

Long Term Investment Fund

Abbildung 2
LTIF – Classic EUR

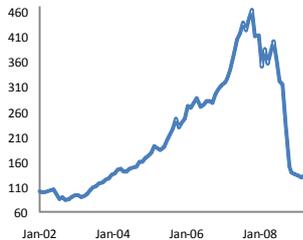


Abbildung 3
LTIF – Alpha EUR

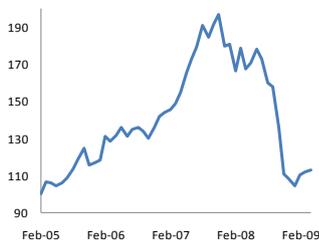


Abbildung 4
LTIF – Global Energy Value EUR

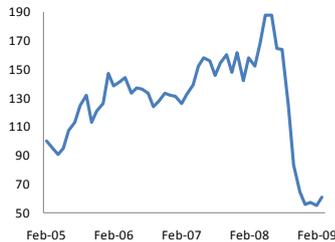


Abbildung 5
LTIF – Stability CHF

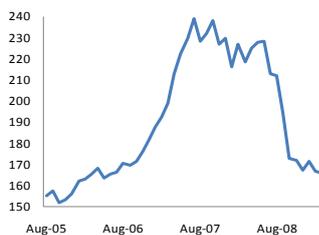


Abbildung 6
Global Mining Value Fund EUR

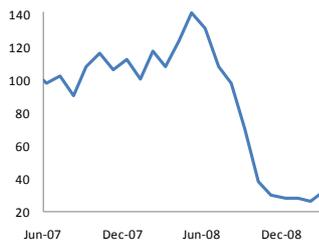


Abbildung 1 und Tabelle 1 zeigen die Entwicklung unserer Fonds im ersten Quartal des Jahres. Abbildungen 2 bis 6 zeigen diejenige über längere Frist.

Abbildung 1
LTIF-Fonds – Quartalsentwicklung bis heute

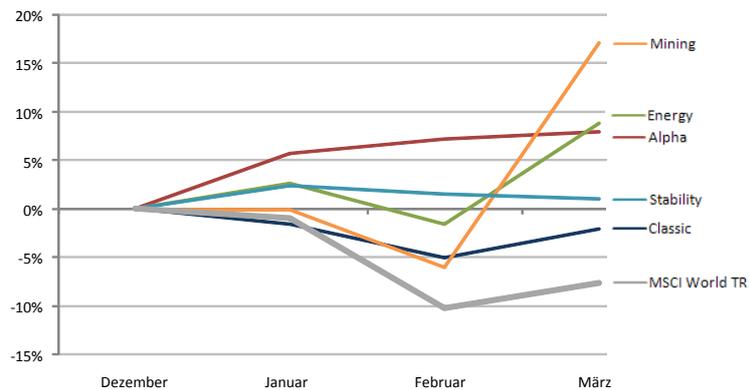


Tabelle 1: Net Asset Value - Nettofondsvolumen in EUR

March 2008	NAV	Δ YTD	Δ 12m	Δ Inception	AUM (in mio)
LTIF Classic [EUR]	132.02	-2.11%	-62.81%	32.02%	358.89
LTIF Alpha [EUR]	112.58	8.00%	-32.74%	12.58%	67.76
LTIF Global Energy Value [EUR]	60.76	8.81%	-60.06%	-39.24%	13.37
LTIF Stability Series [CHF]*	165.70	-0.90%	-24.10%	7.06%	55.59
*Total Return (incl. Dividend)	3.23	1.00%			
Global Mining Value Fund [EUR]	32.81	17.18%	-69.68%	-67.19%	19.92
MSCI World Index TR (GDDUWI) [EUR]	1'940.04	-7.64%	-31.01%		

Aktien haben seit Jahresbeginn im Durchschnitt monatlich um 2% besser abgeschnitten als die Indizes. Erleben wir einen kurzzeitigen „Aufschwung“ oder können wir davon ausgehen, dass diese „Outperformance“ weiterhin anhält? Auch wenn wir in unserem Glauben beharren, dass niemand kurzfristige Marktbewegungen voraussagen kann, so mag ein kurzer Blick in die Vergangenheit doch einige Hinweise geben.

Das Alpha des Fonds und der Alpha-Fonds

Wir haben immer betont, dass wir in Unternehmen investieren, nicht in Aktien. Wir interessieren uns für die langfristige Profitabilität unserer Anlagen und nicht für die kurzfristige Bewegung der Aktienpreise. Aus diesem Grund reden wir nicht gerne über „Benchmark-Werte“, mit denen unsere Fonds verglichen werden können: Unser Ziel ist es, langfristig Geld zu verdienen. Allerdings wissen wir, dass die Profitabilität eines Unternehmens und die Performance des Aktienkurses langfristig eng miteinander korreliert sind,

besonders wenn die Aktien zu einem niedrigen Preis gekauft wurden. Da Kommentare zu Aktienpreisbewegungen tendenziell kurze Zeiträume behandeln (Wie hat sich der Fonds im vergangenen Quartal entwickelt? Profitieren wir vom derzeitigen Aufschwung?), betrachten wir sie als unbrauchbar oder, noch schlimmer, als ablenkend.

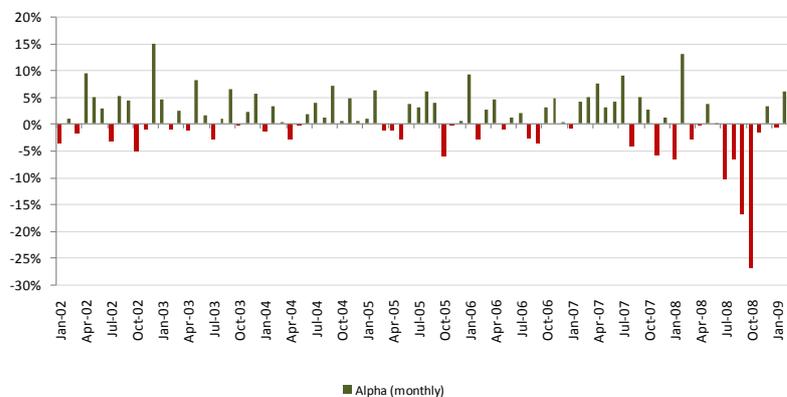
Natürlich ist es vollkommen verständlich, wenn unsere Anleger die „Performance“ unserer Fonds (d. h. die Entwicklung der Aktienpreise) mit der Wertentwicklung der Märkte vergleichen wollen, selbst wenn sie unserem „Fundamental-Ansatz“ zustimmen. Schliesslich kann jeder, der am Kauf öffentlich gehandelter Unternehmen interessiert ist, einen Indexfonds erwerben und zu sehr niedrigen Gebühren vom Gesamtwachstum der Wirtschaft profitieren. Es ist bestens bekannt, dass die grosse Mehrheit der aktiv verwalteten Fonds über die Zeit schlechter abschneidet als die Märkte.

