

Newsletter

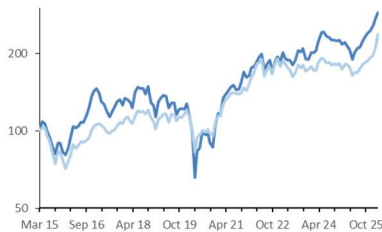
März 2026

- *I. EIN WEITERER "BLACK SWAN"... DER VIERTE IN FÜNF JAHREN, von Marcos Hernandez Aguado* 2
- *II. GLOBALE INDIZES BIETEN KEINE WIRKSAME DIVERSIFIZIERUNG MEHR, von Alex Rauchenstein* 7
- *III. MACRO 2026: DER KRIEG IM IRAN BEDROHT DIE MACRO-BESCHLEUNIGUNG 2026* 10
- *IV. SIA LONG TERM INVESTMENT FUND CLASSIC: +12 % im 2025* 15
- *V. INVESTMENT CASE DES QUARTALS: VISCOFAN* 19
- *VI. SIA LONG TERM INVESTMENT FUND NATURAL RESOURCES: 215 € p.a. +15 % ytd* 22
- *VII. ÖLÜBERSCHUSS!!!!, von Urs Marti* 29
- *Rechtliche Hinweise* 34

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



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



„Die Welt war schon immer ungewiss“

Warren Buffett

Übersicht über unsere Fonds

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

February 27, 2026	NAV	Δ 3m	Δ 12m	Annualized return (s.i.)	AUM (in mio)
LTIF Classic [EUR]	806.97	6.4%	10.9%	9.0%	178
LTIF Natural Resources [EUR]	214.87	17.3%	34.5%	3.7%	120

Quelle: SIA Group

I. EIN WEITERER „BLACK SWAN“ ... DER VIERTE IN FÜNF JAHREN, von Marcos Hernandez Aguado

Krieg im Iran...

Seit dem Ausbruch von COVID-19 im Jahr 2020 – einem Ereignis, das die Weltwirtschaft in den Jahren 2020 und 2021 schwer erschütterte – hatten Anleger kaum Gelegenheit, sich über längere Zeiträume an Stabilität zu erfreuen. Im Februar 2022 destabilisierte der Einmarsch Russlands in die Ukraine die Energiemärkte und veränderte die geopolitische Landschaft grundlegend. Ein Jahr später, im Oktober 2023, griff die Hamas Israel an und löste damit den Krieg im Gazastreifen aus, der zwar derzeit eingedämmt ist, aber noch nicht vollständig beendet ist.

Das Muster setzte sich fort. Im April 2025 liess Präsident Trumps Ankündigung des „Liberation Day“ das Schreckgespenst eines globalen Handelskrieges aufkommen – eine Situation, die nach dem Urteil des Obersten Gerichtshofs der USA weiterhin ungelöst ist. **Nun, im Jahr 2026, stehen wir vor einem weiteren Konflikt: der militärischen Konfrontation zwischen dem Iran, den Vereinigten Staaten und Israel, die den Nahen Osten verunsichert hat.** Vor diesem Hintergrund scheint die Vorstellung, dass Anleger fünf Jahre lang einen ruhigen und ununterbrochenen Bullenmarkt genossen haben, schwer mit der Realität in Einklang zu bringen.

Wir wollen hier weder in geopolitische oder moralische Debatten einsteigen, noch versuchen, jeden derzeit weltweit andauernden Konflikt aufzuzählen, doch aus Anlageperspektive **dienen Momente wie diese als wichtige Erinnerung an die Widerstandsfähigkeit und Stärke unserer Anlagephilosophie „Strategic Value“, die auf den „4Gs“ basiert:**

- Gutes Geschäft
- Gutes Management
- Gute Bilanz
- Zu einem guten Preis

Dieser Rahmen bietet uns Stabilität, Flexibilität und Sicherheit, insbesondere in turbulenten Zeiten wie denen, die wir derzeit durchleben. Durch die Konzentration auf hochwertige Unternehmen mit soliden Bilanzen und attraktiven Bewertungen **sind unsere Portfolios so konzipiert, dass sie Schocks standhalten, die von geopolitischen Ereignissen ausgehen** – seien es Kriege, Handelskonflikte oder globale Konjunkturabschwünge. Ebenso wichtig ist, dass **unsere Fonds strukturell diversifiziert sind**, wodurch sichergestellt wird, dass kein einzelner Faktor zu einem dauerhaften Kapitalverlust führen kann.

Die Erfahrung, gestützt durch die Erkenntnisse von Warren Buffett und der Value-Schule, hat uns in mehr als zwei Jahrzehnten gelehrt, dass **Portfolios vorbereitet sein müssen, bevor eine Krise beginnt**. Sobald ein Konflikt oder eine Krise im Gange ist, ist es oft zu spät, sich neu zu positionieren, ohne kostspielige Fehler zu riskieren.

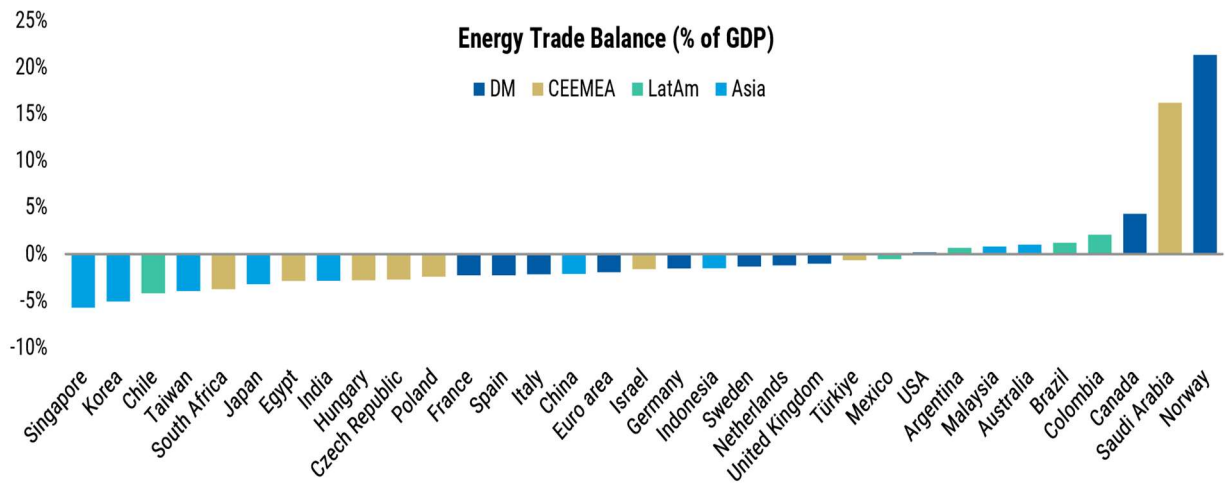
Wie Buffett Investoren oft in Erinnerung ruft, *war die Welt schon immer von Unsicherheit geprägt*. Der Schlüssel liegt nicht darin, Krisen vorherzusagen oder auf sie zu reagieren, sondern sich auf sie vorzubereiten.

... und eine mögliche Energiekrise

Unser Basisszenario bleibt unverändert. **Wir gehen weiterhin davon aus, dass 2026 ein Jahr beschleunigten Wirtschaftswachstums sein wird. Allerdings bringt der aktuelle Konflikt mit dem Iran eine zusätzliche Unsicherheit mit sich**, insbesondere durch seine potenziellen Auswirkungen auf die globale Öl- und Gasversorgungskette.

Unserer Ansicht nach werden drei Faktoren die wirtschaftlichen Folgen des Konflikts bestimmen:

1. Die Dauer des Konflikts und die Frage, ob er zu einer Blockade der Strasse von Hormus führt, durch die rund 20 % der weltweiten Öl- und Gasversorgung fließen.
2. Schäden an der Öl- und Gasinfrastruktur, die mittel- oder langfristige Produktionsausfälle auslösen könnten.
3. Der endgültige Ausgang des Konflikts und das Ausmass, in dem die Produktions- und Exportkapazitäten des Iran – derzeit fast 4 Millionen Barrel pro Tag oder rund 4 % des weltweiten Angebots – beeinträchtigt werden.



Quelle: Morgan Stanley Research

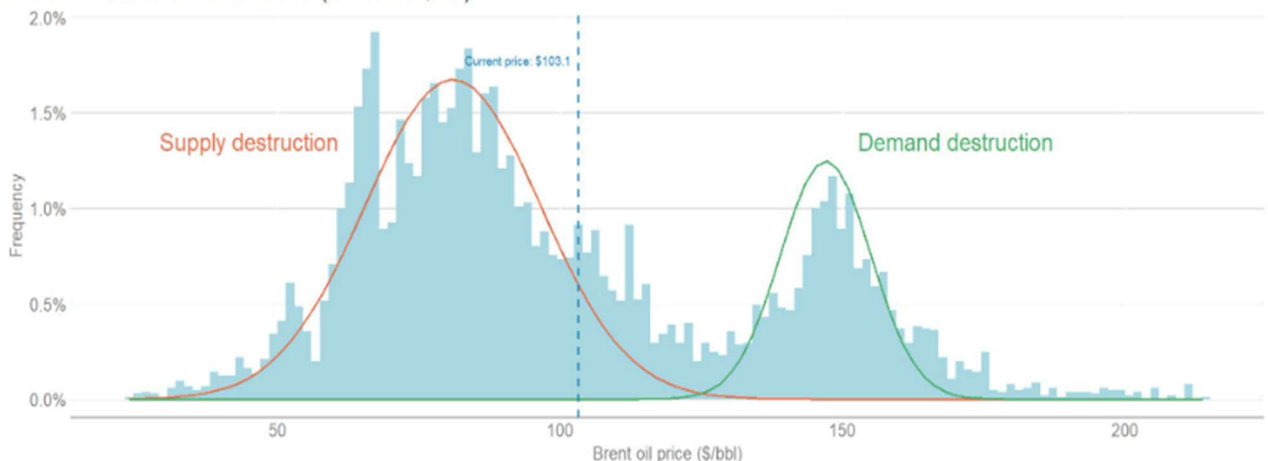
Ich muss zugeben, dass meine Erfolgsbilanz bei geopolitischen Prognosen nicht besonders beeindruckend ist. Im Jahr 2022 sagte ich voller Zuversicht voraus, dass die Invasion der Ukraine zwei Wochen dauern würde. Da ich diese Lektion auf die harte Tour gelernt habe, werde ich diesmal davon absehen, präzise Vorhersagen zu treffen.

Dennoch ist es sinnvoll, ein Basisszenario zu skizzieren. **Unsere zentrale Annahme ist, dass der Konflikt relativ kurz sein wird, nämlich ein bis zwei Monate, und letztendlich zu einer Einigung führt, die eine anhaltende Energiekrise verhindert.** In diesem Szenario würden die Öl- und Gaspreise innerhalb von drei bis sechs Monaten wieder auf ein normales Niveau zurückkehren, und die Förderkapazitäten der OPEC blieben weitgehend intakt.

Exhibit 15: The distribution of inflation-adjusted oil prices over the last 20 years show two 'peaks'. We associate prices around the higher peak with demand erosion

Distribution of inflation-adjusted oil prices

Based on Brent crude oil since 2007 (in 2026 US\$/bbl)



Source: Platts, Bloomberg, Morgan Stanley Research

Source: Bloomberg, Morgan Stanley Research

Portfolio-Positionierung

Wie viele unserer Anleger wissen, **halten wir derzeit ein bedeutendes Exposure im Energiesektor**, insbesondere in Öl und Gas. Der Energieanteil beträgt etwa:

- 12 % des SIA LTIF Classic
- 40 % des SIA LTIF Natural Resources

Diese Positionierung hat sich im aktuellen Umfeld als hilfreich erwiesen und bietet eine natürliche Absicherung gegen geopolitische Störungen auf den Energiemärkten.

Beide Fonds verzeichnen seit Jahresbeginn 2026 eine positive Wertentwicklung, und wir halten weiterhin beträchtliche Barreserven bereit, die wir bei Bedarf einsetzen können. Unser Ansatz im aktuellen Umfeld ist klar:

1. Bargeld opportunistisch reinvestieren, wenn Marktrückgänge attraktive Einstiegspunkte schaffen.
2. Gewinne selektiv bei Unternehmen mitnehmen – insbesondere bei Öl- und Gasproduzenten –, die deutlich über unsere vordefinierten Bewertungsziele hinaus steigen.
3. Nichts unternehmen, da unsere Portfolios bereits in der Erwartung aufgebaut wurden, dass Ereignisse wie diese eintreten könnten.

