

Abbildung 1  
LTIF – Classic EUR

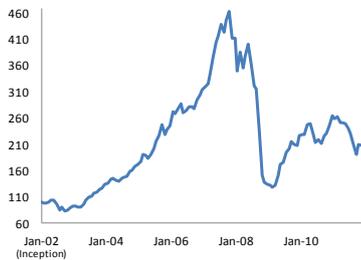


Abbildung 2  
LTIF – Classic II EUR

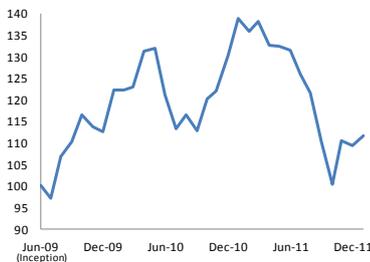


Abbildung 3  
LTIF – Alpha EUR

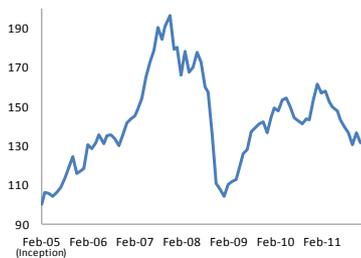
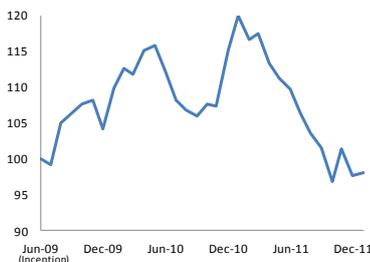


Abbildung 4  
LTIF – Alpha II EUR



## Long Term Investment Fund

*Auf kurze Sicht ist der Markt eine Wahlmaschine. Auf lange Sicht ist er eine Waage. Benjamin Graham*

*Sei vorsichtig, wenn andere gierig sind und sei gierig, wenn andere vorsichtig sind. Warren Buffett*

Tabelle 1 und Abbildungen 1 bis 8 zeigen, wie sich unsere Fonds im vergangenen Quartal entwickelt haben. Es handelt sich um das letzte Quartal des Jahres und dieses Jahr feiert der Classic-Fonds von LTIF sein 10-jähriges Jubiläum. Wir werden in diesem Newsletter kurz auf die Entwicklung im vergangenen Quartal eingehen und weitere Einzelheiten zum diesjährigen Abschneiden unserer Fonds bieten. Wir werden uns jedoch insbesondere damit beschäftigen, was im Laufe der vergangenen zehn Jahre passiert ist und was wir für das kommende Jahrzehnt erwarten. Wir möchten aufzeigen, warum unser gutes Abschneiden in den ersten Jahren unserer Tätigkeit nicht „Zufall“ war, warum die Fonds in den vergangenen Jahren eher durchschnittlich abgeschnitten haben und warum wir glauben, dass es sehr wahrscheinlich sehr profitabel sein wird, im Jahr 2012 in unsere Fonds zu investieren (oder die Investition beizubehalten).

Tabelle 1: Net Asset Value – Nettovolumen unserer Fonds

| Dezember 2011  | NAV      | Δ 3 Monate | Δ Jahresbeginn | Jahresrendite seit Lancierung | Fondsvolumen (in Mio)           |
|--|----------|------------|----------------|-------------------------------|---------------------------------|
| LTIF Classic [EUR]   | 212.11   | 11.25%     | -19.72%        | 7.81%                         | 256.42 *                        |
| LTIF Classic II [EUR]  | 111.60   | 11.26%     | -19.70%        | 4.34%                         | * Classic & Classic II zusammen |
| LTIF Alpha [EUR]   | 132.04   | 1.22%      | -18.24%        | 4.10%                         | 34.82 **                        |
| LTIF Alpha II [EUR]  | 98.08    | 1.23%      | -18.21%        | -0.75%                        | ** Alpha & Alpha II zusammen    |
| LTIF Natural Resources [EUR] (vorher Global Energy Value Fund) | 99.27    | 16.39%     | -33.75%        | -0.11%                        | 54.90                           |
| LTIF Emerging Market Value [EUR]                               | 74.35    | 9.58%      | -25.46%        | -25.65%                       | 3.52                            |
| LTIF Stability Growth [CHF] ***                                | 175.90   | -0.23%     | -16.12%        | 2.04%                         | 22.27                           |
| *** Gesamterlös (inkl. Divid.)                                 | 6.50     |            | -13.34%        |                               |                                 |
| LTIF Stability Income Plus [CHF]                               | 175.90   | 1.50%      | 1.50%          | -                             | 1.55                            |
| MSCI World Index TR [EUR] (Bloomberg GDDUWI)                   | 3'144.16 | 11.79%     | -2.04%         | 0.31% ****                    | **** seit Lancierung Classic    |

## Anmerkungen zum vergangenen Quartal

Wie im restlichen Jahr 2011 auch war das letzte Quartal von gesamtwirtschaftlichen Themen bestimmt: Auch wenn es der US-amerikanischen und chinesischen Wirtschaft wahrscheinlich besser geht, als die meisten Leute noch vor einigen Monaten gedacht haben, dominierte der „Lärm“ aus Europa die Finanzmärkte. Wir möchten unsere Leser nicht mit weiteren Analysen und Prognosen zur „Euro-Saga“ langweilen. Wir haben bereits 2007 gesagt, dass es sich hier um eine „Bilanzrezession“ aufgrund

Abbildung 5  
LTIF – Natural Resources EUR



Abbildung 6  
LTIF – Emerging Market Value

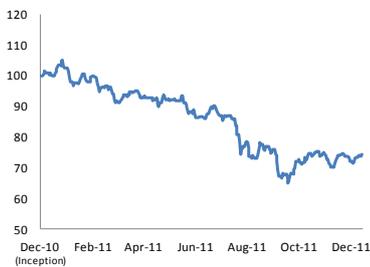


Abbildung 7  
LTIF – Stability Growth CHF

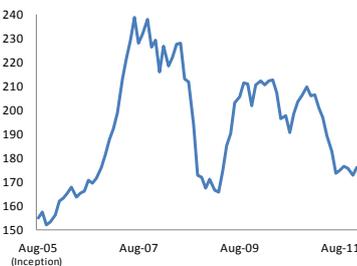


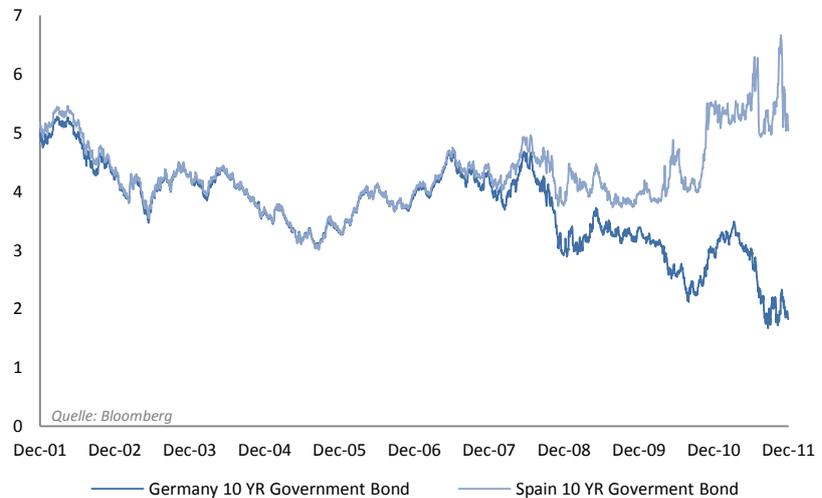
Abbildung 8  
LTIF – Stability Income Plus CHF



der Überschuldung von Industrieländern handelt, deren Bewältigung viele Jahre in Anspruch nehmen kann. Für die europäische Krise gibt es keine „Lösung“: Im Laufe der Zeit werden neue Mechanismen entstehen und eine langsame Umstellung wird in Europa letztlich wieder für normale Wachstumsraten sorgen – die aus demografischen Gründen wahrscheinlich etwas niedriger sein werden als früher. Das Kernproblem der Eurozone ist nicht, dass die Regierungen einiger Länder „zu viel ausgeben“ (mit der Ausnahme von Griechenland), sondern eine Zahlungskrise aufgrund einer sehr unterschiedlichen Produktivitätsentwicklung in den einzelnen Ländern. Dieser Unterschied bei der Produktivität führt zu einem permanenten Missverhältnis zwischen innereuropäischen Exportländern (vor allem Deutschland) und innereuropäischen Importländern (vor allem die restlichen Länder). In einer grossen geschlossenen Volkswirtschaft, zu der sich die Eurozone entwickelt hat, benötigt man viele, viele Jahre, um ein solches Missverhältnis zu korrigieren: Die Lira von einem Tag auf den anderen abzuwerten, war einfach. Aber um die Arbeitsmarktkosten in Deutschland zu senken und so wettbewerbsfähig wie heute zu machen, benötigte man zehn Jahre (von 1997 bis 2007).