In diesem Zusammenhang ist eine Analyse der Entwicklung unserer Fonds im Vergleich zu den Märkten aufschlussreich, da sie einen Hinweis auf unsere Fähigkeiten gibt, Aktien auszuwählen und „niedrig zu kaufen und hoch zu verkaufen“, zumindest im Vergleich zum Gesamtmarkt. Wir werden für einige Seiten unser traditionelles Interesse an den „Fundamentaldaten“ (Gewinne, Buchwert pro Aktie, erwartete innere Rendite...) ausser Acht lassen, um unsere „Performance“ zu diskutieren. Sie können davon ausgehen, dass wir in kurzer Zeit zu den „Fundamentaldaten“ zurückkehren werden, weil wir wissen, dass diese am Ende entscheidend sind. Aber ein Blick auf die Entwicklung der Aktienpreise kann eine nützliche Prüfstation auf dem Weg zum versprochenen langfristigen Ertrag sein.

Abbildung 7 zeigt den monatlichen Unterschied der „Performance“ unseres Classic-Fonds und derjenigen des MSCI World Index (beide in Euro) seit Beginn des Fonds im Januar 2002. Mit anderen Worten, sie zeigt, wie stark unsere Aktien monatlich im Vergleich zum Markt gestiegen oder gefallen sind. Wie immer sind die Zahlen von LTIF nach Abzug aller Gebühren dargestellt.

Abbildung 7

Monatlicher „Performance“- Unterschied zwischen dem Classic-Fonds und dem MSCI World Index



Diese Abbildung verdient eine Erläuterung.

Erstens liegt die monatliche „Outperformance“ bei 1,01%, mit einer Standardabweichung in Höhe von 5,58% (letztere ist das Ausmass, in dem die monatliche „Outperformance“ typischerweise vom Gesamtdurchschnitt abweicht). Dies ist an sich ein beachtliches Ergebnis: Wie wir bereits vorher erwähnten, gibt es nur sehr wenige Fonds, die sich über längere Zeiträume hinweg besser als die Indizes entwickeln, insbesondere nach Abzug der Gebühren. Die Grafik zeigt den Verlauf über mehr als sieben Jahre, mit Zeitperioden, in denen die Märkte stiegen, fielen und gleich blieben, und nach all diesen Monaten ist der Durchschnitt immer noch stark positiv.

Ziemlich beachtlich ist auch die relative Gleichmässigkeit der Erträge: Ein Blick auf die Tabelle genügt, und es wird offensichtlich, dass es einen sehr schlechten Zeitraum gab (vier Monate am Ende des vergangenen Jahres), während die „Outperformance“ in der restlichen Zeit einigermassen stabil war. Tatsächlich steigt die „Outperformance“, wenn wir den Monatsdurchschnitt vom Beginn des Fonds bis Juni 2008 berechnen, sogar sprunghaft auf 1,81% an, und die Standardabweichung geht auf 4,15% zurück, was noch bemerkenswerter ist.

Wir haben also einen Fonds mit einer sechseinhalb Jahre währenden kontinuierlichen „Outperformance“, gefolgt von einem kurzen Zeitabschnitt mit massiver „Unter-Performance“. Es handelt sich dabei natürlich nicht um einen beliebigen Zeitraum: Jeder weiss inzwischen, was im vergangenen Sommer und Herbst passierte. Welche Auswirkungen sollte dieser Zeitraum auf die Beurteilung unseres Investmentansatzes haben? Hatten wir in den ersten 26 Quartalen einfach nur Glück, weil sie ein sehr riskantes Portfolio verschleierten, das am Ende explodiert ist?

Abbildung 8 bietet einige Hinweise. Sie zeigt das „rollende, annualisierte 3-Jahres- Alpha“ des Classic-Fonds. Was ist das?

Abbildung 8
LTIF Classic rollendes Alpha



Wie die meisten unserer Leser wissen, ist das „Alpha“ eines Fonds das Ausmass, um das er sich stärker oder schwächer als der Markt entwickelt. Seine Berechnung ist etwas komplizierter als diejenige der durchschnittlichen monatlichen Wertentwicklung in Abbildung 7, aber im Kern ist es das gleiche. Abbildung 8 zeigt die monatliche Outperformance (das Alpha) des Classic-Fonds über die vergangenen drei Jahre. Bitte beachten Sie, dass die ersten Datenpunkte nur das Alpha der vorangegangenen Monate berechnen, da der Fonds noch keine drei Jahre alt war.

Ohne viele komplexe Berechnungen anstellen zu müssen, ist es ziemlich offensichtlich, dass der Classic-Fonds normalerweise ein jährliches Alpha in Höhe von etwa 20% hatte, was sehr hoch ist. Das bedeutet grundsätzlich, dass die Fondsaktien jedes Jahr um 20% steigen (oder sinken) wie der Markt. Dies wird aus Tabelle 2 ersichtlich. Äusserst bemerkenswert ist, dass ein Anleger unseres Fonds nach dem schlimmsten je gesehenen Börsensturz im Oktober 2008 über die vorausgehenden drei Jahre gesehen immer noch besser abgeschnitten hat als der Markt. Per 31. März 2009 lag die *jährliche* Outperformance des Fonds über die vergangenen drei Jahre bei über 8%. Es gibt auf der Welt nur sehr wenige Aktienfonds mit einer solchen „Performance“.

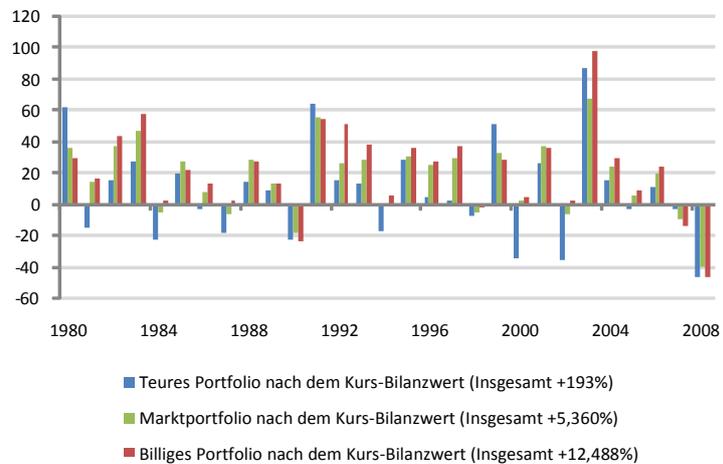
Tabelle 2: Jährliche Wertentwicklung des LTIF Classic im Vergleich zum MSCI World Index

Jahr	Classic	MSCI	Unterschied
2002	-6.9%	-31.7%	24.8%
2003	44.3%	11.3%	33.0%
2004	28.0%	6.9%	21.1%
2005	42.8%	26.8%	16.0%
2006	27.6%	7.9%	19.7%
2007	31.9%	-1.2%	33.1%
2008	-67.4%	-37.2%	-30.2%

Aber das ist die Vergangenheit. Was können wir jetzt erwarten?

