

Long Term Investment Fund

Abbildung 1
LTIF – Classic EUR

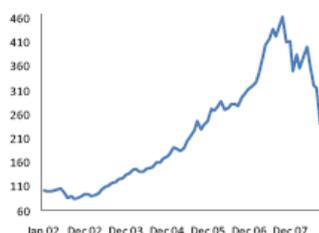


Abbildung 2
LTIF – Alpha EUR

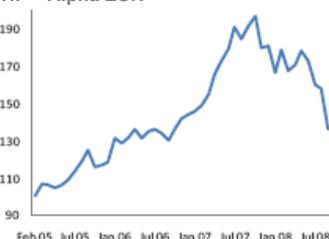


Abbildung 3
LTIF – Global Energy Value EUR

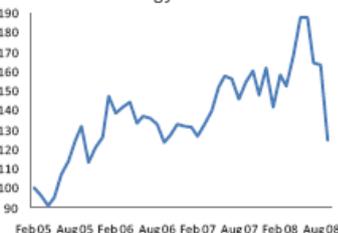


Abbildung 4
LTIF – Stability CHF

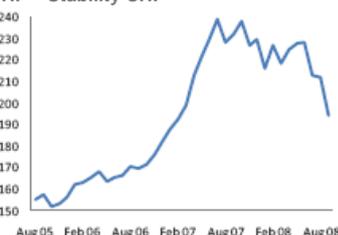


Abbildung 5
LTIF – Global Mining Value Fund EUR



“Preis ist das, was man bezahlt. Wert ist das, was man erhält.”

Warren Buffett

Tabelle 1: Net Asset Value – Nettofondsvolumen in EUR

September 2008	NAV	Δ YTD	Δ 12m	Δ Inception	AUM (in mio)
LTIF Classic [EUR]	238.59	-42.24%	-46.54%	138.59%	754.81
LTIF Alpha [EUR]	136.00	-24.59%	-28.87%	36.00%	152.84
LTIF Global Energy Value [EUR]	124.34	-23.11%	-19.66%	24.34%	34.90
LTIF Stability Series [CHF]	194.10	-15.42%	-16.34%	25.41%	77.80
Global Mining Value Fund [EUR]	70.58	-37.29%	-34.96%	-29.42%	50.94
MSCI World Index TR (GDDUWI) [EUR]	2,653.26	-20.73%	-24.68%		

Die negative Entwicklung des Net Asset Value unserer Fonds, die wir in unserem letzten Newsletter behandelt haben, verschärfte sich im September, wie aus der obenstehenden Tabelle und den Zahlen ersichtlich wird. In diesem Newsletter werden wir darlegen, wie wir die Situation einschätzen, warum sie unserer Meinung nach eingetreten ist, und was wir in Zukunft erwarten dürfen.

Die Geschichte von den drei Anlegern

Um unsere Überlegungen zur derzeitigen Lage besser zu verstehen, möchten wir uns mit einer kurzen Geschichte über drei Anleger befassen, Herrn Private, Herrn Public und Herrn Retail.

Herr Private betrachtet sich nicht so sehr als Anleger sondern eher als Geschäftsmann. Er besitzt ein Unternehmen, das jährlich etwa EUR 10 Millionen erwirtschaftet, manchmal mehr, manchmal weniger. In einem sehr schlechten Jahr, Anfang der 90er Jahre, machte es sogar einen Verlust in Höhe von EUR 1 Million. Nach all den Jahren kennt er sein Geschäft gut und ist sehr davon überzeugt, dass seine Gewinne trotz normaler Schwankungen langfristig aufrecht erhalten werden können. In diesem komplizierten Jahr erwartet er, wie üblich etwa EUR 10 Millionen zu verdienen. Er ergreift auch Massnahmen um zu gewährleisten, dass er im kommenden Jahr nicht weniger als EUR 9 Millionen erwirtschaftet, unabhängig von der weltweiten Abkühlung der Wirtschaft. Er ist sich sicher, dass er auf das normale Gewinnniveau zurückkehren kann, wenn die Lage sich in ein bis zwei Jahren wieder beruhigt hat. Er hat keine Ahnung, wie viel sein Unternehmen wert sein könnte, weil er nie daran gedacht hat, es zu verkaufen, und weil er möchte, dass seine Tochter, die bereits bei ihm arbeitet, das Unternehmen weiterführen wird. Auch wenn er sich des derzeitigen Chaos auf den Aktienmärkten bewusst ist, beunruhigt es ihn nicht besonders, da er nie in Aktien investiert hat, weil er der Ansicht ist, dass er mit seinen eigenen genug hat. Er steckt seine ganze Energie in die Pflege ausgezeichneter Kundenbeziehungen, in die Akquisition neuer Kunden, in die Verbesserung seiner Produkte und in die Senkung von Kosten, wo immer dies möglich ist.

Herr Public betreibt ein Unternehmen, das verglichen mit dem Unternehmen von Herrn Private in Hinblick auf Grösse und Profitabilität im Wesentlichen identisch ist. Vor einigen Jahren befolgte er den Rat seiner Bank und verkaufte 30 % seiner Anteile an dem Unternehmen auf dem Aktienmarkt. Abgesehen davon, dass er aus dem Verkauf Bargeld erhielt und sich gelegentlich mit einigen Analysten treffen muss, führt er das Unternehmen grundsätzlich genauso wie zuvor. Wie Herr Private geht er davon aus, in diesem Jahr einen Gewinn in Höhe von EUR 10 Millionen zu erzielen (von denen natürlich nur EUR 7 Millionen ihm gehören), und er bemüht sich darum, im kommenden Jahr EUR 9 Millionen oder zumindest EUR 8 Millionen zu erwirtschaften. Wie Herr Private ist er ebenfalls ziemlich überzeugt davon, wieder zur gewohnten Profitabilität zurückkehren zu können, sobald die Rezession vorüber ist.

