

„Was wir aus der Geschichte lernen, ist, dass Menschen nicht aus der Geschichte lernen.“

Warren Buffett, Aktionärsbrief von 1987, Benjamin Disraeli zitierend

Newsletter

September 2015

▪ <i>Überblick über unsere Fonds</i>	2
▪ <i>Wachstum in China</i>	2
▪ <i>In diesem Quartal haben wir Grifols SA gekauft</i>	9
▪ <i>Zukunftsaussichten</i>	12
▪ <i>Anmerkung zu unserem Stability-Fonds</i>	12
▪ <i>Anhang</i>	13

Überblick über unsere Fonds

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

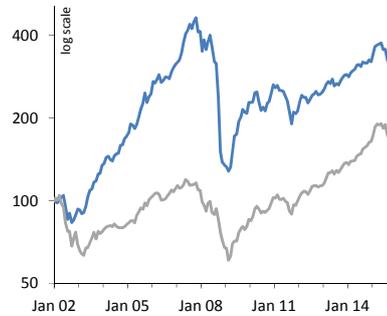


Abbildung 2: **LTIF Stability A Cap EUR vs. HFRX Global Hedge Fund Index EUR**

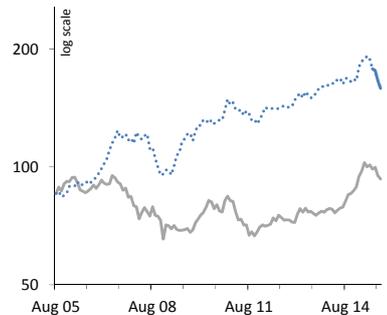


Abbildung 3: **LTIF Natural Resources EUR vs. S&P Global Nat. Res. Net TR Index EUR**

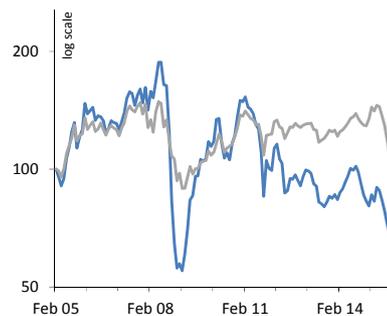


Tabelle 1 und Abbildungen 1 bis 5 zeigen, wie sich die Marktpreise unserer Fonds im vergangenen Quartal entwickelt haben. Wie zu erwarten folgen sie über den Zeitraum der negativen Marktentwicklung.

Tabelle 1: **Nettoinventarwert (Net Asset Value) - Nettofondsvolumen unserer Fonds**

September 30, 2015	NAV	Δ 3m	Δ YTD	Annualized Return since Inception	AUM (in mio) *combined Pool
LTIF Classic [EUR]	310.13	-12.7%	-3.4%	8.6%	162*
LTIF Stability A Cap [EUR]	158.75	-10.9%	-4.5%	6.3%	162*
LTIF Natural Resources [EUR]	67.27	-19.0%	-18.9%	-3.7%	7
LTIF Stability Growth [CHF] <i>(Total return, dividends included)</i>	186.40	-6.7%	-13.1%	2.7%	12
LTIF Stability Income Plus [CHF] <i>(Total return, dividends included)</i>	165.60	-6.7%	-13.1%	2.1%	12

Quelle: SIA Group

Die Märkte befinden sich tatsächlich im „Panikmodus“. Die Verschlechterung setzte ein, als die chinesische Regierung eine allgemeine Abwertung des Renminbi um 3 % genehmigte (der Euro gab im vergangenen Jahr um etwa 30 % nach); die Befürchtung, die USA würden die Zinssätze erhöhen, führte zu einer Kapitalflucht aus Schwellenmärkten; und die Befürchtung, die USA würden die Zinssätze nicht erhöhen, führte schließlich zu der Überzeugung, dass es mit dem Wirtschaftswachstum für immer vorbei sein würde. An all dem ist wie immer etwas Wahres dran (Märkte sind nicht irrational), aber die Aktienkurse haben eindeutig überreagiert (Märkte sind nicht besonders gut im Umgang mit Wendepunkten).

In unserem Newsletter weisen wir immer wieder darauf hin, dass sich all dies nur in sehr geringem Maße auf die Profitabilität der Unternehmen in unserem Portfolio auswirkt. Aber wir haben den Eindruck, dass wir dies stets wiederholen müssen, weil Anleger täglich dem überwältigenden Lärm der Medien ausgesetzt sind. Einige dieser Probleme möchten wir näher erläutern und uns ansehen, wie bedeutend (oder unbedeutend) sie sind. Und schließlich werden wir auf einige Ergänzungen unseres Portfolios eingehen. Wie gewohnt schließen wir mit einem Ausblick auf die Aussichten für die kommenden Monate.

Wachstum in China

Den Startschuss für diesen Zyklus gab, wie bereits erwähnt, die chinesische Regierung, als sie beschloss, den Renminbi stärker als bislang zulässig abzuwerten. Die chinesische Währung gab also um 3 % nach. Die Märkte interpretierten dies als Eingeständnis der chinesischen Regierung einer im Abschwung befindlichen chinesischen Wirtschaft. Da China in

Abbildung 4: LTIF Stability Growth TR CHF vs. HFRX Global Hedge Fund Index CHF

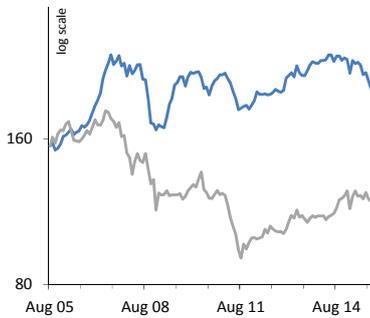
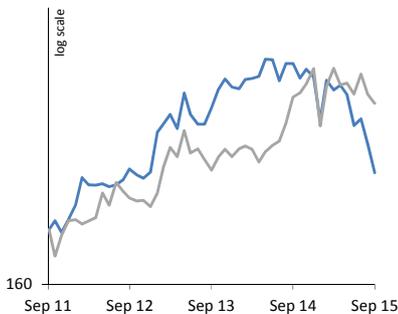


Abbildung 5: LTIF Stability Income Plus TR CHF vs. HFRX Global Hedge Fund Index CHF



den vergangenen Jahren den Hauptbeitrag zum weltweiten Wirtschaftswachstum leistete, reagierten die Märkte natürlich negativ.