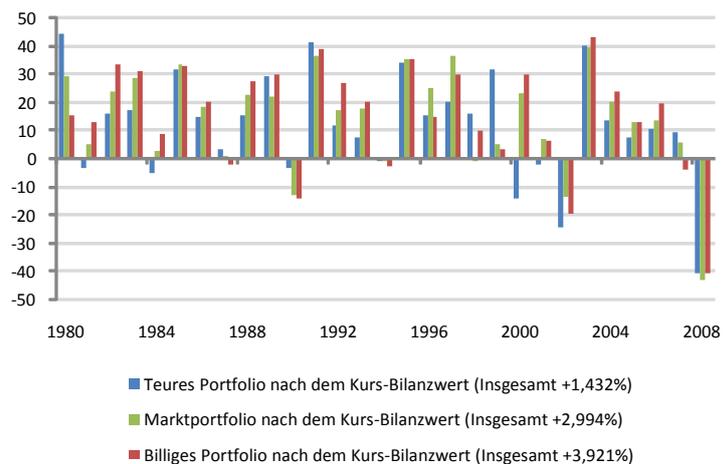
Nach unserer Meinung lässt sich unser „Alpha“ auf eine sehr solide Anlagestrategie zurückführen, die sich über die Jahre bewährt hat: Zu niedrigen Preisen in gute Unternehmen investieren. Es hat sich immer aufs neue gezeigt, dass sich so gekaufte Aktien mittelfristig besser als die Märkte entwickeln, wie aus den Abbildungen 9 und 10 ersichtlich wird.

Abbildung 9
Niedriges vs. hohes buchmässiges Eigenkapital im Verhältnis zu
Marktportfolios (kleine Unternehmen/Nebenwerte)



Quelle: Fama and French

Abbildung 10
Niedriges vs. hohes buchmässiges Eigenkapital im Verhältnis zu
Marktportfolios (grosse Unternehmen)



Quelle: Fama and French

Wir glauben, dass die derzeitige Phase der „Outperformance“ für die langfristigen Ergebnisse unserer Strategie nicht repräsentativ ist. Es handelt sich vielmehr um das Ergebnis einer wirklich einzigartigen Marktstörung. Es ist sehr aufschlussreich, dass das langfristige „Alpha“ des Fonds wieder steigt und sich scheinbar seinem historischen Durchschnittswert nähert, nachdem sich die extreme Marktanspannung wieder einigermaßen normalisiert hat (es herrscht zwar immer noch Panik, sie nimmt jedoch nicht zu). Einfacher ausgedrückt: Unsere Aktien sind im Vergleich zu ihrem inneren Wert so viel mehr als die Märkte gesunken, dass sie sich in den kommenden Quartalen logischerweise viel besser als die Märkte entwickeln könnten.

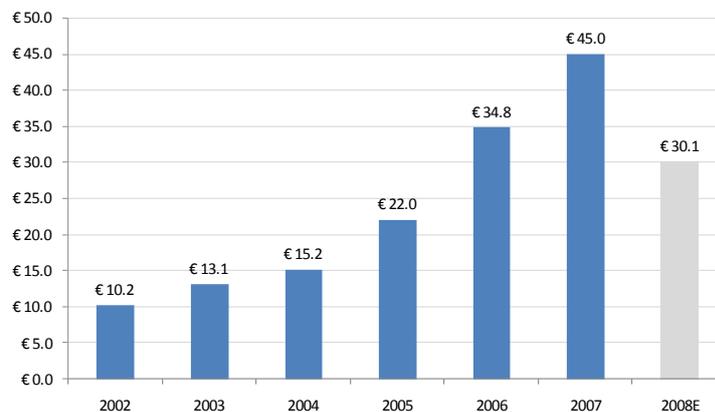
All dies wird aus dem Alpha-Fonds ersichtlich, der einfach nur die „Outperformance“ des Classic-Portfolios erfasst. Er ist im ersten Quartal des Jahres um 8% gestiegen, was auf das Jahr umgerechnet 36% betragen würde. Wir *erwarten* eine solche Performance nicht, aber das ist ein Hinweis darauf, dass die extreme Unterbewertung vieler unserer Aktien korrigiert wird: Wir generieren nicht nur Alpha, sondern auch ein viel höheres Alpha als früher.

Bedeutet das alles, dass sich unser Classic-Fonds in diesem Jahr viel besser als die Indizes entwickeln wird, und dass der Alpha-Fonds daher einen starken, positiven Ertrag aufweisen wird, selbst dann, wenn die Märkte fallen? Wir wissen es nicht. Dies ist zweifellos im ersten Quartal passiert und es gibt Gründe dafür, davon auszugehen, dass sich der Trend fortsetzt. Aber wir „kontrollieren“ die Entwicklung der Aktienpreise nicht. Wir können lediglich unsere Analyse der voraussichtlichen Gewinne der von uns gekauften Unternehmen „kontrollieren“. Wir werden also nicht weiter über Aktien reden und uns stattdessen der Erörterung der *Fundamentaldaten* unserer Unternehmen zuwenden.

Fundamental-Analyse

Wir haben üblicherweise als einfachen, klaren Massstab für unsere Profitabilität unseren Gewinn pro Aktie (Earnings per Share, EPS) verwendet. In unserem letzten Newsletter haben wir die folgende Grafik veröffentlicht:

Abbildung 11
Gewinn pro Aktie des LTIF Classic seit Beginn



Wie wir bereits zuvor erläutert haben, „normalisieren“ wir den Gewinn pro Aktie, wenn wir ihn ausweisen. Dies liegt daran, dass die Gewinne eines Unternehmens oft ziemlich unbeständig sind, mit grossen Schwankungen von Jahr zu Jahr. Beispielsweise muss man für die Bewertung eines Kupferherstellers berücksichtigen, dass die Kupferpreise von Jahr zu Jahr stark schwanken. Wir haben nicht erwartet, dass die Kupferpreise für immer bei \$4/Pfund bleiben würden, dem Preis von Mitte 2008. Bei unseren Schätzun-

gen der Gewinne für das Jahr 2009 sind wir von einem niedrigeren Preis ausgegangen, weil unsere Analyse der Kupferbranche uns zu dem Schluss führte, dass diese Preise nicht aufrecht zu erhalten sind.

Doch Ende Jahr, nach dem Crash, waren die Kupferpreise unserer Meinung nach zu niedrig, um die zur Aufrechterhaltung der Kupferproduktion notwendigen Investitionen zu rechtfertigen. Deshalb verwenden wir zur Bewertung einer Mine im Laufe ihrer Lebensdauer einen vernünftigen längerfristigen Preis (für eine Erläuterung unseres Vorgehens verweisen wir auf unseren [Newsletter vom März 2008](#)). Auf ähnliche Art und Weise ziehen wir ausserordentliche Gewinne oder wirklich einmalige Verluste ab und rechnen sie dem Kapitalkonto und nicht den laufenden Gewinnen an. Der PE (KGV) eines Kupferunternehmens kann daher innerhalb eines Jahres zwischen 3 und 30 schwanken, während der Wert des Unternehmens ziemlich stabil ist.

Ein anderes Phänomen mit Auswirkungen auf die Gewinne pro Aktie und entsprechend den PE (KGV) ist die Aufnahme von Fremdkapital: Ein Unternehmen mit hohen Schulden wird hohe Gewinne pro Aktie ausweisen, besonders wenn die Zinssätze niedrig sind, aber diese Gewinne sind sehr viel weniger solide als wenn sie ohne Aufnahme von Fremdkapital erzielt worden wären. Dies muss berücksichtigt werden, wenn wir Investitionen miteinander vergleichen und eine Gesamtschau unseres Portfolios abgeben wollen, die nicht irreführend ist.

