

# Newsletter

Oktober 2021

- *Überblick über unsere Fonds* 2
- *Covid-19 verschwindet von den Titelseiten. Inflation wieder in den Schlagzeilen* 2
- *Der Classic Fonds im Q3 2021* 3
- *Investment Case des Quartals: HeidelbergCement AG. IRR 15%. IV 103 EUR* 5
- *Niemand stellt mehr Fragen über Pandora. Alles ist gut* 6
- *Der Natural Resources Fonds im Q3 2021* 7
- *Die ersten Anzeichen des grünen Paradoxons: Die Energiepreise steigen in die Höhe* 8
- *Die drohende Energiekrise* 8
- *Warum steigen die Energiepreise so stark an?* 9
- *Die strukturellen Probleme bereiten uns Sorgen* 10
- *Das Kapital verlässt fossile Brennstoffe* 11
- *DerTrend hat auch die Bergbauindustrie erreicht* 12
- *Der LTIF NR ist stark im Energiebereich investiert* 13
- *Anhang* 16

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

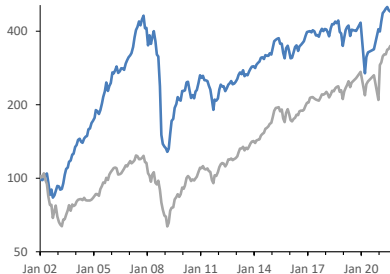


Abbildung 2: LTIF Natural Resources EUR vs. S&P Global Nat. Res. Net TR Index EUR



*“Die Wahrheit ist, dass unsere Energiewende, ob es uns nun gefällt oder nicht, eine langfristige Abhängigkeit von fossilen Brennstoffen bedeutet. Das bedeutet, dass wir aufhören sollten, diese zu verteufeln - über ESG zu predigen, dem Trend zu folgen, sich von Aktien von Ölgesellschaften zu trennen und neue Projekte durch Regulierung, hohe Finanzierungskosten (viele Banken ziehen sich aus dem Sektor zurück) und Ähnliches zu verhindern. Stattdessen sollten wir uns darauf konzentrieren, ihre Förderung sauberer und effizienter zu machen, bis die technischen Herausforderungen einer auf erneuerbaren Energien basierenden Zukunft gelöst werden.*“

Merryn Somerset Webb, Financial Times

## Überblick über unsere Fonds

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

September 30, 2021	NAV	Δ 3m	Δ 12m	Annualized return (s.i.)	AUM (in mio)
LTIF Classic [EUR]	488.87	-2.9%	44.9%	8.4%	78
LTIF Natural Resources [EUR]	114.67	1.9%	71.6%	0.8%	51

Source: SIA Group

## Covid-19 verschwindet von den Titelseiten. Inflation wieder in den Schlagzeilen

Zwei Themen haben in den letzten Monaten die Aufmerksamkeit der Anleger auf sich gezogen: die Entwicklung der Covid-19-Pandemie und die Wahrscheinlichkeit einer Periode mit deutlich höherer Inflation. Wir werden zeigen, dass sie zusammenhängen, aber eine separate Behandlung verdienen.

Es gibt immer weniger über die Covid-Pandemie zu sagen. Ohne die Tragödie der Millionen von Todesopfern und die Notwendigkeit zu vergessen, die Impfbemühungen aller Entwicklungsländer zu unterstützen, **argumentieren wir, dass die Pandemie unter dem**

**Gesichtspunkt der Investitionen nicht mehr so relevant ist.** Zwei Punkte sind klar: Die Regierungen wollen ihre Volkswirtschaften nicht wieder zum Stillstand bringen und Impfstoffe funktionieren. Ausserdem werden gerade die ersten kostengünstigen, leicht zu verabreichenden Behandlungen zugelassen. All dies deutet darauf hin, **dass wir uns darauf freuen können, dass Covid-19 in Zukunft eher einer Grippe ähneln wird**, es sei denn, es tritt eine unerwartete und extrem schlimme Mutation auf, die nicht auf Impfstoffe und Behandlungen anspricht. Angesichts des medizinischen Fortschritts, den die Pandemie ausgelöst hat, könnte sogar das Covid-19-Virus in Zukunft weniger tödlich sein als eine Grippe.

Die Überwindung der Pandemie führte erwartungsgemäss zu einem "Frühlingseffekt" in vielen Wirtschaftssektoren, wobei die Nachfrage stärker als üblich (Nachholeffekt) und das Angebot geringer als üblich (Störungen) war. **Dies führt unweigerlich zu einem Anstieg der Preise für die betroffenen Waren und Dienstleistungen. Auch wenn diese Situation nur vorübergehend ist, werden die Preise in einigen Bereichen der Wirtschaft noch viel länger steigen.**

**In der Tat sollte man nicht erwarten, dass die seit einem halben Jahr eingefrorene Wirtschaft eine nahtlose Wiederanlaufphase ermöglicht.** Die Weltwirtschaft ist ein äusserst komplexes System, und da der Handel eine Zeit lang zum Stillstand gekommen ist, könnten viele Container nicht dort sein, wo sie bei der nächsten Anforderung "sein sollten", und der Transport könnte blockiert sein. Wenn jedoch der Transport blockiert ist, können die Fabriken die Teile nicht liefern, die für die Herstellung vieler anderer Artikel benötigt werden, für die im Prinzip nicht einmal Container benötigt werden. Dies führt zu einer Kettenreaktion, die sich auf viele andere Produkte auswirkt, angefangen bei Halbleitern, die wiederum eine wachsende Zahl von Produkten betreffen, bis hin zu Erdgas, das alle Produkte beeinflusst, die Strom benötigen.

**Die "Just-in-time"-Managementphilosophie, die sich in den meisten Branchen durchgesetzt hat, verschärft dieses Problem noch.** Seit die japanischen Autohersteller in den 1970er Jahren die Welt mit der Produktion von viel besseren Autos zu viel niedrigeren Kosten überraschten, haben die Manager der Unternehmen versucht, von ihren Techniken zu lernen. Eine der wichtigsten Techniken, die die Fertigung wirklich revolutioniert hat und inzwischen in fast allen Bereichen Anwendung findet, ist das "Just-in-Time"-Verfahren: Fabriken und Lieferketten werden mit so wenig Lagerbeständen wie möglich betrieben, um unproduktive Investitionen und Veralterung zu minimieren und ein straffes Management zu erzwingen. Es wird oft beobachtet, dass die Zulieferer einiger Toyota-Fabriken mehrmals täglich Teile liefern, so dass diese Fabriken überhaupt keinen Bestand haben. Dies gilt für die gesamte Lieferkette.

Ein solches System ist natürlich fragil. Wenn in einem Teil der Kette ein Problem auftritt, breitet es sich schnell aus (wie nach einigen japanischen Erdbeben und nach dem Atomunfall in Fukushima). **Aber wenn "Just-in-Time" auf Produkte angewandt wird, die unverzichtbar sind, wie Erdgas oder Kohle, leidet alles.** Wenn Toyota seinen Betrieb einstellt, ist das für viele Menschen schlecht, aber wenn die Stromerzeugung unterbrochen wird, ist das für alle schlecht.