Die chinesische Wirtschaft ist zwar von Bedeutung für den Rest der Welt, man muss dies jedoch ins richtige Licht rücken. Zu diesem Zweck werden wir versuchen, die wirkliche Lage der chinesischen Wirtschaft zu beleuchten, wie sie sich tatsächlich auf den Rest der Welt auswirkt und was all dies für unsere Aktienanlagen bedeutet.

1. Es herrscht allgemeiner Konsens, chinesischen Statistiken keinen Glauben zu schenken (besonders dann, wenn sie positiv sind). Natürlich versucht die chinesische Regierung höchstwahrscheinlich, die Zahlen des BIP zu glätten, schließlich beruht ihre einzige Legitimierung darauf, dass sie dazu in der Lage ist, für kontinuierlichen wirtschaftlichen Wohlstand zu sorgen. Aber viele „objektive“ Statistiken zeigen, dass die Wirtschaft tatsächlich wächst:

China 2015: Consumer Metrics Provide A Superior "Read" on China's Economic Mood

Monthly Reporting Metrics		Units	Jan 2015	Feb 2015	Mar 2015	Apr 2015	May 2015	Jun 2015	Jul 2015	YoY Last 3M	YoY Last 12M	Trend YOY
Movie Box Office	US\$m	392.3	625.2	455.9	661.7	463.4	546.5	868.4		39.7%	45.1%	●
YoY Growth	%		22%	25%	85%	129%	36%	32%	47%			
Airline Passengers	'000	21,794	23,677	25,006	24,588	23,954	22,961	26,581		10.2%	9.6%	●
YoY Growth	%		0%	10%	20%	14%	12%	10%	9%			
4G Mobile Subscriptions	mn	16.7	16.6	19.7	10.1	17.2	19.3	19.2		255.9%	na	●
YoY Growth	%		na	1138%	1256%	402%	419%	231%	195%			
Car Sales	'000	2,038	1,397	1,870	1,669	1,609	1,511	1,269		-2.7%	5.6%	●
YoY Growth	%		10%	6%	9%	4%	1%	-3%	-7%			
Cities with Residential Sales Price MoM Decline % out of 70	Cities	64	66	50	48	43	34	29		50.5%	80.1%	●
	%		91%	94%	71%	69%	61%	49%	41%			
Quarterly Reporting Metrics		Units	Q4 2013	Q1 2014	Q2 2014	Q3 2014	Q4 2014	Q1 2015	Q2 2015	YoY Last Q	YoY Last 4Q	Trend YOY
Alibaba GMV	RMBbn	528.7	430.1	501.0	500.9	787.0	600.0	673.0		34.3%	39.7%	●
Travel Tours	'000	296.5	281.0	549.2	792.9	558.7	659.0	1,011.3		84.1%	89.1%	●
Hotel Utilization	%	86.4%	83.0%	88.6%	89.2%	82.6%	80.3%	84.5%		-4.1pp	-3.2pp	●
Car Rental Utilization	%	59.7%	62.8%	63.4%	65.2%	63.8%	65.4%	65.6%		2.2pp	3.3pp	●
GDP Growth	%	7.6%	7.4%	7.5%	7.3%	7.3%	7.0%	7.0%		-0.5pp	-0.4pp	●

Notes: The "YoY Last 3M" and "YoY Last 12M" columns for Cities with Residential Sales Price Decline represent the 3M average and 12M average number of cities respectively (out of 70) with decline in residential sales prices. The "YoY Last 4Q" column for GDP Growth represents cumulative GDP YoY growth change.

Source: Bloomberg, Company filings, Boxoffice mojo.com, Bernstein analysis

Quelle: Bernstein

Neueste Daten zeigen, dass der Flugverkehr im Laufe des vergangenen Jahres um 10 % gestiegen ist. Dies ist unvereinbar mit einem Einbruch der Wirtschaft.

Man sollte jedoch beachten, worum es hier geht: Die Diskussion dreht sich um einige Prozentpunkte des chinesischen Wirtschaftswachstums. Wir möchten nachvollziehen, was dies tatsächlich bedeutet.

Um das Bruttoinlandsprodukt eines Landes zu bestimmen (die Zahl, die alle drei Monate oder sogar jeden Monat für allgemeine Aufregung sorgt), muss das Statistikamt des Landes Folgendes tun: Alle Waren erfassen, die von dem Land produziert wurden (Strom, Autos, Obst und Gemüse, Kunstwerke und Handwerksprodukte,