Kurz gesagt: Unsere Portfolios wurden nicht darauf ausgelegt, Krisen vorherzusagen, sondern ihnen standzuhalten, **und sollte sich die Marktstimmung verschlechtern, werden wir zu extrem hohen marginal IRRs reinvestieren und so unsere zukünftigen Renditen steigern.**

Weitere Themen, die wir beobachten: Private Kredite und KI

Mit Blick auf die Zukunft verdienen zwei Entwicklungen besondere Aufmerksamkeit.

Die erste ist die sich abzeichnende Anspannung an den Märkten für private Kredite. Viele private Kreditfonds sind Berichten zufolge zu 25–30 % in Technologie- und Softwareunternehmen investiert. Dies könnte in Zukunft zu einem bedeutenden Problem werden, insbesondere da Strukturen für private Kredite oft nicht über die im traditionellen Bankensystem eingebauten Sicherheitsvorkehrungen verfügen. Im Gegensatz zu Banken bewerten diese Fonds ihre Kreditportfolios in der Regel nicht zum Marktwert, bilden keine Rückstellungen und halten keine aufsichtsrechtlichen Kapitalpuffer vor, die dazu dienen, Verluste in Abschwungphasen aufzufangen.

Zudem besteht in Stressphasen ein hohes Liquiditätsrisiko, das im Falle von Abflüssen zu Schwachstellen führen könnte. Kurz gesagt: Geringe Liquidität, niedrige Kreditqualität (bei lockeren Konditionen) und geringer Schutz vor potenziellen Belastungen sind eine riskante Kombination, auch wenn das Gesamtvolumen von rund 500–600 Mrd. USD nicht ausreicht, um als systemisches Risiko zu gelten.

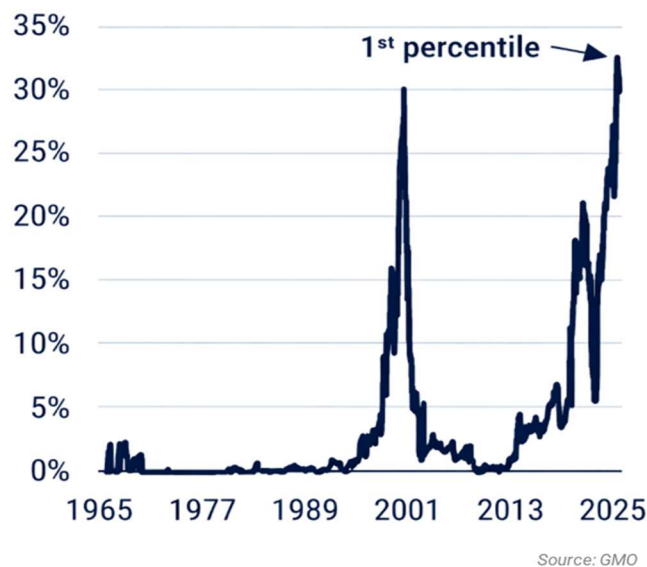
Der zweite Bereich, den wir beobachten, ist die künstliche Intelligenz. Derzeit konzentrieren wir uns darauf, herauszufinden, welche Branchen und Unternehmen am stärksten betroffen sein könnten. Unser Anlageansatz wird sich weiterentwickeln, sobald wir ein klareres Verständnis davon haben, in welchen Bereichen KI die Markteintrittsbarrieren erheblich abbauen könnte, beispielsweise in Branchen wie Software, Beratung, Informationsdienstleistungen, Kundensupport, Medien und einigen anderen.

Derzeit ist keiner unserer Fonds direkt in KI oder KI-getriebene Unternehmen investiert. Unserer Ansicht nach sind wir durch diese Positionierung gut gerüstet, um die Unsicherheiten im Zusammenhang mit dieser leistungsstarken neuen Technologie zu meistern.

Ein Vorteil für uns ist, dass wir als Eigentümer unseres Unternehmens nicht durch KI ersetzt werden können, es sei denn, wir entscheiden uns selbst dafür. Wenn ich heute jedoch das Vermögen einer grossen Institution verwalten würde, wäre ich bereits dabei, mich auf erhebliche strukturelle Veränderungen in den kommenden Jahren vorzubereiten.

II. GLOBALE INDIZES BIETEN KEINE EFFEKTIVE DIVERSIFIZIERUNG MEHR, von Alex Rauchenstein

Die nachstehende Grafik zeigt, dass derzeit rund 34 % des S&P 500 mit einem Kurs-Umsatz-Verhältnis von über 10 gehandelt werden – ein neuer Rekordwert. Zum Vergleich: Im Jahr 2000, auf dem Höhepunkt der Telekommunikations- und Internetblase, lag dieser Anteil bei etwa 30 %.



Ein Kurs-Umsatz-Verhältnis von über 10 ist extrem hoch und impliziert ein aussergewöhnliches zukünftiges Wachstum. Solche Bewertungen werden zunehmend von Erwartungen und Spekulationen statt von Fundamentaldaten getrieben. Da die Preise solche anspruchsvollen Annahmen widerspiegeln, könnten selbst sehr starke Unternehmen Schwierigkeiten haben, die Erwartungen zu erfüllen.

Da globale Indexprodukte derzeit zu etwa drei Vierteln in den Vereinigten Staaten investiert sind, ist diese Entwicklung heute noch bedeutender als während der Dotcom-Blase.

Eine kürzlich veröffentlichte Risiko-Rendite-Analyse von GMO zeigt, dass US-Large-Cap-Aktien aufgrund ihrer ambitionierten Bewertungen in den kommenden sieben Jahren eine negative erwartete Realrendite aufweisen. Internationale Small-Caps bieten dagegen bei vergleichbarem Risiko eine erwartete Rendite von rund 7 % pro Jahr. Selbst Large-Cap-Unternehmen ausserhalb der USA weisen eine durchschnittliche erwartete Rendite von rund 4 % pro Jahr auf.

Risiko-Rendite-Ausblick für die nächsten 7 Jahre

EXHIBIT 4: RISK/REWARD TRADE-OFF SEPTEMBER 2025



As of 9/30/2025 | Source: GMO

Eine stärkere Diversifizierung erscheint gerechtfertigt

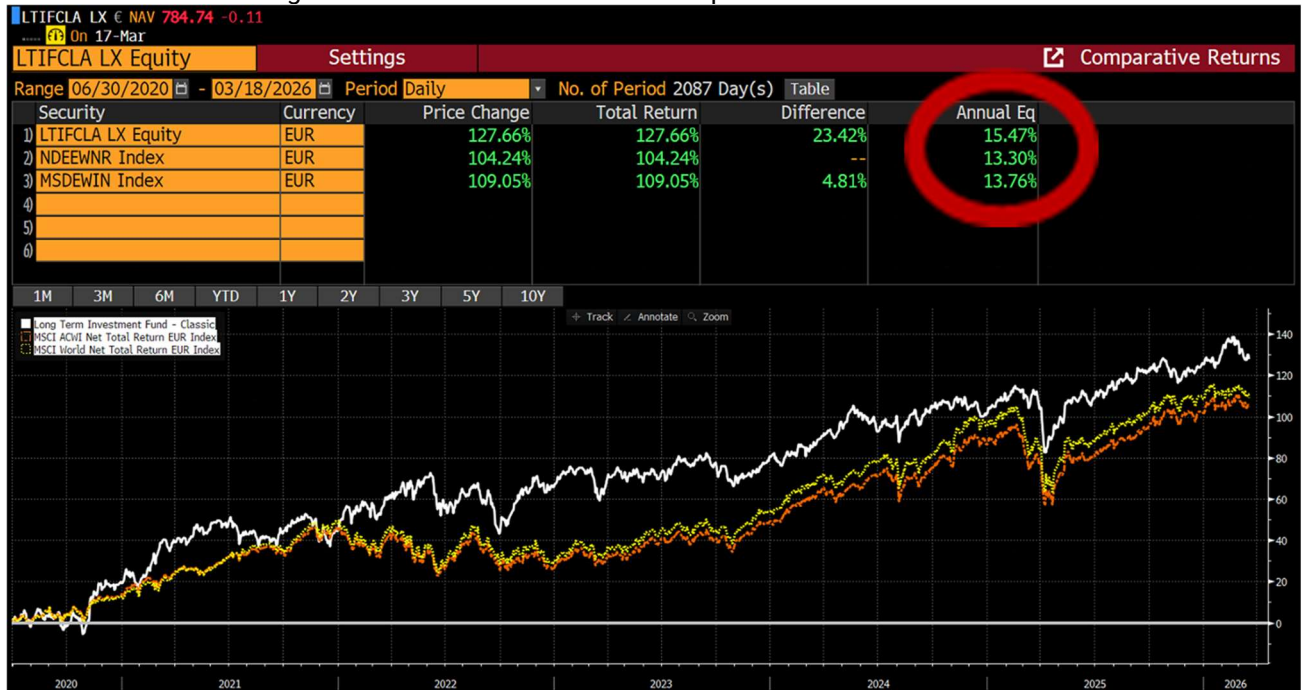
Der Anlagefokus des SIA Long Term Investment Fund Classic liegt bewusst auf internationalen mittelständischen Unternehmen und sorgt so für eine effektive Diversifizierung. Mit einer Abweichung von 97 % gegenüber globalen Aktienindizes ist der Fonds klar anders positioniert.

Unser langfristiger, wertorientierter Anlageansatz gewinnt in diesem Umfeld besonders an Bedeutung: Fundamentalanalysen der Unternehmen, solide Bilanzen und nachhaltige Wettbewerbsvorteile stehen bei Anlageentscheidungen wieder im Mittelpunkt.

Anleger, die weiterhin rein kapitalisierungsgewichteten Indizes folgen, laufen Gefahr, strukturell übergewichtet in überbewerteten Marktsegmenten investiert zu sein.

Bemerkenswert ist zudem, dass der SIA Long Term Investment Fund Classic seit Juli 2020 globale Aktienindizes deutlich übertroffen hat – bei einem US-Aktienanteil von nur 15 % und ohne Investitionen in die sogenannten „Magnificent Seven“.

Abb. 2: Performancevergleich seit Juli 2020 – deutliche Outperformance des SIA LTIF Classic



Quelle: Bloomberg, Stand: 18.03.2026

Fazit

Die Rückkehr zur Selektivität ist kein vorübergehendes Phänomen, sondern ein klares Signal an die Anleger: Qualität gewinnt gegenüber der reinen Marktkapitalisierung wieder an Bedeutung.

Anleger, die bereit sind, die Sicherheit breit diversifizierter Indexanlagen hinter sich zu lassen und stattdessen selektiv in solide, unterbewertete Unternehmen zu investieren, können von einer doppelten Chance profitieren: Schutz in volatilen Marktphasen und überdurchschnittliches Renditepotenzial auf lange Sicht.

In diesem Marktumfeld wird der Erfolg nicht denen gehören, die alles kaufen – sondern denen, die die richtigen Anlagen sorgfältig auswählen.

III. MACRO 2026: DER KRIEG IM IRAN BEDROHT DIE MAKROÖKONOMISCHE BESCHLEUNIGUNG IM JAHR 2026

Wir behalten unser Basisszenario unverändert bei

Ein neuer „Black Swan“ ist da... und ehrlich gesagt fühlte sich das vergangene halbe Jahrzehnt für Anleger wie ein fortwährender Stresstest an: COVID-19 in den Jahren 2020–2021, die Invasion der Ukraine in den Jahren 2022–2026, der Angriff der Hamas und der Krieg im Gazastreifen in den Jahren 2023–2026, der „Befreiungstag“ 2025–2026 und nun der Konflikt mit dem Iran im Jahr 2026.

Mit anderen Worten: **Business as usual**, wie Warren Buffett gerne sagt.

Wie bereits erwähnt, ist unsere Fähigkeit, den Ausgang eines Krieges mit Iran vorherzusagen, praktisch gleich Null. Vorerst **halten wir jedoch an unserem Basisszenario fest, das von einem beschleunigten makroökonomischen Wachstum in den Vereinigten Staaten und Europa sowie einem anhaltenden Wachstum von rund 4,5–5 % in China ausgeht**, was dem kürzlich von der chinesischen Regierung angekündigten Ziel entspricht. Dieser Ausblick basiert auf unserer Einschätzung, dass der Konflikt in Iran wahrscheinlich nur von kurzer Dauer sein wird.