Genau das ist passiert nach **Jahren von Unterinvestitionen im Energiesektor, dem Abbau von vielen «Sicherheits»-Beständen sowie Entlassungen – und ein Produkt (Energie) mit unelastischer Nachfrage.** Infolgedessen werden die Verbraucher weit mehr als üblich zahlen müssen, um die Dinge am Laufen zu halten.

**Einige dieser Probleme sind vorübergehend, und viele sollten in wenigen Wochen oder Monaten gelöst sein, aber andere sind von Dauer, wie beispielsweise in der Energiebranche oder im Bergbau, wo die Investitionsausgaben bedauerlicherweise unzureichend waren.** Diese Versorgungsprobleme sind real: Wenn der Strom ausfällt, wird auch die Produktion und die Wirtschaftstätigkeit im Allgemeinen stehen bleiben.

Dennoch hoffen wir, dass diese Verwerfungen uns gute Anlagemöglichkeiten bieten. Man findet einfach keine guten Anlagen zu niedrigen Preisen, wenn es nur gute Nachrichten gibt.

#### Mitte Oktober steht der Classic Fonds bei 510 EUR pro Anteil (+25% im Jahresvergleich)

Der LTIF Classic ist seit Ende Juni in etwa stabil geblieben und beendete das dritte Quartal mit 490 EUR pro Anteil (+20%). Diese Wertentwicklung entspricht unserer Erwartung, das Jahr mit rund 475 EUR p.a. zu beenden, obwohl der **Classic Fonds seinen Aufwärtstrend im Oktober fortgesetzt hat und 510 EUR (+25%) erreichte.**

**In absoluten Zahlen sind wir mit der Performance des Fonds zufrieden, während wir in relativen Zahlen leicht vor den meisten Aktienindizes liegen:** MSCI Global Value +18% bis September, MSCI Global Growth +18%, SPX US +21%, SXXP Europe +14% und Schwellenländer +3%. Wie immer haben wir die Gewichtung unserer Sektoren und Aktien, bei denen wir mehr Potenzial sehen, erhöht. In den letzten Monaten haben wir unser Engagement in den Bereichen Öl/Energie, Zement und Gesundheit/Pharma (über Grifols) ausgebaut.

Wir wiederholen immer wieder, dass die Sektoren des LTIF Classic nicht repräsentativ für die globalen börsennotierten Sektoren sind, da wir sehr konzentriert sind, aber es ist nützlich, die Sektoren zu betrachten, die sich im Fonds im vergangenen Jahr gut entwickelt haben: Konsumgüter (+20%), Technologie (+32%), Energie (+52%) und Finanzwerte (+65%); und diejenigen, die sich nicht so gut entwickelt haben: Bergbau (+0%) und Gesundheit/Gesundheitswesen (-2%).

Bei den Aktien waren die grössten Gewinner ASML (+60%), ING (+66%), Devro (+50%), die Ölgesellschaften EOG (+83%), HESS (+64%) und Cenovus (+75%), gefolgt von ISS, Leroy Seafood, Raytheon und Suncor mit Anstiegen von über 30%.

Zu den Aktien, die uns den Schlaf raubten und uns veranlassten, unsere Anlagethese zu überdenken, gehörten Grifols (-15% gg. Vj.), gefolgt von Harbour Energy, Hudbay Minerals, Mocorp, MTU Aeroengines und Reckitt Beckinser, die alle um 5-10% fielen.

#### Der Classic Fonds. Aktualisierter IRR: 13,5%. Intrinsic Value (IV): 710 EUR pro Anteil

Die jüngste Aktualisierung unserer Modelle deutet darauf hin, dass **der Classic Fonds einen IV von etwas mehr als 700 EUR pro Anteil hat**, ein Niveau, das wir in drei Jahren erreichen sollten, wenn wir unser Ziel erreichen, 10 % pro Jahr nach Abzug der Gebühren zu verdienen. Wir berechnen den IV des Fonds als gewichteten Durchschnitt des IV jedes Wertpapiers und verwenden eine konvergente oder Mid-Cycle-Methode für zyklische Aktien.

**Könnten wir uns höhere Ziele setzen und versuchen, eine jährliche Rendite von 20% zu erzielen?** Das könnten wir natürlich. Aber dann müssten wir das Risiko auf ein Niveau anheben, das nicht mit der grundlegenden Definition von Investitionen übereinstimmt: **Kapitalschutz plus angemessene Rendite** (die wir auf 10% festgesetzt haben), und wir wollen nicht, dass einer unserer Trades Geld verliert.

**Der Classic Fonds hat seit seiner Auflegung im Jahr 2002 jährlich 9% erwirtschaftet und liegt damit nahe an unserem Ziel von 10%**, was eine Verdoppelung der Anlage alle 7 Jahre, eine Vervierfachung alle 14 Jahre und eine Verachtfachung alle 21 Jahre bedeutet. Wir sind langfristige Investoren (und das SIA-Team ist selber stark in den Classic Fonds investiert) und versuchen, so weit wie möglich von der **"Magie des Zinseszins"** zu profitieren.

**Der Classic Fonds ist sowohl konzentriert als auch diversifiziert. Bei Öl/Energie gibt es immer noch ein grosses Potenzial**

Die Finanzindustrie wendet enorm viel Zeit und Mühe auf, um Performance-Faktoren wie Wert, Wachstum, Qualität, Defensivität, hohes Beta usw. zu verfolgen, aber bei SIA Funds haben wir damit wenig zu tun, weil **wir 50% des Classic in nur 10 Aktien und den Gesamtbetrag in 30+ Unternehmen halten.**

Unser grundlegender Prozess ist recht einfach: Wir analysieren Sektoren und Unternehmen und investieren langfristig in diese... in Wirklichkeit betrachten wir uns als kleine Holdinggesellschaft, und offen gesagt, wenn es nicht um die fixe Idee von Benchmarking und der Analyse der relativen Rendite ginge, würden wir nicht einmal darauf achten, was der Markt und seine Faktoren tun.

**LTIF Classic Top 10 Holdings**

ING Groep NV	7,2%
Grifols SA	5,6%
HeidelbergCement AG	5,4%
Cenovus Energy Inc.	5,4%
ISS A/S	5,1%
Thales SA	4,9%
Sodexo SA	4,5%
Suncor Energy Inc.	4,2%
Devro Plc	4,2%
Henkel AG & Co	4,1%
<b>TOTAL</b>	<b>50,6%</b>

Diese 10 Unternehmen weisen mehrere Merkmale des Classic auf, die wir hervorheben möchten: **Geschäftsqualität** (Franchise, Rendite), **ein gutes Managementteam** (Shareholder Value) **und eine klare Strategie** (Deckungsbeitrag, Reinvestition, freier Cashflow für den Anleger) **innerhalb eines konzentrierten, aber gut diversifizierten Portfolios.**

Wir freuen uns, dass nur 10 Beteiligungen verschiedene Geschäftsbereiche wie Bankwesen, Plasmaproteine, Zement, Ölsand, Reinigung, Luft- und Raumfahrt, Verteidigung, Würstchillen, Schönheitsprodukte, Klebstoffe und Reinigungsprodukte umfassen. **Wir haben eine positive strukturelle oder strategische Vision für all diese Geschäftsbereiche und Unternehmen, die aufgrund verschiedener kurzfristiger Probleme/Befürchtungen auf einem niedrigen Niveau gehandelt werden. Dieser relative Wert ist der gemeinsame Nenner des Classic Fonds.**

