

## Long Term Investment Fund

*„Der Markt – wie Gott – hilft denjenigen, die sich selber helfen. Aber anders als Gott vergibt der Markt nicht denjenigen, die nicht wissen, was sie tun.“*

Warren Buffett, Jahresschreiben 1982

Diese Worte, die uns ein Anleger geschickt hat, der schon früh in unsere Fonds investierte (und ein guter Freund ist), sind ein passender Anfang für einen Newsletter, der zu einem Zeitpunkt verfasst ist, an dem so viele Leute nicht wissen, was sie tun. Wenn Aktienpreise täglich um bis zu 10% schwanken, tagelang rauf und runter während, so wie dies bei einigen unserer Aktien der Fall war, muss man sich gezwungenermassen eingestehen, dass viele Leute nicht wirklich wissen, welchen echten Preis diese Aktien haben. Das ist kein Zeitpunkt, um in Panik zu geraten, sondern um von der Situation zu profitieren.

Ben Graham, der „Vater“ des „Value Investing“, hat in seinem berühmten Buch „The Intelligent Investor“ über einen Herrn Markt geschrieben. Wir halten diese Parabel für sehr lesenswert:

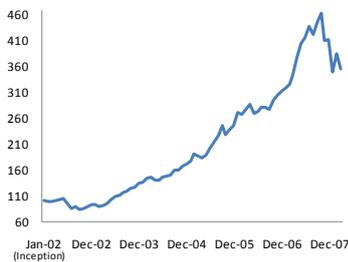
*Stellen Sie sich vor, dass Sie an einigen privaten Geschäften einen kleinen Anteil besitzen, für den Sie 1'000 Dollar bezahlt haben. Einer Ihrer Partner, Herr Markt, ist wirklich sehr zuvorkommend. Jeden Tag sagt er Ihnen, wie viel Ihr Anteil seiner Meinung nach wert ist, und darüber hinaus bietet er Ihnen auf dieser Grundlage an, Sie entweder auszubezahlen oder aber Ihnen einen zusätzlichen Anteil zu verkaufen. Manchmal erscheint Ihnen seine Vorstellung bezüglich der Bewertung als plausibel und durch den Gang und den Ausblick der Geschäfte, wie sie Ihnen bekannt sind, gerechtfertigt. Auf der anderen Seite lässt sich Herr Markt oft von seinem Enthusiasmus oder seinen Ängsten übermässig beeinflussen, und der Wert, den er vorschlägt, grenzt Ihrer Ansicht nach an Blödsinn.*

*Werden Sie, wenn Sie ein umsichtiger Anleger oder vernünftiger Geschäftsmann sind, es zulassen, dass die täglichen Meldungen von Herrn Markt Ihre Sicht des Wertes Ihres 1'000 Dollar-Anteils an dem Unternehmen bestimmen? Nur, wenn Sie mit ihm einer Meinung sind oder wenn Sie mit ihm einen Handel abschliessen wollen. Sie werden gerne an ihn verkaufen, wenn er ihnen einen lächerlich hohen Preis anbietet, und Sie werden ebenso gerne von ihm kaufen, wenn sein Preis niedrig ist. Aber ansonsten ist es klüger, wenn Sie sich auf der Grundlage umfassender Berichterstattung des Unternehmens über seine Geschäftstätigkeit und Finanzlage Ihre eigenen Gedanken zum Wert Ihrer Beteiligungen machen .*

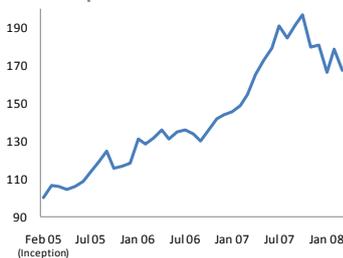
*Der echte Anleger befindet sich in genau dieser Lage, wenn er eine börsennotierte Aktie besitzt. Er kann den täglichen Marktpreis nutzen oder ihn sein lassen, gemäss seinem eigenen Urteilsvermögen und seinen Neigungen. Er muss von wichtigen Kursbewegungen Notiz nehmen, (... aber) unserer Ansicht nach sind solche Signale genauso oft irreführend wie sie hilfreich sind. Im Prinzip haben Preisschwankungen lediglich eine wichtige Bedeutung für den echten Anleger. Sie bieten ihm eine Möglichkeit, weise zu kaufen, wenn die Preise stark fallen, und weise zu verkaufen, wenn sie erheblich steigen. Zu anderen Zeiten ist es besser für ihn, die Aktienmärkte zu vergessen und dafür die Dividendenrendite und die operativen Ergebnisse seiner Unternehmen zu beachten.*

Benjamin Graham, The Intelligent Investor (1949), S. 42.

**Abbildung 1**  
LTIF – Classic EUR



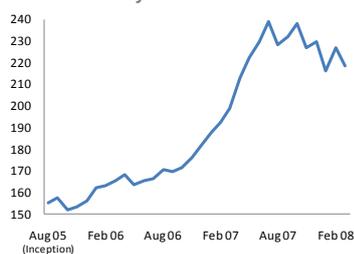
**Abbildung 2**  
LTIF – Alpha EUR



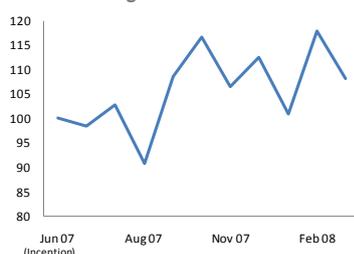
**Abbildung 3**  
LTIF – Global Energy Value EUR



**Abbildung 4**  
LTIF – Stability CHF



**Abbildung 5**  
Global Mining Value Fund EUR



Solange die Leute sich nach Herrn Markt richten (mit den Worten von Warren Buffet „ein unbeständiger Genosse“), anstatt von ihm zu profitieren, sind sie dazu verdammt, ihr Geld immer aufs Neue zu verlieren. Sie werden teure Anlagen, die in Mode sind, kaufen, wie beispielsweise Technologieaktien in den späten neunziger Jahren oder ausgefeilte hochverzinsliche „AAA“-Anleihen (und die darauf basierenden Hedgefonds) in neuerer Zeit ... nur um sie wieder zu verkaufen, wenn sie sich als wertlos erweisen. Sie geraten unter Umständen, was genauso schlimm ist, in Panik und verkaufen hervorragende Vermögenswerte zu lächerlichen Preisen und verlieren so jede Möglichkeit, langfristig Geld zu verdienen. Wie wir später sehen werden, ist ein Verkauf vieler unserer Aktien zum derzeitigen Preis gleichbedeutend mit dem Verkauf von Vermögenswerten, die auf immer deutlich über 10% *nach Inflation* liegende Rendite aufweisen.

Die Ergebnisse unserer Fonds waren während der vergangenen drei Monate aussergewöhnlich volatil: Wir haben zwei der „schlechtesten“ Monate je erlebt ... und den „besten“ (siehe Tabelle 1 und Abbildungen 1 bis 5). Auch wenn unsere Anleger sehr genau wissen, dass kurzfristige Kursbewegungen nicht viel zu bedeuten haben (weshalb wir „schlechtesten“ und „besten“ in Anführungszeichen setzen), ist es wichtig zu verstehen, was vor sich geht.

**Tabelle 1:** Net Asset Value - Nettofondsvolumen in EUR

March 2008	NAV	Δ YTD	Δ 12m	Δ Inception	AUM (in mio)
LTIF Classic [EUR]	355.00	-14.06%	2.87%	255.00%	1'234.49
LTIF Alpha [EUR]	167.38	-7.19%	8.26%	67.38%	253.82
LTIF Global Energy Value [EUR]	152.13	-5.93%	14.72%	52.13%	39.50
LTIF Stability Series [CHF]	218.30	-4.88%	9.75%	41.04%	86.55
Global Mining Value Fund [EUR]	108.20	-3.86%	n.a	8.20%	79.19
MSCI World Index TR (GDDUWI) [EUR]	2'812.06	-15.99%	-18.31%		

Es ist charakteristisch für unsere Fonds, und das wird wohl so bleiben, dass unsere Aktien stärker fallen als der Markt, wenn es zu Panikverkäufen kommt. Wir haben dieses Phänomen im Laufe der letzten Jahre beobachtet: Trotz einer im Vergleich zum Gesamtmarkt viel schnelleren Preissteigerung (mehr als 25% pro Jahr) schneiden unsere Aktien in unruhigen Zeiten „schlechter“ ab. Dies wird aus der folgenden Tabelle ersichtlich:

**Tabelle 2:** Net Asset Value - Nettofondsvolumen in EUR

Date	MSCI World TR EUR	LTIF Classic
31.05.2006	-5.19%	-6.03%
<b>2006 YTD</b>	<b>7.93%</b>	<b>27.61%</b>
30.11.2007	-5.42%	-11.23%
<b>2007 YTD</b>	<b>-1.18%</b>	<b>31.88%</b>
31.01.2008	-8.78%	-15.21%
31.03.2008	-5.07%	-7.86%
<b>2008 YTD</b>	<b>-15.99%</b>	<b>-14.06%</b>

Dieser "Zusatz-Rückgang" hat eine technische Konsequenz: Der Alpha-Fonds, der Absicherungen verwendet und von dem man daher erwartet, dass er nicht zusammen mit dem Markt sinkt, fiel in diesen Monaten dennoch, weil unsere Aktien stärker als der Markt korrigierten. Entsprechend erwies sich die „Absicherung“ als unzureichend.

Die Fonds reagieren auf diese Art und Weise, weil wir fast definitionsgemäss Aktien kaufen, die andere Leute nicht mögen, da sie andernfalls nicht preisgünstig wären. Wir sind dann erfolgreich, wenn wir von den preiswerten Aktien in aller Welt diejenigen kaufen, die ihren niedrigen Preis nicht verdienen. Unser Leistungsausweis deutet darauf hin, dass wir in der Vergangenheit öfter richtig als falsch lagen. Aber diese Strategie führt dazu, dass wir Aktien in aufstrebenden Wachstumsmärkten, von Unternehmen mit mittlerer Grösse oder von Rohstoffproduzenten kaufen ... Anlagen, die als riskant gelten und die bei einer Panik abgestossen werden. Wenn es sich grundsätzlich um gute Unternehmen handelt, werden ihre Aktien über eine blosser Erholung hinaus ansteigen, wenn der Markt wieder zur Besinnung kommt (daher unsere gute historische Performance), auch wenn in Stresszeiten ein gewisses „Dumping“ zu erwarten ist. An sich hat dies überhaupt keine Auswirkungen, ausser derjenigen, von Zeit zu Zeit gute Einstiegspunkte zu schaffen für unsere Anleger, die uns bestens kennen. Diese Rückgänge sind nur dann schlecht, wenn sie jemanden forcieren zu verkaufen und damit ausgezeichnete Möglichkeiten zu verschenken.

Wir sind natürlich auch selber Investoren: Das Management und das Team der Strategic Investment Advisors Group haben den Grossteil ihres Vermögens in unsere Fonds angelegt, und wir sind wahrscheinlich die grössten „privaten“ Anleger – „wahrscheinlich“, da die Fonds der luxemburgischen und schweizerischen Gesetzgebung unterliegen, die es uns mit ihren strengen Regelungen zum Bankgeheimnis nicht ermöglichen, die effektiven Aktienbesitzer zu kennen. Als Investoren haben wir in diesen unruhigen Zeiten eine automatische Reaktion: Wir sehen uns unser Portfolio an und gehen alle unsere Schätzungen für die zukünftigen Gewinne aller unserer Unternehmen nochmals und nochmals durch. Damit versichern wir uns der Qualität unserer Anlagen, und es hilft uns dabei, den umgebenden Lärm zu ignorieren. Nur weil einige unserer Aktien in ein paar Wochen um 30% fallen, bedeutet dies nicht, dass wir in Zukunft als Unternehmensinhaber weniger Geld verdienen werden. Herr Markt gerät lediglich in Panik, und vielleicht gibt er uns eine ausgezeichnete Möglichkeit, noch mehr Geld zu verdienen als erwartet.