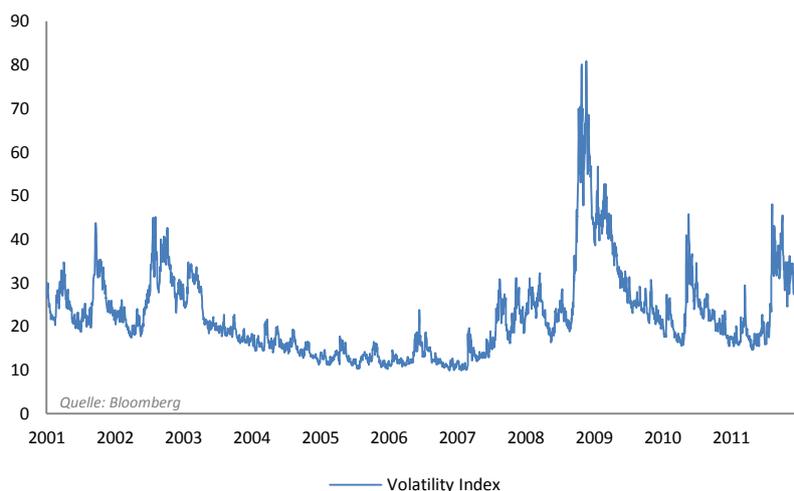
Wir müssen also weiterhin von vereinzelt „Krisen“ und vereinzelt „Lösungen“ ausgehen, während der langfristige Prozess der Gesundung der kranken Volkswirtschaften südeuropäischer (und nicht ganz so südeuropäischer) Länder weitergeht: Es muss weniger unproduktive Staatsausgaben und mehr Arbeitsproduktivität geben. Es gibt keine andere Lösung, und dafür werden Jahre benötigt werden. Der Rest Europas wird genauso wenig zusammenbrechen wie Deutschland während seines „verlorenen Jahrzehnts“, als das Land als „kranker Mann Europas“ bezeichnet wurde (ob Sie es glauben oder nicht: Vor fünf Jahren war das die gängige Meinung und Deutschland musste mehr für seine Schulden bezahlen als Spanien – siehe Abbildung 9). Die europäischen Volkswirtschaften werden weiterlaufen und viele Unternehmen werden weiter Geld erwirtschaften, sowohl in Europa als auch durch den Export in andere Weltregionen, die nicht unter solchen Problemen zu leiden haben.

Abbildung 9: 10-jährige Staatsanleihen, Deutschland und Spanien, in den letzten 10 Jahren, in %



Märkte mögen so eine „langwierige Unsicherheit“ natürlich nicht und werden sehr volatil bleiben. Abbildung 10 zeigt den Stand des VIX, der Volatilitätsindex des Chicago Board of Trade. Er ist ein guter Gradmesser für die „Angst“ an den Börsen. Der letzte Volatilitätsanstieg zeichnete sich im Vergleich zu früheren Spitzenständen besonders dadurch aus, dass es sehr lange gedauert hat, bis die Volatilität wieder abnahm. Es war ein „anhaltender Herzinfarkt“. Wir werden später auf diese Abbildung zurückkommen.

Abbildung 10: Chicago Board Options Exchange SPX Volatility Index (VIX), in den letzten 10 Jahren



Letztlich war das vergangene Quartal jedoch für die Börse besser, als viele Leute erwartet hatten und die Kurse unserer Fonds haben sich von ihrem Rückgang im Sommer grösstenteils wieder erholt.

### Anmerkungen zum Jahr 2011

Aus unserer Perspektive als Fondsmanager war 2011 das enttäuschendste Jahr seit unserem Start. 2008 war natürlich nicht enttäuschend: Es war katastrophal. Aber das war Teil einer chaotischen und ziemlich beispiellosen Marktentwicklung, auf die wir (und viele andere auch!) nicht vorbereitet waren. Dieses Mal haben wir die Märkte vor Jahresbeginn genau untersucht und in den meisten Fällen waren unsere Annahmen richtig. Folglich haben wir nicht in Bereiche investiert, die sich als „Wertfalle“ erwiesen haben, wie beispielsweise europäische Banken, viele europäische Versorgungsunternehmen und zyklische Aktien, teurere Unternehmen aus der Gesundheitsbranche usw. Im Dezember 2010 haben wir in unserem Newsletter auf die wichtigsten Probleme hingewiesen, die wir für das Jahr 2011 erwarteten, und wir lagen genau richtig:

*Die Krise des Euro ist natürlich noch lange nicht vorbei. Wir wissen nicht, was passieren wird, aber eines ist klar: Der Schuldenstand einiger Euroländer kann nicht aufrechterhalten werden, sodass sich etwas ändern muss. Wir wissen nicht, was sich ändern wird. Aber Anleger sollten sich auf viele beunruhigende Schlagzeilen gefasst machen, wenn weitere Länder gerettet werden müssen, oder wenn solche, für die bereits „Rettungsaktionen“ eingeleitet wurden, ihren Verbindlichkeiten nicht mehr nachkommen können oder wenn beides passiert. Selbst für den unwahrscheinlichen Fall, dass nichts passieren sollte, wird es auf den Märkten regelmässig zu Panik kommen, da im Laufe des Jahres 2011 enorme Schuldenprolongationen fällig werden (...).*

*Die meisten Schwellenmärkte stehen vor einem ganz anderen Problem: nicht zu viele Schulden, sondern zu viel Wachstum. Wenn die Inflation kontrolliert werden soll – was letztlich so oder so der Fall sein wird – dann werden die Zinssätze steigen müssen. Das ist nicht schlecht. Wenn ein Land die Zinssätze erhöht, weil es zu schnell wächst, dann geht es seinen Unternehmen in der Regel sehr gut. Da sich aber ein Grossteil des weltweiten Wirtschaftswachstums auf Schwellenmärkte zurückführen lässt (insbesondere China), werden die Märkte in der Regel durch alles verängstigt, was eine Verlangsamung der Wachstumstendenz zur Folge haben könnte. Das Jahr 2011 wird da nicht anders sein, und diese Volatilität kann solche Unternehmen stärker beeinträchtigen, die im Rohstoffbereich tätig sind. Inzwischen wissen alle, dass die historischen Höchststände bei vielen Rohstoffen sich vor allem auf die Nachfrage der Schwellenmärkte zurückführen lassen. Anleger werden vermutlich davon ausgehen, dass die Rohstoffpreise sinken werden, wenn diese Märkte in geringerem Umfang wachsen werden. Sie sollten in diesem Bereich von einer ausserordentlichen Volatilität ausgehen.*

Warum war die „Performance“ unserer Fonds so schwach? Wir haben die wichtigsten Punkte zwar bereits in unserem letzten Newsletter erörtert,

es könnte jedoch hilfreich sein, sie noch einmal zu wiederholen. Das ist wichtig, weil es für einen Anleger sehr schwierig ist, zu wissen, ob ein Fonds in Zukunft eine gute Anlage sein wird oder nicht. Anleger reagieren in der Regel auf die frühere Wertentwicklung, und wenn sie schlecht war, neigen sie dazu, die Anlage abzustossen, um ihr Geld in etwas anzulegen, das „funktioniert“. Das wäre auch in Ordnung, wenn die frühere Wertentwicklung ein Indikator für die zukünftigen Erträge wäre. Das ist jedoch definitiv nicht der Fall. Wenn man also die Möglichkeit haben möchte, die zukünftige Wertentwicklung zu prognostizieren, dann sollte man sich auf jeden Fall darum bemühen, zu verstehen, warum ein bestimmter Fonds sich auf bestimmte Art und Weise entwickelt, statt einfach nur die frühere Wertentwicklung als Grundlage zu nehmen. Wir möchten uns nun ansehen, wie sich unsere Fonds im Jahr 2011 entwickelt haben und beginnen mit dem Classic-Fonds.

Abbildung 11 zeigt, wie sich der Aktienkurs von zwei unserer Unternehmen von Ende Februar bis Anfang Oktober diesen Jahres entwickelt hat: McDonald's und Canadian Natural Resources (CNQ), eine Fastfood-Kette und ein Erdöl- und Gasproduzent. Die McDonald's-Anteile sind in diesem Zeitraum einschliesslich Dividenden um 15,9 % gestiegen. Der Kurs von Canadian Natural Resources' sank um 45 %. Wir zeigen auch den World Index, der in diesem Zeitraum um 19 % gesunken ist sowie die Entwicklung des Aktienkurses von Schlumberger Ltd., dem weltweit führenden Erdöldienstleister, den wir ebenfalls besitzen.