Abschliessend möchten wir hervorheben, dass **der Classic einen weiteren zusätzlichen Treiber hat, nämlich Energie/Öl, mit einer grossen Gewichtung von 15-20% des Fonds,** da wir davon überzeugt sind, dass der Ölsektor strukturell unterversorgt ist und wir in einigen Jahren auf Ölpreise über 100 \$ pro Barrel zusteuern. Darüber hinaus sind Öllaktien aufgrund der These von der "grünen" oder "Energiewende" immer noch sehr günstig, was einen absurden Effekt auf die Kapitalströme hat. Eine einfache Frage: **Wie können die Preise für Öl (und andere fossile Brennstoffe) nicht steigen, wenn nicht genug Kapital investiert wird, um den Ersatz- und Abbaubedarf zu decken?**

**Investment Case des Quartals: HeidelbergCement AG. IRR: 15%. Intrinsic Value: EUR 103**

HeidelbergCement ist mit einer Gewichtung von mehr als 5% eine unserer grössten Positionen. Der Hauptgedanke hinter dieser Investition ist kein quantitativer, sondern ein qualitativer: **der Wechsel im Managementteam** im Jahr 2020 und **die neue Strategie**.

Historisch gesehen war Zement kein wichtiger Industriezweig am Aktienmarkt, was jedoch nichts mit den Fundamentaldaten zu tun hat. Aufgrund der Transportkosten ist der Zementsektor ein "lokaler Sektor" mit 3-4 Unternehmen, die den lokalen Markt in einem Umkreis von etwa 200 km beliefern. **Da er in gewisser Weise zyklisch ist (er folgt dem Baugewerbe und dem BIP), nimmt er eine oligopolistische Struktur an, die in der Lage ist, zweistellige Renditen und einen starken freien Cashflow zu erzielen.**

Das Problem bestand darin, dass **die Manager von Zementunternehmen diese Barmittel für wertvernichtende Akquisitionen verwendet haben**, indem sie absurde Bewertungen gezahlt haben, um "grösser" zu sein, ohne jedoch Synergien zu schaffen oder wirtschaftlich sinnvoll zu sein. Es stimmt, dass die geografische Diversifizierung dazu beiträgt, den Zyklus abzuschwächen, aber Akquisitionen zu hohen Preisen sind in den meisten Fällen wertvernichtend.

In den letzten zwei Jahrzehnten hat HeidelbergCement mehrere Akquisitionen getätigt. Unserer Meinung nach waren sowohl Hanson (2007) als auch Italcementi (2016) zwei schwerwiegende Fehler, die zu einer Gewinnverwässerung führten und strategisch nicht sinnvoll waren.

**Das neue Managementteam unter der Leitung von Dominik von Achten unterscheidet sich jedoch deutlich von der alten Schule** und hat sich die folgenden strategischen Ziele gesetzt:

- 1) Erhöhung der Margen und der Rentabilität,
- 2) Verkauf nicht strategischer Vermögenswerte,
- 3) Konsolidierung der Bilanz,
- 4) Vollendung der Umstellung auf digitale Technologie,
- 5) Beschleunigung der Dekarbonisierung des Unternehmens; und
- 6) Rückgabe von überschüssigem Cashflow an die Aktionäre.

Das ist genau das, was wir tun würden. Der Beweis liegt jedoch in der Umsetzung dieser Ziele. Mehrere unserer Investitionsanforderungen sind nun erfüllt (gutes Unternehmen, gutes Managementteam, klare Strategie und gesunde Bilanz) und die Aktie ist aufgrund des mittelmässigen Managements der letzten Jahre unterbewertet.

Nach unseren Berechnungen wird HeidelbergCement im Jahr 2021 ein EBITDA von EUR 4 Mrd. erwirtschaften, was, multipliziert mit dem historischen Branchendurchschnitt von 8x, einen EV von EUR 32 Mrd. ergibt. Bereinigt um Schulden und Minderheitsanteile ergibt sich **ein Eigenkapitalwert von mehr als EUR 21 Mrd. (EUR 105 je Aktie)**. Beachten Sie, dass der Zementsektor in zyklischen Aufschwungphasen in der Regel das 10-fache des EBITDA mit einer überdurchschnittlichen EBITDA-Marge auf den Umsatz erreicht. HeidelbergCement (mit 63 Euro pro Aktie) wird derzeit mit einem KGV 22 von 7-8x und einem EV/EBITDA 22 von 5,5x gehandelt. Sehr günstig im Vergleich zu historischen Durchschnittswerten.

HeidelbergCement hat **vor kurzem einige nicht-strategische Vermögenswerte in Kalifornien für 2,3 Mrd. USD verkauft (und damit den hohen Verschuldungsgrad reduziert), und zwar zu einem EV/EBITDA von mehr als 15x**, einem Wert, zu dem einige mit HeidelbergCement vergleichbare US-

Unternehmen gehandelt werden. Möglicherweise fehlen uns einige Informationen oder/und andere Anpassungen, aber 5,5x gegenüber 15x ist eine massive Bewertungslücke.

Die wahrscheinlich **grössten Probleme, die den Sektor zumindest in Europa betreffen, sind die Energiewende und die Dekarbonisierung**, die HeidelbergCement in den kommenden Jahren sicherlich zu höheren Ausgaben/Investitionen zwingen werden. Unserer Meinung nach ist die Einschätzung des Marktes jedoch nicht ganz korrekt, da 1) es aus ESG-Sicht genauso wichtig ist, in umweltverschmutzende Sektoren zu investieren, um deren Emissionen zu senken, wie direkt in "grüne Anlagen" zu investieren, und 2) als Sektor mit einer lokal-oligopolistischen Struktur die Investitions- und Zusatzkosten der Energiewende über die Preise an den Endverbraucher weitergegeben werden und wir daher keinen Regimewechsel in diesem Sektor erwarten. 3) HeidelbergCement ist einer der ESG-/Dekarbonisierungsführer in der Baustoffbranche.

Schliesslich sollten unsere Leser bedenken, dass auf die Covid-19-Krise verschiedene **nationale Infrastrukturpläne** folgen werden, die eine grosse Menge an verschiedenen Rohstoffen, einschliesslich Zement und Beton, erfordern. Der Europäische Rettungsfonds, der US-Infrastrukturplan, der chinesische Entwicklungsplan usw. bilden die Grundlage für einen neuen globalen Investitionszyklus. Diesmal wird der Zyklus aus zwei sich überschneidenden Zyklen bestehen: dem normalen Zyklus (Renovierung der Basisinfrastrukturen) und dem Investitionszyklus der Energiewende (erneuerbare Energien, Kernenergie, Netzwerke, Verkehr, Energiespeicherung usw.).

#### Niemand stellt mehr Fragen über Pandora. Alles ist gut

Wir haben mit Pandora viel gelernt. Wir haben mehrere Fehler gemacht, von denen die beiden wichtigsten das Unterschätzen des internen Schadens des Unternehmens nach jahrelangem Missmanagement sowie das Unterschätzen der Abhängigkeit Pandoras von seinem kommerziellen Erfolg war. Letzteres ist jedoch ein Faktor, der immer schwer vorherzusagen ist.