Touristensouvenirs...) sowie alle Dienstleistungen erfassen, die von dem Land erbracht wurden (Bankwesen, Gesundheit, Friseure und Massagen...). Die Gesamtsumme ist das nominale Bruttosozialprodukt zu „aktuellen“ Preisen, d. h. ungeachtet der Inflation, weil theoretisch das erfasst wird, was jeder tatsächlich für seine Waren oder Dienstleistungen berechnet hat (wir gehen davon aus, dass es wie von Zauberhand keine nicht deklarierten Wirtschaftsaktivitäten gibt bzw. „arrangieren“ uns damit). Die Inflation ist aber gewiss von Bedeutung: Wenn das Bruttosozialprodukt Waren und Dienstleistungen in gleicher Höhe umfasst wie im vergangenen Jahr, diese jedoch inflationsbedingt zu einem höheren Preis verkauft wurden, dann kann man nicht wirklich von einem „Wachstum“ sprechen. Das Statistikamt muss daraufhin den so genannten „BIP-Deflator“ berechnen, d. h. die Inflation, die vom Anstieg des Bruttosozialprodukts abgezogen werden muss, weil es sich nicht um „reales“ Wachstum handelt. Diese Zahl abzuschätzen, ist noch schwieriger als die Bestimmung des Bruttosozialproduktes selbst, da man nicht nur wissen muss, wie viel in einem bestimmten Quartal verkauft wurde, sondern dies mit dem vorangehenden Quartal vergleichen und dabei die Qualität berücksichtigen muss: Ein Computer kostet vielleicht genauso viel wie im letzten Quartal, ist aber möglicherweise besser. Eigentlich ist die Produktion also bei gleichbleibenden Preisen gestiegen (oder umgekehrt). Man darf einen Friseur nicht einfach nur fragen, wie viel er dieses Jahr für einen Haarschnitt berechnet hat. Man muss ihn fragen, wie viele „gleichwertige Haarschnitte“ er durchgeführt hat. Die Schätzungen ergeben jedenfalls einen Deflator in Höhe von ein bis zwei Dezimalstellen, die vom zuvor berechneten Bruttosozialprodukt abgezogen werden. Dies ergibt die Zahl des „realen“ BIP, die in den Nachrichten verkündet wird.

Wenn jemand derartige Berechnungen zur Grundlage seines Handelns machen möchte, können wir ihm nur „viel Glück“ wünschen. Besonders dann, wenn es bei besagten Zahlen nicht etwa um die von Luxemburg geht sondern um die von China mit einer (angenommenen) Bevölkerung von etwa 1,3 Milliarden Menschen (bzw. 100 Millionen Menschen mehr oder weniger), dessen statistische Methoden (wie in allen Ländern mit kommunistischer Vergangenheit) auf die Erfassung von Schwerindustrie ausgerichtet und für die meisten modernen Dienstleistungen ungeeignet sind. Es ist müßig, darüber zu diskutieren, ob die Wirtschaft um 7 % oder 5 % wächst, sofern man denn überhaupt die Wirtschaftsentwicklung des vergangenen und dieses Jahres genau erfassen und dann einen exakten Deflator anwenden kann.

Allerdings scheint klar, dass China im Gegensatz zu früher keine zweistelligen Wachstumsraten mehr zu verzeichnen hat. Das ist nur logisch: Mit zunehmender Entwicklung eines Landes holt es viel auf. Hunderte Millionen von Chinesen sind vom Land in die Städte gezogen und haben dort bereits eine Wohnung gekauft. Sie brauchen

in den kommenden Jahrzehnten keine neue Wohnung (angesichts der Qualität der Wohnungen jedenfalls nicht allzu viele). Tausende Kilometer von Hochgeschwindigkeitsstrecken für Züge sind bereits verlegt. Aber nur wenige Chinesen kommen in den Genuss einer für uns im Westen selbstverständlichen staatlichen Erziehung oder Gesundheitsversorgung. Die Wirtschaft wandelt sich also langsam vom Ausbau großer Infrastrukturprojekte hin zum Wachstum im Dienstleistungssektor. Dies ist ein normaler Vorgang, den alle (erfolgreichen) Länder durchlaufen.

2. Wir möchten nun darauf eingehen, wie sich China auf die Weltwirtschaft auswirkt. Den meisten Berechnungen zufolge entspricht das chinesische BIP in etwa 15 % des weltweiten BIP. Die Summe chinesischer Importe macht etwas weniger als 3 % der restlichen Weltwirtschaft aus. Nehmen wir einmal an, die chinesische Wirtschaft sinkt um 5 % und dies wirkt sich um das Doppelte auf die Importe aus. Im Rest der Welt hätte dies einen Nachfragerückgang um 0,3 % zur Folge, was man durch den Konsum andernorts möglicherweise wieder ausgleichen könnte. Dies wären die Auswirkungen eines Rückgangs der chinesischen Wirtschaft um einen weitaus höheren Prozentsatz als allseits vorausgesagt. Tatsächlich geht jedoch niemand davon aus, dass die chinesische Wirtschaft in absehbarer Zeit schrumpft sondern nur, dass sie langsamer wächst.

Man muss die Dinge wiederum ins rechte Licht rücken: Die USA exportieren etwa 15 % ihrer Wirtschaftsleistung. Nahezu 14 % dieser 15 % gehen nach China. Die USA exportieren also insgesamt etwa 2 % ihres BIP nach China. Bei einem Rückgang der Exporte um 10 % (eine übertriebene Annahme) müsste die US-Wirtschaft beim BIP einen „Gegenwind“ von 0,2 % verkraften (denken Sie bitte auch an all die Ungenauigkeiten bei der Erfassung dessen, was wir zuvor erörtert haben). Deutschland exportiert mehr in die Niederlande als nach China. Das Vereinigte Königreich exportiert mehr nach Irland als nach China. Und es herrscht ohnehin Konsens darüber, dass die chinesische Wirtschaft wächst, zur Diskussion steht lediglich, um wie viel.

Von einer Abkühlung in China sind natürlich nicht alle gleichermaßen betroffen. Bestimmte Unternehmen oder Branchen können dies deutlich zu spüren bekommen. Die „Luxusbranche“ beispielsweise erzielte in den vergangenen zehn Jahren einen Großteil ihrer Umsatz- und Gewinnzuwächse in China. Unternehmen wie Richmond (Cartier), LVMH (Louis Vuitton), VW (Audi), Daimler (Mercedes), etc. werden in den kommenden Jahren also weniger Geld verdienen als in jüngster Vergangenheit (oder bestenfalls weitaus langsamer wachsen). Hiervon betroffen sind auch die Marken Land Rover und Jaguar von Tata Motors, einem Unternehmen in unserem Portfolio. Aber die große Mehrheit der Unternehmen wird keine besonderen Auswirkungen spüren.