Das Endergebnis wird natürlich umso künstlicher, je mehr die Gewinne normalisiert werden. Leider gibt es darauf keine einfache Antwort. Daher verlassen sich gute Anleger nicht nur auf einen bestimmten Massstab. Sie verwenden eine Vielzahl, wie beispielsweise PE (KGV), EV/EBITDA, EV/EBIT, Kurs-Buchwert-Verhältnis, Interner Zinsfuß, Kurs zum Net Asset Value, Kurs zum Liquidationswert, etc., etc. Jeder Massstab hat seine Stärken und Schwächen, und alle müssen berücksichtigt werden, und von Zeit zu Zeit müssen neue geschaffen werden.

Bei SIA versuchen wir zu bestimmen, was unsere langfristige Ertragsrate sein wird, wenn wir eine Aktie kaufen und für immer behalten. Wie wir bereits oben betont haben, gibt es für diese Bestimmung keine einzige, fehlerfreie Methode, und das Können eines Analysten gründet teilweise auf der klugen Auswahl des richtigen Ansatzes für einen gegebenen Fall. Wir werden einige Beispiele anführen.

- Nehmen wir ein Bergbauunternehmen mit einer Reihe von Minen. Jede Mine verfügt über eine (ungefähr) bekannte Menge an Reserven und über einen jährlichen Produktionsrhythmus, geschätzte Kosten und geschätzte Investitionen. Wir benötigen lediglich eine vernünftige Schätzung der langfristigen Rohstoffpreise, und es ist einfach, alle zukünftigen Cash Flows zu diskontieren und mit dem derzeitigen Aktienpreis zu vergleichen. Dies ist vom Konzept her ein einfacher Fall, wobei es in der Praxis kompliziert werden kann, wenn das Unternehmen viele

Minen hat, die sich in unterschiedlichen Entwicklungsstadien befinden, verschiedene Metalle produzieren, etc.

- Oder nehmen wir einen sehr stabilen, staatlich regulierten Versorgungsbetrieb (sagen wir ein Elektrizitätswerk) mit leicht vorhersehbarer Gewinnentwicklung. Man braucht erneut nicht viel (vom Konzept her, weil in der Praxis die Einzelheiten Kopfschmerzen verursachen können), um abzuschätzen, wie profitabel es langfristig ist, die Aktie zu besitzen.
- Ein Unternehmen mit stabilen Erträgen kann in fast allen Branchen durch Diskontieren der ausbezahlten Dividenden unter Beizug einer realistischen Wachstumsrate analysiert werden. Dies wäre beispielsweise ein guter Ansatz für Nestlé.
- Schliesslich kann man im Falle eines Unternehmens mit stark unterbewerteten Vermögenswerten den derzeitigen Aktienpreis nehmen, den Marktwert der zugrunde liegenden Vermögenswerte abschätzen und raten, wie lange das Unternehmen benötigen wird, um diesen Wert auf die eine oder andere Weise zu realisieren. Wir besitzen beispielsweise Aktien eines Unternehmens, das Containerschifflinien betreibt. Aufgrund des starken Einbruchs beim Welthandel läuft das Geschäft derzeit schlecht. Die Aktien werden zu einem Preis gehandelt, der die Schiffe zu weniger als 30% dessen bewertet, was ihr Bau kosten würde. In einigen Jahren wird der Markt sich wieder normalisiert haben, und die Aktien sollten zumindest den Wert der Schiffe wiedergeben, sofern das Unternehmen über die finanzielle Stärke verfügt, zu warten.

Welches Vorgehen wir auch wählen, wir bestimmen immer, welchen jährlichen Gewinn der Kauf einer Aktie zu aktuellen Preisen unserer Meinung nach langfristig einbringt. Wir nennen dies einfach den Erwarteten Ertrag einer Aktie. Von jetzt an werden wir statt des PE (KGV), der den oben erwähnten komplexen Anpassungen unterliegt, den Erwarteten Ertrag bekannt geben: Was unseres Erachtens der Kauf des Fonds zum derzeitigen Preis auf unbegrenzte Zeit jährlich einbringen wird. Zurzeit liegt unser Erwarteter Ertrag bei 17,7% (was in vereinfachter, normalisierter Form einem PE von 5,6 entspricht).

Eine gute Möglichkeit zur „Bewertung“ des Fonds ohne Anpassungen ist die Berücksichtigung seines Buchwertes. Der Buchwert eines Unternehmens ist einfach der buchhalterische Wert aller seiner Vermögenswerte abzüglich der Schulden. „Buchhaltung“ ist das Schlüsselwort: Ein Unternehmen kann beispielsweise sehr alte Gebäude besitzen, die in der Bilanz zu sehr geringem Wert ausgewiesen sind, bei einem Verkauf zu aktuellen Preisen jedoch einen hohen Preis erzielen könnten. Oder es kann etwas Wertvolles wie die Marke Coca-Cola besitzen und dies nicht in seinen Büchern ausweisen, weil das Unternehmen die Marke nie gekauft hat – sie wurde im Laufe der Jahre durch die Investition in Werbung aufgebaut. Alle Buchhaltungszahlen sind daher bis zu einem gewissen Grad künstlich. Daher kann ein sehr interessantes Unternehmen einen niedrigen Bilanzwert haben (falls das, was es inte-

ressant macht, nicht in seiner Buchhaltung aufgeführt wird), und ein unattraktives Unternehmen kann einen hohen Bilanzwert haben, wenn es über viele Vermögenswerte verfügt, die jedoch nie viel einbringen werden.

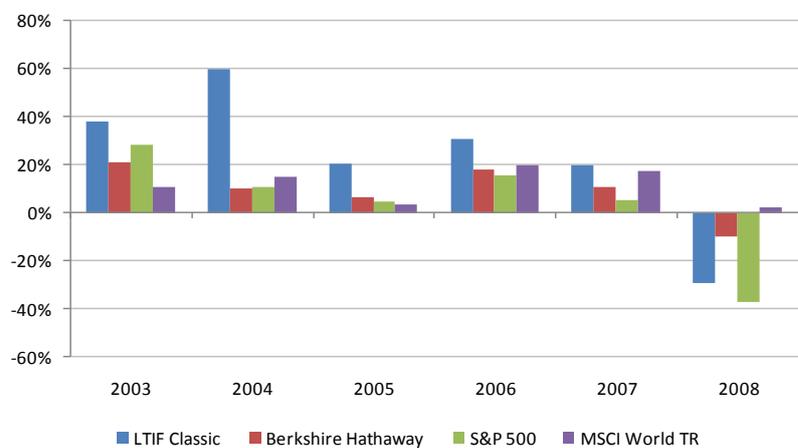
In der Tat noch wichtiger als die Höhe des Buchwertes, der von den spezifischen Eigenschaften eines jeden Geschäfts abhängt, ist seine Entwicklung. Darum präsentiert Warren Buffett diese Daten auf der ersten Seite des Berkshire Hathaway Aktionärsbriefs und in den Jahresberichten des Unternehmens (wir ermuntern unsere Leser sehr zur Lektüre dieser Briefe, die man unter <http://www.berkshirehathaway.com/letters/letters.html> findet).

