haben: Value und Rohstoffe, zwei der Schwergewichte des Fonds. Und, relativ gesehen, durch einen eher exogenen Faktor, nämlich die starke Performance der Technologieunternehmen (insbesondere der FAANGS), in denen der Classic untergewichtet war.

Wir haben gezeigt, dass wir in der Lage sind, in Technologie zu investieren (Apple und ASML waren im Laufe der Jahre zwei unserer Hauptpositionen und wir waren in Accenture, Visa, Qualcomm und einigen anderen Technologieunternehmen investiert), jedoch war ihr Gewicht viel geringer als das Gewicht des Technologiesektors in den meisten Indizes. Generell und um die erste Investitionsprämisse (CP) zu erfüllen, werden wir nie mehr als 15% in einen einzelnen Sektor investieren, egal wie überzeugt wir davon sind. Derzeit ist das Gewicht der grossen Technologieunternehmen in den globalen Indizes weitaus grösser.

Der aktuelle IRR des Classic Fonds liegt bei 14% mit einem mittelfristigen inneren Wert von 617 EUR pro Anteil

Nach unseren DCF-Modellen liegt der erwartete IRR des Classic derzeit bei 14% und der innere Wert liegt über 600 EUR pro Aktie. Als SIA-Partner haben wir unsere Ersparnisse in den Classic investiert und blicken mit Ruhe in die Zukunft, die sich daraus ergibt, dass wir eine schnelle, aber tiefe Rezession überwunden haben. Unser konzentriertes und dennoch nach Geschäftsbereichen und Geografien gut diversifiziertes Portfolio besteht aus ca. 30 Unternehmen, die wir gut verstehen und die ein geringes fundamentales Risiko aufweisen.

Während der Covid-19-Krise haben wir gesehen, dass die meisten unserer Unternehmen zur Normalität zurückgekehrt sind: Wir sind der Meinung, dass wir mit der ersten Investitionsprämisse (CP) gut abgeschnitten haben, da wir mit einem Minimum an Narben zu den Niveaus vor Covid-19 zurückgekehrt sind und hoffen, dass unsere Investoren dem zustimmen.

Der Classic Fonds im 2020

Wie immer bestehen wir darauf, dass die sektorale Analyse der Performance des Classic nicht sehr repräsentativ für das ist, was auf globaler Ebene passiert, weil wir uns auf 3-4 Unternehmen pro Sektor oder Subsektor konzentrieren und daher ziemlich weit von der sektoralen Zusammensetzung des Index entfernt sind. Trotzdem lernen wir immer etwas, und zusammenfassend lässt sich sagen, dass die drei Classic-Sektoren, die ein gutes Jahr 2020 hatten, sich nicht so sehr von den globalen Indizes unterscheiden, nämlich Bergbau (+60%), Technologie (+53%) und diskretionärer Konsum (+14%, dank Pandora). Die schlechtesten Sektoren waren Energie (-60%), Gesundheit/Pharma, Finanzwerte und Lachs mit -15%/-20%.

Auf der positiven Seite heben wir die folgenden Beteiligungen hervor: MetsoOutotec (+65%), Prysmian (+37%), Pandora (+137%), ASML (+52%), Apple (+58%), Viscofan (+26%), alle Kupferunternehmen (First Quantum, Antofagasta, Hudbay Minerals, KAZ Minerals, Northern Dynasty) mit einer durchschnittlichen Performance von +60%, Visa (+16%), und Mowi (+15%).

Auf der negativen Seite und mit Rückgängen von mehr als 10% standen Devro (-14%), Grieg Seafood (-40%), alle Energie-/Ölunternehmen (California Resources, Cenovus, EOG, Premier Oil, Suncor) mit einem durchschnittlichen Rückgang von 65%, ING (-28%), Grifols (-27%), ISS (-34%), Raytheon (-23%) und Thales (-19%).

Angesichts der starken Zerteilung der Performance im Jahr 2020 reduzierten wir defensive Basiskonsumgüter wie Reckitt Benckiser und Viscofan, die sich während der Korrektur im März gut gehalten hat-

ten, und fügten zyklischere Namen wie MTU, Wienerberger, ING und einige Namen aus dem Energiesektor hinzu (antizyklisches Rebalancieren innerhalb unserer Kategorien). Nach dem Sommer haben wir die Gewichtung von Minen und Technologie reduziert und die Gewichtung von Energie, Finanzen und Lachs erhöht. Günstig zu kaufen ist nicht der einzige Faktor, aber er ist wichtig.

Wie ist die daraus resultierende Positionierung des Classic Fonds? 45% in Value (strategischer Wert für uns), 20% in Natural Resources und 25% in GARP (Wachstum zu vernünftigen Preisen)