Abbildung 11: Aktienkurs von Canadian Natural Resources, McDonald's, Schlumberger und der MSCI World Index zwischen Ende Februar und Anfang Oktober 2011, in EUR, indiziert



Die Kursentwicklung bei McDonald's war bemerkenswert: 35 % über dem Index in acht Monaten. Unsere Entscheidung, Unternehmen wie McDonald's zu kaufen (später mehr hierzu), hat sich kurzfristig klar ausgezahlt. Der Rückgang von CNQ ist jedoch genauso bemerkenswert. Er wäre we-

niger überraschend gewesen, wenn das Unternehmen in ernsthafte Schwierigkeiten geraten, der Erdölpreis eingebrochen oder der Gesamtgewinn des Unternehmens gesunken wäre. Aber das Gegenteil war der Fall. Abbildung 12 zeigt, wie sich der Erdölpreis im Jahresverlauf entwickelt hat (Anstieg um 12,89 %, mehr als Gold) und Abbildung 13 zeigt, welche Gewinne CNQ in den vergangenen Jahren erzielt hat sowie die (allgemein erwartete) Gewinnprognose für das kommende Jahr. Man könnte argumentieren, dass das Unternehmen damals im Februar sehr teuer war. Aber alle herkömmlichen Indikatoren (PE, Kurs-Buchwert-Verhältnis, Nettoinventarwert usw.) deuten nicht darauf hin. Und CNQ ist nur ein Beispiel. Bei vielen anderen Rohstoffunternehmen wie beispielsweise Schlumberger sieht es ähnlich aus: Dessen Anteile sind im gleichen Zeitraum ebenso stark zurückgegangen wie die von CNQ, auch wenn das Geschäft ausserordentlich gut läuft. Die Erdölpreise liegen bei weit über 100 USD und Erdölproduzenten erhöhen ihr Budget für neue Explorationen im Jahr 2012 um mehr als 10 %. Dies festigt die Gewinne von Schlumberger. Fast alle neuen Erdölfelder sind schwer handhabbar und erfordern umfangreiche Erdöldienstleistungen. Dies bedeutet, dass Unternehmen wie Schlumberger bei gleicher Erdölfördermenge mehr Umsatz und mehr Gewinn machen werden. Sowohl CNQ als auch Schlumberger haben nebenbei bemerkt einen niedrigeren PE als McDonald's, obwohl sie in Zukunft stärker wachsen werden.

Abbildung 12: Rohölpreis-Grafik (Brent), enthält gleitenden Durchschnitt über 260 Tage, in USD, 2011

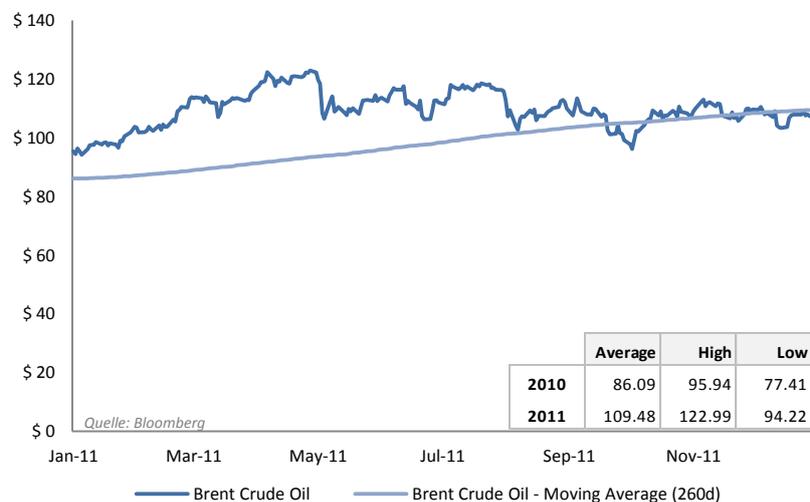
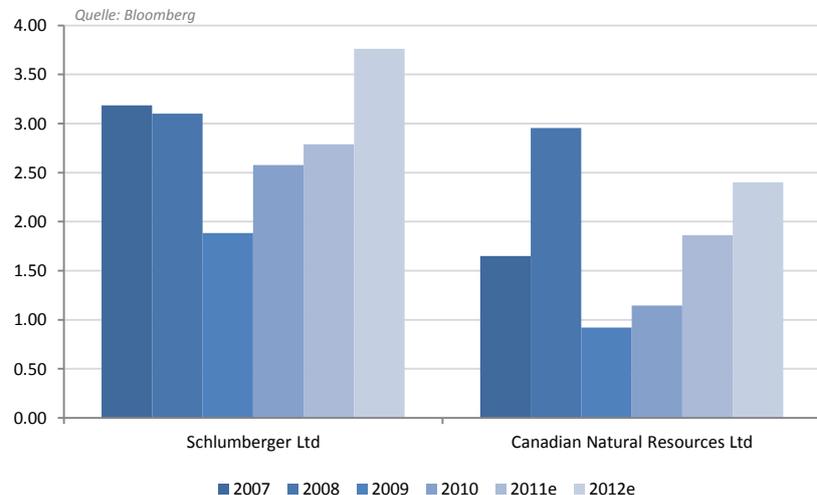


Abbildung 13: Gewinn pro Aktie von Canadian Natural Resources und Schlumberger, in Euro, 2007-2012e



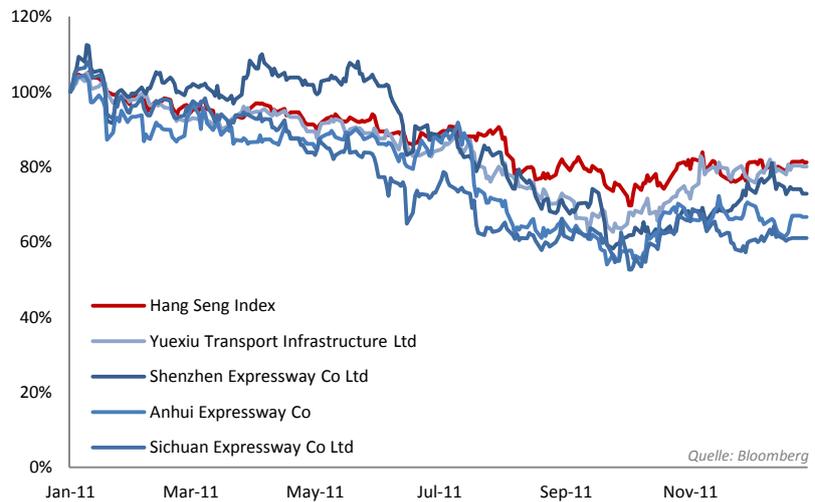
Quadra Mining ist ein weiteres Unternehmen, das wir bereits seit langem besitzen. Das Unternehmen startete das Jahr bei etwa 16 USD pro Anteil. Die Aktie ging im Laufe des Jahres weiter zurück, auch hier ohne „vernünftigen Grund“, und erreichte Anfang Oktober ihren Tiefststand von 8,14 USD. Anfang Dezember machte der polnische Kupfer- und Silberproduzent KGHM ein Übernahmeangebot in Höhe von 15 USD pro Anteil in bar. Die Aktie wurde seitdem zu einem höheren Preis gehandelt. Dies verdeutlicht, dass der Markt davon überzeugt ist, dass ein anderer Akteur noch mehr bieten wird. Es zeigt auch, dass der Kurs Anfang Oktober überhaupt nichts mit der Realität zu tun hatte: Zu diesem Zeitpunkt wurden die Aktien von Quadra zu einem 0,6 Mal höheren Preis als der Buchwert gehandelt, und zwar ohne Berücksichtigung der riesigen Unternehmensreserven.

Sofern die Aktienkursentwicklung auf einer Stimmung beruht (später mehr hierzu) und nicht auf grundlegenden Faktoren, wird sich die Kursentwicklung umkehren. Das war schon immer so und wird auch in Zukunft so bleiben.

Asiatische Aktien sind ein anderer Bereich unseres Portfolios, der sehr schlecht abgeschnitten hat und in dem es zu einer ähnlichen Entwicklung kam. Wir möchten einen Blick auf die chinesischen Mautstrassen werfen, unsere grösste Position in diesem Bereich.