Im Januar wurden die Aktien des Unternehmens von Herrn Public zum Preis von EUR 10 gehandelt, womit das Unternehmen einen Gesamtwert von EUR 80 Millionen aufwies. Nach einem starken Marktrückgang werden die Aktien jetzt zu einem Preis in Höhe von EUR 5 gehandelt, so dass das Unternehmen nun mit EUR 40 Millionen bewertet wird. Daher hatte die Unternehmensbeteiligung von Herr Public im Ausmass von 70 % zu Beginn des Jahres einen Marktwert von EUR 56 Millionen und zurzeit von EUR 28 Millionen.

Herr Public hat also EUR 28 Millionen an Marktkapitalisierung „verloren“, aber in den ersten neun Monaten EUR 5,25 Millionen verdient (seine 70 % der EUR 7,5 Millionen, die das Unternehmen in den ersten neun Monaten des Jahres 2008 erwirtschaftete). Doch Herr Public hat im September nicht den Eindruck, ärmer zu sein als im Januar. Er besitzt immer noch die gleichen Vermögenswerte wie damals und darüber hinaus EUR 5,25 Millionen mehr auf seinem Bankkonto. Über die Aktienpreise macht sich keine grossen Sorgen, da er eh nicht verkaufen wird, und da er glaubt, dass sie wieder auf ihr vorheriges Niveau zurückkehren werden, sobald die Lage sich beruhigt. Er steckt seine ganze Energie in die Pflege ausgezeichneter Kundenbeziehungen, in die Akquisition neuer Kunden, in die Verbesserung seiner Produkte und in die Senkung der Kosten, wo immer dies möglich ist.

Im Januar kaufte Herr Retail einige Aktien von Herrn Publics Unternehmen zum Preis von EUR 10 pro Aktie. Er dachte, dass ein Unternehmen, das ohne allzu grosse Volatilität durchschnittlich EUR 10 Millionen pro Jahr erwirtschaftet (die Abweichung lag zwischen EUR 7 und 12 Millionen, mit nur einem Verlustjahr vor langer Zeit), eine Bewertung vom Achtfachen des Gewinns verdient hätte, was eine voraussichtliche Rendite von 12,5 % ergäbe (die EUR 10 Millionen Gewinn im Vergleich zur Marktkapitalisierung von EUR 80 Millionen). Ende September erhält er von der Bank seine Kontoauszüge. Dort steht kurz und bündig, dass seine Aktien nun EUR 5 wert sind, und dass er innerhalb von neun Monaten die Hälfte seines Geldes verloren hat. Verzweifelt ruft er bei seiner Bank an und gibt den Auftrag, die Aktien sofort abzustossen. Sie

werden umgehend veräussert... und von Herrn Public gekauft.

Wir können sehen, wie drei Anleger, die im Grunde dieselben Vermögenswerte mit der gleichen gegenwärtigen und zukünftig erwarteten Profitabilität besitzen, auf sehr unterschiedliche Weise handeln (und empfinden). Der einzige Unterschied liegt in der subjektiven Definition von „Geld verdienen“ oder „Geld verlieren“. Sowohl Herr Private als auch Herr Public definieren ihre eigene persönliche Profitabilität über die Profitabilität ihres Unternehmens. Herr Retail definiert sie über den Aktienpreis. Im dem Moment, in dem er verkauft, erleidet er einen Verlust von 50 % und vergibt einen erwarteten zukünftigen Jahresgewinn von vielleicht 20 % (25 %, wenn wir die Zahlen aus dem Beispiel genau nehmen) pro Jahr auf Dauer. Was Herr Retail verliert, das gewinnt natürlich jemand anderes: In diesem Fall Herr Public.

Herr Retail hätte natürlich bis September damit warten können, seine Aktien zu kaufen. Auf diese Weise hätte er doppelt so viele Aktien zum selben Preis erhalten und hätte so die voraussichtliche Rendite seiner Anlage verdoppelt. Aber er hätte auch das Los, das in der Lotterie gewinnt, kaufen und so noch mehr Geld verdienen können (in einigen Ländern steuerfrei). In der realen Welt ist das kein guter Ratschlag.

In der Realität verdienen nur ganz, ganz wenige Privatanleger im Laufe ihres Lebens Geld auf dem Aktienmarkt. Sie stecken all ihre Kapitalgewinne in die immer wieder auftretenden Zusammenbrüche, welche die Märkte alle paar Jahre aushalten müssen. Sie verkaufen in der Nähe des Tiefstandes und kaufen erst dann zurück, wenn sie sicher sind, dass „die Korrektur beendet ist“, d.h. wenn der Markt deutlich höher steht.

Fidelity Investments mit Sitz in Boston ist das weltweit grösste Unternehmen für Fondsmanagement. Einer seiner Fonds heisst Magellan und erzielte Ende der 70er und in den 80er Jahren fantastische Ergebnisse: Er erreichte im Laufe von 15 Jahren eine jährliche Rendite in Höhe von 15 % (dies kommt im Wesentlichen einer Multiplikation seines Net Asset Value pro Aktie mit dem Faktor 16 über diesen Zeitraum gleich). In den USA müssen Fondsanleger sich aus steuerlichen Gründen gegenüber dem Unternehmen, welches den Fonds verwaltet, persönlich identifizieren. Dies bedeutet, dass Fidelity genau weiss, wann jeder einzelne seiner Anleger in den Fonds hereinkam, und wann er ihn wieder verliess. Vor einigen Jahren nutzte das Unternehmen diese detaillierten Informationen um zu berechnen, wie viel Geld seine Anleger tatsächlich durchschnittlich verdient haben. Das Ergebnis lag bei 5 % pro Jahr.