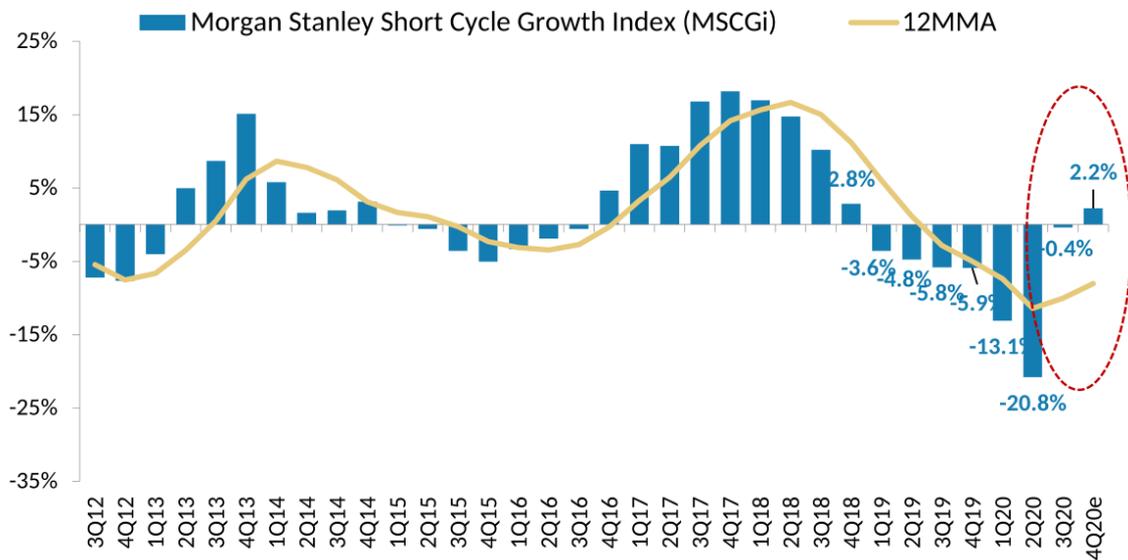
Die Haupttreiber, die die künftige Wertentwicklung des Fonds bestimmen werden, haben sich etwas verändert und konzentrieren sich derzeit auf zwei Faktoren: **diversifizierte Value Werte** (Unternehmen wie Heidelberg Cement, ING Bank, LeroySeafood, Devro oder Thales), **45% des Portfolios, und Rohstoffe 20%** (die auch als Value Titel angesehen werden können). Wie wir bereits erwähnt haben, glauben wir, dass diese beiden Faktoren nach Jahren massiver Underperformance einen neuen Aufwärtszyklus begonnen haben und in den kommenden Jahren zu den Outperformance-Faktoren des Fonds gehören sollten.

Ein Drittel des Portfolios ist weiterhin in GARP (Qualitäts- und/oder Wachstumsaktien zu einem vernünftigen Preis) investiert, die wir als Compounders (wie Unilever, Sodexo, VISA...) mit sehr robusten Geschäftsmodellen und guten Renditeerwartungen bezeichnen.

Historisch gesehen war der Lachssektor ein Schwergewicht im Classic Fonds, aber wir haben einen grossen Teil unserer Positionen im Laufe des Jahres 2019 verkauft. Mit dem Rückgang der Lachspreise im Jahr 2020 (und der Aktien der Lachsunternehmen) bauen wir wieder eine etwas wichtigere Position in dem Sektor auf, in dem wir bereits 8% haben. Wenn die Aktienkurse weiter fallen, werden wir - wie bereits erwähnt - weiterhin bis zu maximal 15% des Fonds kaufen.

Nach Risikokategorien sind 50% des Classic in den Kategorien 1-2, also mit geringem Risiko, und 46% in der eher wertorientierten Kategorie 3. Wir haben nur noch ein Unternehmen in der risikoreichen Kategorie 4 (Hudbay Minerals), was unsere Entwicklung widerspiegelt, die erste Prämisse eines Investments (CP) nie zu vernachlässigen.

Wir halten an unserem Basisszenario fest: Konjunkturerholung im Jahr 2021, möglicherweise ab Q2
Unser Basisszenario bleibt unverändert und wir gehen weiterhin von einer beschleunigten Erholung nach einer kurzen, aber tiefen Rezession aus. Wie wir an den meisten makroökonomischen Indikatoren (z. B. dem Industriezyklus in der folgenden Grafik) erkennen können, haben wir das Zyklustief (Q220), das erneut mit dem Tiefpunkt der Märkte zusammenfiel, hinter uns gelassen, und die Weltwirtschaft steuert derzeit auf eine koordinierte Erholung zu.



Quelle: Morgan Stanley

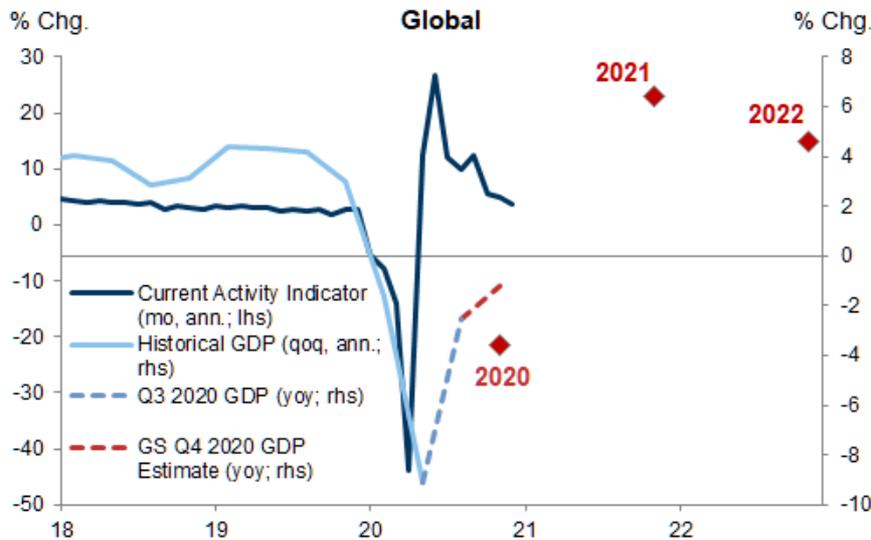
Drei Hauptfaktoren stimmen uns optimistisch für eine schnelle Erholung:

1) Die kurze Dauer der Krise und die von den meisten Regierungen der Welt konzipierten **Stützungsmaßnahmen** haben strukturelle Schäden an den Volkswirtschaften vermieden. Ausserdem müssen, anders als während der globalen Finanzkrise 2008/09, keine Ungleichgewichte, wie z. B. im Immobiliensektor oder bei der privaten Verschuldung, und auch keine Probleme bezüglich Zahlungsausfälle/Banken gelöst werden.