Es ist klar, dass die derzeitige Konfrontation zwischen den Vereinigten Staaten, Israel und dem Iran nur zwei mögliche Ausgänge hat. Sollte sich der Krieg hinziehen und die Strasse von Hormus geschlossen bleiben, könnten die Ölpreise so lange steigen, bis die Nachfrage praktisch zusammenbricht – nach unseren Schätzungen auf über 150 US-Dollar pro Barrel. Bei solchen Niveaus würden die Energiepreise der Weltwirtschaft ernsthaften Schaden zufügen und ein klares Risiko einer weltweiten Rezession schaffen.

Umgekehrt könnten sich sowohl der Energiemarkt als auch die Weltwirtschaft innerhalb von zwei bis drei Monaten wieder normalisieren, sollte der Konflikt, wie von Präsident Trump angedeutet, innerhalb weniger Wochen beendet werden.

Aus diesem Grund halten wir an unseren makroökonomischen Prognosen für 2026 fest (siehe Tabelle unten), die weiterhin auf eine wirtschaftliche Beschleunigung hindeuten. Dennoch glauben wir, dass die Wahrscheinlichkeit einer Rezession mittlerweile bei fast 50 % liegt – ein Risikoniveau, das die Finanzmärkte unserer Ansicht nach noch nicht vollständig eingepreist haben.

GDP Growth estimates 2025/26E			
	2024	2025	2026
US	2,8%	1,9%	2,4%
EUROPE	1,0%	1,4%	1,6%
CHINA	4,8%	5,0%	5,0%
Source: IMF, ECB, SIA Funds			

Der Industriezyklus zeigt Anzeichen einer Belebung – ohne Berücksichtigung der potenziellen Auswirkungen des Iran

Die PMI-Daten für das verarbeitende Gewerbe begannen sich im Februar 2026, wie von uns erwartet, nach einer längeren Phase der industriellen und lagerbestandsbezogenen Anpassungen zu verbessern. Diese Erholung scheint durch den Beginn eines neuen globalen Investitionszyklus angetrieben zu werden.

Wir beobachten starke Investitionsausgaben in einer Vielzahl von Sektoren, darunter Verteidigung, Elektrifizierung, Stromerzeugung und -verteilung, Luft- und Raumfahrt, Biotechnologie, Robotik, Rechenzentren, Infrastruktur und industrielle Automatisierung – Bereiche, in denen wir in den kommenden Jahren erhebliche Investitionen erwarten.

Es gilt derselbe Vorbehalt wie zuvor: Sollte sich der Konflikt mit dem Iran hinziehen, würden die Energiepreise wahrscheinlich in die Höhe schnellen, was eine Konjunkturabkühlung und eine Rezession auslösen würde, die den Industriezyklus schwächen und viele Sektoren dazu veranlassen würde, ihre geplanten Investitionen zu verzögern – oder zumindest aufzuschieben.

Unser Basisszenario geht jedoch von einem kurzen Konflikt aus, auf den eine diplomatische Einigung folgt. In diesem Szenario erwarten wir nicht, dass der sich abzeichnende Industriezyklus aus der Bahn geworfen wird. Tatsächlich glauben wir, dass er noch mindestens acht Quartale wirtschaftlicher Beschleunigung bringen könnte.

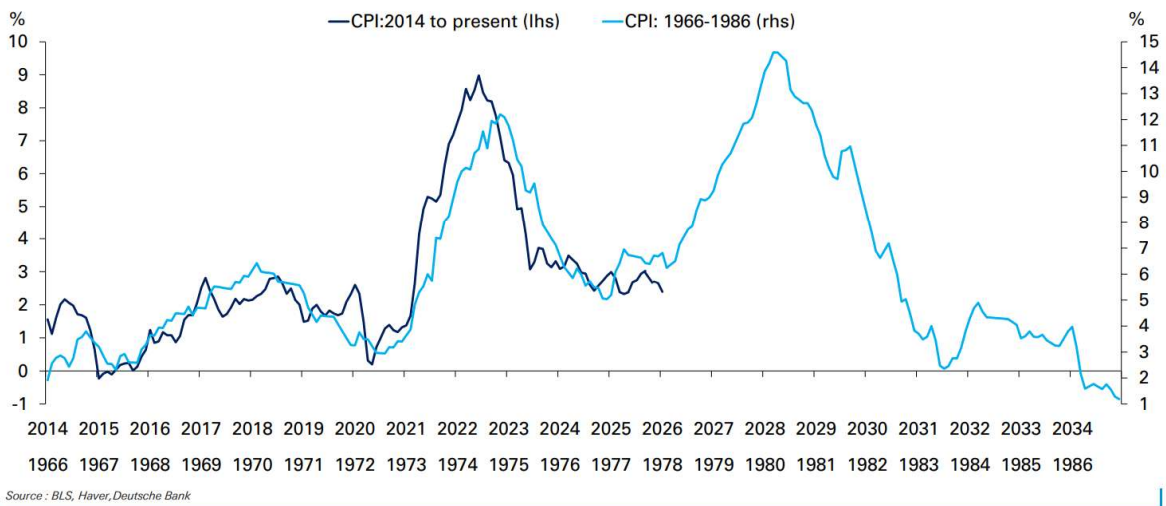


Inflationsrisiko wie 1979?

Wir sind auf eine sehr interessante Grafik aus einer Studie der Deutschen Bank gestossen, in der die Inflation in den USA über zwei Zeiträume von jeweils 20 Jahren verglichen wird: 1966–1986 und 2014–2034. Die Grafik verdeutlicht die Ähnlichkeit zwischen zwei grossen Inflationsschocks: dem Ölembargo der OPEC-Staaten im Jahr 1972 und der iranischen Revolution von 1979, die zum Sturz des Schah-Regimes führte.

Natürlich bedeutet Korrelation nicht gleich Kausalität, und die Grafik sollte nicht als Vorhersage interpretiert werden. **Sollte sich der aktuelle Konflikt mit dem Iran jedoch hinziehen, glauben wir, dass das potenzielle Ergebnis sich nicht wesentlich von dem in der Grafik dargestellten Muster unterscheiden dürfte: eine mehrere Monate andauernde Phase hoher Inflation.** Wir haben 2022 etwas Ähnliches erlebt, und es könnte wieder passieren – möglicherweise unter noch ungünstigeren Bedingungen.

Figure 1: US Inflation: 1970s vs Today (Different Scales). The chart often gets derided but eerie that Iran now links the second shock in both cycles.



China ist noch immer nicht aufgewacht. Der Albtraum dauert nun schon das fünfte Jahr an

China sieht sich weiterhin mit einem schwierigen makroökonomischen Umfeld konfrontiert, das vor allem auf zwei strukturelle Faktoren zurückzuführen ist: einen Abschwung im Immobiliensektor, der 2021–2022 einsetzte, und ein anhaltend schwaches Verbrauchervertrauen, das eng mit der anhaltenden Schwäche im Immobilienbereich verbunden ist und die zyklische Erholung weiterhin belastet.

Derzeit stützen jedoch öffentliche Investitionen – zusammen mit staatlich gelenkten privaten Investitionen – sowie starke Exporte die Wirtschaftstätigkeit. Infolgedessen **wächst Chinas BIP weiterhin mit einer jährlichen Rate von etwa 4–5 %.** Allerdings sehen wir noch keine klaren Anzeichen für eine nachhaltige Erholung des Verbrauchervertrauens oder des Immobiliensektors.



Wie bereits in früheren Newslettern erwähnt, möchten wir die Lesenden daran erinnern, dass der Immobiliensektor zyklisch ist und früher oder später wieder an Aufschwung gewinnen wird. Wir glauben, dass wir uns nach vier Jahren der Korrektur dem Tiefpunkt des Zyklus nähern und dass bereits eine bloße Stabilisierung positive Auswirkungen auf Chinas BIP und das Verbrauchervertrauen haben dürfte. Das Tempo des Volumenrückgangs im Jahr 2025 hat sich von 20–25 % auf 10–15 % verlangsamt, und wir erwarten Verbesserungen in den Jahren 2026/27, natürlich abhängig vom Ausgang des Krieges im Iran und der potenziellen Energiekrise.

Fazit: 2026 dürfte weiterhin ein Jahr der wirtschaftlichen Beschleunigung mit erhöhtem Risiko sein
Daher ist unser Basisszenario für 2026 nach wie vor von einer globalen wirtschaftlichen Beschleunigung geprägt, was sich in der Regel positiv auf den Aktienmarkt auswirkt, auch wenn diese positive Dynamik bereits teilweise eingepreist ist. **Der Krieg im Iran stellt für dieses Szenario offensichtlich ein binäres Risiko dar:** Sollte der Krieg bald (innerhalb weniger Wochen) enden, wird sich die Welt relativ schnell wieder normalisieren. Andernfalls werden Rezession und Inflation sehr wahrscheinlich die wirtschaftlichen Trends der nächsten Quartale bestimmen.

Abgesehen von der potenziellen Bedrohung durch den Konflikt im Iran lässt sich unser Basisszenario wie folgt zusammenfassen:

- Wie aus den jüngsten Zahlen zur Schaffung von Arbeitsplätzen und zum Verbrauchervertrauen ersichtlich ist, stehen den USA noch einige schwache Quartale bevor, wobei die Sektoren Wohnungsbau, Gewerbebau (ohne Technologie) und Konsumgüter weiterhin Schwäche zeigen. Wir erwarten jedoch im Laufe des Jahres eine Verbesserung, da sich die Zinssenkungen (über die gesamte Kurve hinweg) allmählich auf die Realwirtschaft auswirken.
- Die europäische Wirtschaft hat begonnen, sich zu erholen, und gewinnt an Dynamik (auch wenn das Niveau noch keinen Grund zum Jubeln bietet).

- China wird sehr wahrscheinlich eine Wiederholung der Entwicklung von 2025 erleben, wobei eine gewisse Chance auf eine Stabilisierung im Immobiliensektor und beim Verbrauchervertrauen besteht.

IV. SIA LONG TIME INVESTMENT FUND CLASSIC: +12 % im 2025

2025 war ein gutes Jahr, das Ziel wurde leicht übertroffen

Der SIA LTIF Classic erzielte 2025 eine starke Performance mit einem Plus von 12 % und schloss das Jahr bei 770 € pro Anteil, leicht über unserem Ziel von 750 €.

Die Sektoren mit der besten Wertentwicklung im Jahr 2025 waren Luft- und Raumfahrt, Verteidigung, Technologie, Elektrokabel und Kupfer, während die schwächsten Sektoren Gastronomie, Essensgutscheine, Lachszüchter und Öl waren. Unter den einzelnen Positionen waren die Top-Performer des Jahres mit Gewinnen von mehr als 20 % Prysmian, Nexans, Reckitt Benckiser, Grieg Seafood, Mowi, ISS, ASML, Antofagasta, First Quantum Minerals und Freeport-McMoRan.

Die grössten Verlierer mit Kursverlusten von mehr als 20 % waren Bakkafröst, Pluxee, ConocoPhillips, Sodexo, Pandora, Harbour Energy und EOG Resources. Wichtig ist, dass keiner dieser Kursrückgänge uns dazu veranlasst hat, unsere fundamentale Anlageeinschätzung der betroffenen Unternehmen zu ändern.

Der derzeit erwartete IRR des Fonds liegt bei 17 % und damit am oberen Ende seiner historischen Spanne von 12–17 %.

Nach der Veröffentlichung der Jahresergebnisse 2025 für die meisten Unternehmen in unserem Portfolio **haben wir den intrinsic Value und den erwarteten IRR des SIA LTIF Classic aktualisiert.** Wie üblich verbessern sich diese Kennzahlen im Laufe der Zeit, da die meisten Unternehmen jedes Jahr freien Cashflow generieren und wir weiterhin Kapital zu niedrigeren Preisen reinvestieren.

Der **aktualisierte IRR liegt bei 17,2 %** (vor Gebühren und Aufwendungen, die sich im Durchschnitt auf etwa 1,5 % belaufen), bei einem **intrinsic Value von 1.375 € pro Anteil.** Basierend auf unseren aktualisierten Bewertungsmodellen schätzen wir, dass der NAV bis 2026 bei fast 890 € pro Anteil liegen dürfte, womit er erneut über den von uns im Jahr 2021 gesetzten Zielen liegt (*siehe Grafik unten*).