**Dennoch glauben wir, dass unsere strategische Analyse richtig war: Das Unternehmen hat starke Markteintrittsbarrieren, vor allem in Bezug auf Grösse und Kosten/Logistik**, sowie einige **Umstellungskosten** (wenn die Verbraucher einmal ein Armband gekauft haben, neigen sie dazu, weitere Anhänger zu kaufen) und - in geringerer Masse - den **Netzwerkeffekt**, der möglicherweise mehr mit dem Handel, der Marke und der Mode zusammenhängt als alles andere.

Die Aktie ist sicherlich ein Gegenbeispiel für den "effizienten Markt", mit einem Tiefststand im Jahr 2011 bei knapp 30 DKK pro Aktie, einem Höchststand von 1000 DKK fünf Jahre später im Jahr 2016 (x33), einem Rückgang auf 200 DKK im Jahr 2020 (-80 %) und einem Anstieg auf 815 DKK im Oktober 2021 (x4), während die Gruppe immer eine der führenden Luxusmarken der Welt war, eine der wenigen, die mehr als 100 Millionen Stück pro Jahr verkauft.

Pandora bereitete uns etwa 3 Jahre Kopfzerbrechen. **Wir sind 2017 bei Kursen von 600 DKK pro Aktie eingestiegen und haben 2018 und 2019 geduldig niedriger nachgekauft**. Mit dem neuen Managementteam (2019) und der Umstrukturierung des Unternehmens (2019/2020) ist Pandora jedoch zu einer Quelle guter Nachrichten und positiver Beiträge für den Classic Fonds geworden. Der Kurs notiert jetzt über 850 DKK pro Aktie und bringt uns eine sehr gute Nettorendite.

Nachdem wir den gesamten Prozess miterlebt haben, **sind wir nun auf einer Linie mit dem neuen Managementteam von Pandora**. Folglich sind wir immer noch in das Unternehmen investiert, allerdings mit einer etwas kleineren Position, nachdem wir einige Gewinne realisiert haben, und sind überrascht, dass uns niemand mehr nach Pandora fragt.

Das heisst, alles ist gut.

### Der LTIF Natural Resources ist gut positioniert für einen langen Aufschwung

Der LTIF Natural Resources hat ein sehr gutes Jahr hinter sich, mit einem Plus von +32% bis September (115 EUR pro Anteil) und +45% bis Mitte Oktober (127 EUR p.a.) und übertrifft damit die meisten Indizes sowohl geografisch als auch sektoral. Darüber hinaus sind wir überzeugt, dass dies erst der Anfang ist, da wir glauben, **dass wir in einen Rohstoff-Superzyklus eintreten**, der aufgrund der Schwierigkeit, das Angebote rasch zu erhöhen, normalerweise von langer Dauer ist.

Wie wir bereits erwähnt haben, sind wir der Meinung, dass sich zwei Zyklen überschneiden, nämlich der normale Rohstoff-/Capex-Zyklus (nach 10 Jahren Unterinvestition) und der Investitionsbedarf, der sich aus der Energiewende ergibt.

**Der Energiebereich des NR Fonds erzielte im Jahr 2021 mit +47% bis September die beste Performance**, gefolgt vom Bergbau (+30%) und der Agrar- und Ernährungswirtschaft/Lachs (+20%), die vom Anstieg der Energiepreise profitierten. Der Fonds behält eine **starke Gewichtung in Öl und Gas (ca. 50% des Vermögens)** gegenüber 30% im Bergbau, der durch Uran "angeheizt" wurde (Position ca. 10-12%).

**Der "enttäuschende" Teil des Fonds war die Infrastruktur** (+1% bis Sep.), wobei HeidelbergCement, Buzzi Unicem und Mocorp überraschend schlecht abschnitten. Wir kaufen geduldig weitere Aktien der beiden Zementunternehmen, während wir uns unserem Kaufniveau bei Mocorp (Maschinenbau und Bergbauausrüstung) nähern. Die enttäuschenden Teile der Fonds führen immer zu kurzfristigen Sorgen, tiefer Enttäuschung und stundenlanger Mehrarbeit, werden aber in der Regel (wenn sich unsere strategische Analyse als richtig erweist) zu hervorragenden langfristigen Anlagemöglichkeiten.

### Der LTIF Natural Resources wird mit einem IRR von 14% gehandelt. Mid-Cycle IV von 162 EUR

**Der aktualisierte IRR des NR Fonds liegt derzeit bei 14%, mit einem inneren Wert von 162 EUR pro Anteil bei einer Konvergenz- oder Mittelzyklusbewertung.** Wie frühere Rohstoffzyklen gezeigt haben, neigt der Markt jedoch nicht dazu, bei Bewertungen in der Mitte des Zyklus zu verharren, sondern schwingt wie ein Pendel von einem Extrem zum anderen.

Zu den Tiefstständen im März 2020, als der Aktienmarkt eine weltweite wirtschaftliche Rezession erwartete, erreichte der Fonds kurzzeitig einen NAV von 50 EUR p.a. oder 70% unter unserem IV. Wenn wir diese 70% ins Positive drehen, könnten wir auf 275 EUR pro Anteil (das 2,3-fache des aktuellen NIW) kommen. Wir geben zu, dass diese Berechnungen nicht auf einer Fundamentalanalyse beruhen, aber es stimmt auch, dass dies genau das ist, was wir in jedem der vergangenen Zyklen erlebt haben: Der Markt wendet auf dem Höhepunkt des Zyklus hohe (Spitzen-)Börsenmultiplikatoren auf hohe (Spitzen-) Gewinne an, was zu Bewertungen führt, die weit über den Werten in der Mitte des Zyklus liegen.

Ausserdem **befürchten wir, dass dieser Rohstoffzyklus länger sein wird als üblich, weil zum normalen Zyklus die Energiewende hinzugekommen ist**, die einen pervertierter Einfluss auf die Kapitalallokation hat. Mit anderen Worten, zwei Zyklen überschneiden sich, nämlich der normale Rohstoff-Boom/Bust Zyklus und der durch die Energiewende ausgelöste Zyklus... und das nicht auf effiziente Weise.

Das Kapital (die Ausgaben) flieht aus den fossilen Brennstoffen, dem Bergbau, der Zementindustrie und den CO<sub>2</sub>-emittierenden Industrien und bewegt sich massenhaft in Richtung erneuerbare Energien und umweltfreundliche Industrien, obwohl wir noch Jahrzehnte von fossilen Brennstoffen und "traditionellen Industrien" abhängig sind. Wir nennen dies das **"grüne Paradoxon"**: Das Kapital bewegt sich zu schnell in Richtung grüne Energie, obwohl es weiterhin in fossile Brennstoffe und



traditionelle/verschmutzende Industrien investieren sollte, um die kurz- und mittelfristige Nachfrage zu decken und ihre Emissionen zu reduzieren.