In diesem relativ langen Newsletter möchten wir all unseren Investoren die Möglichkeit geben, diese „Realitätsprüfung“ durchzugehen, indem wir einige unserer Hauptpositionen ausführlich beschreiben. Wir haben immer versucht, unseren Anlegern Einblicke darin zu geben, was sie eigentlich kaufen, beispielsweise mit dem Gesamt-PE (KGV) des Fonds oder seinem Dividendenertrag. Nun möchten wir Ihnen die hinter all diesen Anlagen stehenden Überle-

gungen und die Methode aufzeigen, wie wir die zukünftigen Gewinne der Anlagen einschätzen. Dies ist für uns die einzige ernsthafte Strategie zu investieren.

### **Einige „Makro“-Überlegungen**

Zunächst jedoch einige unvermeidbare Worte zu den gegenwärtigen „Makro“-Bedingungen. Jeder, der die Finanzpresse liest oder, was noch schlimmer ist, Finanzfernsehen schaut, wird kontinuierlich mit äusserst oberflächlichen Argumenten bombardiert. Ein Beispiel: „Angesichts der Finanzkrise wird der US-amerikanische Konsument, der 70% des BIP der USA ausmacht, nicht mehr dazu in der Lage sein, zu konsumieren. Dies wird einen Dominoeffekt in China zur Folge haben, das nicht mehr in die USA exportieren kann, was wiederum zu einer Folgereaktion der Rohstoffpreise führt, die sowieso eine Luftblase gebildet haben“. Nur wenige Berichte denken daran, Europa zu erwähnen, dessen Wirtschaft etwas grösser als diejenige der USA und weniger konsumorientiert ist. Bestenfalls erwähnen diese Berichte bloss, dass es in Europa nicht gut laufen kann, wenn dies in den USA nicht der Fall ist (das Gegenteil allerdings war für amerikanische Kommentatoren offenbar noch nie ein Problem).

All dies ist natürlich Unsinn. Erstens ist der Konsum nicht Teil des BIP, was Bruttoinlandsprodukt bedeutet. Konsum ist etwas, das mit all dem getan werden kann, was produziert wurde (die andere Hauptaktivität ist Sparen/Investieren, was entgegen der scheinbar weit verbreiteten Ansicht in den USA nicht illegal ist). Zweitens machen die USA 25% der Weltwirtschaft aus, und nur etwa 15% ihrer Güter werden international gehandelt, so dass ihre Importe etwas mehr als 3% der gesamten Weltwirtschaft darstellen. Die verbleibenden 85% der US-amerikanischen Wirtschaft sind einheimische Produktion für lokalen Konsum wie beispielsweise alle Angestellten auf Bundes-, Staats- und kommunaler Ebene, die etwa 40% des gesamten BIP produzieren/konsumieren und die nirgendwo anders hingehen; oder Restaurants; oder das Gesundheitswesen. Der grösste Teil des internationalen Handels ist unvermeidlich, entweder, weil es keine Alternative gibt (Erdöl), oder weil es sich um unternehmensinterne Geschäfte handelt: IBM oder Caterpillar importieren im Ausland hergestellte Teile für Maschinen, die sie in den USA zusammenbauen. Sie können den Import dieser Teile nicht anhalten, ohne das gesamte Unternehmen zum Erliegen zu bringen. In der Vergangenheit hat sich der Einfluss einer Rezession in den USA auf den Welthandel als ziemlich klein herausgestellt. Der Grund dafür ist einfach: Eine Rezession in den USA bedeutet einen jährlichen Rückgang des US-amerikanischen BIP um, sagen wir, 1%. Dies führt dann zu einem Rückgang des weltweiten BIP in Höhe von 0,25%, das dadurch in diesem Jahr um, angenommen, 3,75% statt um 4% ansteigt. Dies scheint für einen Investor nicht so schrecklich zu sein.

Für die meisten weltweiten Unternehmen sind die Auswirkungen in Wirklichkeit sogar noch beschränkter, da nur sehr wenige ihr Geschäft auf die am meisten betroffenen Sektoren der US-Wirtschaft konzentrieren. Ein Grossteil des Handels der aufstrebenden

Schwellenländer findet beispielsweise mit anderen aufstrebenden Schwellenländern statt. Ausserdem haben die am schnellsten wachsenden Emerging Markets wie China, Russland oder Indien riesige interne Investitionsprogramme in Angriff genommen, um ihrer Bevölkerung die von ihr geforderten Kommunikationsverbindungen, Strassen und Wohnraum zu bieten. Dies wird in keiner Weise dadurch beeinflusst, was in den USA geschieht. China beispielsweise, das über mehr als eine Billion Dollar an Devisenreserven verfügt, könnte gut und gerne alle Exporte einstellen und sich auf den eigenen Aufbau konzentrieren, während es die nötigen Rohstoffimporte mit seinem riesigen angehäuften Überschuss bezahlen könnte. Schritt für Schritt passiert dies auch.

Das Makrobild ist in der Tat relativ einfach: Die USA haben über Jahre mehr konsumiert, als sie produziert haben, daher ihr Handelsdefizit. Dies entsprach dem Handelsüberschuss in vielen anderen Teilen der Welt. Die Chinesen (und die Schweizer!) beispielsweise haben viel mehr produziert, als sie konsumiert haben. Wie von politischen Entscheidungsträgern überall seit Jahren verlangt, bereinigt sich dieses permanente Ungleichgewicht nun von selbst. Das Problem ist, dass dies für die US-amerikanischen Bürger nicht wie die Bereinigung eines Ungleichgewichtes aussieht: Es sieht wie die Hölle aus, weil sie ihren Konsum einschränken, ihre enormen Schulden zahlen, und diese chinesischen und schweizerischen (und japanischen und französischen...) Produzenten mehr von dem geniessen lassen müssen, was sie herstellen. Noch schlimmer ist, dass die USA diesen Ausländern zum Ausgleich für den jahrelangen Mehrkonsum etwas Wertvolleres als auf Subprimes basierende Collateralized Debt Obligations (CDOs) und Aktien von Blackstone oder Carlyle Capital anbieten müssen, und dieses „Etwas“ geht auf Kosten ihres derzeitigen Konsums. Sie fühlen sich schrecklich, und das sieht man. Sie werden noch über Jahre hinweg von Rezession sprechen... Aber für den Rest der Welt wird es nicht danach aussehen. Es wird ziemlich nach einem normalen Verlauf der Dinge aussehen, mit den unvermeidlichen Schwankungen der Wirtschaft. Schliesslich haben sowohl Japan als auch Deutschland, die weltweit zweit- und drittgrössten Volkswirtschaften (zusammen so gross wie etwa zwei Drittel der US-amerikanischen Wirtschaft) einen Grossteil der vergangenen zehn Jahre damit verbracht, nur wenig zu wachsen, wenn überhaupt, und der Rest der Welt (insbesondere die USA) haben ziemlich gut abgeschnitten. Aber nur wenige Leute reden über den derzeitigen wirtschaftlichen Aufschwung in Deutschland, wo die Arbeitslosigkeit weiter sinkt (so wie in Frankreich). Während mehrerer kürzlicher Reisen nach Shanghai und Hongkong, auf denen wir mehr als 50 Unternehmen getroffen haben, hatten wir die Gelegenheit direkt von ihnen zu hören, wie wenig die meisten von ihnen von diesen „Makro“-Problemen betroffen sind.

Es bräuchte einen grossen Schock mit zwei charakteristischen Merkmalen, um das chronische Ungleichgewicht zu bereinigen: die Verweigerung von Krediten an den amerikanischen Konsumenten und den Fall des Dollars. Diese beiden Ereignisse würden die amerikanische Schuldnerposition erleichtern bis hin zur Position

eines ausgeglichenen Landes, das seine Importe mit entsprechenden Exporten kompensiert. Und genau das passiert zurzeit: Kreditgeber haben eingesehen, dass sie nicht kreditwürdigen Schuldnern Geld geliehen haben, und der US-Dollar sinkt gegenüber fast allen anderen Währungen.

Wenn ein bedeutender Teil der Welt langsamer oder überhaupt nicht wächst, dann wächst natürlich die Welt als ganzes langsamer. Aber was bedeutet all dies für einen Investor? Eigentlich nicht viel. Gute Unternehmen sind im Laufe der Zeit nicht ernsthaft von diesen Ereignissen betroffen. Erstens, weil der tatsächliche Einfluss gering bleibt: Wie wir bereits in einem früheren Newsletter erwähnt haben, liegt der Unterschied zwischen einem fantastischen und einem schrecklichen Jahr für die Weltwirtschaft in einem um etwa 2% geringeren Wachstum. Zweitens, weil gute Unternehmen sich anpassen, wenn die externen Bedingungen sich deutlich verändern. Die meisten sichern ihr Währungsrisiko ab, produzieren und verkaufen in vielen verschiedenen Ländern und richten ihre Produkte auf diejenigen Länder aus, in denen die Nachfrage am grössten ist. Im Laufe der Jahre werden Gewinne erzielt, wenn ein Unternehmen solid und gut geführt ist, unabhängig von der Wirtschaftsentwicklung. Um unsere vorangehenden Beispiele wieder aufzugreifen, sowohl IBM als auch Caterpillar haben viele Rezessionen in den USA und in anderen Teilen der Welt miterlebt, und sie erwirtschaften weiterhin Jahr für Jahr ausgezeichnete Resultate. Wann immer sie in Schwierigkeiten geraten sind, dann lag dies an unternehmensspezifischen strategischen oder operativen Problemen, nicht an „Makro“-Themen.

Für Anleger ist die Qualität der Unternehmen (deren zukünftige Gewinne) wichtig, in die sie investieren, und der Preis, den sie für sie bezahlen. Wenn man das Erste durch das Zweite teilt, dann erhält man die langfristige Profitabilität der Anlage. Hier hatten wir allerdings schlechte Nachrichten. Selbst nach all den Rückschlägen der vergangenen Monate ist der US-amerikanische Markt, dem die Rolle eines Leithammels nachgesagt wird, immer noch sehr teuer. Ob Sie es glauben oder nicht, der 2007 PE (KGV) liegt für die Gesamtheit aller Unternehmen des S&P 500 bei 18. Niemand erwartet, dass ihre Gewinne im Jahr 2008 im Durchschnitt stark ansteigen werden, sodass 18 auch der 2008 PE ist. Nun, bei einem PE von 18 zu kaufen, bedeutet eine lebenslange Rendite von 5%... es sei denn, die Gewinne steigen sehr schnell, oder man findet umgehend einen „noch grösseren Idioten“, der bereit ist, einen noch höheren Preis für die Aktien zu bezahlen.

Aber wir kaufen nicht zu solchen Preisen. Unser durchschnittlicher PE für das Jahr 2008 liegt bei etwa 7. Das bedeutet, vorausgesetzt dass unsere Gewinnprognose korrekt ist, dass wir als Inhaber der Unternehmen in diesem Jahr 15% verdienen werden, dies unabhängig von der Marktentwicklung. Sie können es glauben oder nicht, es liegt im Interesse derjenigen Leute, die im Laufe der Zeit mehr anlegen wollen, dass Aktien fallen und nicht steigen, genauso, wie es im Interesse eines Immobilienkäufers liegt, Schnäppchen zu finden und nicht zu Höchstpreisen zu kaufen.

Ein letzter „Makro“-Punkt, bevor wir uns detailliert mit unseren Anlagen befassen. Unsere Fonds werden grundsätzlich in Euro angegeben, obwohl wir auch Serien in US-Dollar und Schweizer Franken haben. Der Euro war eine Zeit lang die stärkste Währung der Welt (wobei sich der Schweizer Franken in letzter Zeit dagegen verbessert hat). Dies bedeutet, dass die Preise unserer auf den Weltmärkten gekauften Aktien, wenn man sie in Euro umrechnet, sogar noch niedriger aussehen als in ihrer eigenen Währung. Wir nehmen keine Wechselkursabsicherung vor, weil das eine sehr teure Sache ist, die im Laufe der Zeit Wert vernichtet. Aber natürlich wäre sie zeitweise von Nutzen (gut vergleichbar mit dem Kauf des richtigen Lottoscheins: Sehr profitabel, aber nur, wenn es sich um das richtige Los handelt). Die derzeitige Euro-Stärke wird irgendwann einmal abflauen, und dann wird unsere „Performance“ viel besser aussehen. Es spielt keine Rolle.