In den letzten vier Jahren haben wir unsere Ziele nahezu erreicht, und wir hoffen, dass sich der Konflikt um den Iran nicht zu einer globalen Rezession entwickelt, die zu erheblichen Marktkorrekturen führen könnte. Sollte dies geschehen, würde der Nettoinventarwert (NAV) für 2026 wahrscheinlich niedriger ausfallen als erwartet; positiv wäre jedoch die Möglichkeit, zu niedrigeren Preisen und damit zu deutlich höheren Renditen wieder anzulegen, was in Zukunft zu stärkeren Gewinnen führen würde.

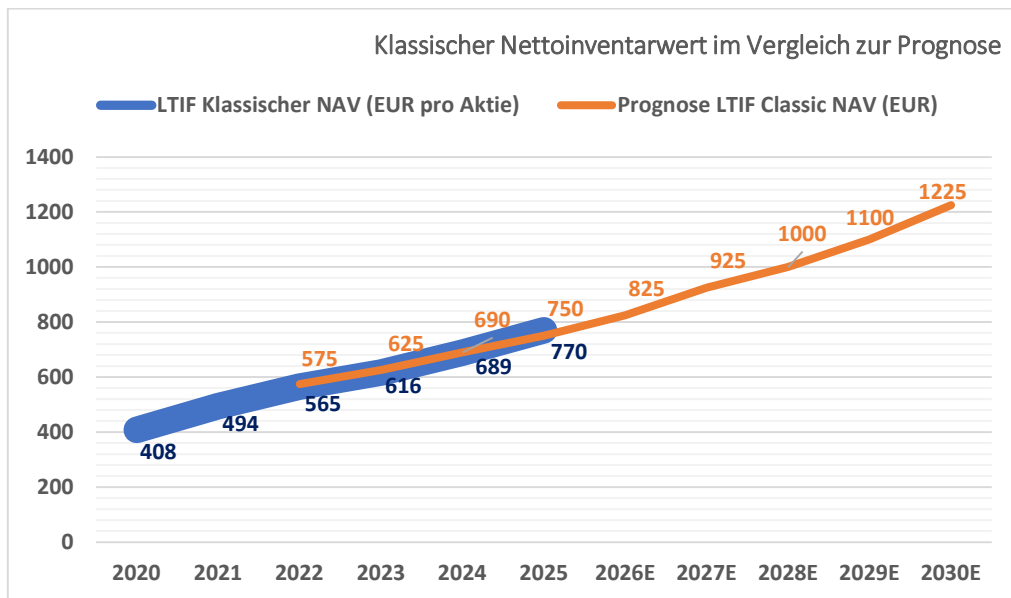
Welches Szenario würden wir bevorzugen? Einen fallenden Markt mit sinkenden NAVs, der es uns ermöglicht, Vermögenswerte günstiger zu kaufen und den erwarteten IRR zu steigern? Oder steigende Märkte, die uns zwar ruhigen Schlaf bescheren, aber einen niedrigeren erwarteten IRR mit sich bringen?

Die Antwort darauf hat Warren Buffett schon vor langer Zeit gegeben: Er hat oft gesagt, dass *er lieber 12 % pro Jahr mit Volatilität verdienen würde als 10 % ohne.* Allerdings war Buffett in der Vergangenheit weniger direkt den Auswirkungen von Marktbewertungen und Endanlegern ausgesetzt als wir, und wir sind uns der Verantwortung bewusst, die wir gegenüber den vielen Anlegern haben, die uns vertrauen.

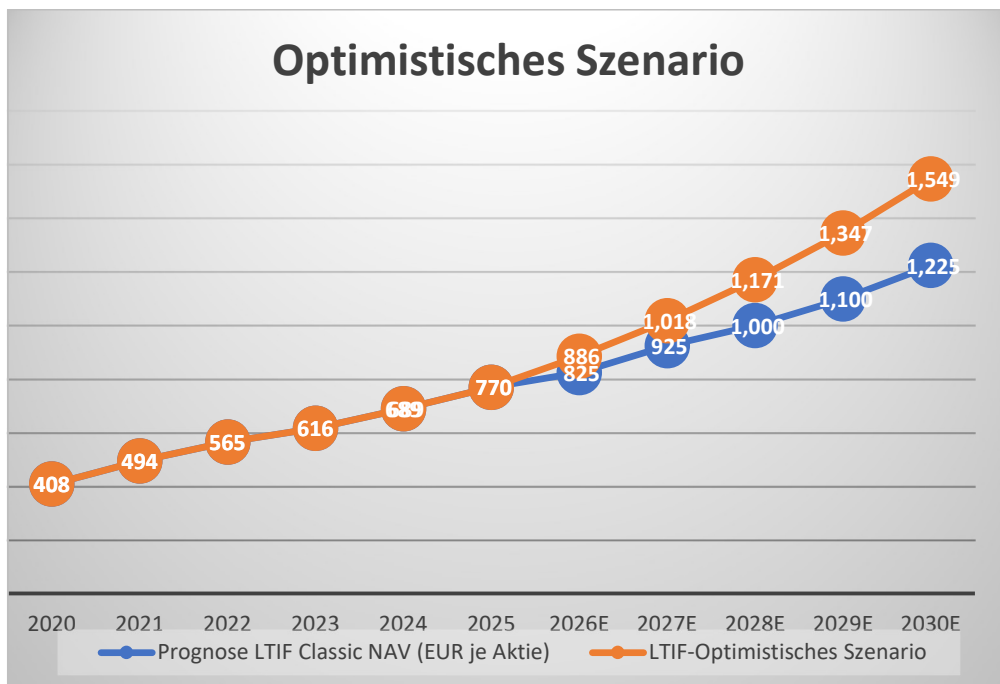
Auf jeden Fall **sind wir darauf vorbereitet, dass sich die Märkte in beide Richtungen bewegen können.**

Nach mehreren Jahren, in denen wir Krisen, Rezessionen und Korrekturen gemeistert haben, halten wir es für angemessen zu sagen, dass **wir, wenn sich die Märkte ihren Tiefstständen nähern, oft in der Lage sind, zu durchschnittlichen IRRs von über 20 % zu investieren** – eine aussergewöhnliche Grenzrendite, die typischerweise Phasen weit verbreiteter Panikverkäufe widerspiegelt.

Die folgende Grafik zeigt die NAV-Prognose für SIA LTIF Classic für den Zeitraum 2022–2030, die wir erstmals 2021 veröffentlicht und seitdem nicht revidiert haben. Es ist etwas überraschend, dass wir vier Jahre in Folge so nah an unseren Zielen geblieben sind. Die Botschaft bleibt unverändert: **Langfristig erwarten wir, dem durch die orangefarbene Linie dargestellten Verlauf zu folgen und jährliche Nettoerträgen von >10 % zu erzielen.**



Ab 2024 veröffentlichen wir eine neue Grafik, die unsere Prognose für 2021–2030 (siehe Grafik unten, in Blau) neben der durch den aktualisierten IRR von SIA LTIF Classic implizierten Performance (15 % pro Jahr, netto, in Orange) zeigt. Langfristig hat sich unser erwarteter IRR als bemerkenswert aussagekräftig erwiesen, vielleicht sogar zu sehr, aber 15 % pro Jahr verdienen Respekt.



Wie bereits erwähnt, ist die vernünftigste Erwartung, dass die tatsächliche Wertentwicklung irgendwo zwischen diesen beiden Linien liegen wird. Im Jahr 2025 war dies tatsächlich der Fall, mit einem NAV von 770 € pro Aktie, der sich zwischen dem erwarteten Bereich von 750 € und 792 € bewegte.

Mit Blick auf das Jahr 2026 liegt die prognostizierte Spanne zwischen 825 € und 886 € pro Aktie.

Nur sehr wenige Anleger und eine kleine Gruppe von Fondsmanagern sind in der Lage, langfristige IRRs von über 10 % zu erzielen, **und auch wenn in unseren aktuellen DCF-Modellen eine Rendite von 15 % ausgewiesen wird, bleibt dies eine Zahl, die Respekt gebietet.** Im Laufe der Zeit wird sich zeigen, ob die Solidität unserer strategischen und finanziellen Analyse solche Renditeerwartungen weiterhin stützt. Zur Erinnerung: Eine jährliche Rendite von 15 % verdoppelt das investierte Kapital effektiv alle fünf Jahre. Die Zeit wird es zeigen.

Das Gegengewicht (oder Risiko) hinter solch ehrgeizigen Renditeerwartungen liegt in der Zusammensetzung der Kernpositionen des SIA LTIF Classic, zu denen bedeutende Engagements in Sektoren und Unternehmen gehören, die derzeit beim Marktkonsens stark in Ungnade gefallen sind – mit anderen Worten: hochgradig **konträre Anlagen**.

ISS, Reckitt Benckiser, Henkel, Pandora, Pluxee, Grifols, Sodexo und Viscofan machen zusammen mit unserem Exposure in den Sektoren Lachszucht sowie Energie/Öl rund 60 % des Portfolios aus. Dies sind Anlagen, die derzeit vom Markt „gehasst“ werden.

Wichtig ist, dass dies **nicht** bedeutet, dass wir unser Exposure in risikoreicheren Kategorien erhöht haben (Kategorie 3 und Kategorie 4 machen 30 % des Fonds aus). Vielmehr sind wir der Ansicht, dass **wir hochwertige Unternehmen mit starken strategischen Positionen halten, die derzeit vorübergehenden zyklischen Gegenwinden ausgesetzt sind – Umstände, die sich in stark reduzierten Bewertungen widerspiegeln.**

Fast die Hälfte des SIA LTIF Classic besteht aus 10 gut diversifizierten Positionen

Wie üblich stellen wir in der nachstehenden Tabelle die wichtigsten Positionen des Classic-Fonds vor, um zwei zentrale Grundsätze unserer Anlagephilosophie zu veranschaulichen:

1. Die hohe Qualität und starke strategische Positionierung aller Unternehmen im Portfolio, die unseren „**Strategic Value**“-Anlageansatz widerspiegeln.
2. **C&D (Konzentration und Diversifizierung)** – ein Gleichgewicht, das sicherstellt, dass kein einzelner Faktor (zum Beispiel eine Energiekrise) das Portfolio wesentlich beeinträchtigen kann.

Insgesamt machen die zehn grössten Positionen mehr als 45 % des Fonds aus. Wie zu sehen ist, sind alle diese Unternehmen weltweit tätig, wodurch wir das von uns angestrebte Exposure am Wachstum der Schwellenländer erzielen und gleichzeitig das Risiko auf einem kontrollierten Niveau halten können.

SIA LTIF Classic Core Holdings (März 2026)

Pluxee. Digitale Essensgutscheine. Global

ISS A/S. Reinigungsdienstleistungen. Weltweit

Leroy Seafood. Lachszucht. Weltweite Exporte

Reckitt Benckiser Plc. Pharma. Hygiene. HPC (Home & Personal Care). Global

ASML. Halbleiter. Weltweit

Pandora. Erschwinglicher Schmuck. Weltweit

Grifols SA. Aus Plasma gewonnene Proteine. Weltweit

Sodexo. Catering. Weltweit

Nexans. Elektrokabel. Weltweit

Viscofan. Weltmarktführer bei Wursthüllen. Weltweit

V. INVESTMENT CASE DES QUARTALS: VISCOFAN

Wir haben kürzlich einen scheinbaren „Fehler“ des Marktes genutzt, der möglicherweise durch automatisierte Handelsalgorithmen und Händler verstärkt wurde, **um eine beträchtliche Anzahl von Aktien von Viscofan, einem alten Bekannten von SIA AM, zu erwerben.**

Im Oktober 2025 **veröffentlichte** das mit dem Investmentfonds Hunterbrook Capital verbundene Medienunternehmen Hunterbrook Media **Vorwürfe, wonach das Werk von Viscofan in Danville, Illinois, mit mehreren schwerwiegenden Problemen konfrontiert sei**, darunter:

- Giftige Emissionen und Umweltverschmutzung
- Unsachgemässe Handhabung und Entsorgung von Sondermüll
- Verstösse gegen Umweltvorschriften
- Mögliche gesundheitliche Auswirkungen auf Arbeiter und Anwohner
- Verstösse gegen Arbeitsstandards

Nach der Veröffentlichung dieser Vorwürfe (übrigens sollte wohl jemand den möglichen Interessenkonflikt zwischen der Veröffentlichung und den Short-Positionen des Fonds untersuchen) **brach der Aktienkurs ein – er fiel um 15–20 % von über 60 € auf rund 50 €**. Interessanterweise hatte die Aktie bereits kurz vor Veröffentlichung des Berichts begonnen, nachzugeben.

Was haben wir getan?