Die Aktien eines guten Unternehmens werden fast immer über dem Buchwert bewertet, da ein gutes Unternehmen mehr ist als eine blosse Ansammlung von Vermögenswerten: Es gibt ein Management, Kundenbeziehungen, die Motivation der Mitarbeiter ... alles von entscheidender Bedeutung für die langfristigen Gewinne, aber nicht ausgewiesen in der Bilanz. Daher ist die *Entwicklung* des Buchwertes interessanter und nützlicher als seine *absolute Höhe*.

Abbildung 12 zeigt den Bilanzwert pro Aktie des LTIF Classic seit Gründung und dann seine Gewinnrate im Vergleich zu der von Berkshire Hathaway (dem Anlagevehikel von Warren Buffett) und derjenigen der Indizes S&P 500 und MSCI World.

Abbildung 12

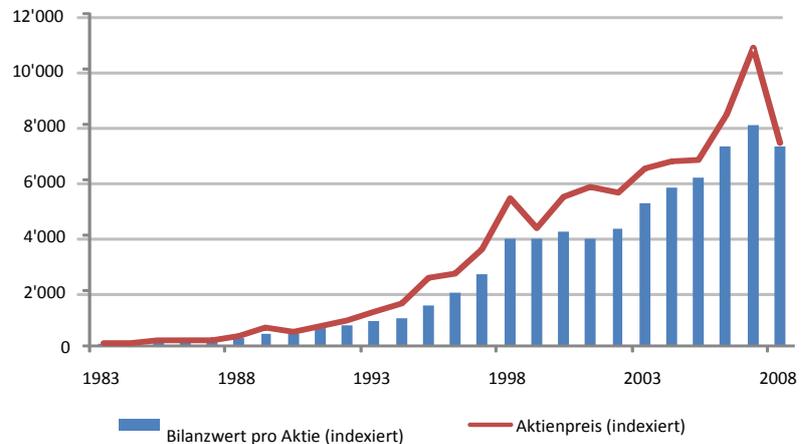
Buchwert pro Aktie – jährliche Wachstumsrate



Wie in Abbildung 12 zu sehen ist, war unsere Wachstumsrate phänomenal und kehrte nur im letzten Quartal des vergangenen Jahres aus den bereits erläuterten Gründen. Wenn wir zu einer ordentlichen Wachstumsrate zurückkehren (denken Sie daran, dass unser Erwarteter Ertrag bei 17,7% liegt, was in etwa dem erwarteten Wachstum unseres Buchwertes für die Zukunft entspricht), dann werden unsere Aktien sehr gut abschneiden: Im Laufe der Zeit reflektieren die Aktienpreise die Buchwerte, wie in Abbildung 13 zu sehen ist, und es besteht auch das oben erwähnte Aufholpotenzial bei den Aktienpreisen.

Abbildung 13

Buchwert pro Aktie von Berkshire Hathaway vs. Aktienpreis



Noch einmal: Wir können nicht wissen, wie unsere Aktienpreise kurzfristig abschneiden werden, aber unser Track Record deutet darauf hin, dass mit unserem Investitionsansatz über die Zeit in gutem Tempo Wert aufgebaut werden kann.

Erläuterungen zu unseren Fonds

Wie bereits oben dargestellt wurde, liegt der Erwartete Ertrag für unseren **Classic-Fonds** bei 17,7% pro Jahr. Wir glauben, dass es sich hierbei um eine aussergewöhnliche Gelegenheit handelt, weil dieser *Jahresertrag* (wenn unsere Schätzungen stimmen) auf lange Frist gesichert werden kann. Natürlich gibt es Ungewissheiten, aber mit dem Kauf einer offensichtlich „sicheren Anlage“ verdient man in der Regel kein Geld. Wir diskutieren gerne mit unseren Anlegern, wie wir diese Erträge herleiten, so wie wir es regelmässig in unseren Newslettern und Präsentationen tun.

In den vergangenen Monaten haben wir langsam eine grössere Position in Versorgungsunternehmen aufgebaut, die zurzeit angesichts der Stabilität ihrer Gewinne billig sind, sowie in Konsumgüterunternehmen, die traditionell zu hohen Multiplern gehandelt werden, nun aber angesichts ihrer Wachstumsaussichten nach dem Ende dieser Krise zu sehr guten Preisen erhältlich sind. Beide Unternehmensgruppen haben ein etwas höheres PE (KGV) als unsere typischen Investitionen, aber wir sind davon überzeugt, dass sie unseren Anlegern einen ausgezeichneten langfristigen Ertrag einbringen werden.

Abbildungen 14 und 15 zeigen unser Portfolio nach Branchen und Regionen.

Abbildung 14
Aufgliederung nach Industriesektoren

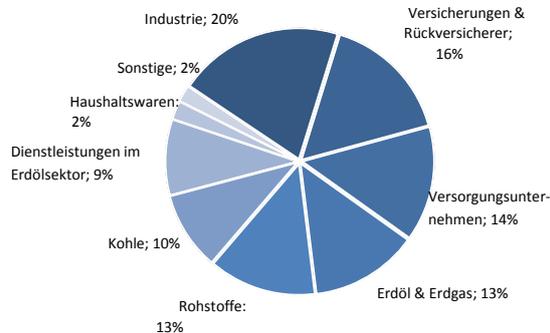
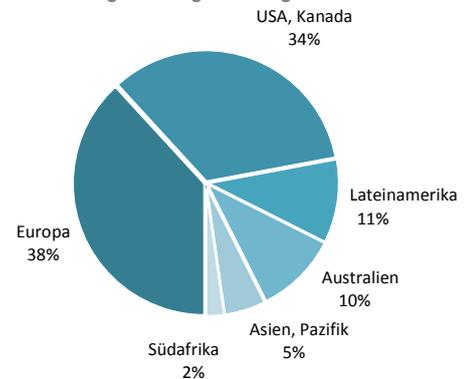


Abbildung 15
Aufgliederung nach Regionen



Der **Alpha-Fonds**, der wie oben erläutert einfach das Alpha des Classic-Fonds wiedergibt, entwickelt sich hervorragend. Wie bereits in vorherigen Newslettern dargelegt wurde, haben wir unsere Absicherungstechniken verfeinert, und dies schlägt sich in der „Performance“ nieder. Natürlich ist es nicht so einfach, dies nach dem Debakel des vergangenen Jahres zu sagen, aber wir betrachten diesen Fonds als relativ risikoarme Möglichkeit, von der „Normalisierung“ des Aktienmarktes zu profitieren, selbst dann, wenn die Indizes fallen. Anleger, die sich nicht sicher sind, wie sich die Märkte entwickeln werden, und die ihre Aktienpreise nicht sinken sehen wollen, haben die Möglichkeit, am Erwarteten Ertrag unserer Aktien zu partizipieren und gleichzeitig vor Marktrückgängen geschützt zu sein.