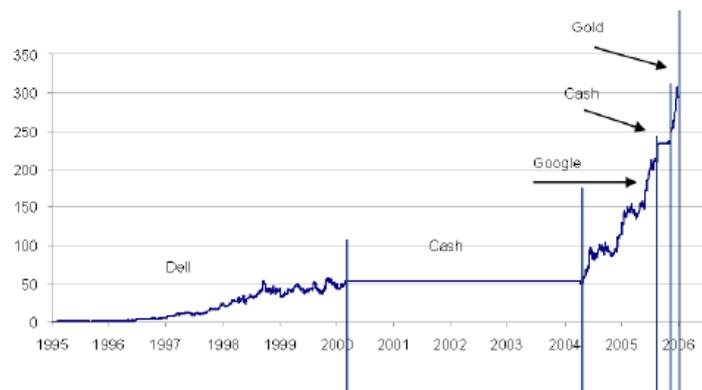
Dies widerspricht der Intuition: Anleger, die in etwas investieren, das jährlich um 15 % steigt, sollten eine durchschnittliche Jahresrendite in Höhe von 15 % erzielen, unabhängig von den Einstiegs- und Ausstiegszeitpunkten (Gebühren kommen dabei nicht ins Spiel, da die Profitabilität des Fonds nach Abzug der

Gebühren beurteilt wird). Wie kann der Durchschnitt unter diesem Prozentsatz liegen? Die Antwort ist natürlich das Timing: Der Fonds stieg nicht in jedem Jahr um 15 %, sondern im Durchschnitt. Es gab sehr gute Jahre, und es gab schlechte Jahre. Und eine grosse Mehrheit der Anleger stieg jeweils nach einer guten Performance ein, während sie nach einer schlechten verkauften. Leider ist dies ein weitverbreitetes Verhaltensmuster.

Zwei Arten, zu investieren

Deshalb haben wir seit dem Start unserer Fonds vor sieben Jahren immer von zwei Arten zu investieren gesprochen: Trading und strategisches Investieren. Eine Trading-Strategie befasst sich mit den sichtbaren Preisen und versucht Dinge zu kaufen, die steigen werden, und sie zu verkaufen, bevor sie fallen. Wie wir bereits öfters gezeigt haben, kann diese Strategie ausserordentlich profitabel sein: Abbildung 6 demonstriert, dass Anleger mit nur 5 richtigen Entscheidungen innerhalb von 10 Jahren ihr Geld um den Faktor 300 vervielfachen können.

Abbildung 6
"Niedrig kaufen und hoch verkaufen"



Das Problem, wie der Fall Fidelity zeigt, liegt darin, dass dies ausserordentlich schwierig zu erreichen ist. Märkte sind sehr volatil, und den meisten unvermittelten Rückgängen folgt nicht eine tiefgreifende Korrektur, sondern eine Erholung. Um das eine vom anderen im Voraus zu unterscheiden, benötigt man Geschick (oder Glück), das einfach nicht ohne weiteres abrufbar ist. Und es kann noch schlimmer kommen: Macht man einen Fehler, so gibt es kein zurück.

Beim Ansatz des strategischen Investierens ignorieren die Anleger die Bewegungen der Aktienpreise und konzentrieren sich darauf, Gewinne zu niedrigen Preisen zu kaufen und diese Gewinne dann im Laufe der Zeit zu steigern. Letztendlich widerspiegeln Aktienpreise immer die Gewinne und ihr Wachstum. Das ist es, was wir bei Strategic Investment Advisors tun. Wir ignorieren die Bewegungen der Aktienpreise (ausser zur Bestimmung der voraussichtlichen Renditen unserer Aktien) und beobachten

stattdessen unablässig die Gewinne. Anleger in „Unternehmen“, wie beispielsweise Herr Private oder Herr Public, die diese über Jahre hinweg behalten, sowohl in guten als auch in schlechten, treten in der Regel mit mehr Geld in den Ruhestand als Anleger, die in „Aktien“ investieren. Für solche Anleger ist es offensichtlich, dann zu kaufen, wenn Aktien billig sind. Und wenn sie verkaufen wollen, dann warten sie, bis die Märkte froh darüber sind, einen hohen Preis für ihre zukünftigen Gewinne zu zahlen. Wir sind davon überzeugt, dass es mit der typischen „Privatanleger- (oder auch Retail-)mentalität“, der zufolge die Profitabilität der Entwicklung der Aktienpreise entspricht, fast unmöglich ist, langfristig ein grosses Vermögen aufzubauen, weil sie es als einleuchtend betrachtet, bei einem Anstieg zu kaufen und bei einem Rückgang zu verkaufen.

Die Profitabilität unserer Fonds

Wir möchten nun erneut einen Blick auf die Profitabilität unserer Fonds werfen und dabei die vorausgegangene Geschichte von den drei Anlegern berücksichtigen.

Ende Juni 2007 lag der Buchwert unserer Aktien (all ihre Vermögenswerte zu historischen Preisen abzüglich ihrer Schulden) bei EUR 201. Zwölf Monate später (das sind die neusten von unseren Unternehmen veröffentlichten Zahlen) lag er bei EUR 242. Dies bedeutet, dass jede Fondsaktie, um alle Gebühren bereinigt, EUR 41 verdient hat. Dies ist etwas weniger, als wir Anfang des Jahres erwartet hatten. Im letzten Newsletter haben wir erklärt, wie es zu dieser Unterschreitung kommen konnte, aber wir haben auch die Tatsache betont, dass diese Gewinne eine Rendite in Höhe von 10 % in dieser Zeitperiode darstellen.

Für das Jahr 2009 erwarten wir einen Gewinn in Höhe von EUR 45 und von dann an einen jeweiligen jährlichen Anstieg von 15 %. Dies ist, beim derzeitigen Preis unserer Aktien, eine äusserst erstaunliche Rendite. Sie ist jedoch möglich aufgrund der enormen Turbulenzen, in denen sich die Märkte zurzeit befinden. Anleger haben recht sich zu fragen, wie eine so hohe Rendite möglich ist. Es gibt nur zwei denkbare Antworten: Entweder stimmen die Aktienpreise nicht (die Leute verkaufen zu billig), oder die Gewinnerwartungen stimmen nicht. Wir werden nun den Anzeichen für beide Möglichkeiten nachgehen.