2) China ist auf das Niveau vor der Covid-19-Krise zurückgekehrt und wird nach unserer Einschätzung 2021 um etwa 7% wachsen.

3) Die meisten Volkswirtschaften werden von einer starken geld- und fiskalpolitischen Unterstützung profitieren, ebenso wie von wahrscheinlich starken öffentlichen Investitionen in Infrastruktur/Erneuerbare Energien - alles Massnahmen, die die Erholung beschleunigen werden.

In Zukunft werden wir uns mit dem Defizit und der Verschuldung vieler Länder und deren Auswirkungen auf die Gesamtheit der Länder, Unternehmen und Haushalte befassen müssen, aber dieses Problem ist eher ein langfristiges Problem und nicht etwas, das uns im Moment beschäftigen sollte. Wir sehen mittelfristig auch eine höhere Inflation, die Teil der Lösung sein wird.



Quelle: Goldman Sachs

Infolgedessen gehen wir, ganz im Einklang mit dem Konsens, davon aus, dass das **Welt-BIP in den Jahren 2021 und 2022 über seinem Potenzialniveau wachsen wird, möglicherweise in einem koordinierten Aufschwung.**

Welche Risiken sehen wir? Unsere makroökonomische Analyse zielt darauf ab, potenzielle Risiken zu identifizieren, anstatt die Entwicklung der weltweiten Volkswirtschaften im Detail zu bewerten. Wenn wir die schwarzen Schwäne (wie die Covid-19-Pandemie, Kriege oder andere unerwartete negative globale Ereignisse) ausklammern, bleiben wir hauptsächlich besorgt über die **Ungleichgewichte in China** (sowohl sozial als auch wirtschaftlich), die **Zinssätze/Anleihenrenditen/Schulden** (irgendwann müssen sich die Zinssätze normalisieren, obwohl wir dies kurzfristig nicht sehen) und die Bereiche mit **überhöhten Bewertungen** (hauptsächlich Technologie, Kredite und Immobilien), die sich irgendwann normalisieren sollten.

Zusammengefasst verstehen wir, dass a) die Covid-19-Krise nicht der Beginn eines neuen Zyklus ist, sondern ein endogenes Ereignis von begrenzter Dauer; b) wir 2-3 Jahre koordiniertes globales Wachstum vor uns haben; und c) wir mittelfristig eine höhere Inflation erwarten. **Zwei der Aktienfaktoren**, die sich vor einem solchen Hintergrund in der Regel besser entwickeln, **sind Value und Rohstoffe, die zu unseren Anlagetreibern gehören.**

Aktien sind fair bewertet, obwohl es eine gewisse Zweiteilung gibt

Wie jedes Jahr zu dieser Zeit führen wir eine Bewertungsanalyse der Regionen und Sektoren auf globaler Ebene durch, um Anlagechancen und -risiken unter Bewertungsgesichtspunkten zu identifizieren.

Nach Regionen aufgeschlüsselt sind die Aktien mehrheitlich fair bewertet, wobei einige am oberen Ende ihrer historischen Spanne liegen. Der Standard&Poor500 wird mit einem KGV21 von 23x (historischer Durchschnitt 19x) gehandelt, der Nasdaq mit einem KGV von 30x (historischer Durchschnitt 25x), Europa mit einem KGV von 18x (Durchschnitt 19x), und die wichtigsten Schwellenländer (China, Russland und Brasilien) liegen im historischen Mittelwert. Lediglich die Türkei bleibt aufgrund der sozioökonomischen Unsicherheit des Landes auf den günstigen Niveaus. Wir erwähnen die KGVs nur zur Veranschaulichung, aber unsere Bewertungen verwenden verschiedene Ansätze, einschliesslich der um die Zyklusmitte bereinigten Renditen zur Normalisierung der Erträge.

Bei Betrachtung verschiedener Sektoren ist das Ergebnis weniger homogen: Die teuren Sektoren sind Technologie (KGV21 von 30x gegenüber einem historischen Durchschnitt von 25x) und Industriewerte (KGV 26x gegenüber 20x), während die billigen Sektoren Banken-Finanzwerte und Energie sind. Die übrigen Sektoren (Konsum, Gesundheit/Pharma und Werkstoffe) orientieren sich an ihren historischen Durchschnitten.

Wir ziehen die folgenden allgemeinen Schlussfolgerungen:

- a) Nach der Erholung der Aktienmärkte im Jahr 2020 und im Vergleich zu den Prognosen für 2021 sind **die Bewertungen auf einem hohen/fordernden Niveau.**
- b) **Aktien antizipieren einen Aufwärtszyklus**, der möglicherweise auf ein normalisiertes 2022 hinausläuft.
- c) **Sowohl die Sektoren als auch die Märkte liegen innerhalb ihrer historischen Durchschnittswerte, wenn wir die Prognosen für 2022 betrachten** (weder teuer noch billig), wobei nur eines hervorzuheben ist: Im Durchschnitt **werden die Eigenkapitalrenditen (RoE) für 2022 voraussichtlich viel, viel höher sein als der historische Durchschnitt.**

Theoretisch sollten wir also im Jahr 2021 einen flachen Aktienmarkt haben, gefolgt von einer Rückkehr zum langfristigen Trend von 6-7% pro Jahr. Es gibt nur einen Vorbehalt: die hohen erwarteten Renditen mehrerer Sektoren und Regionen (angeführt von der Technologie, die aufgrund ihres hohen Gewichts in vielen Indizes einen grossen Einfluss hat), die weit über dem historischen Durchschnitt liegen. Der zweite Vorbehalt ist, dass sich die Märkte selten so reibungslos verhalten.