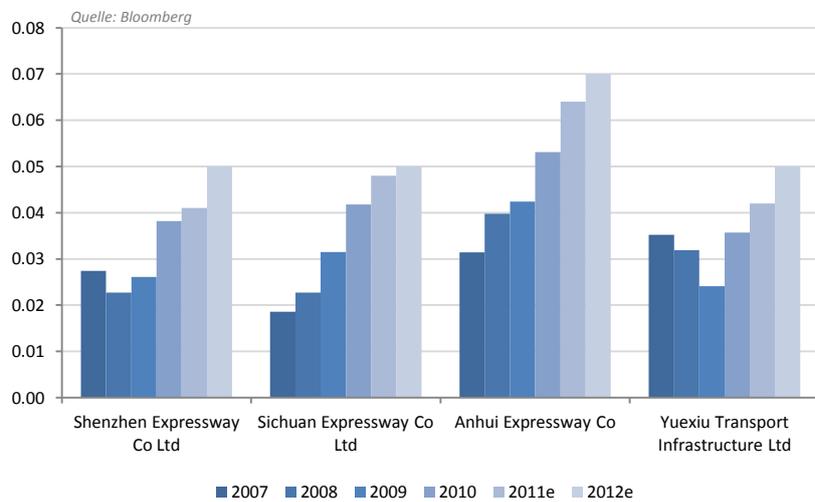
Wir besitzen (seit mehreren Jahren) vier Mautstrassenbetreiber: Shenzhen Expressway, Sichuan Expressway, Anhui Expressway und Yuexiu Transport Infrastructure (früher GZI). Abbildung 14 zeigt, wie sich der Aktienkurs dieser Unternehmen im Jahr 2011 entwickelt hat.

Abbildung 14: Aktienkurs von Shenzhen Expressway, Sichuan Expressway, Anhui Expressway, Yuexiu Transport Infrastructure und Entwicklung des Hang Seng Index, 2011, in EUR, indiziert



Erneut eine sehr schlechte Entwicklung. Aber sehen wir uns nun die Gewinne dieser Unternehmen an:

Abbildung 15: Gewinn pro Aktie von Shenzhen Expressway, Sichuan Expressway, Anhui Expressway und Yuexiu Transport Infrastructure, in Euro, 2009-2012e

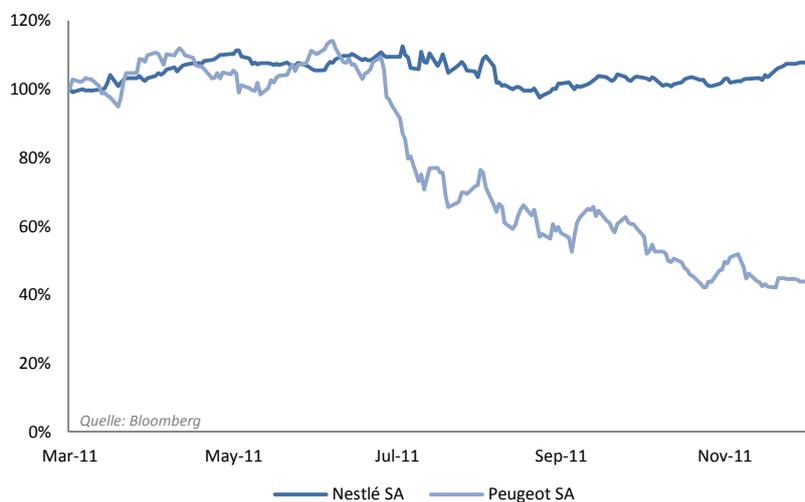


Shenzhen Expressway wird beispielsweise mit einem PE von 8 gehandelt, zahlt eine Bardividende von 6,5 % und hat und wird auch weiterhin über viele Jahre ein zweistelliges Gewinnwachstum haben. Zum Vergleich: Europäische Mautstrassenbetreiber wie beispielsweise Brisa (Portugal) oder Atlantia (Italien) haben PEs über 10 und gar kein oder negatives Wachstum. Abertis (Spanien) erwartet ein moderates Wachstum (etwa 3 %), wird jedoch mit einem PE von 13,5 gehandelt. Der Aktienkurs hing weit-

aus stärker von der Stimmung ab (in diesem Fall hinsichtlich einer „harten Landung“ in China) als von den Fundamentaldaten.

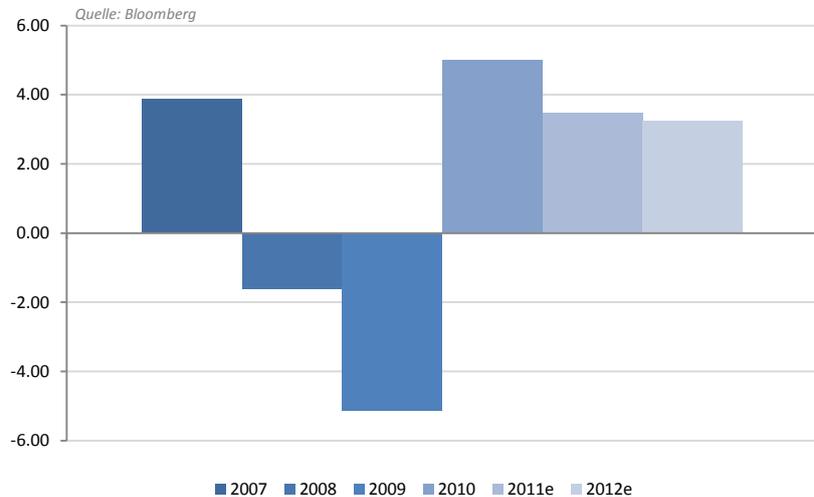
Daher haben wir ein Portfolio, das sehr gut abgeschnitten hat und das zwei Bereiche enthält, die sehr schlecht abgeschnitten haben. Bei unserer Präsentation im Frühling (und in unserem Newsletter vom März 2011) haben wir sogar zufällig Nestlé und Peugeot als Beispiele gewählt und gezeigt, warum wir der Ansicht sind, dass Nestlé mit einem PE von 15 eine bessere Anlage ist als Peugeot mit einem PE von 5. Abbildung 16 zeigt, wie sich die Aktien seitdem einschliesslich Dividenden entwickelt haben: Nestlé ist um 5 % gestiegen und Peugeot ist um 50 % gesunken, während der World Index um 4 % gesunken ist.

Abbildung 16 Aktienkurs von Nestlé und Peugeot zwischen Ende März und Ende des Jahres 2011, in EUR, indiziert



Wir glauben, dass die Aktienkurse von Canadian Natural Resources und Schlumberger in nicht allzu ferner Zukunft wieder auf den Stand zurückkehren werden, auf dem sie sich vor dem diesjährigen Rückgang befanden (und sogar noch höher steigen werden). Wir glauben nicht, dass dies bei Peugeot der Fall sein wird. Abbildung 17 zeigt, welche Gewinne Peugeot in den vergangenen Jahren erzielt hat und die Gewinnprognose für 2012 (die unserer Ansicht nach weitaus weniger vorhersehbar ist als im Falle von CNQ oder Schlumberger, ganz zu schweigen von chinesischen Mautstrassenbetreibern).

Abbildung 17: Gewinn pro Aktie von Peugeot, in Euro, 2007-2012e



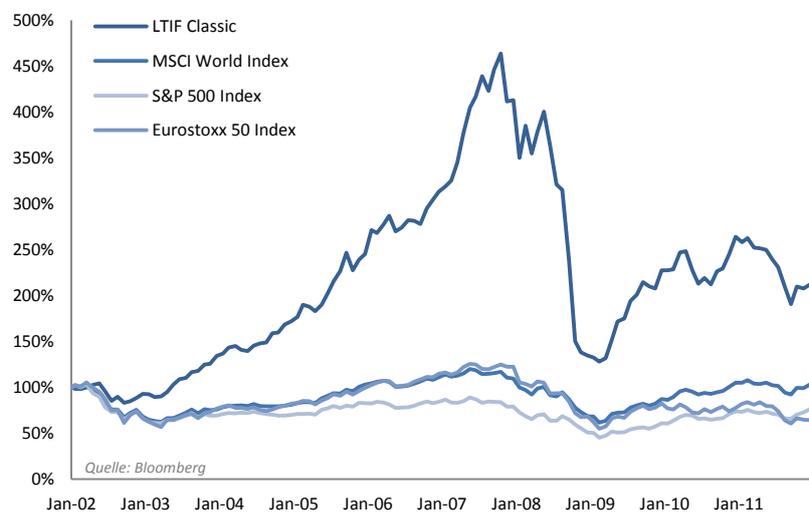
Zusammenfassend kann man Folgendes sagen: Unsere enttäuschende Wertentwicklung in diesem Jahr lässt sich in erster Linie auf starke Rückgänge bei zwei verschiedenen Aktienarten zurückführen. Diese Rückgänge waren unserer Ansicht nach eher stimmungsbedingt und lassen sich nicht mit den Fundamentaldaten rechtfertigen. Das heisst, dass wir äusserst enttäuscht über die Wertentwicklung der Fonds sind. Unser Trost ist jedoch die Tatsache, dass es in der wirtschaftlichen Realität (die Unternehmen, nicht die Anteile) zu einer Wertsteigerung und nicht zu einer Wertminderung gekommen ist.