#### **Anmerkungen zu unseren wichtigsten Investitionen**

**Barratt Development** ist ein englisches Wohnungsbaununternehmen. Mit 18'000 im vergangenen Jahr gebauten und verkauften Eigenheimen ist es eines der grössten im Land. Man weiss sehr wohl, dass hauptsächlich zwei sich gegenseitig verstärkende Gründe für die Schwierigkeiten des Immobiliensektors in England verantwortlich sind: Die Preise von Wohnraum sind zu schnell gestiegen, wodurch er weniger erschwinglich geworden ist; und die derzeitigen Tumulte auf den Kreditmärkten machen es für die Menschen schwieriger, Hypotheken zu erhalten. Ohne Finanzierung können Wohnungsbaununternehmen nicht verkaufen, da nur wenige Menschen ihr Eigenheim in bar bezahlen können.

Selbstverständlich berücksichtigen wir diese Faktoren. Insbesondere beinhaltet unsere Bewertung einen Rückgang der verkauften Wohnungen um 20% im Jahr 2008 gegenüber 2007, was man bisher auch noch nie gesehen hat, sowie einen Preisrückgang um 5%, ein ebenso beispielloser Fall (wir wissen, dass die Preise für neue Wohnungen Ende März überhaupt nicht gefallen sind). Wir gehen ferner von einer sehr langsamen Volumenerholung und von unveränderten Preisen aus, was nach Inflation einem realen Rückgang um 3 bis 5% pro Jahr gleichkommt. Wir glauben, dass sich die Volumina erholen werden, weil es in Grossbritannien, anders als in den USA oder in einigen europäischen Märkten wie Irland oder Spanien, einen chronischen Wohnungsmangel gibt. Im vergangenen Jahr wurden lediglich 170'000 neue Wohnungen gebaut, wogegen der von der Regierung geschätzte Bedarf 250'000 Wohnungen beträgt (zum Vergleich: In Frankreich wurden, bei einer ähnlichen Marktgrösse, 400'000 Wohnungen gebaut und in Spanien 700'000).

Unter diesen Voraussetzungen glauben wir, dass Barratt im Jahr 2008 etwa 50 Cent pro Aktie verdienen sollte, 60 Cent im Jahr 2009 und 70 Cent im Jahr 2010. Bei einem Aktienpreis von 420 Cent bringt dies dem Anleger im Laufe der Zeit einen Nettogewinn von etwa 15%. Davon sind ein Grossteil Barmittel: Die voraussichtliche Dividendenrendite für das Jahr 2008 liegt bei über 8%, was

gut abgedeckt ist. Barratt ist sehr günstig geworden, weil das Unternehmen Wilson Bowden beim Markthöchststand gekauft und sich dafür verschuldet hat. In der Folge machen sich die Anleger Sorgen um das Unternehmen. Aber Wohnungsbauunternehmen haben keine kurzfristigen Liquiditätsprobleme. Sie haben grosse Landreserven, die sie schrumpfen lassen können, indem sie einfach eine Zeit lang nicht kaufen. Da die Grundstückspreise sinken (schlechte Nachrichten für Barratt, aber diese teuren Grundstücke zu kaufen war ein Fehler der Vergangenheit), kaufen Wohnungsbauunternehmen zurzeit keine Grundstücke, so dass sie über grosse liquide Mittel verfügen. Aufgrund dessen glauben wir nicht, dass das Unternehmen irgendwelche finanziellen Probleme haben wird. Irgendwelche Abschreibungen, falls es sie gibt, stellen einfach nur fest, dass das Unternehmen durch den Kauf von Wilson Wert vernichtet hat. Aber das lag in der Vergangenheit. Jetzt ist wichtig, was das Unternehmen in Zukunft verdienen wird, und was wir dafür zahlen müssen. Zu diesen Preisen halten wir es für ein gutes Geschäft. Etwa 2% des Classic- und des Alpha-Fonds sind in diesem Unternehmen angelegt.

#### Europäische Industrieunternehmen

Die starken Einbrüche der Aktienpreise im Januar haben es uns ermöglicht, einige sehr interessante Unternehmen zu ausgezeichneten Preisen zu kaufen. Eines davon war **Biesse**. Es handelt sich um den zweitgrössten Produzenten von Holzbearbeitungsmaschinen weltweit (der grösste ist **Homag**, in den wir auch investiert haben). Das Unternehmen hat seinen Sitz in Italien und wies für das Jahr 2007 einen Umsatz in Höhe von 466 Millionen Euro bei einem Gewinn in Höhe von 38,74 Millionen Euro aus. Wir haben das Unternehmen Anfang des vergangenen Jahres entdeckt und seine Fabrik in Pesaro besucht. Obwohl der Preis nicht ganz so günstig war, wie wir eigentlich möchten, haben wir einige Aktien gekauft, da es sich um eine wirklich interessante Geschichte handelte. Die Aktien wurden zu diesem Zeitpunkt zum Preis von 18 Euro gehandelt. Sie sind ziemlich schnell gestiegen, und im Mai, drei Monate später, haben wir zum Preis von 22 Euro verkauft: Die Argumentation war zwar hervorragend, aber wir hatten den Eindruck, dass wir woanders mehr Geld verdienen könnten. Im Januar 2008 stiessen wir bei einem unserer regelmässigen „Screens“ wieder auf das Unternehmen: Seine Aktien wurden zum Preis von 12 Euro gehandelt. Wir hatten eine lange Telefonkonferenz mit dem Management, in welchem wir überprüft haben, ob alles, was sie im Februar 2007 gesagt hatten, mehr oder weniger eingetreten ist. Die Argumentation ist unverändert geblieben. Wir haben zu diesen Preisen gekauft. Wir erwarten in diesem Jahr einen Gewinn pro Aktie in Höhe von 1,6 Euro, mit einem schönen Aufwärtstrend, der uns eine langfristige bereinigte Rendite in Höhe von 19% bescheren könnte. Für Homag, den Hauptkonkurrenten von Biesse, und für **KSB AG**, beide mit Sitz in Deutschland, sieht es ähnlich aus. Wir glauben, dass die Investoren ihre Aktien abgestossen haben, weil sie denken, dass die Produkte aufgrund der Rezession in den USA weltweit nicht verkauft werden. Aber das ist unsinnig: Diese Unternehmen verkaufen auf der ganzen Welt an sehr beständige Kunden. Von den vergangenen zehn Jahren war 2002 das schlechteste, am

Tiefpunkt der Rezession, als die Umsätze um 1% gesunken sind. Jedes andere der vergangenen fünfzehn Jahre wies ein Umsatzwachstum auf, im Durchschnitt seit 1991 2,7%. Im Augenblick macht keines dieser Unternehmen einen bedeutenden Anteil seines Umsatzes in den USA, und selbst wenn dies der Fall wäre, würde dieser nicht auf null sinken: Eine Rezession in den USA bedeutet nicht, dass das Land vom Meer verschluckt wird, es bedeutet, dass das BIP in einem Jahr unverändert bleibt oder leicht zurückgeht. Diese Unternehmen sind sehr stabil. Ein äusserst wichtiger Kunde von KSB, einem weltweiten Marktführer im Bereich Präzisionspumpen, ist etwa die Energieindustrie, die, wie wir weiter unten sehen werden, einen Boom erlebt. Einige Pumpen von KSB werden in Atomkraftwerken installiert, die ihre Pumpen regelmässig ersetzen müssen, und denen es gesetzlich vorgeschrieben wird, sie vom ursprünglichen Anbieter zu kaufen. Diese Gruppe von Unternehmen macht etwa 7% unseres Portfolios aus.

### Europäische Stahlhändler

Wir sind in drei europäische Stahlhändler investiert: **IMS**, **Kloeckner** und **Jacquet Metals**. Oberflächlich betrachtet kann man sie der gleichen Gruppe zuordnen, aber eigentlich handelt es sich um sehr unterschiedliche Unternehmen, die nicht in Konkurrenz zueinander stehen. IMS (International Metal Services) ist ein Unternehmen mit Sitz in Paris, das im Handel von Spezialstahl aktiv ist. Das Unternehmen ist grundsätzlich ein Grosshändler, der zwischen den Stahlproduzenten und der Vielzahl kleiner Unternehmen platziert ist, die Stahl für ihre Produkte benutzen (wie beispielsweise diejenigen, die im vorangehenden Absatz behandelt wurden). Das Unternehmen verfügt über Tausende von Kunden in ganz Europa, und eine typische Rechnung beläuft sich auf 2'000 Euro.

Dieses Geschäft ist nicht sehr kompliziert, es erfordert aber eine hervorragende Logistik und vor allem eine perfekte Lagerbewirtschaftung. Dank hoch entwickelter IT-Systeme hat IMS einen klaren Vorteil gegenüber seinen Konkurrenten, bei denen es sich in den meisten Fällen um einheimische „Tante-Emma“-Betriebe handelt. Tatsächlich befindet sich der gesamte Industriesektor in einem Prozess schrittweiser Umstrukturierung und Konzentration. IMS spielt dabei eine Schlüsselrolle und weist eine langfristige Wachstumsrate in der Höhe von 15% auf, wovon 6% organisch sind (durch Gewinn von Marktanteilen auf Kosten der Kleinen), und 9% auf Übernahmen kleinerer Unternehmen zurückzuführen sind, die in der Regel erfolgen, wenn der Gründer in den Ruhestand tritt. Daher ist die Wachstumsrate sehr attraktiv, selbst wenn der Gesamtmarkt lediglich um (sehr gleichmässige) 3% pro Jahr wächst. Wir erwarten, dass das Unternehmen in diesem Jahr fast 3,8 Euro pro Aktie verdienen wird, was uns voraussichtlich eine langfristige Rendite in Höhe von 19% bringen würde (die Aktien werden zum Preis von etwa 25 Euro gehandelt). Wir würden mehr Aktien dieses Unternehmens kaufen, wenn es etwas grösser wäre, aber wir wollen keine schwer zu liquidierenden Positionen in unseren Fonds haben. Wir haben uns wiederholt mit dem Management getroffen und sind von seiner hervorragenden Qualität und seiner Seriosität überzeugt. Kloeckner und Jacquet Metals sind in unterschiedlichen

Segmenten tätig, verfolgen jedoch einen ähnlichen Ansatz. Das erste, weitaus grössere Unternehmen handelt mit gewöhnlichem Stahl; das zweite weitaus kleinere Unternehmen hat sich auf Edelstahlplatten spezialisiert. Alle drei Unternehmen werden in diesem Jahr mehr Geld als erwartet verdienen, weil sie dank der schnell steigenden Stahlpreise einmalige Gewinne auf Warenbeständen machen. Wir verlassen uns nicht auf diese Gewinne, da sie nicht dauerhaft sind, aber sie sind nichtsdestoweniger willkommen. Diese drei Unternehmen machen etwas weniger als 6% unserer Classic und Alpha Fonds aus. Jacquet Metals hat gerade sein Endergebnis für das Jahr 2007 veröffentlicht. Sein PE liegt für dieses Jahr wie auch voraussichtlich für das Jahr 2008 bei unter 5.

#### Schiffbau

Wir haben etwa 4% unseres Portfolios in koreanische Werften angelegt. Letztes Jahr war es mehr, aber wir haben einige verkauft, da ihr Wert stark angestiegen war. Diese Unternehmen erwarten in den nächsten Jahren sehr gute Umsätze: Ihre Auftragsbücher sind für die nächsten drei oder vier Jahre voll, und sie haben ihre Preise erhöht. Leider steigen auch die Preise für Stahl und andere Kosten, so dass die Gewinnmargen wahrscheinlich etwas niedriger ausfallen werden, als wir erwartet hatten. Aber ein Unternehmen wie Hyundai Mipo Dockyard hat nach Bereinigung von gegenseitigen Kapitalbeteiligungen mit anderen Unternehmen der Hyundai Gruppe einen PE von 6,2 im 2008. Die Aktien wurden in den ersten Wochen des Jahres 2008 mit 30% Abschlag verramscht, aus keinem besonderen Grund ausser der allgemeinen Liquidation koreanischer Positionen durch ausländische Fonds. Wir hatten mehrere Male die Möglichkeit, den Geschäftsverlauf mit dem Management zu besprechen und sehen keine besonderen Probleme im Hinblick auf unsere Prognosen. Das Unternehmen erweitert eine Werft in Vietnam, wo die Kosten niedriger sind als in China, als Weg für Wachstum und Wettbewerbsfähigkeit in der Zukunft.