Am Ende müssen wir erneut anerkennen, dass Aktien das sind, was Finanzexperten „langfristige Vermögenswerte“ nennen: Der Wert von Unternehmensaktien bleibt weitgehend unberührt von kurzfristigen Fluktuationen. Wichtiger ist das langfristige Wachstum der Unternehmensgewinne. Wenn wir davon ausgehen, dass die Weltwirtschaft nie wieder wachsen wird, dann sind Aktien etwas zu hoch bewertet (andererseits wiederum nicht allzu hoch, wie wir weiter unten sehen werden). Aber wenn wir davon ausgehen, dass sich die Welt weiter dreht und die Menschen versuchen werden, ihren Lebensstandard und den ihrer Familien zu verbessern, dann gibt es bei vielen Aktien keinen guten Grund dafür, sie für 20 % weniger zu verkaufen als vor einem halben Jahr.

Ein letzter Punkt, der scheinbar für Volatilität sorgt, ist die Unsicherheit bezüglich der Höhe der Zinssätze in den USA. Die Märkte übertreiben wahrscheinlich erneut die Realität, die dem zugrunde liegt. Dass Aktien, die als Anlage konkurrieren, billiger sein müssen, wenn die realen Zinssätze höher sind, ist klar. Aber wir reden hier über einen Anstieg von 0,25 % über mehrere Quartale. Abermals gibt es keinen klaren Grund dafür, Aktien zu verschleudern.

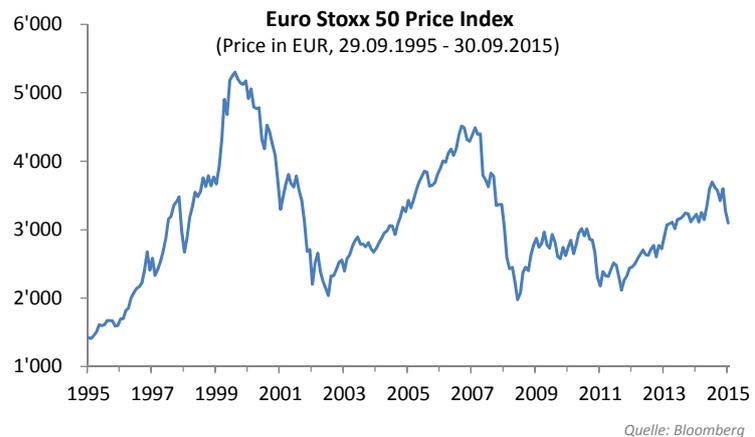
Die Aktienrisikoprämie (Equity Risk Premium, kurz ERP) ist ein wichtiger Begriff, den viele unserer Anleger gut kennen und der erneut erklärt werden sollte. Es handelt sich hierbei um die Überrendite, die Anleger bei Aktien verlangen, im Gegensatz zu genauso sicheren Anleihen, und zwar aus dem einfachen Grund, dass Anleihen vorrangig ausgezahlt werden. Ein Anleger wäre in der Tat töricht, wenn er begeistert Aktien kaufen und davon ausgehen würde, dass ihre Gewinne genauso hoch sein werden wie die, die er erzielen könnte, wenn er Anleihen kaufen würde (genau das hat der gesamte Markt im Jahr 2000 gemacht, mit dem allseits bekannten Resultat). Wenn wir voraussetzen, dass wir stets sehr risikoarme Anleihen kaufen können (Staatsanleihen solider Länder, die für die Rückzahlung der Anleihen benötigte Zahlungsmittel generieren können), müssen wir andere Anlagemöglichkeiten mit solchen Anleihen vergleichen. Die Aktienrisikoprämie ist die voraussichtliche Überrendite. „Voraussichtlich“ deshalb, weil im Gegensatz zu Anleihen niemand vertraglich festlegt, wie hoch die Dividendenzahlungen von Unternehmen sein werden, weder jetzt noch in zehn Jahren. Diese Unsicherheit muss belohnt werden.

In welcher Höhe? Das hängt natürlich von der Stimmung der Anleger ab. Zurzeit erhält man für eine Anleihe von Unilever etwa 1 % pro Jahr. Die Aktiendividende beträgt etwa 3 %. Aber die Dividende stieg mehrere Jahre lang um mehr als 5 %. Nach etwa 15 Jahren betrüge die Gesamtrendite somit 8 %. Bei einem Nullwachstum wäre die Dividende immer noch dreimal so hoch.

In unserem nächsten Newsletter werden wir näher auf die Aktienrisikoprämie eingehen, man kann jedoch sagen, dass sie zurzeit im historischen Vergleich sehr hoch ist.

Und es ist nicht schwer ersichtlich, warum dies so ist: Viele Anleger, besonders in Europa, hassen Aktien abgrundtief. Jeder, der die vergangenen Jahre miterlebt hat, kann dies wohl nachvollziehen:

Abbildung 6: Euro Stoxx 50 Kursindex der vergangenen 20 Jahre



Aber diese sehr schlechte Rendite ist weitaus weniger schlecht, wenn wir die Dividenden einbeziehen, und sie wird in Zukunft sehr viel weniger schlecht sein, weil wir nicht von der niedrigsten Aktienrisikoprämie aller Zeiten ausgehen sondern von der höchsten.

Aktienanleger müssen also verstehen, dass die in diesem Sommer vorhandene Volatilität kein „lästiger“ Umstand von Aktienanlagen ist, sondern der Grund dafür, dass Aktienanlagen profitabel sind. Ohne Volatilität würden Aktien stark ansteigen und in Zukunft sehr wenig einbringen (wie sie es zunächst bis zum Jahr 2000 und danach erneut taten). In der Welt der Computerprogramme sagt man: „Volatilität ist kein Fehler, sondern ein Merkmal“.

Aber in diesem Kontext bedeutet Volatilität, dass sich die Aktienkurse stark bewegen und nicht so sehr die Gewinne oder die Dividenden. Im wirklichen Leben sind die Gewinne der meisten Unternehmen natürlich auch volatil. Aber so lange dies die grundlegende Qualität des Unternehmens nicht beeinträchtigt (sein zukünftiges Einnahmepotenzial), ist auch die Volatilität von Gewinnen nicht so wichtig: Eine abwechselnde Rendite von 10 % und 2 % pro Jahr wäre uns lieber als eine stetige jährliche Rendite von 3 %...