Es wäre allerdings unrealistisch zu leugnen, dass wir Fehler begangen haben. Einige Unternehmen, die wir gekauft haben, haben sich als schlechter herausgestellt, als wir angenommen hatten. Bei diesen Fehlern haben wir im Grunde Unternehmen erworben, die scheinbar preisgünstig waren, aber zu viele Schulden hatten. In solchen Fällen reicht es, dass das Hauptgeschäft schlechter als erwartet läuft, um das Unternehmen in Schwierigkeiten zu bringen. Zu diesen Unternehmen zählen beispielsweise Enterprise Inns, ein britischer Pub-Betreiber, Sare, ein mexikanisches Wohnungsbaunternehmen, Suzano, ein brasilianischer Zellstoff- und Papierhersteller sowie einige andere Unternehmen. Solche Fehler können passieren. Wenn man sie allerdings im Kontext sehr nervöser Märkte macht, dann treten sie sehr schnell zu Tage. Wir möchten nicht auf alle Details eingehen (diese stehen Anlegern bei Interesse zur Verfügung), aber unseren Schätzungen zufolge liegen die Kosten für unsere Fondsanleger bei 2 bis 4 %. Wie wir bereits erwähnt haben sind wir davon überzeugt, dass unsere Fonds trotz dieses Verlustes eindeutig mehr wert sind als Anfang 2011.

**Die ersten zehn Jahre: Was ist passiert, was haben wir gelernt und was können wir in den kommenden zehn Jahren erwarten?**

Am 14. Januar 2002 starteten wir den Long Term Investment Fund mit einem Gesamtwert in Höhe von 5 Millionen EUR. An diesem Tag stand der Index Eurostoxx 50 bei 3.588,51 EUR. Ende 2011 stand der Eurostoxx bei 2.316,55 EUR – ein Rückgang von 35,44 % innerhalb von 10 Jahren. Der World Index ist von 1.105,59 EUR auf 912,49 EUR zurückgegangen. Unser Fonds hat sich mehr als verdoppelt und bringt einen Jahresertrag von 7,81 %. Diese Wertentwicklung entstand in zwei sehr unterschiedlichen Abschnitten: Die ersten sechs Jahre und die letzten vier Jahre.

Abbildung 18: LTIF Classic, Eurostoxx 50 Index, MSCI World Index und S&P 500 Index, von Januar 2002 bis Dezember 2011, in Euro, indiziert



Im Laufe der ersten sechs Jahre stieg der Fonds um 465,87 % und der World Index hatte eine sehr regelmässige „Outperformance“ von jährlich etwa 20 %. Gleichzeitig waren PE und Dividendenerträge insgesamt gleichbleibend, d. h. wir ritten nicht einfach nur auf einer extrem erfolgreichen Welle wie bei den Internetaktien zwischen 1997 und 2000. Es gelang uns, indem wir zahlreiche billige Aktien kauften, sie zu einem höheren Preis wieder verkauften und danach erneut andere billige Aktien kauften. Unser Fonds hatte eine der weltweit besten Wertentwicklungen, auch wenn solche Auflistungen nicht besonders viel zu bedeuten haben.

Danach kam es 2008 zum grossen Einbruch. 2009 erholten wir uns teilweise wieder. 2010 war ein durchschnittliches Jahr und 2011 war ein schwaches Jahr (zumindest aus Sicht der „Wertentwicklung“, wie wir weiter oben bereits erläutert haben). Was ist passiert? Hatten wir in den ersten sechs Jahren einfach nur Glück? Haben wir unser Handwerk verlernt? Ist es eine gute Idee, im Jahr 2012 in Fonds zu investieren, die von SIA verwaltet werden? Diese letzte Frage ist für unsere Anleger natürlich von besonderer Bedeutung. Um sie zu beantworten, müssen wir jedoch ge-

nau erklären, was wir tun und wie sich dies auf die Wertentwicklung auswirkt.

Die ausgezeichnete anfängliche Wertentwicklung und die spätere Korrektur lassen sich zunächst einmal dadurch erklären, dass es sich dabei um Zufall handelte. Das entspräche der alten Finanzweisheit, dass langfristig niemand gegen den Markt gewinnt. In Wirklichkeit gibt es jedoch einige Leute, die langfristig gegen den Markt gewonnen haben. Es sind allerdings nur wenige. Hatten wir daher in unseren ersten Jahren einfach nur eine „Glückssträhne“?

Eine solche Frage kann unmöglich grundsätzlich beantwortet werden. Man kann jedoch statistische Analysen anführen: Die Wahrscheinlichkeit, dass ein Fonds den Index nur aus Glück in einem Jahr um mehr als 5 % schlägt, liegt bei 37 %. Daher würde man erwarten, dass dies bei vielen Fonds selbst bei fehlenden Managementqualitäten der Fall sein würde. Den Index in zwei aufeinanderfolgenden Jahren um mehr als 5 % zu schlagen, ist schon schwieriger: Nur 14 % gelänge dies zufällig. Und das Kunststück, dies sechs aufeinanderfolgende Jahre zu tun, ist nur 0,003 % der Fonds vorbehalten (es handelt sich hierbei um eine Analyse der statistischen Wahrscheinlichkeit: wir wissen nicht, ob es solche Fonds wirklich gibt). Aber der LTIF Classic schlug den Index in diesen sechs Jahren jedes Jahr um 20 %. Die Wahrscheinlichkeit, dass dies zufällig geschieht, liegt bei 0,0000075 %. Zwar nicht bei null, aber nicht besonders hoch. Daher kann man zu Recht davon ausgehen, dass wir dabei nicht einfach nur Glück hatten.

Wir sind wir also vorgegangen? Wie bereits erwähnt, haben wir nicht einfach nur Aktien gekauft, die stark gestiegen sind. Wir hatten eine klare Strategie, die in unseren Newslettern dokumentiert ist: Wertorientiertes Anlegen. Wir folgten dieser Strategie und kauften und verkauften in diesem Zeitraum Aktien aus vielen verschiedenen Branchen und Ländern. Die Ursache unseres Erfolgs ist also eine gute Strategie, die über sechs Jahre lang gut implementiert wurde.

Wir haben also eine gut implementierte Strategie, die sechs Jahre hervorragende Ergebnisse gebracht hat und nun scheinbar nicht mehr so gut funktioniert. Warum? Hat sich die Welt so sehr verändert, dass die Strategie nichts mehr taugt? Sind wir nicht mehr kompetent genug? Die überraschende Antwort lautet, dass wir in gewisser Weise zu Beginn tatsächlich ziemliches Glück und später sehr viel Pech hatten. Wir möchten dies etwas genauer erklären.

Unsere Strategie besteht (und bestand schon immer) darin, nach Aktien Ausschau zu halten, die aus welchem Grund auch immer nach unserer Einschätzung unter ihrem „eigentlichen Wert“ verkauft werden, d. h. ein Preis, der uns als Besitzern des Unternehmens sehr gute langfristige Ergebnisse bringen wird. Wir haben nie versucht zu „erraten“, ob die Märkte im Allgemeinen oder unsere Anteile im Besonderen steigen oder fallen werden. Unsere Grundprämisse lautet: Besorgen Sie sich ein gutes Un-

ternehmen zu einem guten Preis und warten Sie, bis der Aktienkurs letztlich die Gewinne des Unternehmens reflektiert. Bei einer korrekten Analyse (d. h. es kommt zu Gewinnen) funktioniert die Strategie, und der Aktienkurs wird langfristig steigen.

Aber damit diese Strategie kurz- und mittelfristig funktioniert (sagen wir in einem Zeitraum zwischen einem und fünf Jahren), müssen unabhängig vom Talent des Analysten zwei Faktoren vorhanden sein: Es muss gute Unternehmen zu niedrigen Preisen geben und der Markt muss Preise ermitteln, die den grundlegenden Wert berücksichtigen.