Der **Stability-Fonds** macht seinem Namen nun alle Ehre, indem er besser als die Märkte abschneidet und ein gewisses Wachstum an den Tag legt: Unter Berücksichtigung der im Februar gezahlten Dividende verzeichnet er im Jahr 2009 eine monatliche Wertsteigerung in Höhe von 0,33%, im Vergleich zu einem Rückgang des Marktes (in Schweizer Franken) um -2,61%.

Schliesslich beginnen **Energy- & Mining-Fonds** mit einer Erholung von der dramatischen Minderperformance der letzten Monate des vergangenen Jahres. Wie wir damals sagten, können die Unternehmen, denen die Reserven gehören, selbst dann extrem wertvoll sein, wenn die Nachfrage für den entsprechenden Rohstoff auf Null fällt, sofern die Nachfrage letzten Endes wieder zurückkehrt, und sofern die Unternehmen finanzstark sind. Im vergangenen Jahr wurden die Aktien dieser Unternehmen so verkauft, als ob ihre Tätigkeit nutzlos wäre. Doch jetzt kommt der Markt wieder zur Besinnung. Wir haben für viele Unternehmen in diesen Branchen Erwartete Erträge von über 30%. Dies bedeutet nicht, dass die Aktien um 30% steigen sollten, sondern dass es sich um das Äquivalent einer Investition handelt, die jährlich 30% abwirft. Dies wäre kaum zu glauben, wäre da nicht die Tatsache, dass der Preis der Aktien, der schon im vergangenen Jahr nicht teuer war, plötz-

lich um 50-70% fiel. Anleger in diese Fonds haben nun die Möglichkeit, an einer ziemlich offensichtlichen Korrektur der Aktienpreise nach oben zu partizipieren. Selbst dann, wenn sich die Weltwirtschaft dieses Jahr schlecht entwickeln wird (was ziemlich wahrscheinlich ist), verfügen Erdölfelder, Kupferminen und Kohlebergwerke über viel Wert, der vom Markt noch nicht beachtet ist. Darüber hinaus werden die Preise einiger Rohstoffe in die Höhe schnellen, sobald sich deren Nachfrage stabilisiert, denn die Produktionskapazitäten sind sehr begrenzt und wurden nicht erhöht: Inmitten der schwersten weltweiten Rezession innerhalb eines Jahrhunderts wird die Erdölindustrie immer noch bei 95-prozentiger Kapazitätsauslastung betrieben. Nur wenige andere Branchen können dies von sich sagen.

Einige Anleger haben Bedenken hinsichtlich unseres Engagements für diese jetzt ziemlich kleinen Fonds zum Ausdruck gebracht. Wir können nur zwei Dinge anführen: Sie erfordern minimalen zusätzlichen Aufwand, da wir die unseren anderen Fonds zugrunde liegenden Anlagen verwenden, und SIA Mitarbeiter gehören zu den grössten Anlegern in diesen Fonds. Sie sind uns wichtig!

Die Weltwirtschaft

Macht es Sinn, in diesem turbulenten Kontext über Investitionen zu diskutieren? Wohin treibt die Weltwirtschaft? Die Antwort ist natürlich, dass wir dies auf kurze Frist nicht wissen. Mittel- bis langfristig wird sie sich wieder normalisieren. Die Welt erlebt die Nachwirkungen eines „finanziellen Herzinfarktes“, aber der Patient ist nicht gestorben, und alle zur Verfügung stehenden Mittel werden eingesetzt, um ihn wieder ins Leben zurück zu bringen. Er war ein ziemlich übergewichtiger Typ, wir können also nicht erwarten, dass ein paar chirurgische Eingriffe ihn wieder in Topform bringen werden. Um dem sehr starken, durch massives, gleichzeitiges Senken des Verschuldungsgrades („Deleveraging“) verursachten deflationären Druck entgegen zu wirken, verwenden die Regierungen jedoch die Kräfte geballter monetärer und finanzieller Stimulierungen. Bei beiden Prozessen wird es lange Zeit dauern, bis sich ihre Auswirkungen entfalten, so dass sich die Wirtschaft wahrscheinlich zuerst stabilisieren und dann in eine Phase mit Wachstum eintreten wird, welches geringer ausfallen wird als in den vergangenen Jahren. Trotzdem wird es auf der Welt nicht weniger Fabriken, Bergwerke, Ingenieure, etc. als vorher geben, oder weniger Menschen, die ein gutes Leben haben möchten. Wenige Menschen glauben zu diesem Zeitpunkt, dass die Welt nicht irgendwann in den kommenden ein bis zwei Jahren einen gewissen Grad an „Normalität“ zurückerlangen wird.

Der entscheidenden Punkt, der Anleger scheinbar beschäftigt, ist „wann genau“? ... Wird die Wirtschaft sich im dritten Quartal erholen? Im vierten? Nächstes Jahr? Gibt es zurzeit eine echte Erholung der Aktienmärkte? Wir haben zwei Antworten darauf: 1. Wir wissen es nicht; und 2. Es ist uns egal.

Wir definieren unsere Arbeit nicht als Ratespiel zum Thema, wie sich die Märkte im kommenden Quartal entwickeln werden. Unsere

Arbeit besteht darin, profitable Unternehmen zu günstigen Preisen zu finden und ihre Aktien zu kaufen, als ob wir sie für immer behalten möchten. Letzteres ist eine bedeutende Aussage. Der Zeitraum „für immer“ wird von einem oder zwei Quartalen nicht beeinflusst. In der Zwischenzeit profitieren wir von den Gewinnen unserer Unternehmen, die sich unabhängig von der Entwicklung der Aktienmärkte akkumulieren.

Allerdings sind wir vorsichtig. Wir wissen zwar nicht, was passieren wird, wir glauben jedoch, dass es in vielen Branchen grosse Überkapazitäten gibt, die für lange Zeit fortbestehen werden. Daher konzentrieren wir uns auf absolut notwendige (und sich selbst erschöpfende) Rohstoffe, Versorgungsunternehmen, Rückversicherungs- und Versicherungsunternehmen sowie Konsum- und Industriegüter mit hohen Eintrittsbarrieren. Und unsere Unternehmen sollten über vernünftige Gewinnmargen (zumindest dann, wenn das Schlimmste der Krise vorüber ist) verfügen und über eine Stellung, die es ihnen ermöglicht, (bei zurückkehrender Inflation) Preise zu gestalten. Daher sind wir zuversichtlich, dass unser erwarteter Ertrag in Höhe von über 17% realistisch ist.

SIA-Nachrichten

Im Laufe des vergangenen Quartals haben wir unsere Ausgaben reduziert, hauptsächlich durch den Abgang einer Reihe von Junioranalysten. Nach einer Phase mit schnellem Personalwachstum sind wir nun zu der Ansicht gekommen, dass unsere ideale Struktur mehr auf Senioranalysten beruht. Wir haben natürlich einige Juniormitarbeiter behalten, da sie sehr wertvoll sind, aber wir geben der Seniorität mehr Gewicht.