Wenn man sich auf die Grundlagen besinnt und die Wirtschaftstheorie anwendet, sollten sich diese aussergewöhnlichen Renditen irgendwann normalisieren/umkehren (zum Beispiel liegt die durchschnittliche historische Rendite im Technologiebereich bei etwa 19-20%, im Vergleich zu den aktuellen 27%). Allerdings handelt es sich bei den aktuellen Geschäftsmodellen von E-Commerce, Suchmaschinen, sozialen Netzwerken, Cloud usw. um grosse, gut positionierte, wachsende Unternehmen (mit höheren Renditen), und es wird einige Zeit dauern, bis sich eine Normalisierung einstellt. **Es ist zu schwierig vorherzusagen, wann und wie diese Rückkehr zum Mittelwert eintreten wird, aber sie wird eintreten, da diese enormen Renditen Wettbewerb oder Regulierung oder beides anziehen werden.**

Der LTIF Natural Resources ist günstig und hat einen sehr vorteilhaften Ausblick

Der Natural Resources Fonds hatte ein unglaubliches Jahr 2020. Er begann das Jahr mit Niveaus von EUR 100 pro Anteil, während des Einbruchs im März 2020 fiel er auf EUR 50, und im Januar 2021 liegt er wieder bei EUR 95 pro Anteil. **Wir sind fast wieder auf dem Niveau von vor Covid-19 und freuen uns, dass wir die erste Investitionsprämisse (CP) erfüllt haben.**

Nach unseren Schätzungen hat der Fonds einen inneren Wert (IV) von 150 EUR pro Anteil und einen internen Zinsfuss (IRR) zu aktuellen Preisen von 15-16%, mit einem sehr interessanten Wertsteigerungspotenzial. Es ist wichtig anzumerken, dass unser IV mit konvergierten (oder in der Mitte des Zyklus liegenden) Rohstoffpreisen und Margen/Renditen berechnet wird, in einem Sektor, in dem die industrielle Varianz (hauptsächlich aufgrund der Volatilität der Rohstoffpreise) und das Markt-Beta enorm sind.

Grob gesagt, mitten in der Covid-19-Krise bewertete der Aktienmarkt den Fonds mit 33% seines IV: EUR 50 gegenüber unserem geschätzten IV von EUR 150. Unsere Erfahrung deutet darauf hin, dass wir im aktuellen Aufwärtszyklus der Rohstoffe in den kommenden Jahren den gegenteiligen Effekt sehen werden, d.h. Preise und Renditen, die deutlich über der Zyklusmitte liegen. **Bei Anwendung der gleichen Varianz könnte der NAV dieses Fonds theoretisch weit über seinen IV auf Niveaus von EUR 250 pro Anteil steigen, was dem 2,5-fachen des aktuellen Preises entspricht, mit einem internen Zinsfuss (IRR) von über 20% in den Spitzenjahren des Zyklus.** Vergessen wir nicht, dass Rohstoffe einen sehr langen

Konjunkturzyklus haben, denn es dauert 6-7 Jahre, um eine neue Mine zu bauen oder eine neue Ölquelle zu erschliessen, sofern Genehmigungen eingeholt werden können, was bedeutet, dass der Hochphase des Zyklus in der Regel mehrere Jahre dauert.

Zur Performance des Jahres 2020 (-17% im Jahr): Der Bergbau, insbesondere Kupfer, war mit einem Plus von 35% in lokaler Währung (26% in Euro) die Sonnenseite des Fonds, während Energie/Öl mit einem Minus von 37% im Jahr eine Katastrophe war. Daher haben wir die Gewichtung von Öl schrittweise erhöht und einige neue Unternehmen hinzugefügt. **Ende 2020 macht Energie/Öl 42% des Fonds aus, Bergbau 38%, und 20% sind in Agrarnahrungsmittel und Infrastrukturen investiert.** Wie wir bereits erwähnt haben, versuchen wir in der Regel, den Fonds auszubalancieren, indem wir 1/3 in jeden Sektor investieren, aber angesichts der aktuellen Bewertungen haben wir uns entschieden, mit einer starken Gewichtung in Energie und Bergbau, insbesondere Energie, fortzufahren.

Rohstoffe haben einen neuen Aufwärtszyklus begonnen

Bei SIA haben wir oft über die **kommenden Versorgungsprobleme bei bestimmten Rohstoffen** diskutiert. Ein Teil davon ist strukturell bedingt, aufgrund eines Jahrzehnts der Unterinvestition, ein Teil ist zyklisch, aufgrund von Produktions- und Logistikproblemen, die durch Covid-19 verursacht wurden, und ein Teil ist auf die wachsende Nachfrage zurückzuführen (Förderpolitik und Energiewende). Das Ergebnis wurde bereits im Laufe des Jahres 2020 deutlich, als sich Versorgungsprobleme auf mehrere Rohstoffe auswirkten und zu einem starken Preisanstieg führten. Als wir in Q220 unsere Schätzungen aktualisierten, um eine schneller als erwartete wirtschaftliche Erholung in China widerzuspiegeln, erkannten wir, dass sich **Kupfer in H220 auf ein Defizit zubewegen würde, und das geschah tatsächlich.**