Marktturbulenzen

Es ist ein offenes Geheimnis, dass die Aktienmärkte in den vergangenen Monaten unter Druck standen. Sie scheinen eher von Angst als von rationaler Analyse beherrscht zu sein. Um ein Beispiel anzuführen: Der Rückgang der US-amerikanischen Marktkapitalisierung am 29. September, dem Tag als das Rettungspaket in Höhe von USD 700 Milliarden nicht verabschiedet werden konnte, belief sich auf USD 1'500 Milliarden, doppelt so viel wie der vermutete „Verlust“ des Systems. Kein Problem: Am 30. September waren die amerikanischen Aktien scheinbar USD 1'000

Milliarden mehr wert. Wir haben in unseren Fonds Aktien, die an mehreren Tagen um mehr als 20 % schwankten. Finanzprofessoren lehren gerne, dass die Marktpreise immer die zukünftigen Gewinnerwartungen wiedergeben, aber Finanzprofessoren haben keinen besonderen Leistungsausweis als Investoren – nicht einmal solche, die den Nobelpreis erhalten haben. Manchmal hat der Verkauf (oder Kauf, erinnern Sie sich an die Internetblase?) überhaupt nichts mit den fundamentalen Tatsachen zu tun: Die Leute verkaufen (oder kaufen) einfach nur deshalb, weil sie den Eindruck haben, dass der Markt weiterhin fällt (oder steigt). Alle Blasen (oder „schwarze Löcher“, wie wir diese „negativen Blasen“ in der Vergangenheit genannt haben) beruhen natürlich auf einem Körnchen Wahrheit. Das Internet war in der Tat eine sehr wesentliche Technologie. Aber dies bedeutet noch lange nicht, dass Amazon.com-Aktien im Jahr 1999 über USD 400 wert waren (heute, neun Jahre später, werden Sie aktiensplitbereinigt zum Preis von USD 280 gehandelt). Und dies ist eines der erfolgreichsten „dot.com“-Unternehmen. Die meisten haben sich als buchstäblich wertlos herausgestellt. Die derzeitige Panik wurde durch die sehr realen und breit öffentlich gemachten Probleme auf den Finanzmärkten verursacht sowie durch die begründete Erwartung, dass diese Schwierigkeiten auf die reale Welt übergreifen und zu einer Abkühlung der Wirtschaft führen werden. Aber genauso, wie die meisten Internetaktien viel zu teuer waren, sind unsere Unternehmen viel zu billig. Es gibt für alles, ob es nun rosig oder eher düster ist, einen angemessenen Preis, und die Märkte schiessen immer wieder über das Ziel hinaus.

Professionelle Investoren haben diesen Punkt bereits weit überschritten: Wir erhalten fast täglich Anrufe von Brokern, die Aktienpakete von uns gut bekannten Unternehmen zu herabgesetzten Preisen zum Verkauf anbieten, die noch unter den bereits sehr niedrigen Marktpreisen liegen. Der Verkäufer ist immer ein Fonds, der zu jedem Preis verkaufen muss, entweder, weil er Rückzahlungen bedienen muss und daher das Geld benötigt, oder weil er sich schlicht und einfach in Liquidation befindet. Der Prozess des „De-leveraging“ (Senken des Verschuldungsgrades), von dem die Medien sprechen, bedeutet einfach, Vermögenswerte zu verkaufen, um mit dem resultierenden Bargeld Schulden zurückzuzahlen. Wenn das alle gleichzeitig versuchen, kann man einen starken Preisrückgang erwarten, der überhaupt nichts mit den Fundamentaldaten zu tun hat. Dieser Preisrückgang versetzt Herrn Retail in Angst, und er schreitet schnell zum Verkauf, womit er die Preise noch weiter nach unten treibt.

Goldman Sachs hat berechnet, dass allein im Monat September ein „Korb“, der aus den 50 am meisten von Hedgefonds gehaltenen Aktien besteht, eine um 19 % schlechtere Performance als der Markt aufgewiesen hat. Nun besitzen auch wir einige dieser Unternehmen, und es geht ihnen sehr gut, und dies wird auch in Zukunft der Fall sein. Aber wenn der Prime-Broker dem Hedgefonds sagt, dass es keinen Kredit mehr gibt, und dass er die Aktien verkaufen muss, um Schulden zurückzuzahlen, dann tut er genau

das. Eine Analyse der erwarteten Aktienrendite steht schlicht und einfach ausser Frage. Erst letzte Woche hat einer der wichtigsten europäischen Prime-Broker für Funds of Hedge Funds diesen mitgeteilt, dass alle Kreditlinien mit sofortiger Wirkung aufgehoben würden. Mit anderen Worten: Diejenigen Dachfonds, die zu Leveragezwecken Fremdkapital aufnehmen, um die Rendite zu erhöhen (die meisten tun dies), müssen ihre Anlagen sofort verkaufen und den Kredit zurückzahlen. Folglich erhält der unterliegende Hedgefonds eine Rückkaufmitteilung, der er nachkommen muss, indem er seine unterliegenden Vermögenswerte verkauft.

Unten führen wir einige Beispiele an, die zeigen, dass die derzeitigen Preise einiger Aktien völlig von der zugrundeliegenden geschäftlichen Realität dieser Unternehmen losgelöst ist. Um eine Vorstellung zu geben: In den vergangenen drei Monaten sind die Aktien der amerikanischen Kohleproduzenten um mehr als 50 % gesunken (-32 % im September), während die amerikanischen Banken um mehr als 20 % gestiegen sind (+2,7 % im September). Kohleunternehmen verdienen jedoch buchstäblich mehr Geld als je zuvor, und die Kohlepreise sind auf Jahre vertraglich festgelegt. Wir besitzen ein Kohleunternehmen, Grande Cache (in unserem letzten Newsletter besprochen), dessen Aktien im September von USD 4,6 auf USD 3 gesunken sind. Auf der Grundlage von abgeschlossenen Verträgen liegt der erwartete Gewinn pro Aktie im kommenden Jahr bei USD 1,6, was einen PE (KGV) von unter 2 ergibt (wir erwarten im Jahr 2010 Gewinne von USD 2,6 bei einem PE, der praktisch bei 1 liegt). Es ist offensichtlich nicht notwendig, nähere Ausführungen über die Gesundheit und die zukünftigen Gewinne von Banken zu machen. Hedgefonds wurde es jedoch verboten, Leerverkäufe auf Finanzunternehmen zu tätigen, und sie verkaufen nun, was sie mit Hilfe von Krediten gekauft hatten. Der entscheidende Punkt liegt darin, dass all dies für Herrn Private keine und für Herrn Public nur eine marginale Rolle spielt. Ihnen sind die Gewinne wichtig, die ihre Unternehmen in diesem Jahr, im kommenden Jahr und in all den weiteren Jahren erzielen werden. Wenden wir uns also den Gewinnen unserer Unternehmen zu.