### Die ersten Anzeichen des grünen Paradoxons: Die Energiepreise steigen in die Höhe

Mit den sich abzeichnenden kälteren Temperaturen auf der Nordhalbkugel verlagert sich das Problem knapper Lieferketten auf den Energiesektor. Ende Oktober breiten sich **Energieengpässe in vielen geografischen Gebieten aus und werden zu einem Problem für die Weltwirtschaft**, da sie die Versorgung, die Industrieproduktion und das BIP fast weltweit beeinträchtigen.

Die Preise für thermische und metallurgische Kohle, Erdgas und Erdöl steigen stark an, was sich auch auf den Strompreis auswirkt, und der Grund dafür ist nicht die Nachfrage, die finanziellen Probleme von Evergrande oder andere Geschichten, die sich im Umlauf befinden, sondern ganz einfach Angebots-/ Investitionsengpässe in Verbindung mit mehreren kurzfristigen Faktoren.

### Die drohende Energiekrise

Nach den Energieengpässen des letzten Winters (Japan, Texas und andere asiatische Länder, in denen es sogar zu Stromausfällen kam), zeigen sich die Anzeichen einer **Energiekrise erneut auf globaler Ebene** mit grossen Auswirkungen auf mehrere Volkswirtschaften.

Unserer Meinung nach **zeigen diese Ereignisse, dass die Energieerzeugungskapazitäten weltweit extrem knapp sind, und sind ein Vorgeschmack auf das, was im Jahr 2023 und darüber hinaus passieren wird**, wenn die Preise für fossile Brennstoffe, Strom und Energie im Allgemeinen auf einem viel höheren Niveau liegen werden.

Werfen wir einen kurzen Blick auf die Anzeichen:

- **Verknappung von Kraftwerkskohle in China, was zu hohen Preisen führt**, die sich aufgrund der Schliessung von Kohlebergwerken (Emissionen) und der Überflutung einiger produzierender Provinzen in China **rasch auf den Rest der Welt ausbreiten**. In Indien sind die Vorräte auf nur 4 Tage (!) und in China auf knapp 2 Wochen gesunken und liegen damit weit unter dem normalen Niveau. Beide Länder, die weltweit grössten Verbraucherländer, drängen die Unternehmen, die Produktion wieder aufzunehmen und sogar Kohle zu importieren.
- **Globale (Beinahe-)Verknappung des Erdgases** aufgrund geringer Wasserkraft in mehreren lateinamerikanischen Ländern, geringer Windenergieerzeugung in Europa, politischer Einmischung in Russland und Nordafrika, Erschöpfung der europäischen Ressourcen, struktureller Mangel an Investitionen usw. LNG-Ladungen erreichen Europa aufgrund der starken Nachfrage aus asiatischen Ländern nicht. **Entsprechend sind die Preise in die Höhe geschossen.**
- **Europa steht ein schwieriger Winter bevor, da die Gasvorräte nur etwa 70% der Kapazität ausmachen, während sie normalerweise 90% betragen.** Der Mangel an LNG und die strukturelle Entleerung der europäischen Quellen (verschärft durch einen Ausfall des grössten europäischen Feldes, Troll, der die norwegischen Exporte um ein Drittel reduzierte) haben dazu geführt, dass Europa mit einem texanischen Winter 2020 konfrontiert ist. Es ist leicht, Gazprom und Russland die Schuld zu geben, aber nach unseren Zahlen hat Gazprom die Exporte nicht reduziert, sondern seine Verträge erfüllt. Russland hat mehrfach davor gewarnt, dass dies geschehen würde, und *Wladimir Putin ging vor einem Jahr sogar so weit, öffentlich zu fragen,*

*wie sich die Deutschen im Winter wärmen würden, wenn sie ihre Atom- und Kohle- (Braunkohle-) Kapazitäten abschalten würden?*

- **Das Vereinigte Königreich zahlt hohe Preise für die Wiederinbetriebnahme von Kohlekraftwerken (Drax), und Länder wie Japan bringen Ölkraftwerke zurück.**
- **Angesichts der Kohle- und Gasknappheit und der hohen Preise für beides hat China im Sommer den Strom in einigen energieintensiven Industrien rationiert und diese Rationierung sogar auf die Haushalte ausgedehnt.** Stromausfälle und Preiserhöhungen haben zur Schliessung älterer Schmelzwerke und Metallraffinerien geführt, was die Verfügbarkeit von Aluminium, Stahl und anderen Produkten weiter einschränkt.
- **Die Krise hat weltweite Auswirkungen und führt in vielen Ländern zur Verlangsamung der Produktion oder zur Einführung von Rationierungen.** Nyrstar schliesst sein Zinkverarbeitungs- werk in den Niederlanden; Düngerhersteller wie CF Industries und Agrium stellen die Produktion ein (die meisten Dünger werden aus Erdgas hergestellt), einige Metallraffinerien haben ihre Produktion gedrosselt usw. Ausserdem gibt es einen Mangel an CO<sub>2</sub>, das bei der Schlachtung von Tieren verwendet wird. Zusammenfassend lässt sich sagen, dass es in vielen Ländern der Welt zu zahlreichen Produktionsstilllegungen kommt.
- **Die hohen Kohle- und Gaspreise haben zu einer erhöhten Nachfrage nach Öl geführt, was die Ölpreise in die Höhe getrieben hat.**
- Schliesslich **steigen auch die Strompreise**, da die fossilen Brennstoffproduzenten in der Regel die Grenzproduzenten sind, die den Preis bestimmen.

#### Warum steigen die Energiepreise so stark an?

Die Energiepreise explodieren aufgrund einer Kombination von Faktoren, die zu einer Verknappung fossiler Brennstoffe und damit zu höheren Strompreisen geführt haben.

- i. Die **Trockenheit** in Brasilien, anderen lateinamerikanischen Ländern und in einigen Regionen Chinas führte zu einer unterdurchschnittlichen Stromerzeugung aus Wasserkraft.
- ii. **Mangel an Wind** in Südeuropa und im Vereinigten Königreich (Windkraft).
- iii. **Sinkende Gasproduktion** in Europa aufgrund alternder Reservoir und mangelnder Investitionen (und politischer Entscheidungen).
- iv. **Drosselung der Kohleförderung in China** zur Verringerung der Emissionen und wegen der Überflutung von Bergwerken nach schweren Regenfällen (allein in der Provinz Shanxi waren mehr als 400 Bergwerke betroffen) vor dem Hintergrund einer starken Energienachfrage.
- v. **Rückläufige Produktion von Erdöl-Begleitgas** in vielen Erdöl produzierenden Ländern nach dem Ölpreisverfall 2020.
- vi. **Langsamere Ausbau der LNG-Kapazitäten** nach dem expansiven Zyklus 2016-2020. Neue Projekte werden erst 2024/25 beginnen.
- vii. **Steigende CO<sub>2</sub>-Preise in Europa** haben zusammen mit steigenden Gaspreisen zu höheren Strompreisen geführt.
- viii. Steigende Kosten für den **Seeverkehr** und globale **Lieferkettenprobleme**.
- ix. Durch Covid-19 verursachte **Probleme in Rohstoffproduktions-/Raffinerungsanlagen**.
- x. **Starkes Wachstum der Energienachfrage in China** im Jahr 2020 und vor allem im Jahr 2021 (+15%) aufgrund der industriellen Erholung, gefolgt von der Erholung in den USA.