Covid-19 bremst immer noch einen grossen Teil der Weltwirtschaft aus; folglich bleibt die Nachfrage global gesehen ziemlich moderat, mit Ausnahme von China/Asien. Dieser Zustand ist ein wenig beängstigend für die Verbraucher; das heisst, für jeden auf dem Planeten Erde. Was wird passieren, wenn die ganze Welt wieder auf Wachstumskurs ist, wie China? Wenn die Blockaden enden, wenn wir wieder zur Normalität zurückkehren, wieder arbeiten und wieder reisen? Mit Hilfe von Milliarden von Dollar, monetärer und fiskalischer Unterstützung und Zentralbankprogrammen, und zwar auf koordinierte Weise. **Von Januar bis Oktober stiegen die chinesischen Ölimporte um 11% im Jahresvergleich, und die Nachfrage nach Öl und anderen Rohstoffen wird ab Mitte 2021 stark ansteigen.**

China wird 2021 um 7% wachsen

Ende Oktober gab China seinen 14. Fünfjahresplan bekannt; angesichts des Covid-19-Chaos berichtete die westliche Presse jedoch kaum darüber. Dieser Fünfjahresplan spiegelt einen grossen Paradigmenwechsel wider: China will mehr Konsum/Investitionen im eigenen Land, innerhalb seiner Einflussphäre, und einen geringeren Handelsüberschuss. Angesichts des sehr geringen Pro-Kopf-Verbrauchs an natürlichen Ressourcen entlang der Seidenstrasse und in anderen Schwellenländern erwarten wir einen steigenden Pro-Kopf-Verbrauch an Energie, Metallen, Strom etc.... oder Rohstoffen, ganz allgemein.

Wenn dieser Verbrauch mit der Grösse der Bevölkerung multipliziert wird, wird der Effekt in absoluten Zahlen sehr bedeutend sein. **Leider haben Rohstoffe, natürliche Ressourcen und einige Waren begrenzte Reserven und/oder Produktionskapazitäten und höhere Preise sind die einzige Möglichkeit, 1. neue Produktionsstätten zu eröffnen und/oder 2. die Nachfrage nach ihnen zu drosseln.**

Der russische Präsident Wladimir Putin ging in seiner Valdai-Rede ausführlich auf die Unhaltbarkeit des westlichen Überkonsums ein. **Letztlich müssen im Einklang mit der Verschiebung des Weltzentrums nach Osten in Richtung Asien die Handelsbilanzen, Währungen, Ströme usw. angepasst werden, nicht wegen politischer Fragen, sondern wegen der Bevölkerung und des Pro-Kopf-Verbrauchs.** Es scheint, dass das Weltwirtschaftsmodell neu überdacht werden muss, denn es ist nicht möglich, ewig zu wach-

sen. Es gibt einfach nicht genug Ressourcen. In vielen Bereichen zeichnen sich bereits Versorgungsprobleme ab. Nach Jahren sehr geringer Investitionen mangelt es wieder an Schiffs- und Containerkapazitäten, und die Reedereien haben z. B. in Südchina die Buchungen für Fracht bis Ende Februar ausgesetzt. In Europa gibt es bereits bei vielen Produkten eine Starre: bei elektronischen Geräten, Halbleitern, Glas, Spanplatten und einigen anderen Fertig- und Halbfertigprodukten.

In China führen Versorgungsprobleme zu Stromausfällen, und die Behörden haben die Eisenbahnkapazitäten für den Transport von Kraftwerkskohle priorisiert, was zu Problemen für die Stahlproduzenten führt, die nicht genügend Met-Kohle beschaffen können. Die Eisenerzpreise steigen zusammen mit den Met-Kohlepreisen, was zu höheren Stahlpreisen führt, und in vielen Bereichen hat der Schrott bereits wieder das Niveau von vor zehn Jahren erreicht. Bauxit-, Kupfer-, Nickel- und Zinkkonzentrate werden immer teurer, was zu niedrigen Aufbereitungskosten und Rentabilitätsproblemen für Raffinerien führt.

Und die grüne Energiewende wird eine riesige Menge an Metallen benötigen

Es gibt viele Prognosen über den Bedarf an Metallen im Zusammenhang mit der Energiewende oder "grünen Revolution", und die meisten Zahlen sind erschreckend. **Warum? Weil es mittel- bis langfristig nicht genug Metalle gibt**, um diese Ziele zu bewältigen (lange bevor das Greta-Thunberg-Szenario erreicht wird).

Da wir in viele der wichtigsten Produzenten dieser Metalle investiert sind, stört es uns natürlich nicht, solche Prognosen zu sehen, die übrigens mit den Vorhersagen von ehrenwerten Institutionen wie dem IWF, der Weltbank und vielen anderen übereinstimmen. **Kurz gesagt wird es jedoch extrem schwierig sein, die prognostizierten Ziele zu erreichen, ohne dass sich zahlreiche sozioökonomische Aspekte unseres Lebens dramatisch verändern.**

Wir können ein "kleines" Metall wie Silber als Beispiel nehmen. Da es für Solarzellen unerlässlich ist, werden bis 2050 zusätzlich 400'000 Tonnen benötigt. Aber die jährliche Produktion liegt bei 27'000 Tonnen und ist aufgrund eines Jahrzehnts der Unterinvestition rückläufig (Silber wird hauptsächlich als Nebenprodukt grosser Kupfer-/Gold-, Blei-/Zinkminen produziert). Ausserdem steigt die Nachfrage für andere Anwendungen, wie z.B. elektronische Geräte, und so wird langsam aber sicher ein grosses Ungleichgewicht zwischen Angebot und Nachfrage erwartet.