Aufgrund der andauernden schlechten Finanznachrichten fragen sich Anleger natürlich, ob all dies Auswirkungen auf die reale Wirtschaft haben wird. Die Antwort ist natürlich ja: Wenn Unternehmen keine Finanzierung erhalten, dann können Sie nicht expandieren, und sie verdienen weniger Geld. Dies betrifft jedoch nicht alle Unternehmen im gleichen Masse (einige benötigen keine Finanzierung, und ihre Kunden auch nicht), und selbst wenn es dies täte, so müssten die Auswirkungen nicht zwangsläufig verheerender Natur sein. Einige Unternehmen werden untergehen, einige werden weniger Geld verdienen, einige werden die Turbulenzen kaum spüren. Dennoch verkaufen Anleger, die sich um die „Wirtschaft“ Sorgen machen, wahllos alle Aktien. Wie Herrn Private sind uns „der Markt“ oder „die Wirtschaft“ egal. Wir interessieren uns für unsere spezifischen Unternehmen. Wir glauben, dass die Unternehmen, in die wir investiert haben, solide sind, und dass

unsere Gewinnschätzungen fundiert sind. Wir geben unseren Lesern einige Beispiele, so dass sie sich selbst ein Bild davon machen können, ob es sich um interessante Investitionen handelt oder nicht. Schliesslich tun wir nichts anderes, als für unsere Anleger, die letztendlich das Geld aufbringen, nach solchen Anlagemöglichkeiten zu suchen.

Einige Beispiele

Wir möchten gerne nochmals auf die Unternehmen eingehen, die wir in unserem vorangehenden Newsletter erwähnt haben, um zu zeigen, wie sie im September abgeschnitten haben, und was wir heute für ihre zukünftige Entwicklung erwarten.

- Unser Kupferproduzent **Quadra Mining** hatte Anfang des Monats einen Aktienpreis in Höhe von CAD 16,95 und Ende des Monats einen Aktienpreis in Höhe von CAD 12,13. Er ist also um 28,4 % gefallen. Wir haben uns persönlich mit dem CEO des Unternehmens getroffen, den wir bereits seit einigen Jahren kennen. Das Unternehmen verfügt immer noch über etwa EUR 300 Millionen liquide Mittel (netto) bei einer aktuellen Marktkapitalisierung von USD 700 Millionen. Der Gewinn im laufenden, fast abgeschlossenen Jahr, wird bei USD 250 Millionen liegen, und im kommenden Jahr, wenn das neue Bergwerk vollständig in Betrieb ist, wird der Gewinn je nach Kupferpreis zwischen USD 250 und 300 Millionen betragen. Im Zuge des allgemeinen Rohstoffpreiserfalls sanken die Spotpreise für Kupfer im vergangenen Monat um 10 %, aber die langfristigen Terminpreise sind im Steigen begriffen. Unsere zukünftigen Gewinnschätzungen beruhen auf Kupferpreisen, die weit unter den von den meisten Analysten verwendeten liegen. Im laufenden Monat haben wir weiter Aktien des Unternehmens gekauft, und mit 9 % der Stammaktien sind wir nun der grösste Anteilseigner.
- **IMS** ist ein spezialisierter Stahlhändler mit Hauptsitz in der Nähe von Paris, der in ganz Europa tätig ist. Das Unternehmen hat eine Marktkapitalisierung in Höhe von EUR 280 Millionen. Seine Aktien wurden Anfang des Monats zum Preis von EUR 15,43 gehandelt und Ende des Monats zum Preis von EUR 12,20 (-20,9 %). Nach einem persönlichen Treffen im Juli hatten wir noch mehrere telefonische Gespräche mit dem Management. Wir erwarten weiterhin für das laufende Jahr einen Betriebsgewinn in Höhe von EUR 80 Millionen und in Höhe von EUR 85 Millionen für das kommende Jahr. Andere Unternehmen versuchen, logischerweise, es zu diesen billigen Preisen zu erwerben.
- **Catlin Group** ist ein Rückversicherer mit Sitz in Grossbritannien und einer Marktkapitalisierung von etwas mehr als GBP 800 Millionen. Das Unternehmen erwartet für dieses Jahr einen Gewinn von über GBP 190 Millionen, und es sollte in Zukunft weiterhin möglich sein, Gewinne in dieser Höhe zu erzielen,

oder sie noch zu steigern. Übrigens beträgt der Bardividendenertrag des Unternehmens 8 %. In diesem Monat gab es keine besonderen Vorkommnisse. Die Aktien sind um 5,4 % gestiegen. Insgesamt haben wir unsere Positionen in Versicherungsunternehmen etwas erhöht, wo wir (selektiv) eine attraktive Kombination aus Wert und Diversifikation gefunden haben. Einige von ihnen werden möglicherweise immer noch ein paar wertlose Aktivposten abschreiben müssen. Wir glauben jedoch, dass wir eine sorgfältige Kaufprüfung vorgenommen haben, und dass alle möglicherweise auftretenden Probleme in den Preisen bereits mehr als genügend diskontiert sind. Gleichzeitig unternehmen wir ernsthafte Anstrengungen, um unsere Kenntnisse im Bankensektor auszubauen, und haben in den vergangenen Wochen viele Banken persönlich besucht. Wir haben einige kleine, opportunistische Positionen aufgebaut (die sich nebenbei bemerkt sehr gut entwickeln) und rechnen damit, dass dieser Bereich sich innerhalb von vielleicht sechs Monaten zu einem sehr interessanten „Investitionsgebiet“ entwickeln wird.