#### Erdölproduzenten

In einem Newsletter aus dem Jahr 2005 ([kann per Klick hier heruntergeladen werden](#)) haben wir argumentiert, dass die Schätzung des zukünftigen Erdölpreises nicht besonders schwierig war. Alles was wir dazu kennen mussten, war die zukünftige Nachfrage, das zukünftige Angebot und die Nachfrageelastizität abhängig vom Erdölpreis. Alle drei Zahlen sind innerhalb eines Fünf-Jahres-Horizontes relativ einfach vorherzusagen, da der Anstieg mit jährlich 1% bis 3% auf der Nachfrageseite relativ konstant ist. Das Angebot kann man sehr einfach in Erfahrung bringen: Die Erschließung eines neuen Erdölfeldes dauert über fünf Jahre, wir wissen also, wie viel Erdöl in den kommenden fünf Jahren zur Verfügung stehen wird (bestenfalls, da es Verzögerungen gibt). Die Elastizität der Nachfrage (um wie viel sie nachlässt, wenn der Preis steigt) wurde von vielen Agenturen berechnet. Man muss lediglich einen letzten Punkt hinzufügen, und zwar die Erschöpfung – d. h. um wie viel die Produktion jedes Jahr sinkt, weil einige der zurzeit produzierenden Felder versiegen – und dann hat man alle Elemente, um die Preise der kommenden fünf Jahre zu schätzen. Es handelt sich dabei natürlich um grobe Schätzungen: Der genaue Anstieg des

Angebots wird je nach Jahr variieren; nicht alle neuen Projekte werden in Betrieb genommen werden; die Nachfrageelastizität ist lediglich eine Schätzung; und es ist schwierig, die Erschöpfung zu berechnen, vor allem weil einige der wichtigsten Produzenten sie geheim halten. Unter Berücksichtigung vernünftiger Zahlen kamen wir zum Schluss, dass die Erdölpreise (auch wenn sie zu jenem Zeitpunkt die erstaunliche Höhe von 50 Dollar pro Barrel erreicht hatten) nicht sinken würden.

Wenn wir unsere Berechnungen jetzt wiederholen, kommen wir zu demselben Schluss: Es ist schwierig, sich ein Absinken der Preise vorzustellen, wenn die weltweite Nachfrage weiterhin steigt (auch wenn es in den USA eine Rezession gibt, kommen jeden Tag 1'000 neue Autos auf die Strassen Pekings), und das Angebot kann nicht Schritt halten. Tatsächlich lief die weltweite Produktion in den vergangenen Jahren auf Hochtouren, und es gab nur sehr wenige verbleibenden Kapazitätsreserven im System. Dies bedeutet, dass es nicht genügend Erdöl für alle gibt, und dass der Preis steigen muss, um einige Leute davon abzubringen, weiter Erdöl zu verbrennen, und um andere Leute davon zu überzeugen, dass die Suche nach Erdöl eine gute Idee ist. Es ist nur schwer vorstellbar, wie sich diese einfachen Fakten in absehbarer Zeit ändern sollen.

Kommentatoren haben seit Jahren gesagt, dass Erdöl aufgrund der „Fundamentaldaten“ überteuert sei, und dass die hohen Preise auf „Spekulation“ oder auf eine „Terrorprämie“ oder auf beides zusammen zurückzuführen seien. Nun, vielleicht ist dem so. Aber unserer Ansicht nach heissen die „Fundamentaldaten“ Angebot und Nachfrage, und die sind äusserst klar und einfach nachzuverfolgen. Erdöl steht bei über 100 Dollar, und sein langfristiger Trend, durchsetzt von einem gelegentlichen Auf und Ab, zeigt immer noch höher.

In einer solchen Situation sollte es einfach sein, durch die Investition in Erdölunternehmen Geld zu verdienen. Ist es nicht. Zunächst besitzen viele Erdölunternehmen gar nicht so viel Öl: Das, was sie jedes Jahr verkaufen, müssen sie durch das Finden neuer Quellen ersetzen. Diese sind schwer zu finden, und wenn man es schafft, ist ihr Abbau sehr viel teurer als früher. Wenn man noch den gestiegenen Anteil hinzufügt, den die lokalen Regierungen einbehalten, die letztendlich die Besitzer der Rohstoffe sind, dann ist es in der Folge möglich, dass Erdölunternehmen selbst bei diesen Preisen nur bescheidene Gewinne aufweisen.

Aus diesen Gründen investieren wir in Unternehmen, die nachweislich über bedeutende Reserven in stabilen Ländern verfügen, wie beispielsweise die kanadischen Ölsandproduzenten, oder in Unternehmen, die sehr aktiv an neuen Funden in attraktiven Regionen mit stabilen wirtschaftlichen Bedingungen arbeiten, wie beispielsweise der Offshoreproduktion vor der westafrikanischen Küste. Diese Erdöl- und Erdgasproduzenten bilden 9% des Classic und des Alpha Fonds. Sie machen 35% des Energy Fonds aus, wobei sie hier durch die Erdöl-Dienstleister sowie durch Kohleproduzenten ergänzt werden (siehe weiter unten).

### **Bohrunternehmen**

Für die Suche nach Erdöl und, hat man es einmal gefunden, seine Förderung, benötigt man Bohrlöcher in den Grund, entweder an Land oder am Meeresboden, die manchmal einige Tausend Meter tief sind. Dies wird normalerweise mit Hilfe von „Bohrtürmen“ getan, die sich im Besitz von spezialisierten Unternehmen befinden und von diesen betrieben und in mittel- bis langfristigen Leasingverträgen an Erdölunternehmen vermietet werden. Einige dieser Anlagen sind höchst beeindruckende Offshorestrukturen, deren Errichtung mehr als 700 Millionen Dollar kostet. Die Lieferzeit beträgt heute typischerweise etwa drei bis vier Jahre. Die Bohrtürme werden zu Tagesraten von bis zu 600'000 Dollar vermietet.

Wie in vielen anderen Geschäftsbereichen, in die wir investieren, sind die Aussichten ziemlich gut: Angesichts der in den vorangegangenen Absätzen dargelegten Notwendigkeit, neue Erdölquellen zu finden, kann man ohne Weiteres von einer in Zukunft kontinuierlich ansteigenden Nachfrage ausgehen. Das Angebot ist ebenso bekannt: Wir wissen, wie viele Anlagen es weltweit gibt, wie viele sich im Bau befinden und wie viele bestellt, aber noch nicht gebaut wurden. Wir können daher von der Tatsache ausgehen, dass es sich dabei um ein solides Geschäft handeln wird, ausser wenn die Menschheit das Interesse an Erdöl verliert. Die heutzutage hohen Preise sind natürlich ein Anreiz für höhere Kapazität, und im Gegensatz zum Erdöl selbst kann diese Kapazität auch gebaut werden, aber das wird einige Zeit dauern. Wir gehen bei der Bewertung dieser Unternehmen davon aus, dass es im Laufe der kommenden fünf Jahre zu einem schrittweisen Sinken der Preise kommt, während die Industrie mehr Kapazitäten haben wird. Dennoch, trotz der unter Umständen sinkenden Gewinnmargen, erwarten wir in dieser Periode Renditen, die bei weit über 15% liegen. Bohrunternehmen mit Sitz in Norwegen und in den USA machen etwa 9% unseres Classic und Alpha Fonds und 25% unseres Energy Fonds aus.

### **Seismikunternehmen**

Aus den oben erwähnten Gründen wird die Suche nach Erdöl immer teurer. Daher haben Erdölunternehmen ein grosses Interesse daran, so viel Unterstützung wie möglich zu erhalten, um die Anzahl „Fehlbohrungen“ zu verringern. Seismische Gutachten, die versuchen zu „zeigen“, was sich im Untergrund befindet, speziell in Offshoregebieten (dies sowohl im „Unter-“grund als auch unter Wasser), tragen zu einem besseren Verständnis bei, wo es Sinn macht, zu bohren, und wo sich wahrscheinlich der Aufwand nicht lohnt. Um einen Eindruck davon zu bekommen, wie wichtig die Vermeidung von Fehlbohrungen ist: Das einzige Bohrloch, das Petrobras als Test für seine riesigen Erdölfunde vor der brasilianischen Küste gebohrt hat, kostete 280 Millionen Dollar.

Seismikunternehmen statten Schiffe mit hochspezialisierten Geräten aus, die dann über das zu analysierende Gebiet gezogen werden. Sie geben Geräusche ab, die reflektiert und von Sensoren aufgefangen werden, und bieten so eine Art „innerer Scan“ dessen,

was sich unterhalb des Wassers unter dem Meeresboden befindet. In letzter Zeit wurde Ultraschall mit elektromagnetischen Signalen ergänzt, die dabei helfen, eine genauere Darstellung der Schichten zu gewinnen.

Es handelt sich hier um komplexe Technologien, die spezielle Schiffe und Geräte erfordern, ebenso wie Rechenleistung von Computern zur Verarbeitung der auf hoher See gesammelten Daten. Die Ergebnisse werden an alle Unternehmen verkauft, die ein Interesse haben, sich um Lizenzen in diesem Gebiet zu bewerben, und die „wissen“ müssen, wie vielversprechend es ist; oder sie werden exklusiv an ein Unternehmen verkauft, das bereits im Besitz der Lizenz ist. Im letzteren Fall ist die Studie eine Auftragsarbeit, und für das Seismikunternehmen besteht keinerlei Risiko.

Es gibt zurzeit eine enorme Nachfrage nach den Dienstleistungen dieser Unternehmen, und ihre Tarife (und Gewinne) sind dementsprechend hoch. Wie üblich kann das Angebot nicht mithalten: Die Lieferung neuer Schiffe nimmt viel Zeit in Anspruch, die Geräte sind hochspezialisiert, und erfahrene Mitarbeiter sind rar. Der Markt befürchtet ein Abflachen der Gewinne, da er immer noch unter dem Schock des kompletten Zusammenbruchs der Nachfrage steht, den es vor 10 Jahren gab. Damals sank der Erdölpreis auf 10 Dollar pro Barrel, und sämtliche Unternehmen stoppten jegliche Exploration. Aber wie bereits weiter oben erörtert, wird sich dies nicht wiederholen, und wir glauben, dass es während vieler Jahre solide Gewinne geben wird: Was mit niedrigeren Gewinnmargen verloren geht, wenn Konkurrenzunternehmen auf den Markt kommen, wird durch Volumen wieder aufgeholt werden. Zurzeit haben diese Unternehmen (**Wavefield, TGS, PGS, Seabird...**) PEs, die bei etwa 8 liegen, und Wachstumsraten von jährlich über 20%. Ihre Sitze liegen in Norwegen, und sie haben ihre Erfahrungen mit den Erdölfeldern in der Nordsee gesammelt. Wir hatten bereits mehrere Male die Gelegenheit, sie zu besuchen.

### **Bergbauunternehmen**

Bergbauunternehmen als Gesamtes stellen die wichtigste Position im Classic Fonds dar und machen mehr als 15% aus. Wie wir darlegen werden, ist es vielleicht keine so gute Idee, sie als homogene Gruppe zu betrachten, aber das entspricht eben der Klassifizierung. Bergbau ist auch der Kern unseres speziellen Mining Fonds.