Da wir die Branche, das Unternehmen und das Managementteam seit mehr als einem Jahrzehnt kennen, **beschlossen wir, direkt mit ihnen zu sprechen**. Bei diesem Treffen argumentierte die Unternehmensleitung, dass die Vorwürfe falsch oder zumindest höchst irreführend seien, und ging dabei detailliert auf jeden einzelnen Vorwurf ein.

Einige Tage später **hielten wir ein zweites Treffen mit mehreren US-Rechtsexperten ab**, um eine unabhängige Einschätzung der Situation zu erhalten. Ihre Analysen bestätigten nacheinander weitgehend die Position von Viscofan.

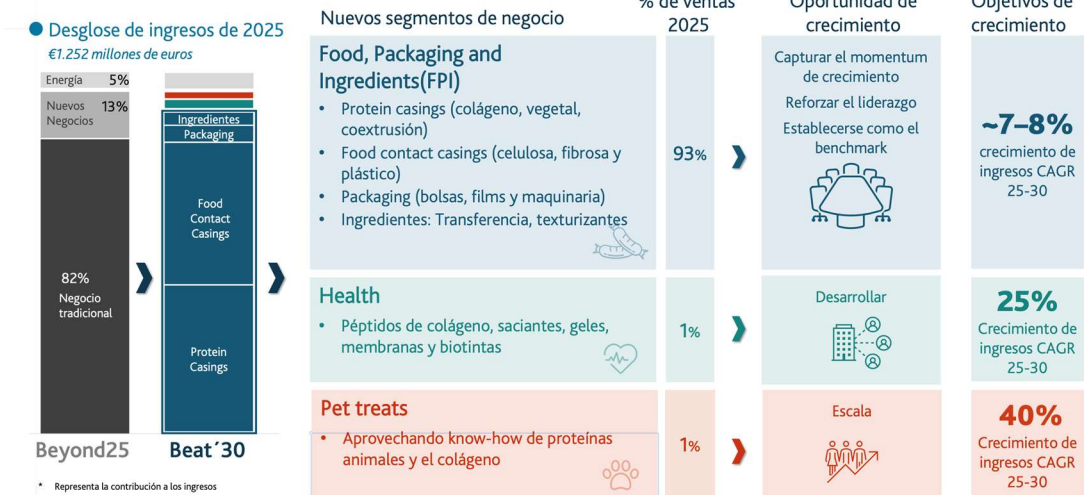
Also begannen wir zu kaufen.

Einige Monate später ist Viscofan zu einer der Top-Positionen von SIA AM geworden. Unsere aktuellen Schätzungen deuten auf einen erwarteten IRR von 13–14 % hin, bei einem intrinsic Value von 80 € pro Aktie.

Viscofan veranstaltete kürzlich einen Capital Markets Day, auf dem das Unternehmen seinen **Strategieplan BEAT 2030** vorstellte, **der an den Plan Beyond 25 anknüpft – eine Strategie, die unserer Ansicht nach äusserst erfolgreich war**.

Wir bitten um Entschuldigung, dass wir im Folgenden einige Folien auf Spanisch einfügen. Die erste Folie bietet eine übersichtlichere Aufschlüsselung der Geschäftsbereiche des Unternehmens und ihres Wachstumspotenzials und hebt insbesondere die beiden neuen Wachstumsplattformen hervor: Verpackungen und Zutaten.

Estrategia diferenciada para divisiones de negocio redefinidas



Die zweite Folie fasst **den Strategieplan des Unternehmens für 2025–2030** zusammen, **der ein durchschnittliches jährliches Umsatzwachstum von rund 8 % sowie eine Verbesserung der EBITDA-Margen auf etwa 25–26 % anstrebt**, was einem Anstieg von 2–3 Prozentpunkten gegenüber dem Niveau von 2025 entspricht.

In Verbindung mit potenziellen Aktienrückkäufen dürfte diese Strategie **in den nächsten fünf Jahren zu einem jährlichen Wachstum des Gewinns je Aktie von mehr als 10 %** führen – ein Ziel, das wir als ehrgeizig, aber erreichbar erachten.

Impulsando la rentabilidad A través de la inversión en innovación y tecnología

Aceleración del crecimiento de ingresos
1.800 Mn
2030e
+8%
CAGR 2025-30

Expansión de márgenes
25%/26%
Margen EBITDA
2030e
+2p.p./+3p.p.
2030e vs. 2025

- Expansión de capacidad con tecnologías mejoradas
- Apalancamiento operativo y mayor OEE
- Diversificación de materias primas
- Transformación digital para optimizar procesos
- La sostenibilidad como palanca de rentabilidad

Viscofan ist ein gutes Beispiel dafür, wie SIA AM seine Strategie umsetzt, Unternehmen der Risikokategorien 1 oder 2 zu kaufen, wenn vorübergehende Probleme oder schwierige Phasen auftreten.

In diesem Fall **scheinen die von Hunterbrook Media erhobenen Vorwürfe auf dem besten Weg zu einer positiven Lösung zu sein**, und der Aktienkurs hat bereits einen erheblichen Teil des anfänglichen Rückgangs wieder wettgemacht. Allerdings sind die Ergebnisse nicht immer so eindeutig und schnell.

Was das Timing angeht, hatten wir wohl etwas Glück und konnten unser Ziel erreichen: den Kauf eines hochwertigen Unternehmens mit einem starken Managementteam und einer soliden Bilanz zu einem attraktiven Preis.

Willkommen, Viscofan, ein kleiner, aber bemerkenswerter Champion.

VISCOFAN. Konsensschätzungen 2026–2028

	2026	2027	2028
PER	16x	15x	14x
ROE	17%	17%	17%
Price/Book	2.6	2.4	2.2

Quelle: Bloomberg, Schätzungen von SIA

VI. SIA LONG TERM INVESTMENT FUND NATURAL RESOURCES: 215 € p.a. +15 % ytd

2025 war ein starkes Jahr: +18 %. Auch 2026 hat stark begonnen: +15 %.

Der SIA LTIF Natural Resources stieg 2025 um 18 % auf 193 € pro Anteil, wobei die Performance vom Bergbausektor, Elektrokabeln und mehreren Lachszuchtunternehmen angeführt wurde.

Zu den Unternehmen, die Gewinne von mehr als 20 % erzielten, gehörten Rio Tinto, Antofagasta, Atalaya Mining, Kazatomprom, Cameco, Ero Copper, First Quantum, Freeport McMoran, Lundin Mining, Nutrien, Nexans, Prysmian, Grieg Seafood und Mowi. Auf der negativen Seite lieferte der Energie- und Ölsektor im Jahr 2025 eine eher mittelmässige Performance ab, was ein Umfeld extremen Pessimismus hinsichtlich der Ölpreise widerspiegelte.

Wir nutzten diese Schwäche als Gelegenheit, **unsere Positionen in Öl- und Gasunternehmen zu äusserst attraktiven Preisen aufzustocken**. Der Konflikt um den Iran verändert nun die Lage, ein Thema, auf das wir später in diesem Newsletter noch näher eingehen werden.

Bis Mitte März entwickelt sich der Fonds gut, verzeichnet seit Jahresbeginn einen Anstieg von 15 % und erreicht 215 € pro Aktie.

IRR von 13 %. Der innere Wert von beträgt 285 € pro Anteil bei mid-cycle Schätzungen

Der aktualisierte IRR für den SIA LTIF Natural Resources ist im Zuge der Wertsteigerung des Fonds schrittweise gesunken. Im **März 2026 liegt der erwartete IRR bei 13,2 % bei einem intrinsic Value von 285 € pro Anteil**. Bitte beachten Sie, dass alle unsere Modelle auf mid-cycle Schätzungen abgestimmt sind.

Die wichtigsten Portfolioänderungen im Jahr 2025 und Anfang 2026 waren:

1. **Schrittweise Käufe im Energiesektor** – insbesondere Öl und Gas – im Laufe des Jahres 2025, mit erwarteten Renditen von über 15 %.
2. **Schrittweise Reduzierung von Bergbauunternehmen anfangs 2026**, nachdem die starke Kursrallye bei mehreren Positionen die Bewertungen deutlich über unsere Zielwerte getrieben hatte.
3. **Die Aufnahme mehrerer hochwertiger Unternehmen**, darunter Barry Callebaut, Viscofan und Wienerberger.
4. **Einstieg in einen neuen Sektor, den wir als besonders attraktiv erachten**: Stromnetze, durch Investitionen in Unternehmen wie SSE und E.ON.

Die Hauptpositionen des SIA LTIF Natural Resources Fonds sind folgende:

SIA LTIF Natural Resources. Top-10-Positionen

Occidental Petroleum. US-Öl & Gas

Mowi. Lachszucht

TGS. Seismische Technologie

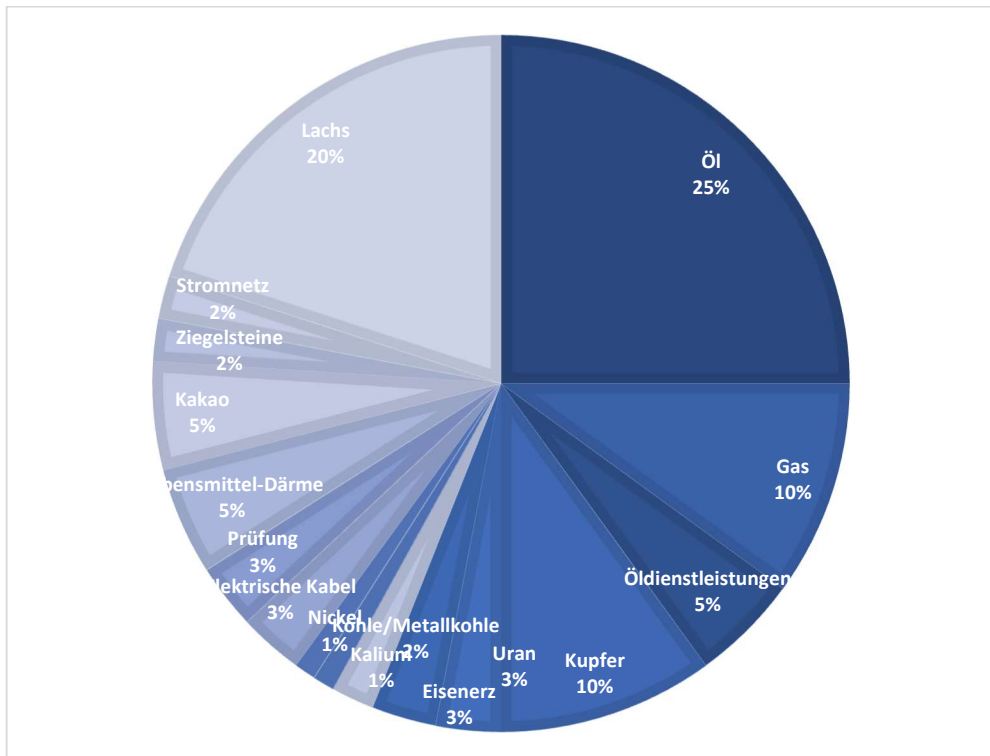
Barry Callebaut. Kakao

Viscofan. Würsthüllen

EOG Resources. US-Schieferöl

Harbour Energy. Öl und Gas in der Nordsee
Leroy Seafood. Lachszucht
Diamondback Energy. US-Schieferöl
Bakkafrost. Lachszucht

Und die aktuelle Aufteilung des Fonds nach Rohstoffen sieht wie folgt aus:



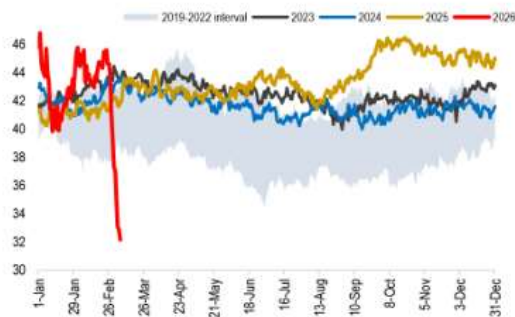
Quelle: SIA

Brent bei 90 \$ pro Barrel. Der Konsens hat sich getäuscht

Der Angriff der Vereinigten Staaten und Israels auf den Iran hat den Energiemarkt in einem Jahr auf den Kopf gestellt, das eigentlich als relativ ruhig erwartet worden war und in dem die Öl- und Gasversorgung sowie die Lagerbestände die erwartete Nachfragesteigerung problemlos decken sollten.