- xi. **Erholung der Energienachfrage in Europa und Asien** Ende 2020 und Beschleunigung im Jahr 2021.

Viele andere Faktoren haben ebenfalls zu der derzeitigen Situation geführt, aber das eigentliche Problem ist die **derzeitige Verknappung der fossilen Brennstoffe (Kohle, Gas, Flüssigkeiten und Rohöl)**, die zu höheren Preisen führt. Wir können nur hoffen, dass der Winter mild wird und sich die Lage beruhigt, aber Murphys Gesetz tritt in Zeiten wie diesen immer wieder ein.

Wie wir bereits erwähnt haben, wird der Strompreis in vielen Ländern durch die Grenzkosten der Stromerzeugung bestimmt, bei der es sich häufig um Gas, Kohle und sogar Öl handelt, was dazu führt, dass die Strompreise in Europa, China, Teilen Asiens und in geringerem Masse auch in den USA in die Höhe schnellen. Dies ist aufgrund der Auswirkungen der Elektrizität auf viele (wenn nicht alle) Wirtschaftssektoren, einschliesslich der Haushalte, äusserst relevant.

Aus der aktuellen Situation lassen sich drei schnelle Schlussfolgerungen ziehen:

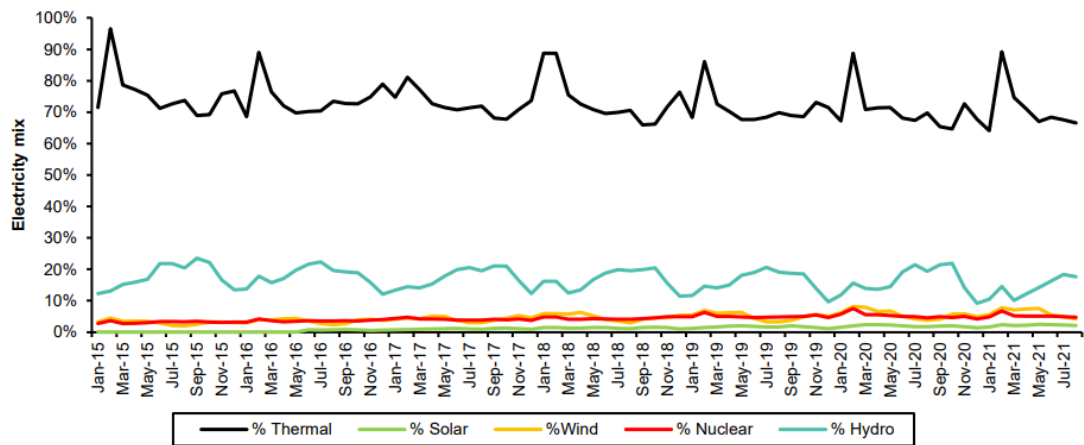
- 1) Die Reservemargen im Energiesektor und bei einigen Rohstoffen sind am Limit, angefangen bei China,
- 2) Covid-19 hat sich weiterhin negativ auf die Angebotsseite ausgewirkt; und
- 3) Investitionsausgaben sind erforderlich, da die Welt zwei Investitionszyklen durchläuft: den traditionellen Zyklus zur Erneuerung/Modernisierung von Infrastrukturen und traditionellen Industrien und einen neuen Zyklus im Zusammenhang mit der Energiewende.

#### Die strukturellen Probleme bereiten uns Sorgen

**Wir sind der Ansicht, dass die derzeitige *Mini-Krise* nur ein Weckruf ist** und sich die Lage in den kommenden Monaten normalisieren wird, aber es gibt mehrere strukturelle Probleme, die diese Mini-Krise in eine viel ernstere Krise verwandeln könnten.

- i. Wir haben seit fast einem Jahrzehnt **niedrige Investitionsausgaben für Öl und Gas**.
- ii. Bergbauunternehmen **investieren nicht in Kohlebergwerke**, die verkauft/geschlossen werden.
- iii. **Kohlekraftwerke werden** in Europa und vor allem in den USA **zurückgefahren**, aber auch in China und vielen anderen Ländern werden sie "kontrolliert".
- iv. **Die Stromerzeugung aus Kernenergie und Investitionen in neue Kapazitäten** sind seit Fukushima (2011) **in den Hintergrund getreten**.
- v. Es gibt weltweite Bemühungen um eine Verringerung der Emissionen und damit um die **Entwicklung erneuerbarer oder umweltfreundlicher Energien (vor allem Wind- und Sonnenenergie)**, diese Bemühungen werden jedoch **stets unterbrochen**.
- vi. **Das Kapital wird zu schnell von fossilen Brennstoffen und Kernenergie auf erneuerbare Energien umgeschichtet**, einschliesslich Wasserstoff (der mindestens 10 Jahre lang keine nennenswerten Auswirkungen haben wird), obwohl es keine Energiespeichertechnologie gibt, die die Schwankungen dieser Energien ausgleichen könnte.
- vii. **Die Umstellung des Stromerzeugungsmixes eines Landes ist langwierig und erfordert enorme Investitionen**, insbesondere in Schwellenländern mit begrenzten Ressourcen.

## China's generation mix. Energy transition takes time



Source: Bernstein

- viii. **Wind- und Solarenergie brauchen ein Back-up**, bis eine neue Energiespeichertechnologie (Batterien?) entwickelt ist. Ausserdem müssen die Zahlen stimmen, einschliesslich der Emissionen aus der gesamten Wertschöpfungskette (Kupfer in Turbinen oder Beton in Fundamenten).
- ix. **Elektroautos werden in diesem Jahrzehnt keinen nennenswerten Einfluss auf die Ölnachfrage haben**, bis es eine Erneuerung der gesamten weltweiten Flotte gibt.

Kurz gesagt, **die Welt investiert in ein viel nachhaltigeres System (gut), gibt aber das derzeitige System zu schnell auf (schlecht)**. Das derzeitige System muss noch mindestens einige Jahrzehnte Bestand haben, da der Übergang äusserst komplex und schwierig zu bewerkstelligen ist.

Wie wir bereits erörtert haben, nennen wir dies das **grüne Paradoxon** oder die Auswirkungen einer zu schnellen Kapitalverschiebung hin zu "grünen Etiketten". Das Problem liegt **im Timing (zu schnell)**, im **Ausmass der Verlagerung (enorm und unterschätzt)** und in den **Stereotypen/Unzulänglichkeiten (was ist "grün"?)**, nicht in der Gesamtbetrachtung..

Der Ausstieg bzw. die Abkehr von fossilen Brennstoffen muss gut geplant werden, und bei der Rolle, die die Schwellenländer spielen sollen, ist zu berücksichtigen, dass viele von ihnen ihre industrielle Revolution noch nicht abgeschlossen haben.

In Anbetracht der fehlenden Investitionen in fossile Brennstoffe (seit etwa einem Jahrzehnt) und der derzeitigen Zurückhaltung bei der Reaktivierung solcher Investitionen glauben wir, dass die Preise für Öl, Gas und Kohle sehr hoch sein werden, weit über den Anreizniveaus, die grössere Investitionen ermöglichen, während sie gleichzeitig aufgrund der Preiselastizität eine abschreckende Wirkung auf die Nachfrage haben.