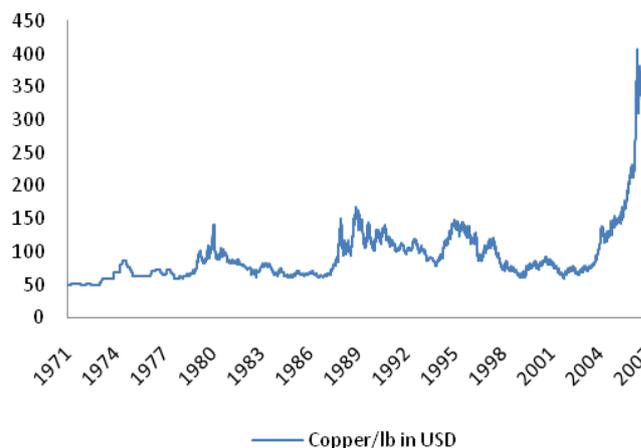
Die Bewertung eines produzierenden Bergbauunternehmens ist nicht besonders schwierig: Im Allgemeinen lassen sich die Reserven ziemlich genau ermitteln, und da es sich beim Produkt um einen Rohstoff handelt, gibt es keinen Zweifel, dass es zu Marktpreisen verkauft werden wird. Der einzige wirkliche Unsicherheitsfaktor, abgesehen von möglicherweise auftretenden technischen Problemen, ist der zukünftige Rohstoffpreis. Da Bergwerke eine durchschnittliche Lebensdauer von zehn bis zwanzig Jahren haben, benötigt man sehr langfristige Prognosen, um zu einer vernünftigen Bewertung zu gelangen.

Ist eine so langfristige Prognose möglich? Sicher nicht, wenn man sich die Aktienpreise von Bergbauunternehmen ansieht: Sie können innerhalb weniger Wochen um mehr als 20% steigen oder fallen. Jedoch ändern sich die Preise der Rohstoffe selber nicht so sehr. Was geht da vor sich?

Unserer Ansicht nach passiert hier etwas Ähnliches wie im Falle der Erdölunternehmen. Die Märkte haben scheinbar keine klare Vorstellung davon, wie sie Bergbauunternehmen bewerten sollen und werden von spekulativen Impulsen sowohl nach oben wie nach unten getrieben. Aber wie im Falle von Erdöl ist es gar nicht so schwierig, einen vernünftigen langfristigen Rohstoffpreis zu herauszufinden. Sehen wir uns einmal das Kupfer an.

Historisch sind die Kupferpreise in den siebziger Jahren explodiert, um dann eine lange Schwächephase durchzumachen, die fast 30 Jahre lang dauerte. Vor einigen Jahren begannen sie wieder zu steigen und sind nun, mit Aufwärts- und Abwärtsbewegungen, in der Nähe historischer Höchststände (siehe Abbildung 6).

**Abbildung 6**  
Entwicklung der Kupferpreise



Im Laufe der vergangenen Jahre sind Analysten und Kommentatoren davon ausgegangen, dass die hohen Preise lediglich ein irgendwie „spekulativ“ verursachtes, vorübergehendes Phänomen waren, und gingen wie selbstverständlich davon aus, dass die Preise auf eine Art „historischen Durchschnittswert“ von etwas weniger als 1 Dollar/lb zurückkehren würden. Folglich haben sie Kupfer produzierende Unternehmen nicht empfohlen, weil sie deren hohe Gewinne als lediglich vorübergehend einschätzten. Sie haben sogar viele Kupfer produzierende Unternehmen (die zwanzig schreckliche Jahre durchgemacht hatten!) davon überzeugt, die erstaunlich hohen Preise (1,5 Dollar/lb!) zur Absicherung ihrer Produktion für die darauffolgenden Jahre zu diesem Preisniveau zu nutzen. Phelps Dodge, damals der grösste Kupferproduzent in den USA, hat dies getan.

Doch die Kupferpreise wollten nicht sinken. Dies hatte einen seltsamen Effekt für die Unternehmen zur Folge, die ihre Verkäufe ab-

gesichert hatten: Als die Spotpreise über die vereinbarten Preise stiegen, mussten sie einen buchhalterischen Verlust in Kauf nehmen. Phelps Dodge schaffte es also, zu einem Zeitpunkt Geld zu verlieren, als die Kupferpreise über jedermanns Erwartung hinaus gestiegen waren. Das Unternehmen wurde schliesslich von Freeport McMoran gekauft, dem derzeit weltweit grössten Kupferproduzenten.

Unternehmen, die keine Absicherungsgeschäfte getätigt hatten, fingen nun natürlich an, in beträchtlichem Ausmass Geld zu verdienen, gerade solche mit relativ hohen Kosten. Nehmen wir ein Unternehmen wie beispielsweise Quadra Mining, in das wir investiert sind. Es hat Produktionskosten in Höhe von etwa 1,5 Dollar/lb. Beträgt der Verkaufspreis 2 Dollar, verdienen sie kaum Geld. Liegt er bei 3 Dollar, verdienen sie 1,5 Dollar pro Pfund. Multipliziert mit 130 Million Pfund, ihrer jährlichen Produktionsmenge, ist das ein Gewinn von 195 Millionen Dollar vor Abschreibungen und Steuern. Bei einem Preis von 3,5 Dollar (16% mehr) steigt ihr EBITDA auf 260 Millionen Dollar, also 33% mehr.

Erneut weigerten sich die Analysten und Kommentatoren zu glauben, dass die Preise hoch bleiben würden, so dass die Aktien weiterhin zu relativ niedrigen Preisen gehandelt wurden. Wir haben einen anderen Weg eingeschlagen: Wir haben uns gefragt, wie der langfristige Kupferpreis fundamental aussehen würde.

Langfristig muss jeder Preis im Allgemeinen so sein, dass es profitabel ist, dieses Gut zu produzieren, allerdings nicht zu profitabel. Wenn die Produktion nicht profitabel ist, wird das Gut nicht mehr produziert werden, und die Preise werden aufgrund des knappen Angebots steigen. Wenn die Produktion zu profitabel ist, beginnen immer mehr Unternehmen damit, zu produzieren, und der Preis wird sinken. Es gibt natürlich besondere Umstände, in denen es nicht so leicht zu einem Wettbewerb kommt (versuchen Sie einmal, Betriebssysteme für PCs in Konkurrenz zu Microsoft zu verkaufen, oder ein Medikament, für das jemand anderes ein Patent hat), aber im Fall von Rohstoffen kann Wettbewerb zustande kommen. Um den zukünftigen Kupferpreis zu kennen, müssen wir wissen, welcher Preis einen „angemessenen“ Gewinn für den „marginalen (grenzwertigen) Produzenten“ einbringen würde, d.h. den Produzenten mit den höchsten Kosten, da dieser die Produktion als erster einstellt, wenn der Preis zu niedrig ist, und der erste ist, der mit der Produktion beginnt, wenn der Preis zu hoch ist.

Vereinfacht gesagt, hat ein Kupferproduzent zwei unterschiedliche Kostenblöcke: Kapitalkosten („capital expenditure“ oder „Capex“) und Betriebskosten („operational expenses“ oder „Opex“). Capex ist die Summe, die zum Bau des Bergwerkes und aller dazugehörigen Einrichtungen notwendig ist. Hierzu gehören die Verarbeitungsanlage und oft auch Generatoren, Strassen (oder selbst Eisenbahnverbindungen), usw. In vielen Fällen befinden sich Bergwerke weit entfernt von allem, und die gesamte Transportinfrastruktur muss bereitgestellt werden. Bei Opex handelt es sich natürlich um die laufenden Kosten für Abbau und Verarbeitung des

Rohstoffes sowie für den Transport zum Endverarbeiter (dem „Hüttenwerk“), der eigentlich das Kupfer herstellt. Einige Bergwerke stellen ihr eigenes Endprodukt her, aber oft verkaufen sie einfach nur das Zwischenprodukt (das „Konzentrat“) an das Hüttenwerk, das sich am anderen Ende der Welt befinden kann.

Offenkundig sind Capex und Opex je nach Bergwerk sehr unterschiedlich. Man kann aber ungefähre mögliche Allgemeinwerte festhalten. Heutzutage ist es nahezu unmöglich, ein produzierendes Bergwerk für weniger als den Gegenwert von 5 Dollar pro Pfund Jahresproduktion zu errichten. Das heisst, dass das Erstellen eines Bergwerkes, das in der Lage ist, jährlich 100 Millionen Pfund Kupfer zu produzieren, 500 Millionen Dollar kosten würde. Ein solches Bergwerk hat in der Regel eine mögliche Lebensdauer von 15 Jahren.

Auch Opex kann sehr verschieden sein und hängt stark von den Nebenerzeugnissen ab. Kupferbergwerke produzieren normalerweise auch andere Metalle wie beispielsweise Gold, Silber, Kobalt oder Molybdän in kleinen Mengen. Diese Metalle sind sehr wertvoll und tragen zur Senkung der Betriebskosten bei, weil sie als „Minuskosten“ gelten. Einige Kupferbergwerke produzieren sogar so viele Nebenerzeugnisse, dass ihre Kosten bei null liegen oder sogar negativ sind. Das sind dann aber Ausnahmen. Eine durchschnittliche Kupfermine hat Kosten in Höhe von 1 Dollar bis 1,5 Dollar/lb.

Welcher Kupferpreis würde nun eine „angemessene“ Rendite einbringen? Er muss sicherlich über Opex liegen, so dass 1,5 Dollar das absolute Minimum zu sein scheint, und das ist der Preis, mit dem sich viele Analysten derzeit zufriedengeben. Aber das ist unsinnig: Niemand eröffnet ein Bergwerk und gibt dafür 500 Millionen Dollar aus, um lediglich die direkten Produktionskosten zu erwirtschaften, und ohne aus den 500 Millionen Dollar Gewinne zu erzielen. Jedes Jahr werden Bergwerke erschöpft, und die Nachfrage steigt, so dass jedes Jahr neue Bergwerke eröffnet werden müssen. Wenn der Kupferpreis nach Opex keine Gewinnmarge bietet, welche die Investition rechtfertigen würde, dann wird sie nicht gemacht.

Die nächste Frage ist, wie hoch diese Gewinnmarge sein muss, um die Investition zu rechtfertigen. Unterschiedene Investoren mögen unterschiedliche Erwartungen haben, aber wir fragen unsere Leser, welche Rendite sie von einer Investition erwarten würden, in die sie Geld bar einzahlen, mindestens fünf Jahre lang warten (solange braucht es für die Errichtung des Bergwerks) und danach erst, wenn alles nach Plan läuft, beginnen, fünfzehn Jahre lang Gewinne zu machen. Diese Gewinne werden natürlich vom Kupferpreis der nächsten zwanzig Jahre abhängen, von dem die meisten Analysten Ihnen entweder sagen werden, dass er sehr niedrig sein wird, oder, dass es völlig unmöglich ist, ihn im Voraus zu schätzen. Am Ende bleibt nichts anderes übrig als die Schlusskosten für die Aufräumarbeiten auf dem Gelände. Das Bergwerk könnte sich übrigens in Guatemala, Ecuador oder in der Demokrati-

schen Republik Kongo befinden und ständig von verschiedenen Globalisierungsgegnern und Umweltschutzorganisationen angefochten werden, so dass die meisten Genehmigungen zunächst verweigert und erst nach langwierigen Revisionsprozessen erteilt werden. Noch ein weiterer Punkt: Wenn Sie Glück haben, und der Kupferpreis mehr steigt als erwartet, dann können Sie sicher sein, dass die Regierung vor Ort Ihre Steuern und Abgaben unverzüglich erhöhen wird.

Wenn wir Investoren wirklich fragen, wie viel sie von so einer Investition verlangen würden, dann erhalten wir eine einhellige Antwort: Schweigen. Niemand scheint Interesse an solch einem Geschäft zu haben, zu welchem Preis auch immer. Zum Glück sind Bergbauunternehmer an diese abschreckenden Bedingungen gewöhnt, aber sie müssen trotzdem Investorengelder finden. Wir behaupten, dass nur wenige Menschen bereitwillig in ein derartiges Modell investieren würden, wenn die Nettorendite des Projektes (IRR, Investment Return Ratio) nicht bei mindestens 20% liegt.