Zusammen mit anderen Kostenanpassungen gewährleistet diese Umstrukturierung bei den Mitarbeitern die Profitabilität des Unternehmens, selbst bei den derzeit niedrigen Bewertungsniveaus. Wir verfügen über eine ausreichende Kapitalausstattung, um so lange wie nötig zu warten, bis wieder unser vorheriges Volumen erreicht wird.

Unsere öffentliche Jahrespräsentation findet in Basel, Zürich und Genf am 6. und 7. Mai statt und in Paris, London und Madrid kurz danach (wird in einigen Tagen angekündigt). Wir erwarten wie immer, dass dies eine Gelegenheit sein wird, um mit unseren Investoren über unsere Anlagephilosophie zu sprechen, und sie anhand konkreter Beispiele zu illustrieren.

Neue Fondsklassen

Es ist weithin bekannt, dass die eigentlichen Gewinne eines Fondsmanagers wie SIA aus den Performance- und nicht aus den Managementgebühren herrühren, die lediglich die Kosten abdecken. Wir haben ein High-Water-Mark-System, und dies bedeutet, dass wir keine Performancegebühren berechnen, bis der Net Asset Value unserer Fonds den historischen Höchststand erreicht. Selbstverständlich stehen wir zu dieser Verpflichtung und wir wer-

den den historischen Höchststand nie „zurückstellen“: Unsere Anleger können sicher sein, dass sie keine Performancegebühren zahlen müssen, bis ihre Investition den höchsten bisherigen Marktwert erreicht.

Natürlich trifft dies nicht auf Geld zu, das neu in den Fonds fließt: Es hat keine Vorgeschichte und daher keinen historischen Höchststand. Wir haben uns daher dazu entschlossen, den derzeitigen Classic- und Alpha-Fonds vom 1. Juni 2009 an für die Aufnahme neuen Geldes zu schliessen. Für das bis zu diesem Punkt in diese Fonds investierte Geld werden keine Performancegebühren anfallen, bis der historische Höchststand erreicht wird, unabhängig davon, wie lange dies dauert. Alle Investitionen nach diesem Zeitpunkt gehen in eine neue Anlageklasse für jeden Fonds. Diese sind in jeder Hinsicht identisch zu den alten, es fallen jedoch Performancegebühren an. Wenn die alten Fonds ihren historischen Höchststand erreichen, werden die neuen Anlageklassen mit den alten fusioniert. Die Einzelheiten der neuen Anlageklassen sehen folgendermassen aus:

Tabelle 3: LTIF Classic und Alpha – neue Anlageklassen

Fondsname	Währung	Startdatum	ISIN	CHF	Telekurs
Long-Term Investment Fund (SIA) - Classic II EUR	EUR	31-May-09	LU0423699429	LTIFC2E	10'096'865
Long-Term Investment Fund (SIA) - Classic II USD	USD	31-May-09	LU0423699692	LTIFC2U	10'096'889
Long-Term Investment Fund (SIA) - Classic II CHF	CHF	31-May-09	LU0423699775	LTIFC2C	10'096'893
Long-Term Investment Fund (SIA) - Alpha II EUR	EUR	31-May-09	LU0423699858	LTIFA2E	10'096'895
Long-Term Investment Fund (SIA) - Alpha II USD	USD	31-May-09	LU0423699932	LTIFA2U	10'096'898
Long-Term Investment Fund (SIA) - Alpha II CHF	CHF	31-May-09	LU0423700029	LTIFA2C	10'097'000

Unserer Ansicht nach ist diese Entscheidung nicht nur fair und logisch; sie verdeutlicht auch unsere Verpflichtung gegenüber unserem Geschäft, die auch eine Verpflichtung gegenüber unseren Kunden ist. Wir gehen davon aus, dass wir langfristig fortbestehen werden, und wenn die Ergebnisse so sein werden, wie wir glauben, dann werden wir einen sehr guten Ertrag erwirtschaften.

Zahlen der Anlageklassen in USD

Tabelle 4: Net Asset Value - Nettofondsvolumen in USD

March 2008	NAV	Δ YTD	Δ 12m	Δ Inception	AUM (in mio)
LTIF Classic [USD]	175.28	-6.50%	-68.84%	95.96%	476.50
LTIF Alpha [USD]	149.47	3.16%	-43.64%	14.67%	89.96
LTIF Global Energy Value [USD]	80.67	3.93%	-66.53%	-39.22%	17.76
Global Mining Value Fund [USD]	43.56	11.92%	-74.59%	-67.49%	26.45
MSCI World Index TR (GDDUWI) [USD]	2'575.82	-11.78%	-42.19%		

Abbildung 16

LTIF – Classic USD

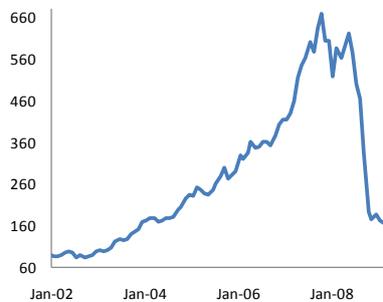


Abbildung 17

LTIF – Alpha USD

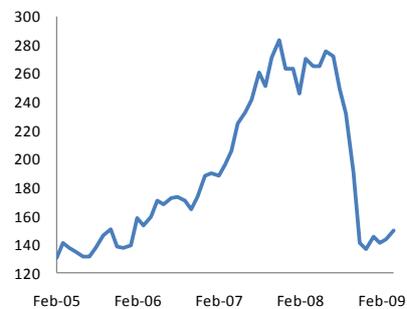


Figure 18

LTIF – Global Energy Value USD

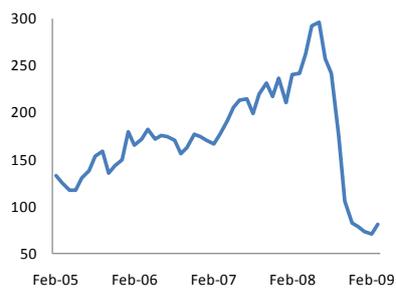
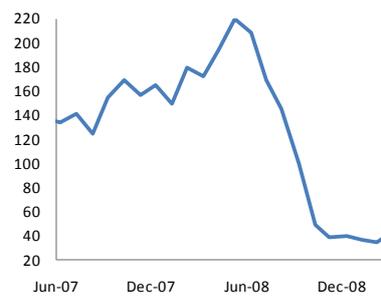


Figure 19

Global Mining Value Fund USD



Zahlen der Anlageklassen in CHF

Tabelle 5: Net Asset Value - Nettofondsvolumen in CHF

March 2008	NAV	Δ YTD	Δ 12m	Δ Inception	AUM (in mio)
LTIF Classic [CHF]	199.31	-0.11%	-64.18%	34.62%	541.80
LTIF Alpha [CHF]	169.96	10.20%	-35.21%	9.73%	102.29
LTIF Global Energy Value [CHF]	91.73	11.03%	-61.53%	-40.64%	20.19
Global Mining Value Fund [CHF]	49.53	19.57%	-70.79%	-70.20%	30.07
MSCI World Index TR (GDDUWI) [CHF]	2'928.85	-5.76%	-33.54%		