- **Grande Cache Corporation** ist ein kanadischer Koks- und Kohleproduzent. Das Unternehmen hat zurzeit eine Marktkapitalisierung von nur USD 200 Millionen, weil die Aktienpreise diesen Monat um 42,7 % gefallen sind, wie bereits weiter oben erwähnt wurde (-65,0 % seit Juni). Das Unternehmen geht für das Jahr 2009 von einer Produktion von etwa 2 Millionen Tonnen aus, die bis im Jahr 2011 auf 2,4 Millionen Tonnen steigen soll. Koks- und Kohle wird normalerweise auf der Grundlage von Jahresverträgen verkauft, mit einem kleinen Teil, der auf dem Spotmarkt gehandelt wird. Zurzeit werden die Verträge für das kommende Jahr zum Preis von 250 USD / Tonne ausgehandelt. Das Unternehmen hat Kosten pro Tonne in Höhe von ungefähr USD 120 (es geht davon aus, diese Kosten mittelfristig reduzieren zu können), was zu einer Bruttomarge von mindestens USD 130 pro Tonne führt (wir sind davon ausgegangen, dass die Kosten bereits niedriger sind, doch unsere Annahmen sind konservativ). Multipliziert mit den 2 Millionen produzierten Tonnen führt dies für das Jahr 2009 zu einem EBITDA von etwa USD 260 Millionen, was über der aktuellen Marktkapitalisierung des Unternehmens liegt. Wir erwarten, dass die Kohlepreise in einigen Jahren sinken werden, vielleicht auf 130 USD / Tonne innerhalb der nächsten fünf Jahre. Unter diesem Betrag können neue Bergwerke nicht profitabel in Betrieb genommen werden können (die meisten Analysten gehen hier von USD 150 aus, was enorme Auswirkungen auf die Gewinne des Unternehmens haben wird). Alles in allem werden die Anleger ihre gesamte Investition in den kommenden zwei Jahren zurückerstattet haben und dann über eine langlebige Rente von 10 % des derzeitigen Preises verfügen.
- **Li Heng Chemical Fibre Corporation** ist ein chinesischer Hersteller von Kunstfasern für die Textilindustrie. Das

Unternehmen hat eine Marktkapitalisierung in Höhe von USD 700 Millionen. Es erwartet in diesem Jahr einen Gewinn von etwa USD 150 Millionen, der in den kommenden drei Jahren dank neuer Fabriken stark wachsen dürfte. Die meisten Kunden des Unternehmens arbeiten für den chinesischen Binnenmarkt und nicht für den Export. Es hält sich an seine Produktions- und Finanzpläne. Der Aktienpreis ist im September auf einen derzeitigen PE (KGV) von 2,8 gesunken.

- Die Aktien von **KSB**, unserem deutschen Pumpenhersteller, sind in diesem Monat um 19,3 % gefallen. Das Unternehmen hat von keinen Problemen berichtet und wird seinen Gewinn voraussichtlich über die Erwartungen hinaus steigern können. Der derzeitige PE (KGV) für das Jahr 2008 liegt unter 4.
- Der **Erdölpreis** war extrem volatil und ist an mehreren Tagen um mehr als 5 % gestiegen oder gefallen. Nach all diesen Turbulenzen wird Erdöl in langfristigen Verträgen immer noch zum Preis von etwas mehr als USD 100 gehandelt. Auf diesem Preisniveau verdienen alle unsere Unternehmen erstaunliche Summen Geld, doch ihre Aktien sind in diesem Monat um 20 % gesunken. Das impliziert, dass Erdöl auf USD 70 sinken und für immer auf diesem Stand bleiben wird. Dies wird aber nicht geschehen: Egal, welche wirtschaftlichen Probleme es derzeit gibt, die Welt wird sich davon wieder erholen. Alle wirtschaftlichen Aktivitäten beinhalten Transport und damit Erdöl, und dies wird für lange Zeit noch so bleiben. Gleichzeitig erschöpfen sich die in Produktion befindlichen Felder rasch, und die Entwicklung neuer Felder wird immer teurer. Selbst dann, wenn die weltweite Nachfrage auf dem gleichen Stand bleiben würde (ziemlich unwahrscheinlich, die chinesischen Importe sind im August um 12 % gestiegen), würde der Preis wahrscheinlich immer noch nach oben gehen: Für Länder, die nicht OPEC-Mitglied sind, ist es einfach viel zu schwierig, ihr derzeitiges Produktionsniveau beizubehalten, geschweige denn, es zu erhöhen.

Die Idee der Sicherheitsmarge

Die „Sicherheitsmarge“ war eines der Schlüsselkonzepte von Benjamin Graham. Wir wissen nicht wirklich, was uns die Zukunft bringen wird. Es macht also Sinn, nur in solche Unternehmen zu investieren, die klar unterbewertet sind. Wenn es in Realität schlimmer als erwartet kommt, dann ist die Investition immer noch in Ordnung. Wir glauben, dass unsere Investitionen eine enorme Sicherheitsmarge beinhalten. Bei den derzeitigen Preisen sollte der Fonds eine Jahresrendite von 20 % auf Dauer einbringen, da der normalisierte PE (KGV) bei 5 liegt. Diese Berechnung erfolgt auf der Grundlage von sehr konservativen Gewinnschätzungen, die beispielsweise Rohstoffpreise weit unter dem Konsensus anwendet. Wir verwenden beispielsweise Rohstoffpreise, die weit unter dem Konsens liegen. Aber angenommen, wir liegen komplett falsch, und es käme zu einer schrecklichen Wirtschaftskrise, und weiter