Um eine Rendite von 20% auf etwas zu erhalten, das erst nach fünf Jahren Geld einbringt und lediglich eine Lebensdauer von fünfzehn Jahren hat, benötigt man während dieser fünfzehn Jahre einen jährlichen Gewinn in Höhe von etwa 160 Millionen Dollar, wenn die Anfangsinvestition bei 500 Millionen Dollar liegt. Dies bedeutet 1,6 Dollar pro jährlich produziertem Pfund (sie erinnern sich daran, dass unser Bergwerk jährlich 100 Millionen Pfund produziert). Um ihre 20% Rendite zu erzielen, bräuchten die Investoren dieses hypothetischen Bergwerkes folglich einen stabilen Kupferpreis in Höhe von 3,1 Dollar/lb über den Zeitraum des gesamten Projektes, da dies die 1,5 Dollar Opex abdecken und die benötigte Gewinnmarge übrig lassen würde.

Die Zahlen, die wir in diesem Beispiel zugrunde gelegt haben, sind hypothetisch, aber nicht willkürlich: Man kann sie in vielen realen in Betracht stehenden Projekten finden. Einige der neuesten zur Diskussion stehenden Projekte haben sogar noch höhere Kapitalkosten, und die Kosten explodieren insgesamt, Capex wie Opex. Hinzu kommen noch die sehr schwierigen Verhandlungen mit Umweltaktivisten und die ständig steigenden Abgabeforderungen der Gastregierungen, was alles direkt zulasten der Gewinne geht, und es ist nur äusserst schwer vorstellbar, wie die Welt weiterhin mit Kupfer versorgt werden soll, wenn die Preise unter 3 Dollar/lb fallen. Für unsere Unternehmensbewertungen gehen wir von einem Preis von 2,8 Dollar/lb aus und wir wissen, dass das wahrscheinlich eine sehr konservative Schätzung ist: Die Preise liegen derzeit bei fast 4 Dollar/lb, und genauso wie beim Erdöl wissen wir von keinen wirklich grossen Projekten, die in Betrieb genommen werden und die Balance zwischen Angebot und Nachfrage umkippen würden. Es ist eher das Gegenteil der Fall: Aus allen möglichen Gründen, von Energieknappheit über Arbeitsunruhen bis zum Fehlen wichtiger Ersatzteile, haben Unternehmen ernsthafte Probleme damit die Produktion in Gang zu halten, geschweige denn sie zu erhöhen.

Bevor wir fortfahren, muss noch eine Frage beantwortet werden: Wenn 3 Dollar/lb wahrscheinlich der Minimalpreis für Kupfer in der Zukunft sein wird, warum war er dann für so lange Zeit so niedrig? Aus einer Reihe wirtschaftlicher, strategischer und technologischer Gründe haben Bergbauunternehmen in den frühen siebziger Jahren wie wild überinvestiert. Wenn es in bereits errichteten Bergwerken Überkapazitäten gibt, dann sind Unternehmen, die unbedingt einen Cashflow brauchen, dazu bereit, ihren Preis unter die Vollkosten zu senken, solange er über Opex liegt. Aber diese Überkapazitäten sind jetzt verschwunden: Viele grosse Minen sind erschöpft, und die Nachfrage ist im Laufe der Jahre mit einer ziemlich gleichmässigen Wachstumsrate angestiegen. Die Lage hat sich verändert, und angesichts des Mangels an Grossprojekten, die sich in Entwicklung befinden, wird es lange Zeit dauern, bis wir erneut Überkapazitäten sehen werden.

Zu dieser Situation könnte es übrigens kommen. Wenn viele Bergwerke eröffnet werden, weil der Kupferpreis dies zu rechtfertigen scheint, ist es vorstellbar, dass die Industrie plötzlich mehr Produktionskapazitäten hat, als Nachfrage vorhanden ist. In diesem Fall würden sich die Preise schnell den direkten Produktionskosten des Produzenten, der die höchsten Kosten hat, annähern, und keiner würde seine angestrebte Rendite in Höhe von 20% erreichen. Es müssen jedoch jedes Jahr neue Bergwerke eröffnet werden, da alte stillgelegt werden. Die Anpassung verlief also relativ schnell: Wenn ein paar Jahre lang keine neuen Bergwerke eröffnet würden, dann würde dies die hypothetischen Überkapazitäten sofort absorbieren. Dieser Prozess geht nicht unverzüglich vor sich, und aus diesem Grund brauchen die Schwankungen des Kupferpreises ein paar Jahre zur Anpassung. Investoren können sicher sein, dass sich der Kupferpreis langfristig in der Nähe desjenigen befinden wird, der aus unserer Analyse hervorgegangen ist.

Die Leser werden vielleicht bemerkt haben, dass wir den Preis eines der wichtigsten Rohstoffe ohne die geringste Erwähnung US-amerikanischer Rezessionen, chinesischer Exporte, Aktivitäten von Hedgefonds und anderer ablenkender Elemente erörtert haben. Wie unser kleines Beispiel gezeigt hat, benötigt man für die Bereitstellung neuen Angebotes zwischen fünf und zehn Jahren, und Investitionsentscheidungen müssen mit einem Zeithorizont von 20 bis 30 Jahren getroffen werden. Was auch immer im nächsten Jahr mit der US-amerikanischen Wirtschaft passieren wird, es ist völlig irrelevant für die Bestimmung des Wertes von Kupferproduzenten, deren Bergwerke eine Lebensdauer von mehr als fünfzehn Jahren haben. Es sei denn, die Menschheit findet einen Weg, ohne Elektrizität zu funktionieren, ansonsten wird Kupfer weiterhin begehrt sein, solange es abgebaut werden kann.

Wir haben eine ähnliche Analyse für andere Rohstoffe durchgeführt. Wie zu erwarten war, sind wir dabei zu unterschiedlichen Ergebnissen gelangt. Bei einigen Rohstoffen, wie beispielsweise Zink, scheint ein ausreichendes Angebot vorzuliegen, und die Preise sind ziemlich niedrig, was jenen Produzenten, die hohe Kosten haben, das Leben sehr schwer macht und sie wahrscheinlich aus

der Industrie verdrängt. Auf jeden Fall gibt es derzeit keinen Produzenten mit hohen Kosten, der ein Bergwerk eröffnet. Die Lage anderer Metalle, wie beispielsweise Nickel, ist so, dass viele Produzenten gegenwärtig sehr profitabel sind, weil sich neue bevorstehende Grossprojekte erheblich verzögern und über dem Budget liegen. Wiederum andere Rohstoffe boomen aufgrund ernsthafter Probleme auf der Angebotsseite: Australische Kohle muss über eine Reihe von Häfen, deren Kapazität völlig erschöpft ist, nach China exportiert werden. Selbst wenn es also genug Bergwerke geben würde (was bislang nicht der Fall ist, obwohl sich dies in ein paar Jahren ändern wird), könnten sie die Kohle nicht verschiffen. Die tatsächlich verfrachtete Kohle erzielt sehr hohe Preise: Der Preis für Koks-kohle, die zur Stahlherstellung verwendet wird, hat sich in den vergangenen zwölf Monaten verdreifacht.

Wir müssen uns ständig Kommentare anhören, die den Anstieg der Rohstoffpreise auf „Hedgefonds“ und „Spekulanten“ zurückführen. Dies ist nicht überraschend: Selbst vor dem Crash im Jahr 1929 gab man namenlosen Spekulanten routinemässig die Schuld an was auch immer der Presse nicht gefiel, ob es nun der steigende Erdölpreis oder die fallenden Aktienpreise waren (diese schlimmen Baisse-Spekulanten!). Da ist es interessant festzuhalten, dass die Preise derjenigen Rohstoffe, die Spekulanten mangels Existenz von Terminmärkten gar nicht kaufen können, wie beispielsweise Eisen oder Kohle, stärker gestiegen sind als die Preise von Rohstoffen, mit denen man spekulative Spiele treiben kann. Anders als Aktien werden Rohstoffe auch tatsächlich konsumiert. Man kann natürlich mit dem Kauf und Verkauf von Rohstofftermingeschäften spekulative Spiele machen. Aber Kupfer wird jeden Tag gebraucht, Weizen gegessen, Erdöl raffiniert und verbrannt. Das ist Realität und keine spekulative Tätigkeit. Die derzeitigen Preise sind einfach diejenigen, die zum Ausgleich von Angebot und Nachfrage nötig sind. Die Tatsache, dass der physische Bestand vieler Rohstoffe sich auf einem historischen Tiefststand befindet, zeigt, inwiefern die hohen Preise einfach nur die hohe Nachfrage reflektieren.

Kurz und gut, wir machen keine „Rohstoffwette“, sondern wir suchen einfach nach grundlegend unterbewerteten Unternehmen, ob sie nun Erdöl, Kupfer oder Holzbearbeitungsmaschinen oder Lebensversicherungen anbieten. Zum gegenwärtigen Zeitpunkt machen wir bei vielen Metall produzierenden Unternehmen ein enormes Wertpotential ausfindig.

### **Finanzsektor**

Neben Bergbauunternehmen halten wir eine grosse Position Finanzdienstleistungsunternehmen. Sie machen etwa 14% des Classic und des Alpha Fonds aus. Bevor wir sie erörtern, müssen wir zunächst eine Unterscheidung zwischen Banken und Versicherungen machen. Als im vergangenen Sommer der grosse Ausverkauf der Finanzunternehmen begann, haben wir Banken gekauft, die wir als übertrieben diskontiert beurteilt haben. Wir haben sie kurze Zeit später mit (relativ niedrigem) Verlust verkauft, weil wir zu der Ansicht gekommen waren, dass Banken, anders als Versicherungsunternehmen (siehe auch weiter unten) sich nicht nur einer

kurzfristigen Krise sondern einer langfristigen Verschlechterung ihres Geschäftsmodells ausgesetzt sehen.

Auf den ersten Seiten dieses Newsletters betonen wir, dass die US-amerikanische Rezession alleine keine allzu negativen Auswirkungen auf die Gewinne eines Unternehmens haben muss. Es gibt jedoch einige Ausnahmen, und der Bankensektor ist eine davon. Während einer Rezession steigen die schlechten Kredite stark an, normalerweise auf ein Vielfaches des „durchschnittlichen“ Anteils. Banken sind konstruktionsbedingt stark fremdfinanzierte Gebilde. Dies bedeutet, dass bei einer Zunahme der faulen Kredite von 0,8% auf 4% (was während einer Rezession völlig normal ist) die Gewinne der Banken um mehr als 40% zurückgehen und mehrere Jahre auf einem niedrigen Niveau bleiben können. Dies würde an sich nach einem sehr viel niedrigeren Einstiegspreis rufen als üblicherweise: Was wie ein PE (KGV) in Höhe von 7 aussieht, kann in Wirklichkeit ein zukünftiger PE in Höhe von 11 sein und für einige Zeit dort verharren.

Das geschieht mit Banken in jeder Rezession. Die derzeitige wirtschaftliche Schwäche in einigen Märkten konzentriert sich jedoch geradezu im Bankensektor: Hohe Abschreibungen schlechter Investitionen sorgen für hohe kurzfristige Verluste weit über die typischen faulen Kredite einer normalen Rezession hinaus. Wenn eine Bank Verluste in Höhe ihres Jahresgewinns erleiden würde, dann würde dies ihren PE um einen Punkt anheben (von 11 auf 12 in unserem vorherigen Beispiel). Schlimmer noch, wenn es sich um bedeutende Verluste handelt, so muss die Bank neues Kapital emittieren, um ihre Zahlungsfähigkeit zu stützen. Dies hat in der Regel eine Verwässerung für die aktuellen Aktionäre zur Folge, was wiederum den PE um, sagen wir, einen weiteren Punkt drückt. Wir sind nun bei einem Stand von 13. Letztlich werden einige Banken, deren Geschäft in hohem Masse auf „Wholesale Funding“ beruht hat, in Zukunft wahrscheinlich mehr bezahlen müssen (und daher niedrigere Gewinnmargen erzielen), und viele Geschäfte wie beispielsweise die Verbriefung von Krediten werden viel Zeit benötigen, um wieder auf ihr vorheriges Niveau zurückzukehren.