Diese hohen Preise stehen nicht im Widerspruch zur Energiewende; im Gegenteil, sie sollten sie beschleunigen. Vielleicht war Energie bisher einfach zu billig (Fliegen, Autofahren, Heizen für ein paar Cent), und das muss sich ändern, damit sie effizienter und sauberer genutzt werden kann.

### Das Kapital verlässt fossile Brennstoffe

Die bevorstehende weltweite Abkehr von fossilen Brennstoffen bedeutet, dass **das Kapital den Sektor rasch verlässt**. Die Investitionskürzungen der Ölgesellschaften sind enorm. So wird Exxon im Jahr 2021 16 Milliarden Dollar investieren, verglichen mit 31 Milliarden im Jahr 2019, und Chevron hat seine Investitionen von 40 Milliarden im Jahr 2014 auf 13 Milliarden im Jahr 2021 reduziert. Die weltweiten Upstream-Investitionen wurden 2020 massiv gekürzt, um mehr als 30%, und liegen jetzt bei etwa 50 % des Durchschnittswerts der Jahre 2006-2011. Das ist unhaltbar. **Die grossen Ölkonzerne sind dabei, ihr Geschäft strukturell zu verändern**, indem sie das Gewicht der erneuerbaren Energien erhöhen, die Kapitalerträge und die Aktionärsvergütung beibehalten und das Gewicht ihres traditionellen Geschäfts - Öl und Gas, insbesondere ersteres - verringern. Dies ist ein echter und tiefgreifender Regimewechsel mit enormen Auswirkungen.

Eine dieser Implikationen ist die Wertvernichtung, da Unternehmen wie **Royal Dutch** (die wir nicht im Fonds haben) weiterhin ihre Vermögenswerte liquidieren. **Kürzlich verkaufte das Unternehmen sein Permian-Schieferölgeschäft** für 9,5 Mrd. USD an Conoco Phillips (die wir im Fonds haben), mit einer Bewertung von 4x EV/EBITDA bei einem Ölpreis von 60 USD, während der WTI-Spotpreis über 80 USD liegt.

### Der Trend hat auch die Bergbauindustrie erreicht

Im Rahmen der Energiewende **vernichten viele Unternehmen Werte im Streben nach einem "grünen Label"** (oder um Emissionen zu reduzieren/zu kompensieren), ohne ihre Rentabilität oder den tatsächlichen Bedarf richtig zu analysieren.

**Correjón in Kolumbien** ist eine der besten Kohleminen der Welt, die rechtlich als 33%iges Joint Venture zwischen Anglo, BHP und Glencore gegründet wurde. Die Strategie von BHP und Anglo zur Veräusserung von Kohle führte dazu, dass beide ihre Anteile an Glencore verkauften. Unseren Berechnungen zufolge war der Verkaufspreis extrem niedrig und lag unter dem Zweifachen des EBITDA zu Anreizpreisen (nicht zu Spotpreisen). Wir sind uns darüber im Klaren, dass der Verkauf von Kohleaktiva zu Schleuderpreisen keine Strategie ist, die langfristig Wert schafft. Aus diesem Grund sind wir weder in BHP noch in Anglo investiert, sondern in Glencore.

Es gibt auch überraschende Entscheidungen, wie z. B. **dass China beginnt, Metalle aus seinen strategischen Vorräten zu verkaufen, oder dass die USA ihre Ölreserven freigeben wollen**. Dies sind Entscheidungen, die in der Vergangenheit keine grossen Auswirkungen auf die Preise hatten. Wären wir Berater beider Regierungen, würden wir ihnen empfehlen, ihre Reserven aufzustocken, um sich auf das vorzubereiten, was in 2-3 Jahren auf sie zukommen wird. Letztendlich entsprechen die "strategischen Vorräte", ob Kupfer, Nickel, Öl oder ein anderer Rohstoff, nur dem Verbrauch von ein paar Wochen. Unserer Ansicht nach sind diese Massnahmen nutzlos und kurzfristig.

Wir meiden weiterhin Unternehmen, die den Shareholder Value zerstören (Majors, die Ölanlagen verkaufen und in erneuerbare Energien umsteigen; Bergbauunternehmen, die Kohleanlagen verkaufen; Fusionen und Übernahmen, um das "grüne Etikett" zu erweitern usw.) und ziehen es vor, in Unternehmen wie Glencore (der weltweit grösste Kohleexporteur), Gazprom (der weltweit grösste Gasexporteur), Surgutneftegas, ConocoPhillips, Harbour Energy und viele andere investiert zu bleiben.

### Manche Schritte bleiben unbemerkt, sind aber von grosser Bedeutung

Bestimmte Nachrichten mögen nebensächlich erscheinen, sind aber von strategischer Bedeutung, wie z. B. die **Annäherung von BHP Billiton an R. Friedland in Bezug auf die an die Kamao-Kakula-Kupfermine in der Demokratischen Republik Kongo angrenzenden Gebiete** (Quelle: *Financial Times*), eine Anlage von Weltklasse (6 % Gehalt!), die gerade die kommerzielle Produktion aufgenommen hat.

Kamao-Kakula wird nach Escondida innerhalb weniger Jahre die zweitgrösste Kupfermine der Welt sein. **Friedland zufolge enthalten die angrenzenden Gebiete nicht nur neue Kupfervorkommen, sondern bilden auch eine neue Kupferprovinz.** Der LTIF Natural Resources hält seit geraumer Zeit eine bedeutende Position in Ivanhoe (Eigentümer von Kamao und dem Land).

Diese Nachricht ist auch aus zwei strategischen Gründen wichtig: 1) Sie bestätigt die Bedeutung von Kupfer für die grossen Bergbauunternehmen und zeigt, dass es mittelfristig einen Mangel an Kupfer geben wird. 2) Es gibt eine strategische Änderung in Bezug auf ein Unternehmen wie BHP, das sich der Demokratischen Republik Kongo annähert, einem Land, das es zuvor aufgrund der Risikokriterien gemieden hatte.

Die meisten Rohstoffe befinden sich in geografischen Entwicklungsgebieten, was zu einem starken Konflikt zwischen der Energiewende und den ESG-Standards führt. Würden wir die ESG-Kriterien in vollem Umfang anwenden, dürfte niemand im Kongo in Kupfer investieren - was wiederum zu einem weiteren Aspekt des **grünen Paradoxons** führt, für das es kurz- bis mittelfristig keine Lösung gibt.

**Sehr interessant sind auch zwei Nachrichten zum Thema Uran und Atomstromerzeugung.** Vor einigen Tagen kommentierte Boris Johnson, dass das Vereinigte Königreich mehr Kernkraftkapazitäten braucht, um die Energiewende voranzutreiben (wir machen Fortschritte bei einer Binsenweisheit auf globaler Ebene), während der polnische Kupfer- und Silberbergbaugigant KGHM vier kleine modulare Reaktoren für seine Stromerzeugung bestellte (KGHM ist nach der Eisenbahn Polens zweitgrösster Energieverbraucher). Darüber hinaus setzt sich ein Team aus 10 europäischen Ländern unter der Leitung Frankreichs bei der Europäischen Kommission dafür ein, die Kernenergie als Motor der Dekarbonisierung neu zu betrachten.