Figure 3: Global crude export

m bbl; 2023-2025 4 weeks MA; 2026 - 10 days MA



Source: Kpler, J.P. Morgan Commodities Research

Figure 4: Estimated supply shut-ins by day of Hormuz disruption

X-scale: days before shut-ins started; Y-scale: supply shut-ins, m bbl



Source: J.P. Morgan Commodities Research, Kpler, JODI

Dieses Szenario wird nun durch den Konflikt im Iran in Frage gestellt, was erhebliche Unsicherheit in Bezug auf zahlreiche Variablen mit sich bringt, insbesondere kurzfristig. Je nach Dauer des Konflikts und Ausmass der Schäden an der Energieinfrastruktur könnten die Folgen auch mittel- und langfristig reichen.

Vorerst – und in Anbetracht der Tatsache, dass unsere Fähigkeit, geopolitische Entwicklungen vorherzusagen, gegen Null tendiert – bleibt unser Basisszenario wie folgt:

1. **Ein kurzer Konflikt**, der mit einer Art von Vereinbarung endet.
2. **Begrenzte Schäden an der Energieinfrastruktur.**
3. **Eine Rückkehr zu einem angemessenen Mass an Normalität auf kurze Sicht.**

Wir stützen dieses Szenario auf mehrere wesentliche Überlegungen:

1. Die **Liste der militärischen und nuklearen Infrastrukturziele ist relativ begrenzt**, und angesichts ihrer militärischen Fähigkeiten dürften die Vereinigten Staaten und Israel nicht viel Zeit benötigen, um ihre Ziele zu erreichen.
2. **Keine der Parteien hat ein Interesse daran, die Energieinfrastruktur zu zerstören**, da dies globale Störungen mit potenziell unvorhersehbaren Folgen auslösen und wahrscheinlich eine koordinierte Reaktion der Industrieländer hervorrufen würde.
3. **Die derzeit gesperrte Strasse von Hormus könnte unter dem Schutz der US-amerikanischen und verbündeten Seestreitkräfte wieder geöffnet werden**, sollte sich der Konflikt ausweiten.
4. **Ein Regimewechsel im Iran ist nichts, was sich von aussen leicht durchsetzen oder steuern lässt.** Ein realistischeres Ergebnis wäre ein diplomatisches Abkommen, das die nukleare Bedrohung beseitigt und zu einem zumindest relativ gesehen weniger radikalen Regime führt.

Wie die meisten unserer Anleger wissen, **deuten unsere Analysen bei SIA darauf hin, dass der Ölsektor ab 2027 mit einem strukturellen Versorgungsdefizit konfrontiert sein wird**, was uns hinsichtlich der mittel- und langfristigen Aussichten für den Sektor optimistisch stimmt.

Wir glauben nicht, dass der aktuelle Konflikt unsere langfristigen Prognosen grundlegend verändert. Wenn überhaupt, könnte er den nächsten Aufschwungzyklus im Energiesektor beschleunigen, insbesondere wenn die Produktionskapazitäten des Iran in den nächsten zwei bis drei Jahren beeinträchtigt würden.

Wie haben wir darauf reagiert?

Nachdem wir unser Engagement im Energiesektor im Laufe des Jahres 2025 schrittweise ausgebaut und dabei die Schwäche des Sektors genutzt haben, kommen die jüngsten Entwicklungen dem Portfolio derzeit zugute. Tatsächlich macht der Energiesektor mittlerweile rund 40 % des SIA LTIF Natural Resources aus.

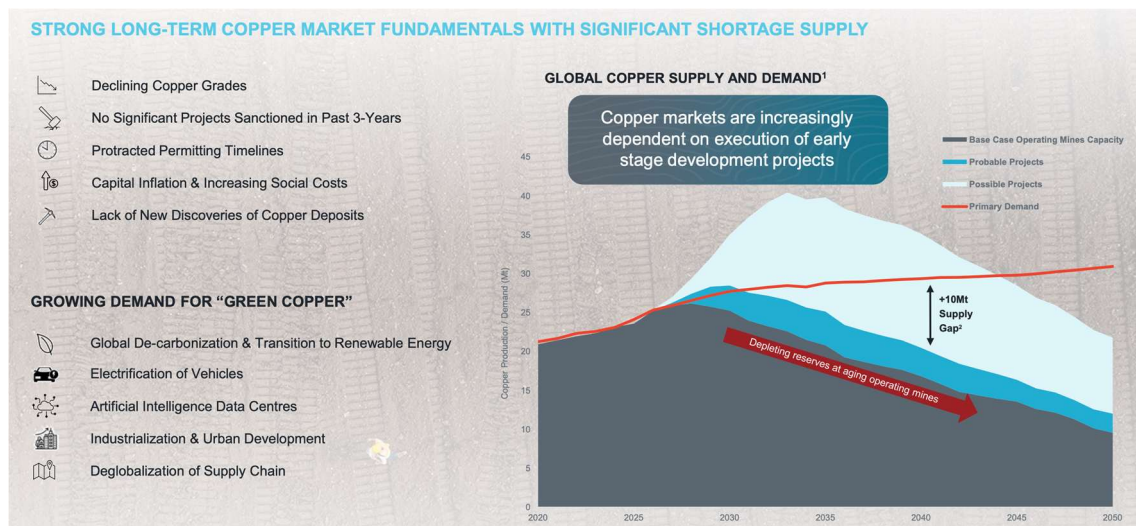
Sollten die Ölpreise auf hohem Niveau bleiben und die Bewertungen deutlich steigen, könnten wir erwägen, einige Gewinne mitzunehmen. Derzeit sind wir jedoch noch weit davon entfernt, da die erwarteten IRRs für uns zu attraktiv bleiben, um unsere Positionen wesentlich zu reduzieren.

Kupferknappheit rückt näher

Der Kupferpreis erreichte Anfang 2026 6 US-Dollar pro Pfund und trieb damit die Aktien von Kupferminenunternehmen auf Niveaus, die typischerweise in Haussephasen zu beobachten sind. Aus unserer Sicht ist diese Entwicklung angesichts der mittel- und langfristigen Aussichten nachvollziehbar, da wir weiterhin mit einem strukturellen Defizit bei der Kupferversorgung rechnen.

Insgesamt entspricht die Situation weitgehend unseren Prognosen, tritt jedoch möglicherweise etwas früher ein, als wir erwartet hatten.

Der Markt beginnt zu erkennen, dass **das künftige Angebot ab etwa 2027–2028 kaum noch mit der Nachfrage Schritt halten kann**, was bedeutet, dass die Preise mindestens auf ein Anreizniveau steigen müssen – nach unseren Schätzungen 5 US-Dollar pro Pfund – und möglicherweise sogar noch höher, um die Entwicklung neuer Bergbauprojekte anzukurbeln.



Was die Notwendigkeit betrifft, Anreize für neue Bergwerke zu schaffen, **hat die mongolische Regierung Rio Tinto kürzlich mitgeteilt, dass sie die bestehende Vereinbarung für das Bergwerk Oyu Tolgoi neu verhandeln möchte**, um einen grösseren Anteil an den Gewinnen aus den höheren Kupferpreisen zu erhalten. Diese Nachricht folgt auf den Anstieg der Kupferpreise, wie wir ihn schon oft erlebt haben. Wenn die Rohstoffpreise steigen, steigen auch Steuern, Regulierungsaufgaben und Überprüfungen. Wir werden noch viele weitere solcher Fälle erleben.

Vertragliche Unsicherheit, Steuererhöhungen und regulatorische Änderungen sind endemische Probleme im Bergbausektor, und sie verschärfen sich, wenn die Rohstoffpreise steigen. Und dies ist ein strukturelles Problem, da es sowohl das Risiko als auch die Kapitalkosten für neue Bergbauprojekte erhöht und Investitionsentscheidungen erheblich erschwert.

Mehrere aktuelle Beispiele veranschaulichen diese Realität, wie etwa Cobre Panamá, das weiterhin stillgelegt ist, oder die Bergbaubetriebe in Grasberg oder Kamoakakula, die unter dem ständigen Schatten potenzieller staatlicher Eingriffe operieren. Vor kurzem kündigte die Regierung von Ghana ihre Absicht an, die Lizenzgebühren für Goldexporte zu erhöhen.

Vor diesem Hintergrund stellt sich eine grundlegende Frage: **Wer ist bereit, unter diesen Bedingungen 5–10 Milliarden Dollar in neue Bergbauprojekte zu investieren? Wie hoch sind die Kapitalkosten? Wie hoch ist das tatsächliche Risiko?**

PROBABLE AND POSSIBLE PIPELINE FACES SIMILAR CHALLENGES TO MEET SUPPLY PREDICTIONS

PROBABLE PROJECTS (>75 KTPA CU ¹)				POSSIBLE PROJECTS (LARGEST CONTRIBUTORS ¹)											
Project	Production (ktpa Cu) ¹	Production Start	Timeline Likelihood	Project	Production (ktpa Cu) ¹	Production Start	Timeline Likelihood	Project	Production (ktpa Cu) ¹	Production Start	Timeline Likelihood	Project	Production (ktpa Cu) ¹	Production Start	Timeline Likelihood
Reko Diq (Pakistan)	359	2028	?	Resolution (Arizona)	461	2033	X	NuevaUnión (Chile)	197	2033	X				
Cobre Restart (Panama)	306	2027	?	Hu'u (Indonesia)	325	2032	?	Timok Exp. Ph.2 (Serbia)	196	2032	X				
Duolong (Tibet)	304	2029	?	Collahuasi Line 4 (Chile)	324	2033	?	MARA (Argentina)	192	2029	?				
Baimskaya (Russia)	247	2029	?	Los Pelambres Ph.2 (Chile)	324	2036	?	San Enrique (Chile)	191	2040	?				
Escondida OGP 2 (Chile)	236	2032	✓	El Abra Sulph. (Chile)	254	2033	X	Panantza (Ecuador)	190	2031	?				
Timok Exp. (Serbia)	199	2027	?	La Granja (Peru)	293	2033	?	Sierrita Exp. (Arizona)	190	2030	?				
Wafi - Golpu (PNG)	167	2032	X	Morenci Exp. (Arizona)	288	2030	X	Aynak (Afghanistan)	185	2029	?				
Elang (Indonesia)	166	2031	?	El Pachon (Argentina)	273	2030	X	Frieda River (PNG)	184	2030	X				
Ak Sug (Russia)	125	2028	?	Qulong Ph.3 (China)	263	2030	?	Michiquillay (Peru)	182	2032	X				
Cristalino Deposit (Brazil)	98	2035	?	Taca Taca (Argentina)	231	2030	X	Mason (Nevada)	139 ²	2030	X				
Copper World (Arizona)	92 ²	2028	?												
Los Bronces Mill	90	2028	X												
Bagdad Exp. (Arizona)	87	2029	?												
Zafranai (Peru)	76	2030	X												

✓ Achievable
? Unknown
 X Unlikely
 Greenfield / Brownfield

4.8 Mtpa of the 7.5 Mtpa sourced from the projects identified above is unlikely to meet estimated timelines

The vast majority of copper supply is unlikely to meet forecasted timelines

Wir sind sehr zufrieden, dass sich unser Szenario allmählich verwirklicht, und wir glauben, dass 2026 möglicherweise nur der Anfang ist. Es wird zweifellos Phasen der Volatilität geben, aber unserer Ansicht nach **ist Kupfer, ebenso wie Uran, in einen langfristigen Aufschwungzyklus eingetreten, der durch strukturelle Versorgungsengpässe und anhaltend hohe Preise für viele Jahre gekennzeichnet ist.**

Lachsunternehmen blicken optimistisch auf das Jahr 2026

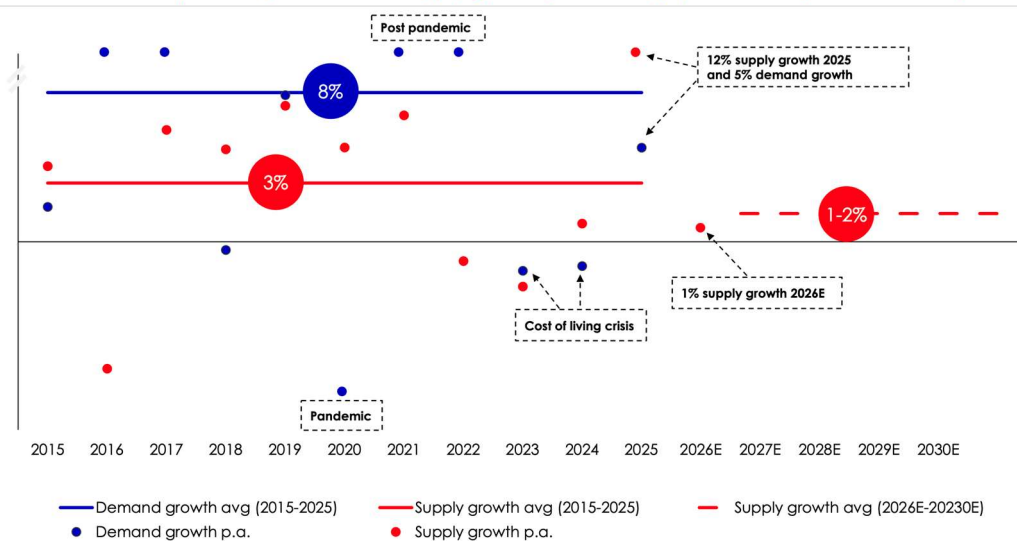
Wir haben kürzlich an der **jährlichen NASF-Aquakulturkonferenz in Bergen** teilgenommen und hatten die Gelegenheit, mit den meisten grossen Unternehmen der Branche zu sprechen. Wir verliessen die Konferenz

mit einem optimistischen Gefühl, da 2026 wahrscheinlich ein ausgezeichnetes Jahr für die Branche werden dürfte.