In den ersten sechs Jahren unserer Fonds hatten wir Glück und beide Faktoren waren vorhanden. Es gab genügend gute und preiswerte Unternehmen, in die wir investieren konnten. Auf den Märkten war die Internetblase geplatzt und dies wirkte sich auch auf gute Unternehmen aus. Solche Unternehmen sind oft einfach nicht gestiegen, weil sie nicht in Mode waren: Die Anteile von Berkshire Hathaway sind 1999 beispielsweise um 50 % zurückgegangen, weil sie nicht als Teil der „New Economy“ betrachtet wurden, obwohl das Unternehmen selbst Rekordgewinne zu verzeichnen hatte. Neben diesen guten, bodenständigen und unterbewerteten Unternehmen „entdeckten“ wir verschiedene Branchen, denen man nach vielen Jahren mit schwacher Leistung nur wenig Beachtung schenkte: Energie, Bergbau, Transport usw. Als wir begannen, diese Unternehmen zu analysieren, konnten wir kaum glauben, wie billig sie angesichts der langfristigen Dynamik von Angebot und Nachfrage in ihrer Branche waren. Zu diesem Zeitpunkt haben das nur sehr wenige Anleger verstanden und wir konnten Unternehmen zu lächerlichen Preisen kaufen (einige dieser Unternehmen haben ihren Wert vervielfacht und sind immer noch preiswert). Was unsere Strategie angeht, gab es eine Fülle von Möglichkeiten.

Die zweite Bedingung war bis Mitte 2007 ebenfalls vorhanden: Die Märkte erkannten relativ schnell, wo es Wert gab. Dies lässt sich indirekt am Volatilitätsindex ablesen, wie aus Abbildung 10 ersichtlich wird. Anleger hatten keine „Angst“ und suchten weiter nach guten Investitionen. Wenn wir eine fanden, dann dauerte es nicht allzu lange (ein paar Quartale), bis der Markt den Wert erkannte und sich der Preis entsprechend erhöhte. Das ist wichtig, weil dieser „schnelle Anstieg“ uns ermöglichte, die ursprünglichen Anteile zu verkaufen und andere Anteile zu niedrigen Preisen zu kaufen (weil wir sie immer noch fanden). Das Ergebnis war, dass der Gewinn pro Aktie des Fonds jährlich um über 20 % anstieg. Dies gelingt in sechs aufeinanderfolgenden Jahren nur wenigen Unternehmen. Unsere gute Wertentwicklung war also das Resultat einer Welt voller Möglichkeiten, einer Strategie, die darauf ausgerichtet war, diese zu finden und zu nutzen und einer ziemlich guten Umsetzung der Strategie.

Aber was passiert jetzt? Wir verfolgen die gleiche Strategie und haben im Laufe der Jahre viel darüber gelernt, wie man investiert. Wir sind nicht plötzlich dumm geworden. Es muss einen externen Faktor geben, der ein Problem darstellt. Dieser externe Faktor wird aus Abbildung 10 ersicht-

lich: Seit dem grossen Einbruch im Jahr 2008 haben es sich Anleger zur Gewohnheit gemacht, aufgrund von gesamtwirtschaftlichen Faktoren Handel zu treiben.

Vor 2008 sahen die Märkte in 25 Jahren keinerlei „lebensbedrohlichen“ Probleme. Es gab Rezessionen und Konjunkturaufschwung, aber immer in moderater Form und in verschiedenen Regionen und zu unterschiedlichen Zeitpunkten. Es machte zu keinem Zeitpunkt den Anschein, dass das ganze „System“ zusammenbrechen könnte (was auch immer dies bedeutet, was nicht besonders viel ist). Nachdem man die letzte Blase verdaut hatte, bezeichnete man die ersten Jahre dieses Jahrhunderts sogar als Jahre der „starken Mässigung“. Die Volatilität gemessen am VIX befand sich vor 2008 mehrere Jahre auf einem Rekordtiefstand. Und dann brach plötzlich scheinbar alles zusammen und selbst die Bank, bei der Sie Ihre gesamten Ersparnisse haben, konnte verschwinden. Die Preise für Vermögenswerte reagierten dementsprechend – mit Panik. Daraufhin griffen die Regierungen ein, um die Situation unter Kontrolle zu bringen: Vermögenswerte, die einem Zusammenbruch zuvorkamen, stiegen wieder sprunghaft an. Aber dann stellte sich heraus, dass die Lösungen doch nicht so gut waren, was zu einem neuerlichen Zusammenbruch führte. Und so ging es vier Jahre lang weiter.

Grosse, langfristige, wertorientierte Anleger wie Warren Buffet, Sir John Templeton, Peter Lynch usw. sagten immer, dass sie dem gesamtwirtschaftlichen Umfeld keinerlei Beachtung schenken. Es gibt zwei sehr gute Gründe für ihr fehlendes Interesse: Ein Grund ist, dass man nicht wissen kann, was passieren wird, egal wie gut man aufpasst. Der andere Grund ist, dass dies langfristig eigentlich egal ist: Gute Unternehmen müssen mit vielen verschiedenen Umständen zurechtkommen, aber sie überleben.

Wenn sich der Markt jedoch auf sehr ernsthafte gesamtwirtschaftliche Probleme konzentriert, dann werden kurzfristig alle Fundamentaldaten ignoriert und man konzentriert sich auf die nächste Äusserung irgendeines unerfahrenen Regierungsmitarbeiters zum „Problem des Tages“. In so einem Umfeld sind wir nicht dazu in der Lage, mithilfe unserer Fachkenntnisse eine gute Wertentwicklung zu erzielen, gemessen an einem relativ beständigen Anstieg der Preise unserer Anteile. Für uns ist so ein Umfeld völlig willkürlich und wir können nicht besonders viel tun.

Nun zurück zu unseren Anlagen. Als Beispiel möchten wir uns die Rohstoffunternehmen ansehen. Zurzeit werden sie unserer Ansicht nach zu einem sehr niedrigen Preis gehandelt. Wir glauben, dass ein Kauf über einen sehr langen Zeitraum eine jährliche Rendite von durchschnittlich weit über 16 % einbringen würde. Natürlich unter der Voraussetzung, dass sich die Erdöl- und Kupferpreise mehr oder weniger so entwickeln werden, wie wir glauben. Wir haben in zahlreichen Newslettern erklärt, wie wir solche langfristigen Preisschätzungen vornehmen, und mehr als fünf Jahre lang hatten wir Recht.

Die meisten unserer Leser wissen, dass Erdöl zurzeit zu einem Preis von über 100 USD pro Barrel gehandelt wird. Wir glauben, dass dieser Preis

im Laufe der ersten Monate des Jahres 2012 möglicherweise sinken wird. Danach wird er sich jedoch wieder nachhaltig erholen. Es gibt wieder mehr Lieferungen aus Libyen und die Weltwirtschaft wächst etwas langsamer als erwartet. Es könnte sein, dass der Erdölpreis auf 80 USD sinkt und danach wieder auf über 100 USD steigt. Davon gehen wir bei unseren langfristigen Wertschätzungen für Erdölproduzenten aus.

Wir wissen alle, dass die Anteile von Erdölunternehmen sinken, wenn der Ölpreis sinkt. Aber unsere Analysen (und der gesunde Menschenverstand) zeigen, dass der eigentliche Wert unserer Unternehmen sich nicht ändert, wenn sie Erdöl ein paar Monate für 80 USD statt für 100 USD verkaufen. Sollten wir verkaufen, weil wir befürchten, dass die Anteile zurückgehen könnten, auch wenn der eigentliche Wert vorhanden ist? Sollten wir uns auf das Spiel einlassen und versuchen, im Voraus zu wissen, wie der Markt reagieren wird, unabhängig von den Fundamentaldaten?

Bis jetzt haben wir eine Strategie verfolgt, die auf „Fundamentaldaten“ basiert: Wir kaufen, was unserer Ansicht nach billig ist. Dabei berücksichtigen wir den langfristigen Wert des Unternehmens. Und wir verkaufen Anteile, die zu teuer sind. Und das ist die Strategie, die wir auch weiterhin verfolgen möchten. Ehrlich gesagt können wir einfach keine Anteile kaufen und verkaufen und dabei „Vermutungen“ darüber zur Grundlage nehmen, wie der Markt nächsten Monat reagieren wird, weil wir über keine besonderen Erfahrungen bei der erfolgreichen Umsetzung einer solchen Strategie verfügen. Das bedeutet, dass wir vermutlich schlecht abschneiden werden, wenn alle denken, dass die Märkte schlecht abschneiden werden (weil alle anderen verkaufen werden).