Öl steht vor drei strukturellen Problemen: Erschöpfung, Unterinvestition und die Reife des US-Schieferöls

Der russische Staatskonzern **Rosneft, einer der grössten Ölproduzenten der Welt, hat kürzlich erklärt, dass er eine kurzfristige Ölversorgungs Krise voraussieht**, u.a. aufgrund des strategischen Wechsels der grossen Ölkonzerne (BP, Royal Dutch etc.) zu erneuerbaren Energien und der Reife des amerikanischen Schieferölsektors. Das Unternehmen (und natürlich die russische Regierung) **gaben grünes Licht für das riesige Vostok-Projekt in der Arktis, das 2024 die Produktion aufnehmen und bis 2035 rund 2 Mio. b/d produzieren soll.** Damit wäre es das zweitgrösste Ölfeld nach Ghawar (Saudi-Arabien), das derzeit 3,8 Mio. b/d fördert (mit dem Rückgang der Produktion in Ghawar, vielleicht das grösste, denn Vostok Öl ist eigentlich nicht ein Feld, sondern ein Cluster von Feldern).

Bei einem jährlichen Rückgang von 3-4% braucht die Welt 2 neue Vostoks pro Jahr (!), um die Gesamtproduktion stabil zu halten, und das Vostok-Projekt benötigt *nur* USD 150 Mrd. an Capex, 400'000 Menschen zum Bau, 150'000 zum Betrieb und 15 neue Städte. Die letztgenannten Zahlen zeigen, wie schwierig es ist, grosse Felder in der Ölindustrie zu erschliessen, selbst wenn man die Ressourcen hat und eine Lizenz erhalten kann, wenn man bedenkt, dass die meisten dieser Felder in kargen, trostlosen Regionen wie der Halbinsel Taymyr liegen. Das in Singapur ansässige Handelsunternehmen Trafigura und Indien sind an dem Projekt beteiligt, um ihren wachsenden Bedarf an Öl zu decken:

Während die Investoren im Westen einen Rückgang der Ölnachfrage befürchten, sorgen sich die Regierungen im Osten um das Angebot.

Es stimmt, dass, während grosse europäische Unternehmen ihre Upstream-Investitionen weiter reduzieren und ihre Energiewende beschleunigen, die nordamerikanischen Majors hinterherhinken. Sie stehen jedoch unter enormem Druck, und Chevron hat angekündigt, seine Investitionen in den kommenden Jahren zu reduzieren: USD 15 Mrd. pro Jahr bis 2025, 27% weniger als die bisherige Prognose und weniger als die Hälfte des Budgets von 2014, als WTI bei rund USD 100 pro Barrel notierte. Exxon kündigte neue Investitionen von rund USD 17,5 Mrd. im Jahr 2021 und durchschnittlich USD 22,5 Mrd. von 2022 bis 2025 an. Diese Zahlen entsprechen einem Rückgang von 46% bzw. 31% gegenüber früheren Prognosen.

Diese Kürzungen verstärken die aktuellen Branchentrends. Schätzungen zufolge lagen die weltweiten Investitionen in Exploration und Produktion im Jahr 2020 bei etwa USD 230 Mrd. und damit deutlich unter der vorherigen Prognose von USD 325 Mrd. Die Investitionen in Shale haben sich 2020 halbiert, von USD 100 Mrd. im Jahr 2019, und 2021 sieht es nicht viel besser aus. **Kurz gesagt, der Einbruch der Investitionen in Exploration und Produktion hält an, und das verheisst nichts Gutes für die zukünftige Verfügbarkeit von Öl.**

Kernenergie wird erforderlich sein

Vor etwa 250 Jahren wurde die Dampfmaschine erfunden, und es wird immer noch darüber diskutiert, wer sie erfunden hat. Heute werden immer noch **80% der weltweiten Elektrizität mit kochendem Wasser erzeugt**, während drei Viertel der restlichen Elektrizität durch Wasserkraft erzeugt werden. Die Kernkraft produziert etwa 10% dieser 80%.

Kohle produziert den meisten Strom der Welt, d.h. etwa 50%, gefolgt von Gas. Es ist leicht zu verstehen, dass das Produkt mit dem höchsten Heizwert das effizienteste ist, wenn es darum geht, Wasser zu kochen (nicht nur wirtschaftlich, sondern auch aus ökologischer Sicht), aber die Welt braucht eine saubere, effiziente und nachhaltige Grundlast. Solar- und Windenergie können das noch nicht leisten, so dass **die Kernenergie vorerst die einzige effiziente und umweltfreundliche Lösung ist.** Auf sehr lange Sicht könnten grosstechnische Batterien es ermöglichen, erneuerbare Energien als Quasi-Grundlast zu betrachten, aber diese Lösung ist noch weit entfernt.

In diesem Zusammenhang wächst die Produktion von Kernenergie in China rasant und auch die westliche Welt scheint einen Aufschwung zu erleben. Die Politiker erkennen, dass sie die einzige Alternative zu fossilen Brennstoffen ist (die Wasserkraft ist gesättigt, es gibt keine Flüsse mehr, keine Täler, die man überfluten kann, und selbst die USA wollen kleine Flussdämme in kleine Kraftwerke umwandeln). Sogar Japan überdenkt seine Atomstrategie. Vor diesem Hintergrund hat Elon Musk kürzlich in Berlin eine bemerkenswerte Rede gehalten, in der er die Notwendigkeit von billiger und sauberer Energie/Strom hervorhob... dies wird wichtig für die Entwicklung einer sauberen Elektrofahrzeugindustrie sein. Es ist nutzlos, Elektroautos mit Energie zu laden, die aus der Verbrennung von Kohle gewonnen wird.