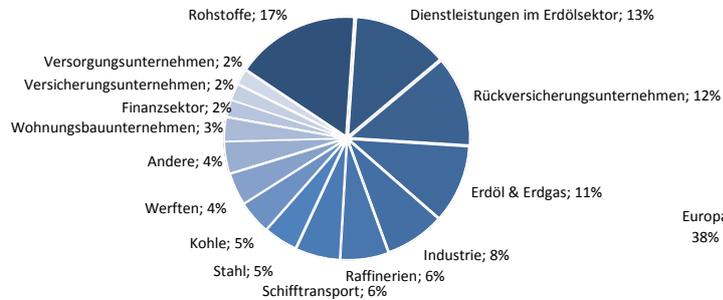
All dies führt dazu, dass Banken in Zukunft weniger attraktiv sein werden, als ihre Bewertungen in der Vergangenheit nahe legen würden. Das macht sie noch nicht zu einer schlechten Anlage: Ein solides Geschäft mit einem PE von 13 (schlimmstenfalls) auf seinem Tiefststand ist wahrscheinlich eine bessere Anlage als der Markt im Allgemeinen. Sie ist aber nicht gut genug für unseren Fonds.

Versicherungen dagegen haben diese Probleme nicht. Viele der Aktien in diesem Sektor sind stark gefallen, meistens aufgrund von befürchteten schlechten Investitionen. Einige Unternehmen, wenn auch keineswegs alle, haben in der Tat einige schlechte Investitionen getätigt. Es handelt sich dabei jedoch um wirklich einmalige Ereignisse: Der Zyklus des Versicherungssektors ist nicht wirklich von Rezessionen betroffen, und die derzeitigen Finanzierungsprobleme sind in Wirklichkeit eine Gelegenheit für diese stark liquiden Unternehmen und nicht so sehr eine Quelle von Problemen. Wir

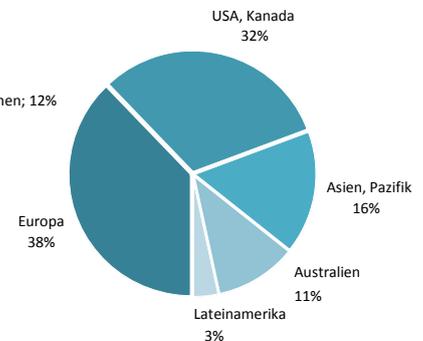
können solche Versicherungen zu einem in etwa gleichen PE wie Banken kaufen, jedoch ohne die Probleme, welche Letztere mit sich bringen. Wir glauben folglich, dass die *zukünftigen* PEs unserer Versicherungs- und Rückversicherungsunternehmen in der Tat zwischen 6 und 8 liegen werden, bei relativ guter Voraussicht. Wir negieren natürlich die Möglichkeit nicht im Voraus, dass wir einige Banken zurückkaufen werden, wenn ihre Preise noch mehr fallen, und sie dadurch attraktiv werden. Wie wir bereits gesagt haben, machen wir uns keine Sorgen um die zukünftige Qualität ihres Geschäftsmodells (zumindest in vielen Fällen), sondern um die Ermittlung eines realistischen Gewinnniveaus für die nächsten vier bis fünf Jahre.

Dies sind einige unserer wichtigsten Anlagen. Sie sind nach Industrie und Sektor diversifiziert, wie aus den Abbildungen 7 und 8 ersichtlich wird. Es besteht natürlich ein Hang zu den Sektoren, die tatsächlich Geld benötigen, da sie tendenziell ihre Investoren besser bezahlen. Wir landen auch bei missverstandenen, zyklischen Unternehmen, wo allzu simple Annahmen den Markt dazu verleiten können, die Aktien unterzubewerten. Aber wir kaufen keine „Themen“ und beschäftigen uns nicht mit „Asset Allocation“. Wir analysieren jedes Unternehmen aufgrund seiner eigenen Leistungen und versuchen, die seine zukünftige Profitabilität bestimmenden Faktoren zu verstehen. Allerdings, wenn die Welt aufhören würde Erdöl und Kupfer oder Schiffe zu benutzen, und wenn sie ihre Risiken nicht mehr versichern würde, dann würde unser Portfolio in Mitleidenschaft gezogen. Wir können uns allerdings kein Szenario vorstellen, mit Ausnahme eines kompletten Zusammenbruchs der Weltwirtschaft, in dem dies geschehen würde. Ausserdem können wir uns, sollte es soweit kommen, nicht viele Anlagen vorstellen, die dann gut abschneiden würden.

**Abbildung 7**  
Aufgliederung nach Industriesektor



**Abbildung 8**  
Geografische Aufgliederung



Die derzeitigen Marktturbulenzen haben ihren Ursprung eindeutig in den USA und ein starkes Epizentrum im Finanzsektor. Da die USA die Finanzmedien dominieren, überrascht es nicht, dass die Nachrichten durchweg alarmierend sind. Die Tatsache, dass der US-amerikanische Markt teuer ist, hilft auch nicht gerade: er verdient seinen Rückgang. Aber das ist nicht die ganze Geschichte, und nicht einmal das Interessanteste an ihr. Investoren tun gut daran, eigenständig zu denken, die Ruhe zu bewahren und zu versuchen zu wissen, was sie tun. Es mag vorsichtig erscheinen, bei diesen gedrückten Kursen zu verkaufen ("in solchen Zeiten gehen wir gerne auf Nummer sicher und halten viel Liquidität"), aber auf diese Weise verkaufen sie einfach nur zu einem niedrigen Preis und verpassen zukünftige Gewinne (schliesslich werden sie teuer kaufen). Das ist nicht der Weg zu hervorragenden Renditen auf lange Frist.

#### Neu bei SIA

Die wichtigste Nachricht des vergangenen Quartals ist, dass unser Team nun vollständig dasteht. Eine Reihe neuer Kandidaten, mit denen wir Ende vergangenen Jahres verhandelten, sind nun zu unserem Team gestossen. Wir haben grosse Anstrengungen unternommen und ein erstklassiges Analyseteam aufgebaut, um so zu gewährleisten, dass wir unsere Investitionen mit der grösstmöglichen Aufmerksamkeit analysieren und verfolgen können. Mit Ausnahme einiger weniger neuer Mitarbeiter erwarten wir nun keinen weiteren grossen Zuwachs.

Dies sind die neuen Mitarbeiter:

**Xavier Brun**, Junior Equity Analyst  
Strategic Investment Advisors (España), SA

Xavier Brun wurde in Barcelona geboren und hat Betriebswirtschaftslehre an der Universität Pompeu Fabra studiert. Danach hat er an der IDEC-UPF einen Master in Bank- und Finanzwesen erworben.

Zurzeit ist er Doktorand im Fachbereich Wirtschaftswissenschaften der Universität Barcelona mit dem Dissertationsthema „Risikoquelle in Hedgefonds“. Darüber hinaus unterrichtet er als Assistent an der Universität Pompeu Fabra und ist Koordinator des Masterstudiengangs für Finanzmärkte an der IDEC-UPF.

Vor seinem Eintritt bei SIA war er während fünf Jahren bei Gesiuris, SGIIC (Barcelona), für das Middle Office zuständig.

**Alejandro Scherk**, Senior Equity Analyst  
Strategic Investment Advisors (España), SA

Alejandro Scherk wurde in Barcelona, Spanien, geboren und hat ein MBA der ESADE (Spanien) und einen Abschluss in Medizin der Universität Autónoma in Barcelona.

Bis Dezember 2007 war er Investment Director von Qrenta AV, einem spanischen Investmentmanager mit Sitz in Barcelona. In dieser Position baute er die Abteilung für Fundamentalanalyse auf und war Manager eines Aktienfonds.

Davor arbeitete Alejandro als Investmentmanager bei Winterthur, einer führenden Schweizer Versicherung, sowie bei zwei Investmentmanagern in Barcelona. Er ist der Hauptgründungspartner und Vorsitzende eines kleinen Investment- und Analyseunternehmens.

Ausserdem ist er Dozent an der IEF Business School in Barcelona und arbeitet regelmässig für ein bekanntes spanisches Wirtschaftsmagazin.

Im Januar 2008 ist er als Senior Analyst zur SIA SA gekommen.

**Joan Borràs**, Senior Equity Analyst  
Strategic Investment Advisors (España), SA

Joan Borràs wurde in Barcelona, Spanien, geboren und hat ein Executive MBA des Instituto de Empresa (Spanien), einen Dokortitel in Elektro- und Computertechnik der Rutgers University (USA) und einen Master of Science in Telekommunikationstechnik der Technischen Universität Katalonien (Spanien).

Bis im Dezember 2007 war er Director of Business Development and Strategic Planning bei Tempos 21, Mobile Applications Innovation, S.A., in Barcelona. In dieser Position war er für die Festlegung

der Produkte (Koordination eines Teams aus Produktmanagern), für Geschäftspläne und Marketingstrategien sowie für die Beratungstätigkeit des Unternehmens verantwortlich. Bevor er sich im Jahr 2002 Tempos 21 anschloss, war er bei Telcordia Technologies (USA) als Research Scientist und davor als Assistenzprofessor an der Technischen Universität Katalonien tätig.

Im Januar 2008 hat er sich der Strategic Investment Advisors Group als Equity Analyst angeschlossen.

**Karin Ruettimann**, Assistentin des CEO  
SIA Funds AG

Karin Ruettimann ist seit Januar 2008 bei der SIA Funds AG als Assistentin des CEO tätig.

Karin verfügt über sehr solide Erfahrung, hat sie doch viele Jahre lang als Assistentin des CEO von Von Roll gearbeitet. Zuvor war sie in verschiedenen Positionen als leitende Verwaltungsassistentin bei Dow Chemical tätig.

**Ramon Alfonso**, Senior Equity Analyst  
Strategic Investment Advisors (España), SA

Er begann seine berufliche Laufbahn im Jahr 1987 als Auditor bei Arthur Andersen. Von 1990 bis 1993 war er als Financial Controller bei der britischen Shandwick-Gruppe tätig. Im Jahr 1994 kam er als Finanzanalyst in die Finanzabteilung von Banco Sabadell und im Jahr 1997 arbeitete er bei GesCaixa, dem Fondsmanagementunternehmen von „la Caixa“. 1999 wurde er Investment Director von Gesfibanc. Von 2000 bis 2004 war er Chief Investment Officer bei Credit Andorra.

Von 2004 an arbeitete er als Investment- und Finanzberater für verschiedene Family Offices. Seit 1995 hält er viele Vorträge und Kurse an verschiedenen Wirtschaftsschulen wie beispielsweise Esade, Universität Barcelona, IdEC-Universität Pompeu Fabra und IEF und führt diverse innerbetriebliche Fortbildungen für Finanzinstitute durch. Er wurde in Barcelona geboren und hat an der Universität Autònoma in Barcelona studiert.

**Jordi Costa**, Junior Equity Analyst  
Strategic Investment Advisors (Suisse), SA

Jordi Costa wurde in Toronto, Kanada, geboren und hat einen Bachelor in Engineering Physics der Queen's University (Kanada), einen Hochschulabschluss in Luft- und Raumfahrttechnik der SUPAERO/ENSAE (Frankreich) und ein MBA der IESE Business School (Spanien).

Bis zum Januar 2008 war Jordi als Overseas Program Director bei Nissan Motor Ltd. in Barcelona tätig, wo er für die Gesamtprofitabi-

lität von drei Fahrzeugen in allen europäischen Märkten verantwortlich war, wobei es hauptsächlich um die Beibehaltung des Gleichgewichts zwischen Kundennutzen (Marktpräsenz) und Kosten ging. Bei seiner vorherigen Tätigkeit als Economic Analyst in Paris entwickelte er fortgeschrittene Modelle zur Identifikation und Evaluation von Risiken und Chancen und zur Verbesserung der Profitabilität der Geschäftseinheit Light Commercial Vehicles von Nissan. Vor seinem Eintritt bei Nissan im Jahr 2004 arbeitete Jordi bei Renault SA als Group Manager und Project Manager in der Konstruktionsabteilung des Unternehmens.

Jordi arbeitet seit Februar 2008 in der Strategic Investment Advisors Group.