Daher ist es sehr wichtig, dass unsere Anleger wissen, was sie kaufen, wenn sie in unsere Fonds investieren. Sie kaufen Unternehmensanteile, die unserer Ansicht nach sehr gute langfristige Anlagen sind. Sie kaufen kein Aktienmarktinstrument, dessen Manager alles Mögliche versuchen werden, um den Markt „zu schlagen“. Zeiten wie diese sind schwierig, da eine grundlegende Analyse hinsichtlich der kurz- und mittelfristigen Ergebnisse nur wenig zählt. Aber wir glauben, dass wir über eine gute langfristige Strategie verfügen und diese recht gut umgesetzt haben.

Das bedeutet jedoch nicht, dass wir keine Fehler gemacht haben. Wir haben in der Tat Fehler gemacht und versucht, daraus zu lernen. In den folgenden Absätzen wird aufgeführt, was wir zum Teil gelernt haben. Das sind keinesfalls große „Entdeckungen“. Wenn man etwas genauer hinsieht, dann müssen wir zugeben, dass uns diese Dinge „bewusst waren“. Aber wir haben im Laufe der Zeit gesehen, wie die Dinge in der Praxis funktionieren und haben spezifische Regeln aufgestellt, die befolgt werden müssen, was früher nicht immer der Fall war.

## Was haben wir gelernt?

1. **Risiko-Gewinn-Verhältnis.** Dies ist die wichtigste Lektion, die wir gelernt haben, weil sie sich am stärksten auf die Wertentwicklung auswirkt: Wir können keine höchstmöglichen Gewinne anstreben, auch nicht in Fällen, in denen wir völlig überzeugt sind, dass unsere Analyse richtig ist und die Ereignisse am Ende zeigen, dass wir Recht hatten. Anlagen mit hoher Rentabilität bringen hohe Volatilität mit sich und ein Publikumsfonds kann Volatilität nur bis zu einem gewissen Grad aushalten. Fälle, in denen wir falsch lagen (sie treten zum Glück sehr viel weniger häufig auf) sind natürlich viel schlimmer: Es kommt zu einem bedeutenden Verlust. Zurzeit haben wir ein sehr ausgeglichenes Portfolio, wie wir weiter unten erläutern werden.
2. **Wertfallen.** In den ersten Jahren unserer Tätigkeit verwendeten wir bei der Auswahl von Aktien und in unseren Mitteilungen an Anleger den Ausdruck „niedriger PE“ nahezu als Synonym für „preiswert“. Wir wussten natürlich schon immer, dass niedrige PEs manchmal nicht gut sind und haben auch dementsprechend gehandelt. Wir wissen auch, dass das Gegenteil der Fall sein kann: Ein Bergbauunternehmen beispielsweise, das ein neues Bergwerk eröffnen und seine Produktion verdoppeln wird, kann sehr attraktiv sein, auch wenn es im entsprechenden Jahr einen hohen PE hat. Daher haben wir begonnen, den Ausdruck „bereinigter PE“ zu verwenden (wir haben dies im Dezember 2007 in unserem Newsletter erläutert) und haben neuerdings statt des PEs die Erwartete Rendite des Fonds veröffentlicht (weiter unten mehr hierzu). Aber es geht hier um mehr: Ein Anteil kann selbst bei einem „strukturell hohen PE“ eine ausgezeichnete Anlage sein und umgekehrt ist ein dauerhaft niedriger PE kein Indikator für eine gute Anlage.

Im März 2011 haben wir dies in unserem Newsletter eingehend erörtert. Wir haben gezeigt, warum wir der Ansicht waren, dass Nestlé mit einem PE von 15 eine bessere Anlage ist als Peugeot mit einem PE von 5. Der Hauptgrund ist, dass man Anteile für immer kauft, also für lange Zeit. Da Unternehmen nicht ihre gesamten Gewinne als Dividenden auszahlen, sind die neuen Gewinne aus dem, was sie einbehalten, ein wichtiger Faktor, um die langfristigen Erträge zu bestimmen. Unternehmen, die einen bedeutenden Teil ihrer Gewinne in ein sehr profitables Unternehmen reinvestieren können, sind viel mehr wert als Unternehmen, die hierzu nicht in der Lage sind. Unternehmen mit niedrigem PE können jedoch schon an sich Wert zerstören, wenn sie ihre Gewinne in ein ruinöses Geschäft reinvestieren. Dies war beispielsweise bei den meisten Automobilherstellern und Fluggesellschaften der Fall.

- 3. Das Management muss auf einer Linie mit den Anteilseignern sein.** Dies hängt in gewisser Hinsicht mit dem vorherigen Punkt zusammen. Stellen Sie sich ein Unternehmen vor, das in einem sehr profitablen Geschäft tätig ist, das jedoch nicht besonders gute Wachstumsmöglichkeiten bietet, weil der Markt gesättigt ist. Der Umgang des Managements mit den „überschüssigen Barmitteln“ ist der Hauptfaktor, von dem die langfristige Profitabilität des Unternehmens abhängen wird. Die meisten Manager würden das Geld eher reinvestieren (selbst in sehr schlecht laufende Geschäfte), als es an die Anteilseigner auszuzahlen. Da ihr Kerngeschäft erklärermassen nicht wachsen kann, werden sie ihre Investitionen als grossartige Möglichkeiten präsentieren. Solche Investitionen bestehen jedoch häufig aus Abenteuern in anderen Ländern oder Branchen, in denen das Unternehmen keinerlei Erfahrung hat oder guten Unternehmen, die sehr teuer erworben werden und solche Käufe vernichten Wert für die Anteilseigner. Die Entlohnung von Managern hängt letztlich mit der Grösse des Unternehmens zusammen, das sie leiten und es ist schwierig, Manager zu finden, die auf unprofitables Unternehmenswachstum verzichten würden, um die überschüssigen Barmittel den Anteilseignern auszuzahlen.

Natürlich wussten wir dies bereits. Aber wir haben Lehrgeld gezahlt und gelernt, dass das Management auf einer Linie mit den Anteilseignern sein sollte. Das ist eines der wichtigsten Kriterien, wenn man investieren möchte. Selbst wenn alles andere auf eine ausgezeichnete Anlage hindeutet (erwartete Rendite ist hoch, solide Wettbewerbsposition, niedriger Aktienkurs usw.), sollte man sie vermeiden, wenn die Interessen des Managements und der Anteilseigner sich nicht auf einer Linie befinden. Das Management kann einen Grossteil des von einem Unternehmen geschaffenen Wertes leicht zerstören. Seine Einstellung ist also von entscheidender Bedeutung. Im Wesentlichen muss man eine langfristige Perspektive einnehmen um zu entscheiden, ob ein Unternehmen eine wertorientierte Anlage ist oder nicht. Dies gilt (in gewisser Hinsicht) unabhängig vom aktuellen PE.

- 4. Die meisten kleinen Unternehmen sind zu anfällig und daher keine sicheren Anlagen.** Es ist recht offensichtlich, dass die Welt, in der wir leben, ziemlich unvorhersehbar ist. Die Kunst besteht daher nicht etwa darin, dafür zu sorgen, dass nichts Schlimmes passiert (eine unmögliche Aufgabe), sondern in Unternehmen zu investieren, die mit allem zurechtkommen, das die Welt möglicherweise zu bieten hat. Leider sind kleine Unternehmen meistens nicht robust genug. Sie erhalten in der Regel keine zweite Chance. Interessant sind lediglich schuldenfreie Unternehmen mit erwiesener Erfolgsbilanz in einer stabilen Branche.

5. **Schulden sind schädlich.** Nach einer Phase, in der man Geld kostenlos erhielt, befinden wir uns nun in einer Phase, in der überhaupt kein Geld mehr vorhanden ist. Auch wenn es kaum zu glauben ist, aber Spanien musste vor nur fünf Jahren weniger Zinsen für seine Staatsanleihen bezahlen als Deutschland (wir erwähnten dies bereits weiter oben) und Unternehmen konnten sich so viel Geld leihen, wie sie wollten, um alle möglichen Projekte zu verfolgen. Das Problem der Liquidität besteht darin, dass sie nur so lange vorhanden ist, bis Sie wirklich Liquidität benötigen. Schulden wirken nicht nur wie ein Verstärker: Wenn die Gewinne steigen, dann steigen auch die Schulden und bei fehlenden Gewinnen sinken die Schulden. Wenn es sich darauf beschränken würde, dann könnte man die Volatilität bewältigen. Das eigentliche Problem der Schulden ist, dass das Unternehmen früher oder später nicht dazu in der Lage sein wird, sie abzuwälzen und Vermögenswerte liquidieren muss – zum niedrigsten Preis des Zyklus. Verschuldete Unternehmen (oder Einzelpersonen) haben am Ende schwerwiegende dauerhafte Verluste. Es ist nur eine Frage der Zeit. Man kann allerdings über längere Zeit „ungestraft davonkommen“. Aber bei Fonds wie dem unseren, der auf sehr lange Zeit ausgerichtet ist, können Schulden am Ende nur zu einer schlechten Rendite führen.