Auch in Europa sind die Dinge im Wandel. Entgegen der landläufigen Meinung sind die Niederlande, wie viele andere Länder auch, von fossilen Brennstoffen abhängig, da mehr als 80% der Stromerzeugungskapazität aus Kohle/Gas besteht, oft stark subventioniert. Leider geht das riesige Gasfeld in Groningen zur Neige (wie die meisten Felder in der Nordsee) und das Land hat nur ein einziges Atomkraftwerk: den alten Borssele-Reaktor in Zeeland, der etwa 3% der Energie des Landes liefert. Angesichts der geplanten/erzwungenen Reduzierung der CO₂-Emissionen gibt es keine Alternative zur Kernenergie, da das Land nicht genug Platz hat, um Solarpaneele und Windturbinen zu installieren (einschliesslich des erneuten Widerstands von Umweltorganisationen).

Sichere Kernenergie scheint eine der wenigen praktikablen Alternativen zu sein, wenn die CO₂-Emissionen drastisch gesenkt werden müssen, aber die nukleare Erzeugung benötigt Uran, und die weltweiten Produktionskapazitäten befinden sich nach der Katastrophe von Fukushima (2011) derzeit in einer sehr heiklen Phase. Auch hier wurden die Investitionen erheblich reduziert und wir haben ein Jahrzehnt mit gedrückten Preisen, zu geringen Ausgaben und der Erschöpfung der Reserven hinter uns. Wir steuern wahrscheinlich auf einen defizitären Markt zu, sobald die Stromkonzerne mit der Erneuerung ihrer Verträge beginnen, was 2021/22 der Fall sein dürfte. Grosse Minen, wie Ranger in Australien und Cominak in Niger, werden aufhören zu produzieren, wenn sie erschöpft sind. Neue Projekte werden nötig sein, aber sie werden viel höhere Preise als die derzeitigen 33 USD pro Pfund am Spotmarkt erfordern.

Das Übernahmeangebot für KAZ Minerals lag weit unter einem fairen Preis

KAZ Minerals wurde zu einer der grössten Positionen des Fonds, als das Unternehmen ein Übernahmeangebot von seinem Hauptaktionär Vladimir Kim erhielt, der bereits mehr als 30% des Unternehmens besass. Angesichts der Situation rechneten wir nicht mit einem wesentlich besseren Angebot und beschlossen, die Position zu verkaufen. Trotz des erzielten Gewinns **waren wir sehr unglücklich, diesen Vermögenswert in dieser Phase des Zyklus und zu einer so niedrigen Bewertung gehen zu lassen.** Entsprechend haben wir die Kupfergewichtung angepasst (unsere Position in anderen Unternehmen erhöht), um die Auswirkungen auf den Fonds auszugleichen.

Das Baimskaya-Kupferprojekt von KAZ Minerals ist eines der weltweit grössten unerschlossenen Kupfervorkommen in der abgelegenen Region Tschukotka. Der Staatskonzern Rosatom hat im vergangenen Jahr das erste schwimmende Kernkraftwerk der Welt in Betrieb genommen: das Schiff Akademik Lomonosov, das nun im Hafen von Pevek in Tschukotka liegt und die Energiequelle von Baimskaya sein wird. Die Website von Rosatom ist übrigens nicht nur in Bezug auf die Stromerzeugung sehr interessant, sondern auch in Bezug auf die Anwendung der Kerntechnik in anderen Bereichen wie Medizin, Sterilisation, Desinfektion, Logistik und vielem mehr.

Viele Aktivitäten in unseren Holdings

Das vierte Quartal war sehr aktiv in Bezug auf Kapitalmassnahmen, an denen unsere Holdings beteiligt waren: **ConocoPhillips erwarb Concho Resources, Pioneer übernahm Parsley Resources und Cenovus fusionierte mit Husky** und schuf damit ein Unternehmen, das so gross ist wie Suncor oder CNQ. **Premier Oil einigte sich auf eine Fusion mit der bisher in Privatbesitz befindlichen Chrysaor**, wodurch das grösste unabhängige, in London notierte Öl- und Gasunternehmen entstand und damit seine Bilanzprobleme gelöst wurden.

Der australische Nickel-Bergbaukonzern Independence Group kaufte einen Anteil an der Greenbush-Lithium-Mine von Tianqi, die die Anlage zusammen mit Albermarle betreibt. Die Lithiumreserven Westaustraliens sind ähnlich gross wie die seines Eisenerzes und liefern 50% der gesamten Exporte der Welt. Greenbush ist die grösste in Betrieb befindliche Mine der Welt. Die Mine befindet sich auf dem Gelände der grössten bekannten Hartgestein-Lithium-Lagerstätte der Welt.

Alle diese Transaktionen stärken die Position unserer Unternehmen und finden zu guten Preisen zu Beginn eines wichtigen Rohstoffzyklus statt.

Natural Resources befindet sich in der Frühphase eines langen Aufwärtszyklus

Der LTIF Natural Resources investiert in Sektoren, in denen der Mangel an Investitionen und die strukturelle Erschöpfung von Ressourcen zu einem knappen Angebot und erhöhten Produktpreisen (und Volatilität) führen werden.

Unserer Erfahrung nach ist es sehr wichtig, sich auf qualitativ hochwertige Vermögenswerte zu konzentrieren, d. h. auf TIER1-Vermögenswerte, die für eine Investition zur Verfügung stehen, und der Fonds sucht in dieser Hinsicht nach den besten Vermögenswerten in Bezug auf Qualität, Grad, Grösse, Lebensdauer, Kosten, Capex usw., um die Rentabilität unserer Investitionen zu erhöhen.

Wir glauben, dass der Natural Resources Fonds gut positioniert ist, um von diesem neuen Aufschwung und den beschriebenen Entwicklungen zu profitieren, in einer, wie wir glauben, langen und spannenden Reise.