Abbildung 20
LTIF – Classic CHF

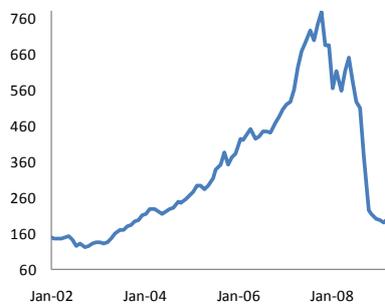


Abbildung 21
LTIF – Alpha CHF

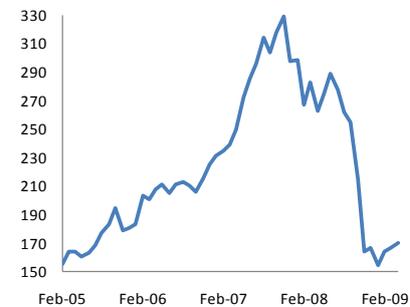


Abbildung 22
LTIF – Global Energy Value CHF

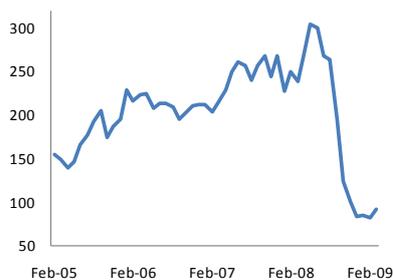
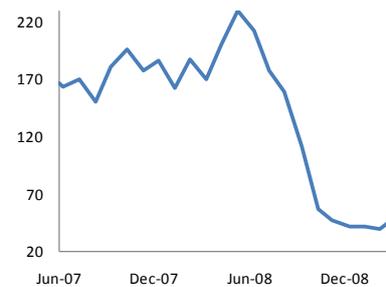


Abbildung 23
Global Mining Value Fund CHF



Rechtliche Hinweise - Luxemburg

Die Wertentwicklung bis zum 31.05.06 ist die des LTIF auf den British Virgin Islands (BVI) und LTIF Luxemburg ist der identische Nachfolger hiervon. Die vorherige Wertentwicklung wurde von Ernst & Young geprüft. Die Berichte können von SIA Funds AG zur Verfügung gestellt werden. Die frühere Wertentwicklung ist keine Garantie für das zukünftige Abschneiden.

Long Term Investment Fund ist eine offene Fondsgesellschaft vom Typ Umbrellafonds, die als „société anonyme“ nach der Gesetzgebung des Grossherzogtums Luxemburg organisiert ist und nach Teil I des luxemburgischen Gesetzes vom 20. Dezember 2002 als „Société d'Investissement à Capital Variable“ („SICAV“) gilt. Sie verfügt über drei gewinnbringende Anlageklassen mit der Bezeichnung „Classic“, „Alpha“ und „Energy“. Im Hinblick auf ihre Anlageziele und ihre Funktionsweise sind sie sowohl mit dem Long-Term Investment Fund auf den British Virgin Islands (die Kategorien „Classic“ und „Alpha“) als auch mit dem Global Energy Value Fund völlig identisch. Dieser Newsletter richtet sich ausschliesslich an berechnete Privatanleger, die den Wunsch zum Erhalt dieses Newsletters geäußert haben. Es handelt sich in keinem Fall um ein Angebot zum Kauf von Finanzprodukten, die unter Umständen nicht für den Leser geeignet sind.

LTIF – Classic EUR
ISIN: LU0244071956
Telekurs: CH2432569
Bloomberg: LTIFCLA LX

LTIF – Classic USD
ISIN: LU0301247077
Telekurs: CH3101820
Bloomberg: LTIFCLU LX

LTIF – Classic CHF
ISIN: LU0301246772
Telekurs: CH3101817
Bloomberg: LTIFCLC LX

LTIF – Alpha EUR
ISIN: LU0244072178
Telekurs: CH2432573
Bloomberg: LTIFALP LX

LTIF – Alpha USD
ISIN: LU0301247150
Telekurs: CH3101828
Bloomberg: LTIFALU LX

LTIF – Alpha CHF
ISIN: LU0301246855
Telekurs: CH3101824
Bloomberg: LTIFALC LX

LTIF – Global Energy Value EUR
ISIN: LU0244072335
Telekurs: CH2432575
Bloomberg: LTIFGEV LX

LTIF – Global Energy Value USD
ISIN: LU0301247234
Telekurs: CH3101839
Bloomberg: LTIFGEU LX

LTIF – Global Energy Value CHF
ISIN: LU0301246939
Telekurs: CH3101836
Bloomberg: LTIFGEC LX

Global Mining Value Fund ist eine Investmentfirma aus Luxemburg mit mehreren Anlageklassen, die als „société anonyme“ organisiert ist. Sie wurde am 6. Juni 2007 amtlich eingetragen und unterliegt der luxemburgischen Gesetzgebung vom 13. Februar 2007 über Specialized Investment Funds (SIF).

GMVF-Global Mining Value EUR
ISIN: LU0305469388
Telekurs: CH3183766
Bloomberg: GMVFEUR LX

GMVF-Global Mining Value USD
ISIN: LU0305469545
Telekurs: CH3183768
Bloomberg: GMVFUSD LX

GMVF-Global Mining Value CHF
ISIN: LU0305470048
Telekurs: CH3183771
Bloomberg: GMVFCHF LX

Verwalter:	Investmentmanager:	Hinterlegungsstelle:	Eingetragener Firmensitz:
Pictet & Cie (Europe) S.A. 1, Boulevard Royal L-2449 Luxemburg Luxemburg	SIA Funds AG Parkweg 1 CH-8866 Ziegelbrücke Schweiz	Pictet & Cie (Europe) S.A. 1, Boulevard Royal L-2449 Luxemburg Luxemburg	1, Boulevard Royal L-2449 Luxemburg Luxemburg

Rechtliche Hinweise - Schweiz

Die Wertentwicklung bis zum 30.09.06 ist die des LTIF auf den British Virgin Islands (BVI), umgewandelt in Schweizer Franken, und LTIF Stability ist der identische Nachfolger hiervon. Die vorherige Wertentwicklung wurde von Ernst & Young geprüft. Die Berichte können von der SIA Group zur Verfügung gestellt werden. Die frühere Wertentwicklung ist keine Garantie für das zukünftige Abschneiden.

Long Term Investment Fund Stability (SIA Funds) wurde am 13. Juli 2006 von der Schweizer Bankenkommision (EBK) genehmigt. Der Fonds startete den Handel in Schweizer Franken zum 1. Oktober 2006. Dieser Newsletter richtet sich ausschliesslich an berechnete Privatanleger, die den Wunsch zum Erhalt dieses Newsletters geäußert haben. Es handelt sich in keinem Fall um ein Angebot zum Kauf von Finanzprodukten, die unter Umständen nicht für den Leser geeignet sind..

LTIF – Stability
ISIN: CH0026389202
Telekurs: CH2638920
Bloomberg: LTIFSTA SW

Verwalter:	Investmentmanager:	Hinterlegungsstelle:
Pictet Funds S.A. Route des Acacias 60 CH-1211 Genf 73 Schweiz	SIA Funds AG Parkweg 1 CH-8866 Ziegelbrücke Schweiz	Pictet & Cie Route des Acacias 60 CH-1211 Genf 73 Schweiz