angenommen, diese Wirtschaftskrise führe dazu, dass unsere Unternehmen im kommenden Jahr im Durchschnitt einen Gewinn von Null erzielen... Dies wäre ein mit Sicherheit noch nie da gewesener Fall: Viele unserer Unternehmen haben, wie wir bereits dargelegt haben, hohe vertraglich abgesicherte Gewinne, und der schlimmste Gewinnrückgang lag in früheren Rezessionen bei durchschnittlich 45 %. Um noch konservativer zu sein: Angenommen, im Jahr 2010 gäbe es wieder keine Gewinne, ein weiteres Jahr bei Null ... Schliesslich würde sich die Wirtschaft im Jahr 2011 wieder normalisieren. Wenn dies passieren würde, dann läge der eigentliche PE (KGV) des Fonds bei 7 und nicht bei 5. Ein dauerhafter PE von 7 bedeutet, dass unsere Unternehmen zu den aktuellen Preisen eine Rendite auf Dauer in Höhe von 15 % erzielen würden – dies in einem lächerlichen Katastrophenszenario. Wir glauben aufrichtig, dass dies eine einzigartige Gelegenheit ist, wie sie vielleicht nur einmal im Leben kommt. Wert und eingebaute Fehlermarge unseres Portfolios sind nur schwer zu glauben. Daher nennen wir Ihnen auch spezifische Beispiele, und wir werden in den bevorstehenden Präsentationsveranstaltungen, die wir für unsere Investoren durchführen, noch mehr geben.

Das Motto von Warren Buffet war immer: „Sei ängstlich, wenn alle anderen gierig sind, und sei gierig, wenn alle anderen Angst haben“. Wir haben den Eindruck, dass man zurzeit „gierig“ sein sollte. Kann unser Net Asset Value noch weiter sinken? Sicher. Sobald die Preise nichts mehr mit den fundamentalen Grundlagen zu tun haben, kann alles passieren, wie man im Falle der Internetblase sehen konnte. Aber die Realität setzt sich immer wieder durch, was viele Internetanleger ziemlich schnell herausfanden. Zu jener Zeit sagte man: „Das einzige Risiko ist, nicht zu investieren.“ Nun, wir glauben, dass diese Aussage viel eher für die jetzige Situation gilt.

Als wir im Jahr 2001 unseren ersten Fonds gegründet haben, entschieden wir uns für den Namen Long Term Investment Fund. Damals war das spektakuläre Scheitern von Long Term Capital Management in den Köpfen der Menschen immer noch sehr präsent, und die meisten Leute zeigten sich überrascht von dem Namen und wunderten sich, warum wir uns mit diesem Misserfolg in Verbindung bringen wollten. Das wollten wir natürlich nicht. Es ist schwierig, einen Anlagestil zu finden, der sich mehr von unserem unterscheidet. Aber der Name und die Kommentare, die er unweigerlich hervorrief, gab uns die Gelegenheit, den langfristigen Charakter unserer Anlagestrategie zu betonen. Doch nach dem ersten Jahr stieg unser Net Asset Value jedes Jahr stark an. Es ist leicht, ein langfristiger Anleger zu sein, wenn alles steigt. Man benötigt Mut und Überzeugung, wenn die kurzfristigen Ergebnisse schlecht aussehen. Dies ist jedoch der Moment, in dem wirklich Geld verdient wird. Wir schaffen Wert. Unsere Unternehmen erzielen enorme Gewinne, und sie werden dies auch in vielen kommenden Jahren tun, trotz des logischen Auf und Ab. Die Tatsache, dass viele Hedgefonds dazu gezwungen werden, unsere Aktien zu verkaufen, und so ihre Preise nach unten drücken, ist

völlig irrelevant für jemanden, der daran interessiert ist, die Aktien langfristig zu halten. Es ist allerdings eine gute Nachricht für jemanden, der interessiert ist, die zukünftigen Gewinne zu steigern. Erinnern Sie sich an Herrn Private und Herrn Public... und an Herrn Retail.

Unser Portfolio ist nicht teuer, und es ist diversifiziert. Das einzige Szenario, das langfristig schlecht für uns sein würde, wäre ein katastrophaler weltweiter und dauerhafter wirtschaftlicher Zusammenbruch. Wir überlassen es den Anlegern zu entscheiden, wie wahrscheinlich dies ist, und in welchem Umfang und auf welche Art sie sich gegen diese Möglichkeit absichern wollen. Wir werden weiterhin daran arbeiten, unsere Ideen zu verfeinern und neue Ideen zu suchen, und wir werden weiterhin unserer Obsession, den langfristigen Gewinnen, treu bleiben und die Aktienpreise Aktienpreise sein lassen.

Eine Bemerkung zu unseren abgesicherten Fonds

Sowohl der Alpha-Fonds als auch der Stability-Fonds sind stark zurückgegangen. Das ist keine Überraschung: Sie sind gegen allgemeine Marktrückgänge abgesichert, so dass das Portfolio nicht davon betroffen wird, was auch immer der Markt tut. Der Grund für den Rückgang liegt darin, dass unser Portfolio stärker gesunken ist als der Markt. Aus den obengenannten Gründen glauben wir, dass sich diese Situation in den kommenden Quartalen umkehren wird: Unser Portfolio bietet jetzt sehr viel mehr Wert als der Markt insgesamt. Denken Sie daran, dass der S&P 500 immer noch bei einem PE (KGV) von über 20 gehandelt wird.

SIA-Nachrichten

Wie bereits in unserem vorherigen Newsletter angekündigt, arbeiten Ed Yau und Jordi Costa jetzt in Singapur, wo sie mit unserer Research-Arbeit vor Ort beginnen.