**Marcos Hernandez Aguado**, Senior Equity Analyst  
Strategic Investment Advisors (Suisse), SA

Marcos Hernández wurde in Madrid, Spanien, geboren und hat einen Abschluss in Volkswirtschaftslehre der Universität Pontificia Comillas (ICADE E-2). Bis Februar 2008 war er Director der SIG (Strategic Investment Group), einer internen Division für Vermögensverwaltung von Merrill Lynch Europe, mit Sitz in London. In dieser Stellung leitete er ein auf Industrieaktien spezialisiertes Wertschriftenportfolio und war darüber hinaus Mitglied des SIG Investment Committee.

Marcos verfügt über dreizehn Jahre Erfahrung im Bereich Sell-Side Research, wobei er unterschiedliche Sektoren abdeckt hat wie beispielsweise Bau, Immobilien, Medien, Versorgungsunternehmen, Freizeit und Lebensmittel. Vor seinem Eintritt bei SIG war er Senior Analyst bei Merrill Lynch Europe im Team für Baustoffe und Baumaterial, welches in der jährlichen Umfrage von Institutional Investors konsistent einen der ersten drei Plätze belegte. Marcos war in den Jahren 2001 und 2002 darüber hinaus einer der am besten bewerteten Analysten für die spanische Baubranche (Greenwich Survey) und erreichte in der Reuters-Umfrage 2002 im Bereich All-Europe Small Cap Platz 1 unter den Analysten.

Im März 2008 hat er sich SIA SA als Senior Analyst angeschlossen.

**Josep Sumoy**, Junior Equity Analyst  
Strategic Investment Advisors (Suisse), SA

Josep wurde in Tarragona geboren und hat ein MBA (mit Auszeichnung) der Universität Cambridge (UK), einen MSc. in Petrochemicals, Polymers and Plastics der IFP School (Frankreich) und einen MSc. in Verfahrenstechnik (mit Auszeichnung) der Universität Rovira i Virgili (Spanien). Josep hat auch an der McGill University (Kanada) und am INP Toulouse (Frankreich) studiert.

Vor seinem Eintritt bei SIA im Februar 2008 hatte Josep verschiedene Positionen in den Bereichen Verfahrenstechnik und Projektmanagement bei Dow Chemical Ibérica (Spanien) inne.

**Gosia Eggimann**, Senior Equity Analyst  
Strategic Investment Advisors (Suisse), SA

Gosia Eggimann wurde in Warschau, Polen, geboren und hat ein MBA der HEC Paris und Abschlüsse der Hotelmanagementschule (EHL) in Lausanne (Schweiz) und der Universität Warschau.

In ihrer vorherigen Position bei einem privaten Investmentunternehmen in Genf arbeitete sie als Finanzexpertin an Private Equity Transaktionen für sehr vermögende Privatpersonen.

Vorher leitete Gosia als M&A Managerin bei Michelin, dem französischen multinationalen Automobilunternehmen, grenzüberschreitende Transaktionen einschliesslich Übernahmen und Joint Ventures in Europa, in den Vereinigten Staaten und in Asien. Im Laufe ihrer zehnjährigen Erfahrung bei diesem Unternehmen konnte sie darüber hinaus besondere Kenntnisse im Bereich Transferpreise und ein breites Wissen im Bereich Corporate Finance erwerben.

Im Februar 2008 ist sie zu SIA gekommen.

**Borja Costa**, IT Assistant  
Strategic Investment Advisors (España), SA

Borja wurde in Barcelona geboren und hat einen Bachelor in Computertechnik der Polytechnischen Universität Katalonien. Während seines Studiums nahm er an einem Austauschprogramm mit der Universität Padua in Italien teil und zurzeit studiert er im Programm CEFA/CIIA am Institute of Financial Studies in Barcelona.

Borja hat an Projekten für Entscheidungsfindungsmodelle gearbeitet und ist im Januar 2008 zu unserem Team gestossen.

**Jennifer Goodman**, Research Assistant  
Strategic Investment Advisors (España), SA

Jennifer stammt ursprünglich aus Grossbritannien und lebt seit 2002 in Barcelona, wo sie Kurse für Geschäftssprache und -kommunikation gegeben und organisiert hat.

Neben ihrer Qualifikation aus der Lehrtätigkeit hat sie einen Bachelor in International Business mit Französisch der Universität Plymouth und ein Diplôme de Commerce Internationale der EPSCI (Groupe ESSEC). Zurzeit macht sie einen Master of Business Administration an der Warwick Business School.

Ihre Lehrtätigkeit, ihre internationalen Studien sowie die Erfahrung, in Frankreich, Mexiko und Spanien gelebt zu haben, ermöglichen Ihnen die Entwicklung zahlreicher Kompetenzen, die Sie seit Ihrem Eintritt im Februar 2008 in unser Team einbringen.

**Cristian Busquets**, Junior Equity Analyst  
Strategic Investment Advisors (España), SA

Cristian wurde in Barcelona geboren und besuchte das Lycée Français de Barcelone, wodurch Französisch (neben Katalanisch und Spanisch) zu seiner dritten Muttersprache wurde. Während seiner Schulzeit hat Cristian ausserdem ein Jahr lang an einer englischen Schule in der Schweiz studiert (Aiglon College in Villars). Er hat einen Bachelor in Betriebswirtschaftslehre und Management der ESADE (2000-04) und ein MBA in Finanzwirtschaft der McGill University, Kanada (2005).

Während seines Studiums absolvierte Cristian ein einjähriges Praktikum bei Morgan Stanley (Private Wealth) als Assistent eines Direktors (2003-04). Im Jahr 2003 lernte er Walter Scherk kennen, für den er in drei aufeinanderfolgenden Sommern am Aufbau von Value-Aktienportfolios gearbeitet hat (2003-05). Nach seinem MBA begann er bei der spanischen Anwaltskanzlei Garrigues, wo er über zwei Jahre lang als Steuerberater arbeitete.

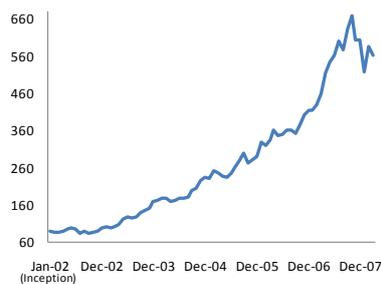
Im Februar 2008 ist er als Junior Equity Analyst in die SIA eingetreten.

## Zahlen der Klassen in USD

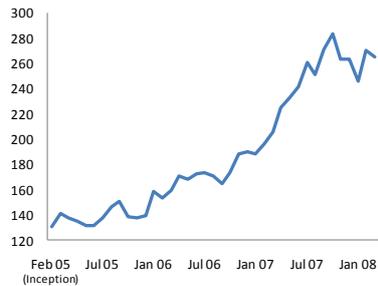
**Tabelle 3:** Net Asset Value - Nettofondsvolumen in USD

March 2008	NAV	Δ YTD	Δ 12m	Δ Inception	AUM (in mio)
LTIF Classic [USD]	562.52	-6.86%	22.46%	528.86%	1'956.11
LTIF Alpha [USD]	265.22	0.58%	28.87%	103.46%	402.18
LTIF Global Energy Value [USD]	241.06	1.95%	36.56%	81.61%	62.59
Global Mining Value Fund [USD]	171.45	4.19%	n.a	27.96%	125.48
MSCI World Index TR (GDDUWI) [USD]	4'455.80	-8.95%	-2.77%		

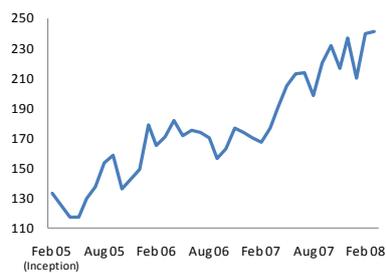
**Abbildung 9**  
LTIF – Classic USD



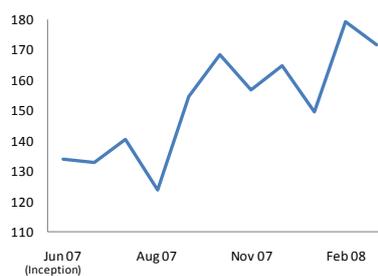
**Abbildung 10**  
LTIF – Alpha USD



**Abbildung 11**  
LTIF – Global Energy Value USD



**Abbildung 12**  
Global Mining Value Fund USD

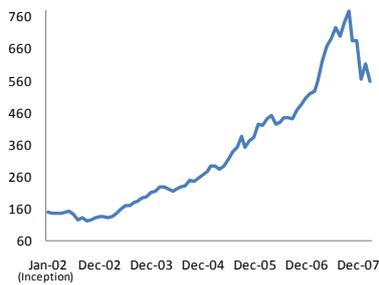


**Zahlen der Klassen in CHF**

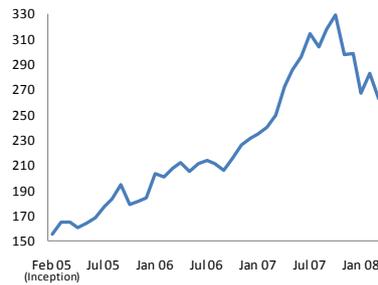
**Tabelle 4:** Net Asset Value - Nettofondsvolumen in CHF

March 2008	NAV	Δ YTD	Δ 12m	Δ Inception	AUM (in mio)
LTIF Classic [CHF]	556.36	-18.63%	-0.79%	275.79%	1'934.69
LTIF Alpha [CHF]	262.32	-12.13%	4.99%	69.36%	397.78
LTIF Global Energy Value [CHF]	238.42	-10.93%	11.26%	54.29%	61.90
Global Mining Value Fund [CHF]	169.57	-8.98%	n.a	2.01%	124.11
MSCI World Index TR (GDDUWI) [CHF]	4'407.15	-20.45%	-21.22%		

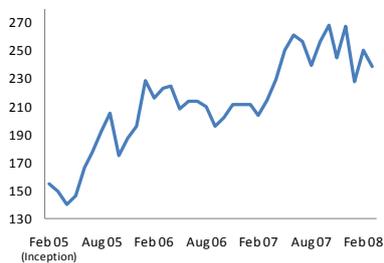
**Abbildung 13**  
LTIF – Classic CHF



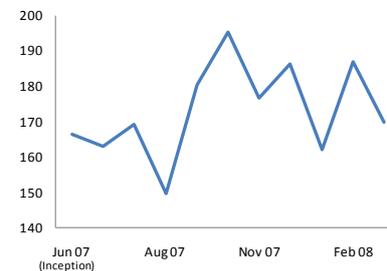
**Abbildung 14**  
LTIF – Alpha CHF



**Abbildung 15**  
LTIF – Global Energy Value CHF



**Abbildung 16**  
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: LTIFFCLA LX

### LTIF – Classic USD

ISIN: LU0301247077  
Telekurs: CH3101820  
Bloomberg: LTIFFCLU LX

### LTIF – Classic CHF

ISIN: LU0301246772  
Telekurs: CH3101817  
Bloomberg: LTIFFCLC LX

### LTIF – Alpha EUR

ISIN: LU0244072178  
Telekurs: CH2432573  
Bloomberg: LTIFFALP LX

### LTIF – Alpha USD

ISIN: LU0301247150  
Telekurs: CH3101828  
Bloomberg: LTIFFALU LX

### LTIF – Alpha CHF

ISIN: LU0301246855  
Telekurs: CH3101824  
Bloomberg: LTIFFALC LX

### LTIF – Global Energy Value EUR

ISIN: LU0244072335  
Telekurs: CH2432575  
Bloomberg: LTIFFGEV LX

### LTIF – Global Energy Value USD

ISIN: LU0301247234  
Telekurs: CH3101839  
Bloomberg: LTIFFGEU LX

### LTIF – Global Energy Value CHF

ISIN: LU0301246939  
Telekurs: CH3101836  
Bloomberg: LTIFFGEC 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:

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

#### Investment Manager:

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 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: LTIFFSTA SW

#### Verwalter:

Pictet Funds SA  
29, boulevard Georges Favon  
CH-1204 Genf  
Schweiz

#### Investment Manager:

SIA Funds AG  
3 Seedammstrasse  
CH-8808 Pfäffikon  
Schweiz

#### Hinterlegungsstelle:

Pictet & Cie  
29, boulevard Georges Favon  
CH-1204 Genf  
Schweiz