Unsere wichtigsten Schlussfolgerungen lauteten wie folgt:

1. **Die biologischen Bedingungen in Norwegen sind derzeit günstig**, mit einem Biomassewachstum von rund 1 % im Vergleich zu 2025. Dies deutet darauf hin, dass sich das Angebotswachstum nach einem zweistelligen Wachstum in Norwegen im Jahr 2025 abgeschwächt hat.
2. **Die Nachfrage bleibt sehr stark**, und die meisten Unternehmen meldeten hervorragende Absatzaussichten in Asien, wobei China weiterhin zweistellige Wachstumsraten verzeichnet.
3. **Die Preise spiegeln bereits das Ungleichgewicht zwischen Angebot und Nachfrage wider** und nähern sich dem Gleichgewichts- oder Anreizniveau, das derzeit bei 90 NOK pro Kilogramm (ca. 7,5 €/kg) liegt. Siehe Grafik unten.
4. **Die Branche ist weiterhin attraktiv bewertet** und wird im Durchschnitt mit **dem etwa 13-fachen des Gewinns für 2026 und dem 11-fachen für 2027** gehandelt. Dies liegt unter dem historischen Durchschnitt von 14–15 und unter dem Niveau, auf dem die Branche angesichts des strukturellen Wandels der letzten Jahre – nämlich eines begrenzten Angebotswachstums aufgrund der vollen Kapazitätsauslastung in Norwegen und Chile – wohl gehandelt werden sollte.

Supportive supply/demand balance expected in 2026 and beyond
8% demand CAGR past 10 years vs 3% supply growth, 1-2% supply CAGR expected next 5 years



5. **Die Konsolidierung in der Branche schreitet** weiter voran: Cermaq erwirbt Vermögenswerte von Grieg Seafood, und Mowi kauft eine 5.000-Tonnen-Lachsfarm von einem kleinen Betreiber. Insgesamt besteht weiterhin starkes strategisches Interesse an der Branche.
6. Was die Risiken betrifft, haben wir die **drei strukturellen Risiken, die das Angebotsgleichgewicht potenziell stören könnten**, eingehend untersucht. Vorerst sehen wir die Aussichten jedoch relativ positiv:

- **Die Offshore-Lachszucht** befindet sich noch in einem sehr frühen Entwicklungsstadium. Uns wurde mitgeteilt, dass China bereits eine der beiden Offshore-Anlagen, die getestet wurden, stillgelegt hat. Es sieht so aus, als würde die Entwicklung der Offshore-Zucht länger dauern als erwartet
- **Die Onshore-Zucht** entwickelt sich weiter, doch der Bau von Anlagen und die Bewältigung biologischer Risiken nehmen viele Jahre in Anspruch. Zum jetzigen Zeitpunkt sehen wir keine ausreichende Grössenordnung, um die Branche wesentlich zu stören. Unserer Ansicht nach wären wahrscheinlich höhere Lachs-Preise erforderlich, um diese Investitionen wirtschaftlich rentabel zu machen. Wir sehen interessante Projekte, die sinnvoll sind, aber nur eine begrenzte Grössenordnung aufweisen
- Was **Chinas Absicht** betrifft, **den Sektor auszubauen**, glauben wir, dass sich das Land in erster Linie auf den Aufbau der Infrastruktur konzentrieren wird, einschliesslich Importlogistik, Verarbeitung, Wertschöpfungsprodukte, Vertrieb und Lagerung, anstatt eine gross angelegte heimische Produktion aufzubauen. Angesichts der Tatsache, dass Offshore-Projekte ins Stocken geraten sind und die Entwicklung der Onshore-Produktion Jahre dauern wird, erwarten wir, dass das Marktwachstum in China weiterhin weitgehend von importiertem Lachs abhängen wird.

VII. ÖLÜBERSCHUSS!!!! , von Urs Marti

„Analysten warnen vor einem massiven globalen Ölüberangebot, das sich 2026 abzeichnen wird, angetrieben durch steigende Produktion aus Nicht-OPEC+-Ländern und ein nachlassendes Nachfragewachstum. Aufgrund dieses Überangebots prognostizieren Analysten einen Preisrückgang, wobei JP Morgan davor warnt, dass Brent-Rohöl bis Ende 2027 in den Bereich von 30 Dollar pro Barrel fallen könnte“.

Der Konsens liegt immer falsch, kurzfristig und wohl auch mittelfristig

Wie immer zum Jahresende geben Prognostiker, Analysten, Kommentatoren und andere Experten ihre Ausblicke und Vorhersagen für das kommende Jahr ab. Je länger ein Trend oder eine Entwicklung bereits besteht, desto überzeugter ist die Masse davon, dass er sich ewig fortsetzen und sogar noch beschleunigen wird (*die Truthahn-Geschichte aus Nassim Talebs Buch „Skin in the Game“*).

Es wird interessant, wenn der Konsens auf derselben Seite steht und die Stimmung/Positionierung extreme Werte erreicht. Dies ist der Moment für grosse Umkehrungen, da die Masse auf dem Holzweg ist.

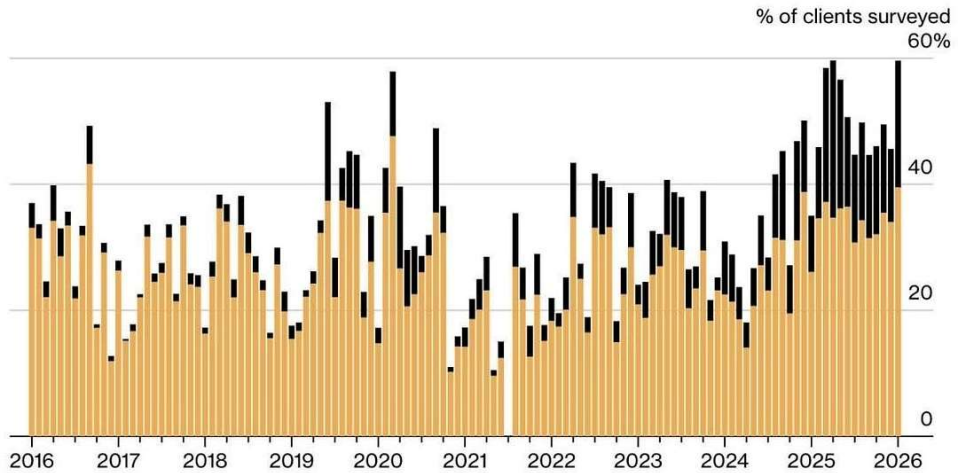
Der Autor erinnert sich an eine ähnliche Situation vor zehn Jahren in Australien. Die Eisenerzpreise waren von einem Höchststand von 180 Dollar auf bis zu 30 Dollar gefallen. Eisenerz ist mit Abstand das wichtigste Produkt, das Australien produziert. Es macht etwa ein Drittel aller australischen Exporte aus, Dienstleistungen nicht mitgerechnet. Daher hat bzw. muss jeder eine Meinung zu seiner Zukunft haben. *„Eisenerz ist die sicherste Wette auf der Short-Seite“*, lautete der allgemeine Konsens unter allen Brokern und Analysten.

Während die Finanzwelt davon überzeugt war, dass der Preis nur in Richtung Null tendieren könne, teilten die Akteure der Branche (Rio, BHP, Fortescue) diese pessimistische Einschätzung nicht. Sie sprachen von Preisen, die für Investitionen zu niedrig seien, von tiefen Lagerbeständen und von einem Ausblick für den Stahlverbrauch in Asien, der weniger düster sei als angenommen. (Schauen Sie sich an, wie sich der Stahlverbrauch in Asien danach tatsächlich entwickelte...) Anstatt „die Nummer eins unter den Short-Positionen“ zu sein, verdoppelten sich die Eisenerzpreise im folgenden Jahr. *„Unbegründete Rallye! Massive Spekulationskäufe von chinesischen Hausfrauen!“*, lautete der Aufschrei der Finanzwelt. (*Stellen Sie sich vor, chinesische Hausfrauen würden Millionen Tonnen physisches Eisenerz auf dem Spotmarkt kaufen, es nach Peking verschiffen und in ihre Badewannen schütten...*)

Goldman Clients Near Most Bearish on Oil In 10 Years

Institutional investors across asset classes were only more bearish on crude in April 2025.

■ Slightly Bearish ■ Bearish



Source: Goldman Sachs Marquee MarketView

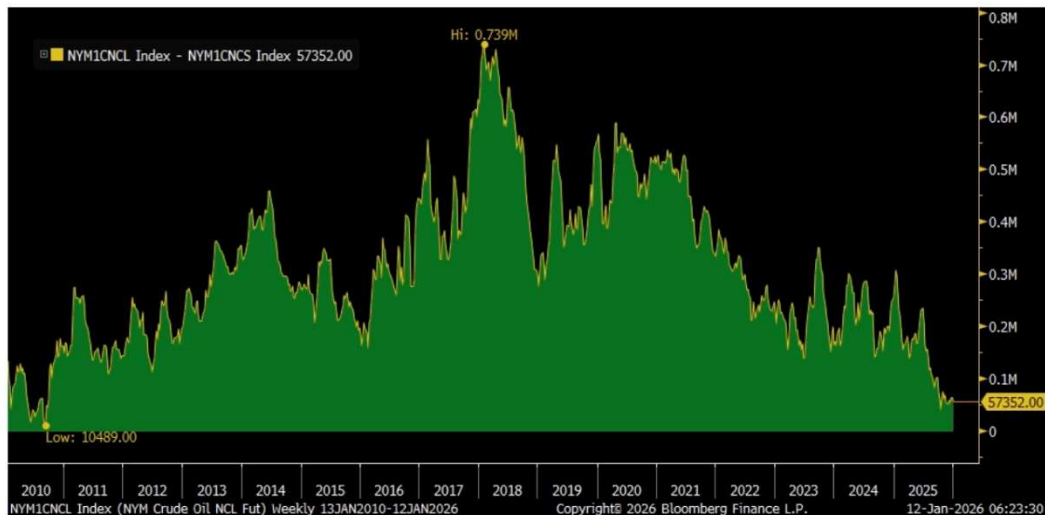
Natürlich ist Öl ein viel bedeutenderer Rohstoff als Eisenerz.

Tatsächlich ist Öl das grösste Geschäft auf dem Planeten. Je nach Ölpreis machen die Einnahmen 10–15 % des globalen BIP aus. Ein wesentlicher Unterschied zwischen Eisenerz und Öl ist die sehr begrenzte Finanzspekulation auf dem Eisenerzmarkt. Aufgrund der besonderen Merkmale des Eisenerzhandels gibt es für FinanzspekulantInnen keinen Zugang, da es keinen Terminmarkt gibt. Nur einen bar abgerechneten Scheinmarkt:

Exchange	Contract	Recent Price	Change	Settlement Type
Dalian Commodity Exchange (DCE)	May Iron Ore	781.5 yuan (\$111.01/mt)	+0.58%	Cash Settlement
Singapore Exchange (SGX)	January Iron Ore	\$104.65/mt	-0.05%	Cash Settlement
CME Group	Iron Ore Swaps	Varies by month	Varies	Cash Settlement

1848 wurde die Chicago Board of Trade als Kassamarkt für Getreide gegründet. Die CBOT formalisierte 1865 die ersten modernen standardisierten Rohstoff-Terminkontrakte, wobei der Schwerpunkt vor allem auf Getreide lag. Erst 1983 begann der Handel mit Rohöl-Futures an der New York Mercantile Exchange. Kaum jemals in der Geschichte des Öls haben sich FinanzspekulantInnen verpflichtet, so viele Barrel Öl zu liefern. Offensichtlich werden sie dazu nicht in der Lage sein, im Gegensatz zu den Produzenten.