Einige Anleger sind natürlich an unserer finanziellen Solidität interessiert. Seit Anfang des Jahres hatten wir Nettoabflüsse in Höhe von 17 % unserer Fonds. Bei dem derzeitigen Stand des Fondsvolumens und selbst bei einem viel niedrigeren Stand können wir für eine lange Zeit mit einer gesunden Finanzlage arbeiten, da unsere Gruppe sehr gut kapitalisiert ist. Wir haben keine Zweifel daran, dass die derzeitige Wirtschaftslage vorübergehen wird, und dass der Wert unserer Aktien anerkannt wird.

Noch ein letzter Punkt: Der starke Rückgang unseres Net Asset Value im September wurde nicht durch unsere Verkäufe hervorgerufen. Wie bereits erwähnt wurde, lagen die Nettoabflüsse für das Gesamtjahr bei insgesamt 17 %, und unser Portfolio ist sehr liquide. Die Menge, die wir verkaufen mussten, ist winzig im Vergleich zum normalen Handelsvolumen der Aktien, die wir besitzen.

Newsletter September 2008

Wie wir bereits angekündigt haben, organisieren wir in den kommenden Wochen eine Reihe von Präsentationen, in denen wir versuchen werden, all die Gelegenheiten, die uns die derzeitige Lage bietet, in detaillierter Weise zu erklären. Wir möchten alle unsere Investoren anregen, sich mit uns in Verbindung zu setzen, falls sie weitere Erläuterungen erhalten möchten.

Zahlen der Klassen in USD

Tabelle 2: Net Asset Value – Nettofondsvolumen in USD

September 2008	NAV	Δ YTD	Δ 12m	Δ Inception	AUM (in mio)
LTIF Classic [USD]	335.13	-44.51%	-47.20%	274.66%	1,060.24
LTIF Alpha [USD]	191.03	-27.55%	-29.74%	46.55%	214.68
LTIF Global Energy Value [USD]	174.65	-26.13%	-20.55%	31.58%	49.03
Global Mining Value Fund [USD]	99.14	-39.75%	-35.76%	-26.01%	71.55
MSCI World Index TR (GDDUWI) [USD]	3,726.69	-23.84%	-25.62%		

Abbildung 7
LTIF – Classic USD

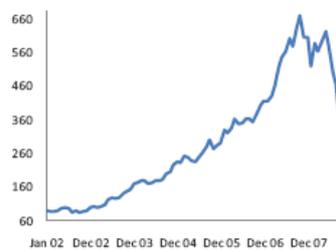


Abbildung 8
LTIF – Alpha USD

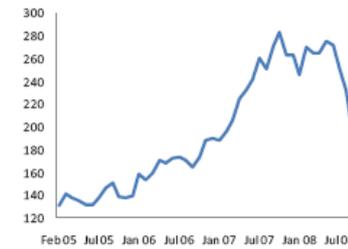


Abbildung 9
LTIF – Global Energy Value USD

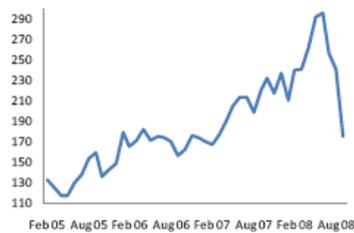
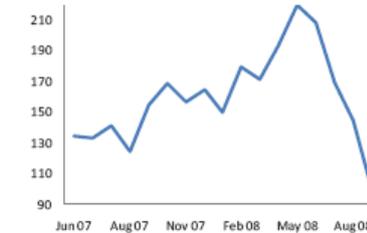


Abbildung 10
Global Mining Value Fund USD



Zahlen der Klassen in CHF

Tabelle 3: Net Asset Value - Nettofondsvolumen in CHF

September 2008	NAV	Δ YTD	Δ 12m	Δ Inception	AUM (in mio)
LTIF Classic [CHF]	375.77	-45.04%	-49.32%	153.81%	1,188.79
LTIF Alpha [CHF]	214.19	-28.25%	-32.57%	38.29%	240.71
LTIF Global Energy Value [CHF]	195.83	-26.84%	-23.75%	26.73%	54.97
Global Mining Value Fund [CHF]	111.16	-40.33%	-38.34%	-33.13%	80.22
MSCI World Index TR (GDDUWI) [CHF]	4,178.71	-24.57%	-28.60%		

Abbildung 11
LTIF – Classic CHF

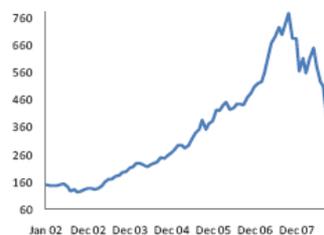


Abbildung 12
LTIF – Alpha CHF

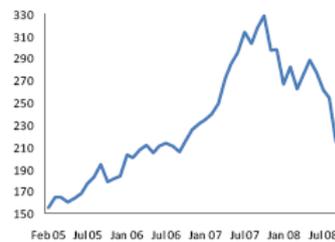


Abbildung 13
LTIF – Global Energy Value CHF

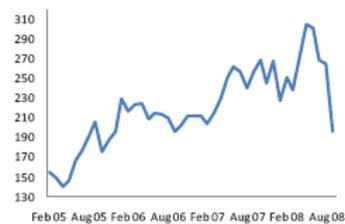


Abbildung 14
Global Mining Value Fund CHF



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 berechnigte 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: GMVFCFH LX

Verwalter:

Pictet & Cie (Europe) S.A.
1, Boulevard Royal
L-2449 Luxemburg
Luxemburg

Investmentmanager:

SIA Funds AG
3 Seedammstrasse
CH-8808 Pfäffikon
Schweiz

Hinterlegungsstelle:

Pictet & Cie (Europe) S.A.
1, Boulevard Royal
L-2449 Luxemburg
Luxemburg

Eingetragener Firmensitz:

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 berechnigte 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:

Pictet Funds SA
Route des Acacias 60
CH-1204 Genf
Schweiz

Investmentmanager:

SIA Funds AG
3 Seedammstrasse
CH-8808 Pfäffikon
Schweiz

Hinterlegungsstelle:

Pictet & Cie
Route des Acacias 60
CH-1204 Genf
Schweiz