In unserem Portfolio sind von der derzeitigen „Wachstumsangst“ diejenigen Unternehmen am meisten betroffen, die sich in

Schwellenmärkten und Rohstoffen engagieren. Selbst wenn wir anerkennen, dass sich das Wirtschaftswachstum in Schwellenmärkten offenbar verlangsamt und bei einigen Rohstoffen offensichtlich ein Überangebot besteht, glauben wir, dass der Markt übertrieben (extrapolierend) auf eine vorübergehende Verschlechterung reagiert hat. Daher glauben wir, dass unser Portfolio keinesfalls weniger wert ist als vor einem halben Jahr. Es wird zu einer Kurserholung kommen, weil die Aktienkurse niedrig und die Gewinne beständig sind.

Ein Unternehmen mit 40 „Abteilungen“, die alle in jedem Quartal besser waren als erwartet, wäre natürlich ein betrügerisches Unternehmen. Es gab einige Enttäuschungen (wir erwähnten bereits die Probleme von Tata in China), aber insgesamt gibt es in diesem Jahr ein solides Gewinn- und Dividendenwachstum.

Besonders zu erwähnen ist der einzige Verkauf, den wir getätigt haben: den von Renault. Wir hielten eine normale Position dieses Unternehmens (etwa 3 % des Portfolios) und während der „Sommerpanik“ erlebten wir, wie es nach unten ging. Dies kümmerte uns nicht besonders. Aber dann kam der berüchtigte Dieselskandal von Volkswagen. Zu den Stärken von Renault zählt seine weltweit führende Technologie für kleine Dieselmotoren. Es ist keinesfalls klar, ob sie alle ordnungsgemäßen Tests durchlaufen haben. Und es ist auf alle Fälle ein wichtiger Geschäftszweig, der auf lange Sicht stark angeschlagen ist (wenn er nicht sogar vor dem Ende steht). Angesichts all dieser Ungewissheiten haben wir uns zum Verkauf entschlossen und waren uns in vollem Umfang bewusst, dass wir möglicherweise zu einem niedrigen Preis verkaufen. Das Unternehmen zu behalten, hielten wir jedoch für äußerst spekulativ: Wir wissen wirklich nicht, wie diese Geschichte ausgehen wird.

Sie ist ein gutes Beispiel dafür, warum man Unternehmen diversifizieren sollte. Weil man manchmal einfach nur sagen kann: „Dumm gelaufen“. Wir bezweifeln, dass viele Anleger vermuten konnten, was mit VW passieren würde. Wie einige unserer Anleger vielleicht wissen, hatten wir stark in das Unternehmen investiert und zu Beginn des Frühlings verkauft, weil wir der Ansicht waren, dass die Aktien ausgepreist sind. Aber der Zeitpunkt war reines Glück, wenn man bedenkt, was danach passierte. Wir hätten auch Renault verkaufen und VW behalten können. Erneut gilt: Nur betrügerische Unternehmen steigen stetig in jedem Quartal.

In diesem Quartal haben wir Grifols SA gekauft

Grifols ist ein vertikal integriertes globales biopharmazeutisches Unternehmen, das therapeutische Plasmaderivate herstellt. Das Plasma ist der Flüssiganteil des menschlichen Bluts. Es enthält Proteine und Antikörper, die das Immunsystem nutzt, um Krankheiten zu bekämpfen. Es wird zur Behandlung verschiedenster Krankheiten verwendet wie etwa Immundefekt, Hämophilie, Knoten oder schwere Lungenerkrankungen. Einige Krankheiten können nur durch die Verabreichung von Plasmaderivat-Produkten behandelt werden wie etwa Albumin oder Immunglobuline.

Die Herstellung von Plasmaderivat-Produkten beginnt mit der Sammlung von Plasma in Einrichtungen, die sich in der Regel im Besitz eines großen Plasmaderivat-Herstellers befinden. Das meiste Plasma wird in den USA gesammelt, weil es als sicheres Land gilt, aber vor allem deshalb, weil eine Entschädigung der Spender gesetzlich erlaubt ist. Der Zugang zu dieser Branche wird vor allem begrenzt durch den Besitz der Sammeleinrichtungen (und das damit einhergehende Genehmigungsverfahren). Das gesamte Plasma wird eingesammelt und in speziellen Anlagen für die Herstellung von Plasmaderivaten fraktioniert und gereinigt.

Jede Plasmaeinheit enthält die gleiche Menge an Immunglobulinen, Gerinnungsfaktoren, Albumin und anderer Proteine, die zu Endprodukten verarbeitet werden. Jedes dieser Produkte kann zu unterschiedlichen Preisen auf dem Markt verkauft werden.

Das Geschäftsmodell zeichnet sich in der Regel dadurch aus, dass die Immunglobuline die Kosten des gesamten Fraktionierungsverfahrens abdecken und die restlichen Produkte mit hoher Gewinnmarge verkauft werden. Die Nachfrageentwicklung hängt von den Produkten ab. Hauptprodukt sind die Immunglobuline (40-50 % des globalen Umsatzes) mit solidem Wachstum im mittleren einstelligen Bereich, das sich in Zukunft fortsetzen wird angesichts der zunehmenden Verwendung, insbesondere in von niedrigen Niveaus ausgehenden Schwellenmärkten. Das zweitwichtigste Produkt ist Albumin (10-15 % des Umsatzes) mit ebenfalls solidem Wachstum im mittleren zweistelligen Bereich, unterstützt durch die Unterdiagnose einiger wirksamer Behandlungsverfahren und neuer Applikationen