Net Spec Long Position in Crude Oil Futures



Brancheninsider vertreten eine ganz andere Meinung, wie der CEO von Aramco erklärte. **Die Prognosen über ein globales Ölüberschussangebot seien stark übertrieben, da das Nachfragewachstum weiterhin stark sei und die weltweiten Ölvorräte tief seien.** Das Nachfragewachstum sei in den Schwellenländern weiterhin stark, gefolgt von China und den Vereinigten Staaten, wobei die Gesamtnachfrage im vergangenen Jahr Rekordwerte erreicht habe und in diesem Jahr erneut steige, sagte Nasser am Rande des Weltwirtschaftsforums in Davos gegenüber Reportern.

„Die Prognosen für ein Ölüberschuss sind stark übertrieben ... Die Ölvorräte sind weltweit im Fünfjahresdurchschnitt niedrig, und die auf dem Meer gelagerten Barrel sind grösstenteils von Sanktionen betroffene Barrel“, sagte er.

Der Welt mangelt es zudem an Reservekapazitäten oder ungenutzter Ölproduktion, die Länder im Notfall aktivieren können, um Preisspitzen zu verhindern.

„Sie (die Reservekapazität) liegt bei 2,5 %, und wir brauchen mindestens 3 %. Wenn die OPEC+ die Förderkürzungen weiter zurückfährt, wird die Reservekapazität noch weiter sinken, und wir müssen dies sehr genau beobachten“, sagte Nasser.

„Nicht investierbar“: Trumps 100-Milliarden-Dollar-Glücksspiel in Venezuela trifft auf die Realität der Ölindustrie

Obwohl das Weisse Haus Zuversicht ausstrahlt, warnen Branchenführer, dass Venezuela für grössere Investitionen zu instabil bleibt, wobei Exxon-CEO Darren Woods das Land unverblümt als „nicht investierbar“ bezeichnet. *„Wenn wir uns die rechtlichen und wirtschaftlichen Strukturen und Rahmenbedingungen ansehen, die heute in Venezuela bestehen, ist das Land nicht investierbar“,* sagte er und wies darauf hin, dass Exxons Vermögenswerte dort bereits zweimal beschlagnahmt worden seien.

Die weltweit grössten Ölreserven – auf dem Papier

Laut der US-Energieinformationsbehörde verfügt Venezuela über rund 303 Milliarden Barrel nachgewiesener Rohölreserven – mehr als jedes andere Land der Welt. Doch diese Schlagzeile verschleiert eine entscheidende Tatsache: Der Grossteil davon ist ultraschweres Rohöl, das sich im Orinoco-Gürtel

konzentriert. Im Gegensatz zu leichtem, süssem Rohöl, wie es beispielsweise im Permian Basin gefördert wird, ist Orinoco-Rohöl dicht, zähflüssig und schwer zu transportieren. Um es in grossem Massstab zu fördern, muss es erhitzt, mit leichteren Kohlenwasserstoffen verdünnt und in speziellen Anlagen aufbereitet werden, bevor es raffiniert werden kann. Der zusätzliche Verarbeitungsaufwand bedeutet auch, dass höhere Ölpreise erforderlich sind, damit sich die Förderung rentiert.

Jahrzehntelang war Venezuela auf Partnerschaften mit US-amerikanischen und europäischen Ölkonzernen angewiesen, um die Technologie, das Kapital und das betriebliche Know-how bereitzustellen, die für das Funktionieren dieses Systems erforderlich waren. Diese Partnerschaften sollten die 2000er Jahre nicht überstehen.

Enteignung und der Zerfall von PDVSA

Während Venezuela seine Ölindustrie in den 1970er Jahren formell verstaatlichte, ging das Land unter Präsident Hugo Chávez ab Anfang der 2000er Jahre über sein früheres Modell der staatlichen Eigentümerschaft hinaus und leitete eine Welle von Enteignungen ein, die den Ölsektor grundlegend umgestalteten. Ausländische Betreiber wurden gezwungen, neben Venezuelas staatlicher Ölgesellschaft PDVSA Minderheitsbeteiligungen einzunehmen, oder mussten miterleben, wie ihre Vermögenswerte direkt beschlagnahmt wurden. Grosse US-Unternehmen, darunter ExxonMobil und ConocoPhillips, zogen sich schliesslich aus dem Land zurück und leiteten internationale Schiedsverfahren wegen entschädigungsloser Enteignungen ein.

Internationale Schiedsgerichte sprachen ausländischen Unternehmen später Entschädigungen in Milliardenhöhe zu – Urteile, denen Venezuela grösstenteils nicht nachgekommen ist. Diese Zeit markiert den Ursprung des Begriffs „gestohlenes Öl“, der nun in der politischen Rhetorik der USA wieder auftaucht.

Die Folgen für Venezuelas Ölindustrie waren gravierend. PDVSA verlor den Zugang zu ausländischem Kapital und technischer Unterstützung. Qualifizierte Ingenieure verliessen das Land. Aufbereitungsanlagen und Pipelines verfielen. Die Produktion ging stetig zurück und sank von mehr als 3 Millionen Barrel pro Tag auf unter 1 Million in den letzten Jahren.

Die Aufrechterhaltung der Schwerölproduktion erfordert ständige Reinvestitionen, eine zuverlässige Stromversorgung und einen ununterbrochenen Zugang zu Verdünnungsmitteln – von denen viele in der Vergangenheit von der US-Golfküste stammten. Ohne diese Vorleistungen und ausreichend hohe Ölpreise versagen die Produktionssysteme schnell.

Die Wiederherstellung der Ölproduktion Venezuelas würde Jahre dauern und unermessliches Kapital erfordern. Raffinerien müssen wieder aufgebaut, die Infrastruktur modernisiert und das Humankapital wiederhergestellt werden. Schweröl erholt sich nicht schnell, insbesondere wenn die Ölpreise niedrig sind.

Während der Autor diese Zeilen fertigstellt, wird der Iran von den USA und Israel angegriffen.

In den 70er Jahren sah sich die Welt mit zwei grossen Ölkrisen konfrontiert. Im Oktober 1973 verhängte die Organisation arabischer Erdöl exportierender Länder (OAPEC) ein vollständiges Ölembargo gegen Länder, die Israel während des Jom-Kippur-Kriegs unterstützt hatten. Die zweite Krise folgte im Zuge der iranischen Revolution 1979 und des Iran-Irak-Kriegs 1980. Schätzungsweise sechs bzw. neun Prozent der weltweiten Ölproduktion waren davon betroffen. Beide Ereignisse führten zu einem Preisanstieg von mehreren hundert Prozent. Heute fliessen an normalen Tagen etwa 20 % des weltweiten Rohöls und ein ähnlicher Anteil des weltweiten Flüssiggases durch die Strasse von Hormus.

Die Geschichte wiederholt sich nicht, aber sie reimt sich. Politiker und Journalisten nutzen diese Ereignisse stets, um einen Schuldigen zu benennen und den Lauf der Geschichte zu erklären. In Wirklichkeit sind solche Ereignisse nicht die Ursache, sondern ein Auslöser für das Unvermeidliche. (Es gibt immer

Störungen, nichts läuft reibungslos.) Leider akzeptiert die leichtgläubige Öffentlichkeit diese Erklärungen, und all das Missmanagement, das die eigentliche Ursache ist, kann verschleiert werden.

Marcos Hernández Aguado, CIO und Managing Partner
Alex Rauchenstein, Managing Partner
Urs Marti, Partner
SIA Asset Management Team

18. März 2026



Die SIA Asset Management AG ist ein zugelassener Vermögensverwalter von kollektiven Kapitalanlagen und unterliegt seit 2006 der Aufsicht der Eidgenössischen Finanzmarktaufsicht FINMA.



Email
info@s-i-a.ch



Phone
+41 55 617 28 70



Website
www.s-i-a.ch



Office
Alpenblickstrasse 25
8853 Lachen
Switzerland

Rechtliche Hinweise - Luxemburg

Die Wertentwicklung bis zum 31.05.06 entspricht LTIF mit Sitz auf den Britischen Jungferninseln. LTIF Luxemburg ist dessen identischer Nachfolger. Die frühere Wertentwicklung wurde von Ernst & Young geprüft. Die frühere Wertentwicklung ist weder eine Garantie noch ein zuverlässiger Indikator für zukünftige Ergebnisse. Die Daten der Wertentwicklung enthalten keine Provisionen und Gebühren, die zum Zeitpunkt der Zeichnung oder Rücknahme von Anteilen berechnet wurden. Diese Informationen wurden Ihnen auf Anfrage bereitgestellt und dienen lediglich zu Informationszwecken. Sie dürfen nicht reproduziert oder an andere Personen weitergeleitet werden. Sie sind nicht als Angebot oder Werbung für den Kauf oder Verkauf von Anteilen der SICAV gedacht. Die zentrale Verwaltungsstelle und die Anlageverwaltungsgesellschaft übernehmen keine Haftung für falsche Angaben oder unvollständige Informationen. Bitte beachten Sie, dass Anlagefonds mit Risiken verbunden sind wie etwa einem möglichen Verlust von investiertem Kapital. Eine genaue Beschreibung der Risiken in Verbindung mit den einzelnen Anteilen des Anlagefonds finden Sie in der aktuellen Version des Verkaufsprospekts, des vereinfachten Verkaufsprospekts und den Jahres- und Halbjahresberichten. Sie sind die einzige verlässliche Grundlage für Anlageentscheidungen. Diese Dokumente sind erhältlich unter www.s-i-a.ch oder bei der zentralen Verwaltungsstelle FundPartner Solutions (Europe) SA, 15A, avenue J.F. Kennedy, L - 1855 Luxemburg. LTIF Classic und Natural Resources (vorher Global Energy Value) wurden gemäss Art. 19 al. 1 des Kollektivanlagengesetzes von der Eidgenössischen Finanzmarktaufsicht (FINMA) für den Vertrieb in und aus der Schweiz zugelassen. Die Zahlstelle ist Banque Pictet & Cie SA, Route des Acacias 60, 1211 Genf 73, Schweiz. Der gesetzliche Vertreter in der Schweiz ist FundPartner Solutions (Suisse) SA, Route des Acacias 60, 1211 Genf 73, Schweiz; der Finanzmarktaufsicht in Österreich gemeldet gemäss §36 des Investmentfondsgesetzes; in Frankreich autorisiert von der Finanzmarktaufsichtsbehörde AMF gemäss Art. 411-58 der allgemeinen Vorschriften der AMF; in Deutschland autorisiert von der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) gemäss §132 des Kapitalanlagegesetzes; in Italien autorisiert von der italienischen Zentralbank und der Börsenaufsichtsbehörde CONSOB gemäss Artikel 42 des Gesetzesdekrets 58 vom 24. Februar 1998; in Spanien registriert im Register der Aufsichtsbehörde für den Wertpapiermarkt (CNMV) für in Spanien vertriebene ausländische kollektive Kapitalanlagen gemäss Art. 15 des Gesetzes über kollektive Anlageinstrumente; im Vereinigten Königreich von der britischen Finanzmarktaufsichtsbehörde FSA zugelassen als anerkannter Plan im Sinne von Abschnitt 264 des Gesetzes über Finanzdienstleistungen und Finanzmärkte aus dem Jahr 2000.

SIA LTIF – Classic EUR

ISIN: LU0244071956
Telekurs: 2'432'569
Bloomberg: LTIFCLA LX

SIA LTIF – Classic USD

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

SIA LTIF – Classic CHF

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

SIA LTIF – Classic EUR-D

ISIN: LU1449969846
Telekurs: 33'180'015
Bloomberg: LTIFCLD LX

SIA LTIF – Natural Resources EUR

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

SIA LTIF – Natural Resources USD

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

SIA LTIF – Natural Resources CHF

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

Zentrale Verwaltungsstelle

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

Anlageverwaltungsgesellschaft

SIA Asset Management AG
Alpenblickstrasse 25
CH-8853 Lachen
Schweiz

Depotstelle

Pictet & Cie (Europe) SA
15A avenue J.F. Kennedy
L-1855 Luxemburg
Grossherzogtum Luxemburg

Eingetragener Firmensitz

15 avenue J.F. Kennedy
L-1855 Luxemburg
Grossherzogtum Luxemburg