**Marcos Hernández
J. Carlos Jarillo
Urs Marti
SIA Team
20. Januar 2021**

Rechtliche Hinweise - Luxemburg

Die Wertentwicklung bis zum 31.05.06 entspricht LTIF mit Sitz auf den Britischen Jungferninseln. LTIF Luxemburg ist dessen identischer Nachfolger. Die frühere Wertentwicklung wurde von Ernst & Young geprüft. Die frühere Wertentwicklung ist weder eine Garantie noch ein zuverlässiger Indikator für zukünftige Ergebnisse. Die Daten der Wertentwicklung enthalten keine Provisionen und Gebühren, die zum Zeitpunkt der Zeichnung oder Rücknahme von Anteilen berechnet wurden. Diese Informationen wurden Ihnen auf Anfrage bereitgestellt und dienen lediglich zu Informationszwecken. Sie dürfen nicht reproduziert oder an andere Personen weitergeleitet werden. Sie sind nicht als Angebot oder Werbung für den Kauf oder Verkauf von Anteilen der SICAV gedacht. Die zentrale Verwaltungsstelle und die Anlageverwaltungsgesellschaft übernehmen keine Haftung für falsche Angaben oder unvollständige Informationen. Bitte beachten Sie, dass Anlagefonds mit Risiken verbunden sind wie etwa einem möglichen Verlust von investiertem Kapital. Eine genaue Beschreibung der Risiken in Verbindung mit den einzelnen Anteilen des Anlagefonds finden Sie in der aktuellen Version des Verkaufsprospekts, des vereinfachten Verkaufsprospekts und den Jahres- und Halbjahresberichten. Sie sind die einzige verlässliche Grundlage für Anlageentscheidungen. Diese Dokumente sind erhältlich unter www.s-i-a.ch oder bei der zentralen Verwaltungsstelle FundPartner Solutions (Europe) SA, 15A, avenue J.F. Kennedy, L - 1855 Luxemburg. LTIF Classic, Stability A Cap und Natural Resources (vorher Global Energy Value) wurden gemäss Art. 19 al. 1 des Kollektivanlagengesetzes von der Eidgenössischen Finanzmarktaufsicht (FINMA) für den Vertrieb in und aus der Schweiz zugelassen. Die Zahlstelle ist Banque Pictet & Cie SA, Route des Acacias 60, 1211 Genf 73, Schweiz. Der gesetzliche Vertreter in der Schweiz ist FundPartner Solutions (Suisse) SA, Route des Acacias 60, 1211 Genf 73, Schweiz; der Finanzmarktaufsicht in Österreich gemeldet gemäss §36 des Investmentfondsgesetzes; in Frankreich autorisiert von der Finanzmarktaufsichtsbehörde AMF gemäss Art. 411-58 der allgemeinen Vorschriften der AMF; in Deutschland autorisiert von der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) gemäss §132 des Kapitalanlagegesetzes; in Italien autorisiert von der italienischen Zentralbank und der Börsenaufsichtsbehörde CONSOB gemäss Artikel 42 des Gesetzesdekrets 58 vom 24. Februar 1998; in Spanien registriert im Register der Aufsichtsbehörde für den Wertpapiermarkt (CNMV) für in Spanien vertriebene ausländische kollektive Kapitalanlagen gemäss Art. 15 des Gesetzes über kollektive Anlageinstrumente; im Vereinigten Königreich von der britischen Finanzmarktaufsichtsbehörde FSA zugelassen als anerkannter Plan im Sinne von Abschnitt 264 des Gesetzes über Finanzdienstleistungen und Finanzmärkte aus dem Jahr 2000.

LTIF – Classic EUR

ISIN: LU0244071956
Telekurs: 2'432'569
Bloomberg: LTIFCLA LX

LTIF – Classic USD

ISIN: LU0301247077
Telekurs: 3'101'820
Bloomberg: LTIFCLU LX

LTIF – Classic CHF

ISIN: LU0301246772
Telekurs: 3'101'817
Bloomberg: LTIFCLC LX

LTIF – Classic GBP

ISIN: LU0750886714
Telekurs: 18'032'305
Bloomberg: LTIFCLS LX

LTIF – Classic EUR-D

ISIN: LU1449969846
Telekurs: 33'180'015
Bloomberg: LTIFCLD LX

LTIF – Natural Resources EUR

ISIN: LU0244072335
Telekurs: 2'432'575
Bloomberg: LTIFGEV LX

LTIF – Natural Resources USD

ISIN: LU0301247234
Telekurs: 3'101'839
Bloomberg: LTIFGEU LX

LTIF – Natural Resources CHF

ISIN: LU0301246939
Telekurs: 3'101'836
Bloomberg: LTIFGEC LX

LTIF – Natural Resources GBP

ISIN: LU0457696077
Telekurs: 10'638'983
Bloomberg: LTIFGEG LX

LTIF – Stability A Cap EUR

ISIN: LU1128810261
Telekurs: 25'840'496
Bloomberg: LTISTAE LX

LTIF – Stability A Cap EUR

ISIN: LU1132799310
Telekurs: 25'906'913
Bloomberg: LTISTAU LX

LTIF – Stability A Cap CHF

ISIN: LU1589813515
Telekurs: 36'183'892
Bloomberg: LTISTAC

Zentrale Verwaltungsstelle:

FundPartner Solutions (Europe) SA
15 avenue J.F. Kennedy
L-1855 Luxemburg
Grossherzogtum Luxemburg

Anlageverwaltungsgesellschaft:

SIA Funds AG
Alpenblickstrasse 25
CH-8853 Lachen
Schweiz

Depotstelle:

Pictet & Cie (Europe) SA
15A avenue J.F. Kennedy
L-1855 Luxemburg
Grossherzogtum Luxemburg

Eingetragener Firmensitz:

15 avenue J.F. Kennedy
L-1855 Luxemburg
Grossherzogtum Luxemburg