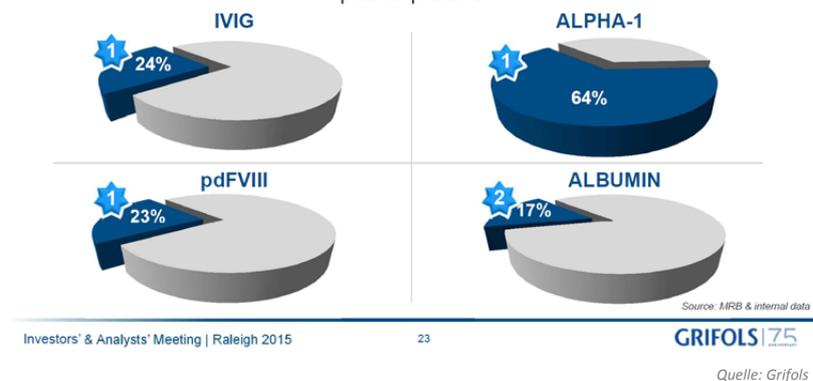
Es folgen Gerinnungsfaktoren wie etwa das Plasmaderivat Faktor VIII (pdFVIII, hauptsächliche Verwendung im Bereich Hämophilie), das zunehmend Konkurrenz von rekombinanten Faktoren erhalten hat, was zu einem Wachstum im niedrigen einstelligen Bereich führte. Rekombinante Faktoren werden durch die Kombination von nicht-menschlichem DNA-Material hergestellt und gelten weithin als sicherer, weil das Risiko der in pdFVIII vorhandenen Viren wegfällt (frühere HIV-Infektionen von Hämophilie-Patienten hatten große Auswirkungen). Nicht alle Patienten können jedoch mit rekombinanten Faktoren behandelt werden und pdFVIII ist immer noch preisgünstiger. Dies deutet darauf

hin, dass besonders in Schwellenmärkten immer noch ein Restmarkt für pdFVIII vorhanden sein könnte. Andere Produkte wie Alpha-1 wachsen im hohen einstelligen Bereich.

Die Plasmabranche ist zunehmend konsolidiert und 67 % der globalen Plasmakapazitäten stammen von sechs großen Unternehmen. Was Kapazitäten angeht ist Grifols der größte Branchenakteur, gefolgt von CSL, Baxalta und Octapharma. Alle großen Player haben umfangreiche Expansionspläne, um Schritt zu halten mit dem erwarteten Nachfragezuwachs. Grifols hat bis 2020 eine kumulierte jährliche Wachstumsrate von 7 %, bei Baxalta liegt diese bei 8-10 % und bei CSL bei 3-5 % (ab 2020 soll sie sich weiter beschleunigen). Man sollte beachten, dass es in der Regel sieben Jahre dauert, bis eine Fraktionierungsanlage gebaut und behördlich genehmigt wird und dass sich die Fraktionierungskapazität nicht sofort in Endproduktkapazität übersetzt. Als entscheidend für die Profitabilität der Branche gilt ein diszipliniertes Kapazitätsmanagement, um Situationen zu vermeiden, mit denen die Branche in der Vergangenheit zu kämpfen hatte wie etwa Unterversorgung (Produktionsstillstand wegen verunreinigter Produktionsreihen, Warnschreiben der Regulierungsbehörden) bzw. Überversorgung (entstandene Überkapazitäten angesichts von Nachfrageschocks wegen Sicherheitshysterie). Entscheidend ist in dieser Hinsicht der größtenteils konsolidierte Markt, wenngleich dies keine Garantie für Disziplin ist.

Grifols a worldwide leader

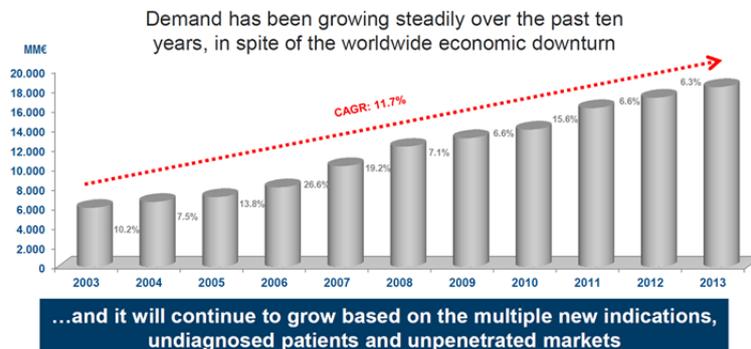
Grifols leads the global worldwide market in three out of the four biggest plasma proteins



Insgesamt handelt es sich um einen Markt mit einem stetigen Wachstum zumindest im mittleren zweistelligen Bereich und eine einigermaßen konsolidierte Branche, die Kapazitätserweiterungen genau abwägt. Was die Fraktionierungskapazität angeht ist Grifols weltweiter Branchenspitzenreiter (mit geplanten Erweiterungen, um weiter an der Spitze zu bleiben). Außerdem ist Grifols weltweit führend bei drei der vier wichtigsten Plasmaproteine: Bei den intravenösen Immunglobulinen (der Hauptanteil des Immunglobulinmarkts) hat das Unternehmen einen Marktanteil von 24 %, bei pdFVIII liegt der Marktanteil bei 23 % und bei

Alpha-1 sind es 64 %. Grifols ist der weltweit zweitgrößte Albuminhersteller mit einem Marktanteil von 17 %.