Diese Nachricht bestärkt uns in unserer Ansicht, dass die Kernenergie nicht nur entscheidend, sondern für die Dekarbonisierung auch notwendig ist. Dies ist auch der Grund, warum wir einen 10-12%-Fonds in Uran beibehalten, selbst nach der starken Performance des Urans und der Unternehmen in den letzten Wochen.

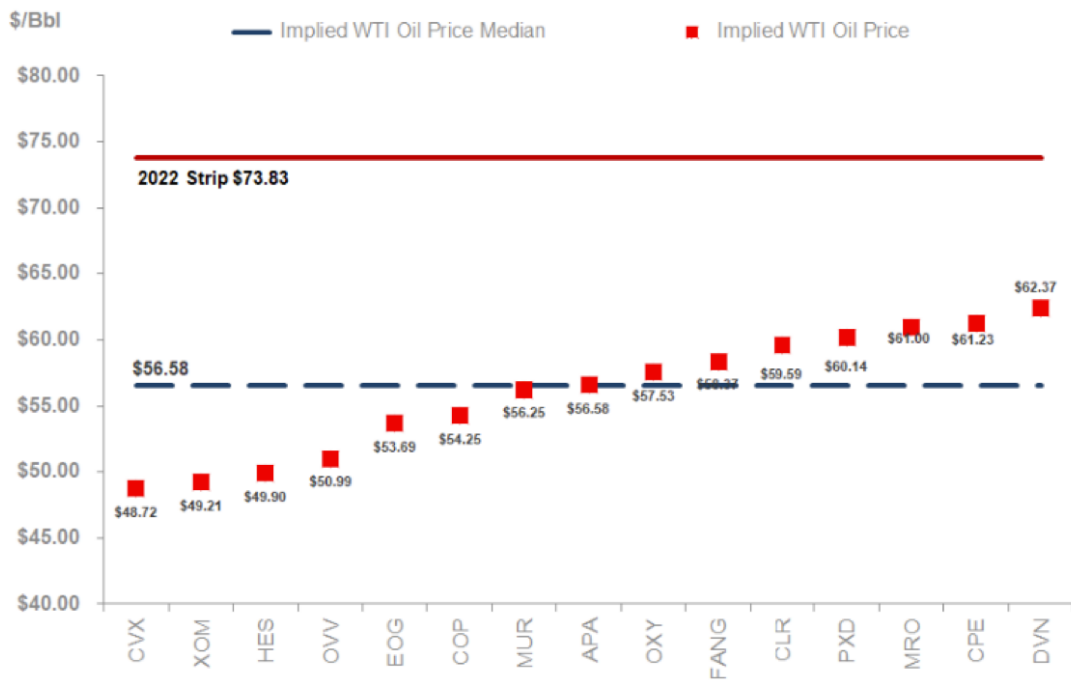
### Der LTIF Natural Resources ist stark im Energiebereich investiert

**Der Natural Resources Fonds profitiert von der Gewichtung des Sektors Energie/Öl/Gas (dem bei weitem grössten Exposure),** da grosse Gewinnsteigerungen die Aktienkurse in die Höhe treiben. Trotz dieser Entwicklung bleibt der Sektor sehr günstig und wird deutlich unter dem historischen Durchschnitt gehandelt (etwa 4x EV/EBITDA, klar unter dem durchschnittlichen) von 6x EV/EBITDA.

Unternehmen wie **Surgutneftegas (bevorzugt) zahlten vor einigen Monaten eine Dividendenrendite von 18%,** noch vor dem starken Anstieg der Öl- und Gaspreise, und **Gazprom kündigte an, dass die Dividendenrendite in den nächsten zwei Jahren 25% der Marktkapitalisierung erreichen wird** (die Hälfte des Unternehmenswertes wird in zwei Jahren an die Aktionäre zurückgegeben, hauptsächlich durch den Überschuss des freien Cashflows).

Es ist sehr überraschend (unserer Erfahrung nach korrigiert sich diese Ineffizienz schliesslich von selbst), dass der Sektor bei einem Brent-Preis von 85 \$ immer noch so gehandelt wird, als läge der Ölpreis bei 55-60 \$.

**Exhibit 26:** The E&P sector now reflects a median WTI price of ~\$57/bbl, or ~23% below 2022 futures prices.

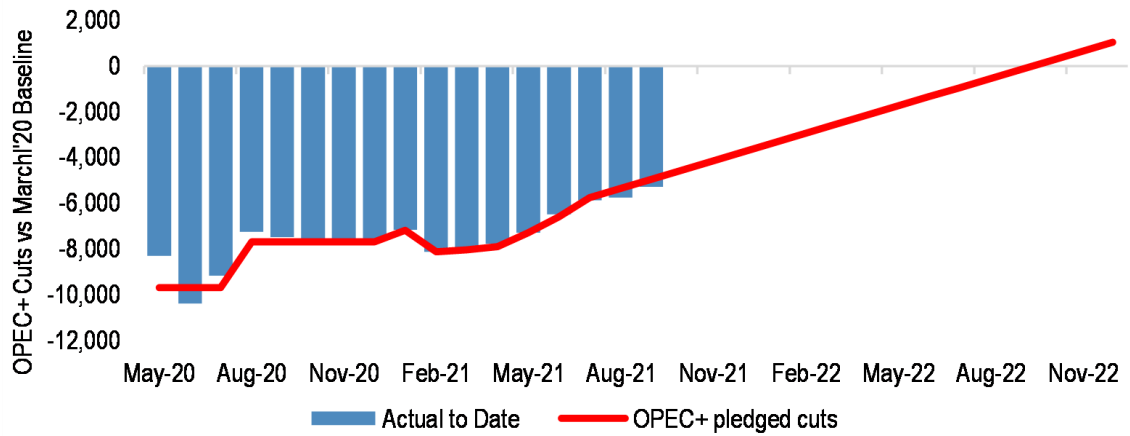


Source: Bloomberg, Morgan Stanley Research; Note: As of 10/5/21

Wir glauben, dass nach einem Jahrzehnt der Unterinvestitionen in Öl und bei steigender Nachfrage ein Defizit entstehen wird, das die Preise 2022/23 auf über 100 \$ treiben wird, wenn sich der Überschuss der OPEC+-Lagerbestände normalisiert. Hier kommt wieder das **"grüne Paradoxon"** ins Spiel. **Wie kann man in Öl investieren, wenn man nicht in Öl investieren kann?**

**JPM gibt uns die Antwort auf die Frage, wann sich die OPEC+ Lagerbestände normalisieren werden: im Sommer 2022.** Tanken Sie bis dahin, und wenn Sie einen Tesla kaufen, überprüfen Sie bitte den Strommix, mit dem Sie ihn aufladen.

**Freie Kapazitäten der OPEC+. Zugesagte Kürzungen. Überschüssige OPEC+ Lagerbestände werden bis Mitte 2022 verschwinden.**



**Marcos Hernández  
J. Carlos Jarillo  
Urs Marti  
SIA Team  
Oktober 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](http://www.s-i-a.ch) oder bei der zentralen Verwaltungsstelle FundPartner Solutions (Europe) SA, 15A, avenue J.F. Kennedy, L - 1855 Luxemburg. LTIF Classic 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

### 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