Plasma derivatives market: steady growth



Source: MRB 2013

Investors' & Analysts' Meeting | Raleigh 2015

19

GRIFOLS | 75

Quelle: Grifols

Grifols erwartet in den nächsten Jahren für sein Plasmageschäft (mit einem Umsatzanteil von 75 % das Hauptgeschäftsfeld) eine Zunahme des Volumens um 6-7 % und im Durchschnitt stabile Preise bei allen Proteinen. Der restliche Umsatz entsteht vornehmlich im Diagnostikgeschäft, das 2014 von Novartis übernommen wurde (Umsatzanteil von 18 %) und ein Wachstum von 3-4 % aufweist. Hauptmarkt sind die USA mit einem Umsatzanteil von 61 %, gefolgt von der EU mit 20 %. Die Umsatzrendite bewegt sich um die 25 %, auch wenn sie in der Vergangenheit auch schon einmal bei 15 % lag. Das Unternehmen glaubt, dass es nach dem Ende des derzeitigen Investitionszyklus weiteren Spielraum für eine Margenausweitung gibt. Grifols hat eine hohe Eigenkapitalrendite (durchschnittlich 19 % in den vergangenen zehn Jahren). Dies ermöglichte bedeutende Übernahmen und die damit einhergehende Vergrößerung. Das Unternehmen ist zurzeit fremdfinanziert, die Bilanz wird jedoch angesichts des stabilen Geschäfts scheinbar nicht überbeansprucht.

Apropos Stabilität: Chairman, President und CEO von Grifols ist zurzeit Victor Grifols Roura, der Enkel des Firmengründers, der schon seit 25 Jahren CEO ist. Die Familie Grifols besitzt auch etwa 35 % der Stammaktien und stellt drei der zwölf Verwaltungsratsmitglieder.

Angesichts der Wachstumsaussichten und der Branchenkonsolidierung gehen wir bei den aktuellen Preisen von einer äußerst sicheren Rendite von über 12 % aus. Ferner geben wir dem Besitz von (nicht stimmberechtigten) B-Aktien den Vorzug vor Stammaktien, da wir den derzeitigen Abschlag von 25 % nicht gerechtfertigt finden.

Zukunftsaussichten

Wie weiter oben bereits erwähnt wurde, ist klar, dass die Welt ein etwas schwächeres Wachstum durchlebt hat als erwartet (das passiert übrigens recht häufig, da Menschen zu übertriebenem Optimismus neigen). Aber im Großen und Ganzen ist das spezifische Gewinnpotential der Unternehmen, die wir besitzen, in Zukunft nicht gefährdet. Von daher können wir unserer Meinung nach langfristige Renditen von über 10 % erzielen und die derzeitige Talfahrt des Marktwertes unserer Aktien bietet unter Umständen bessere Einstiegsmöglichkeiten. Wir wissen natürlich nicht, ob die Märkte ab jetzt steigen oder fallen werden (wir möchten daran erinnern, dass kurzfristige Unvorhersehbarkeit ein Merkmal derartiger Anlagen ist), aber für langfristige Anleger sehen wir eine sehr gute Wertentwicklung voraus.

Anmerkung zu unserem Stability-Fonds

Anlegern dürfte bekannt sein, dass einer unserer Fonds, der LTIF Stability Income Plus, eine jährliche Bardividende auszahlt. Früher zahlten wir 8, 8,50 bzw. 9 Schweizer Franken pro Anteil. Unserer Vorstellung nach soll dieser Betrag jedes Jahr im Einklang mit den steigenden Erträgen unserer Anlagen hübsch anwachsen. Der Wert des Schweizer Franken ist jedoch seit Januar äußerst stark gestiegen. Da wir unsere Einnahmen vor allem in Euro und Dollar erzielen, ist eine Erhöhung der Auszahlung in Schweizer Franken also nicht ratsam. Deshalb werden wir voraussichtlich eine Dividende pro Anteil von CHF 6 auszahlen (dies entspricht 3,6 % des Aktienkurses vom 30. September 2015).

Zahlen der USD-Klassen

Tabelle 2: Nettoinventarwert (Net Asset Value) - Nettofondsvolumen in USD

September 30, 2015	NAV	Δ 3m	Δ YTD	Annualized Return since Inception	AUM (in mio) <i>*combined Pool</i>
LTIF Classic [USD]	346.18	-12.6%	-10.9%	10.3%	181*
LTIF Stability A Cap [USD]	164.32	-10.7%	-11.6%	5.3%	181*
LTIF Natural Resources [USD]	75.09	-18.8%	-25.2%	-5.2%	8

Abbildung 7: LTIF Classic USD vs. MSCI Daily TR Net World Index USD

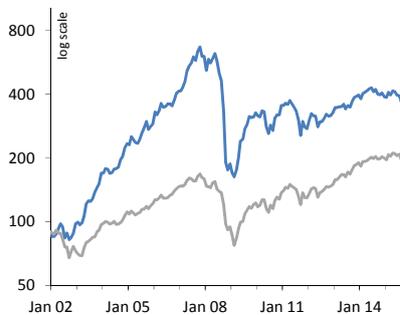


Abbildung 8: LTIF Stability A Cap USD vs. HFRX Global Hedge Fund Index USD

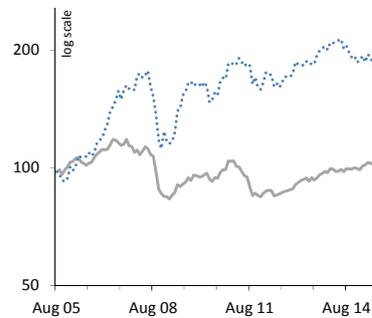
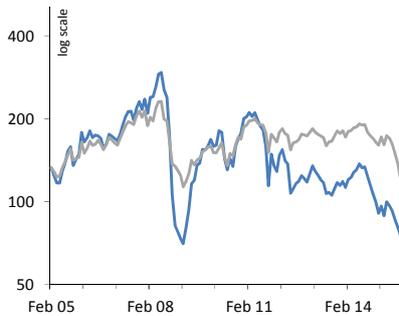


Abbildung 9: LTIF Natural Resources USD vs. S&P Global Nat. Res. Net TR Index USD



Zahlen der CHF-Klassen

Tabelle 3: Nettoinventarwert (Net Asset Value) - Nettofondsvolumen in CHF

September 30, 2015	NAV	Δ 3m	Δ YTD	Annualized Return since Inception	AUM (in mio) <i>*combined Pool</i>
LTIF Classic [CHF]	338.26	-8.6%	-12.4%	6.2%	177*
LTIF Natural Resources [CHF]	73.37	-15.1%	-26.4%	-6.8%	8
LTIF Stability Growth [CHF] <i>(Total return, dividends included)</i>	186.40	-6.7%	-13.1%	2.7%	12
LTIF Stability Income Plus [CHF] <i>(Total return, dividends included)</i>	165.60	-6.7%	-13.1%	2.1%	12

Abbildung 10: LTIF Classic CHF vs. MSCI Daily TR Net World Index CHF

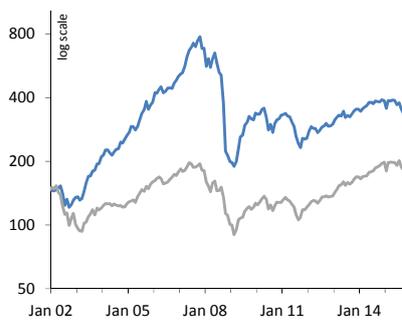


Abbildung 11: LTIF Stability Growth TR CHF vs. HFRX Global Hedge Fund Index CHF

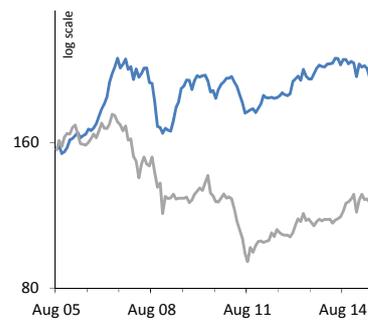


Abbildung 12: LTIF Natural Resources CHF vs. S&P Global Nat. Res. Net TR Index CHF

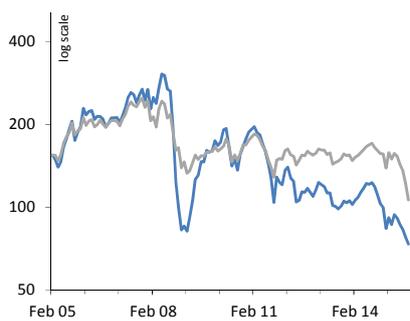
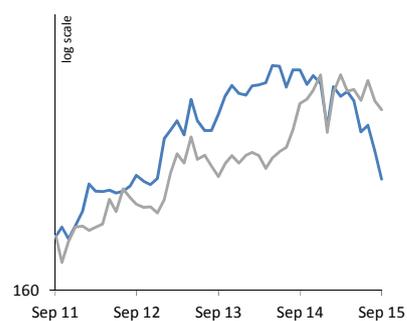


Abbildung 13: LTIF Stability Income Plus TR CHF vs. HFRX Global Hedge Fund Index CHF



Zahlen der GBP-Klassen

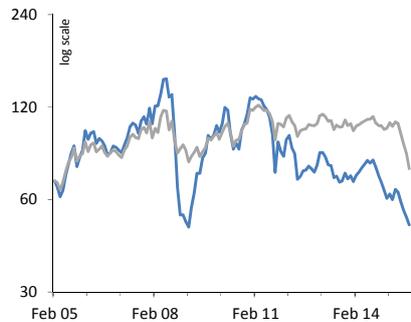
Tabelle 4: Nettoinventarwert (Net Asset Value) - Nettofondsvolumen in GBP

September 30, 2015	NAV	Δ 3m	Δ YTD	Annualized Return since Inception	AUM (in mio) <i>*combined Pool</i>
LTIF Classic [GBP]	228.54	-9.2%	-8.3%	9.9%	119*
LTIF Natural Resources [GBP]	49.58	-15.7%	-22.9%	-3.1%	5

Abbildung 14: LTIF Classic GBP vs. MSCI Daily TR Net World Index GBP



Abbildung 15: LTIF Natural Resources GBP vs. S&P Global Nat. Res. Net TR Index GBP



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 (früher Global Energy Value) wurden von der Eidgenössischen Finanzmarktaufsicht FINMA gemäß Art. 19 al. 1 des Kollektivanlagegesetzes für den Vertrieb in und aus der Schweiz freigegeben. 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: LTIFFCLA LX

LTIF – Classic USD

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

LTIF – Classic CHF

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

LTIF – Classic GBP

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

LTIF – Natural Resources EUR

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

LTIF – Natural Resources USD

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

LTIF – Natural Resources CHF

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

LTIF – Natural Resources GBP

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

LTIF – Stability A Cap EUR

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

LTIF – Stability A Cap USD

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

Zentrale Verwaltungsstelle:

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

Anlageverwaltungsgesellschaft:

SIA Funds AG
Parkweg 1
CH-8866 Ziegelbrücke
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

Rechtliche Hinweise - Schweiz

Die Wertentwicklung bis zum 30.09.2006 entspricht dem in CHF umgerechneten LTIF Britische Jungferninseln. LTIF Stability ist dessen identischer Nachfolger. Die frühere Wertentwicklung wurde von Ernst & Young geprüft. Berichte sind bei SIA Group erhältlich. 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 Fondsverwaltungsgesellschaft 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 bei der Fondsverwaltungsgesellschaft FundPartner Solutions (Suisse) SA, Route des Acacias 60, 1211 Genf 73 oder der Anlageverwaltungsgesellschaft SIA Funds AG, Parkweg 1, CH-8866 Ziegelbrücke (www.s-i-a.ch).

LTIF – Stability Growth

ISIN: CH0026389202
Telekurs: 2'638'920
Bloomberg: LTIFSTA SW

LTIF – Stability Income Plus

ISIN: CH0135996012
Telekurs: 13'599'601
Bloomberg: LTIFSIP SW

Verwaltungsstelle:

FundPartner Solutions (Suisse) SA
Route des Acacias 60
CH-1211 Genf 73
Schweiz

Anlageverwaltungsgesellschaft:

SIA Funds AG
Parkweg 1
CH-8866 Ziegelbrücke
Schweiz

Depotstelle:

Banque Pictet & Cie SA
Route des Acacias 60
CH-1211 Genf 73
Schweiz