Neben diesen „Lektionen“ haben wir viel über zahlreiche Unternehmen und Branchen gelernt. Der Vorteil der Arbeit eines Analysten besteht darin, dass sie grösstenteils kumulativ ist: Wenn wir einmal verstanden haben, wie eine bestimmte Branche funktioniert, müssen wir einfach nur über neueste Entwicklungen auf dem Laufenden bleiben. Dies nimmt viel weniger Zeit in Anspruch als die ursprüngliche Analyse. Wir haben daher im Laufe der Jahre viele Einblicke erhalten und wissen, wie man zyklische Unternehmen, Konsumartikelhersteller, rohstoffproduzierende Unternehmen, Versicherungs- und Rückversicherungsunternehmen usw. bewerten muss. Daneben kennen wir nun die Details vieler Unternehmen und kennen auch deren Manager. All das sorgt für ein solideres Fondsmanagement und eröffnet neue Möglichkeiten für die Zukunft.

### Wie wir derzeit unsere Portfolios zusammenstellen

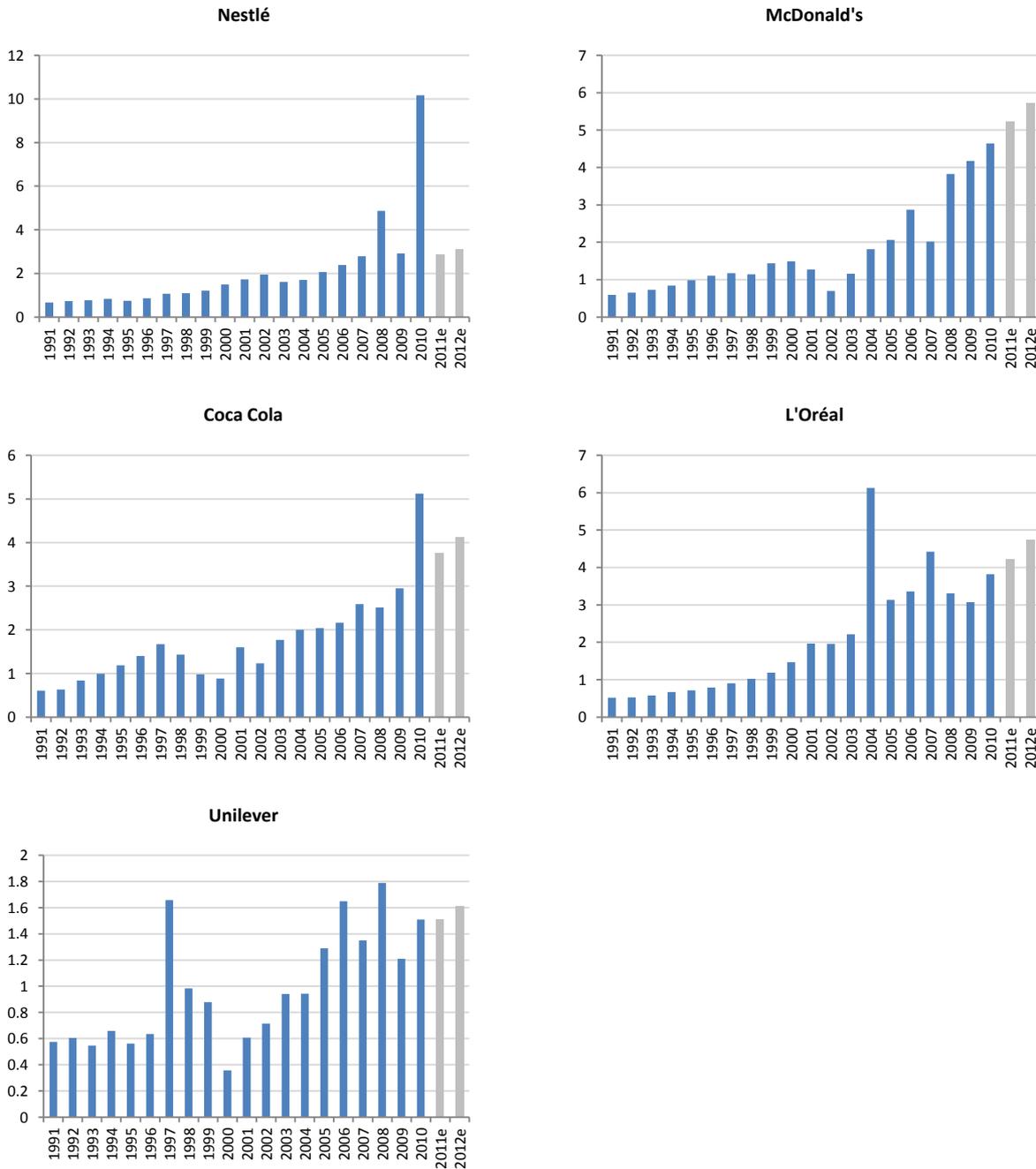
All diese Erfahrungen haben dazu geführt, dass wir bei der Strukturierung unserer Anlagenauswahl anders vorgehen, und zwar auf eine Art und Weise, die unserer Ansicht nach einzigartig ist und auch gute Ergebnisse gewährleisten sollte. Bei der Auswahl unserer Anlagen berücksichtigen wir nun verschiedene wichtige Konzepte und Praktiken.

1. **Das Konzept der Aktie „ohne Risiko“.** Wir möchten unsere Fonds vor allem in herkömmliche Aktien investieren und beginnen daher damit, möglichst „wenig riskante“ Anlagen zu bestimmen. Das ist natürlich ein sehr wichtiger Punkt. Das ganze akademische und professionelle Finanzgebäude beruht auf der Idee, dass man zu-

nächst die Rendite eines „risikolosen“ Vermögenswertes bestimmt und dann analysiert, welche Spreads (Prämien) alle anderen Vermögenswerte angesichts des zusätzlichen Risikos haben. Wir wenden dieses Konzept auf die Welt der Aktien an.

Was ist eine „Aktie ohne Risiko“? Gibt es so etwas überhaupt? In einer Welt, in der US-amerikanische Staatsschulden herabgestuft wurden, gibt es scheinbar nicht mehr allzu viele wirklich risikolose Vermögenswerte. Letztlich kann es eines Tages auch zu einem Atomkrieg kommen. Aber abgesehen von wirklich extremen Katastrophen gibt es Aktien, die unserer Ansicht nach im Vergleich zu anderen Aktien nicht nur die am wenigsten riskanten Aktien sind sondern auch absolut gesehen und langfristig wirklich mit keinem Risiko verbunden sind. Einige Unternehmen sind in solchen Bereichen tätig und befinden sich in einer Position, in der wir unter nahezu allen Umständen von einer langfristigen Profitabilität ausgehen können. Insofern ist die Krise der Jahre 2008 und 2009 sehr hilfreich, da sie eine sehr schwerwiegende reale Belastungsprobe darstellen. Abbildung 19 zeigt den Gewinn pro Aktie verschiedener Unternehmen in den vergangenen 20 Jahren: Nestlé, McDonald's, Coca-Cola, L'Oréal und Unilever.

Abbildung 19: Gewinn pro Aktie von Nestlé, McDonald's, Coca-Cola, L'Oréal und Unilever, in der Hauptwährung, in den vergangenen 20 Jahren (Quelle: Bloomberg)



Es reicht natürlich nicht, eine sehr kontinuierliche Profitabilität zu beobachten. Da sich die Zukunft von der Vergangenheit unterscheidet (unterscheiden wird), müssen wir verstehen, warum solche Unternehmen so stabil sind. Letztlich hören einst profitable Unternehmen irgendwann auch auf, profitabel zu sein (denken Sie nur an Kodak).

Nehmen wir einmal den Fall Nestlé. Dieses Unternehmen ist vor allem in der Lebensmittelbranche tätig, einem sehr stabilen Sektor: Jedes Jahr wird, unabhängig von der Wirtschaftslage, mehr oder weniger die gleiche Menge an Lebensmitteln konsumiert. Die Branche unterscheidet sich daher von der Automobilbranche oder dem Airlinesektor. Dort wirkt sich eine Rezession stark auf die Nachfrage aus. Es gibt jedoch noch andere Gründe für die Stabilität von Nestlé. Das Unternehmen verkauft in über 113 Ländern viele verschiedene Lebensmittel der eigenen, schwierig zu kopierenden Marke über Vertriebskanäle, in die man nur schwer vordringt. Nestlé tut dies seit vielen Jahren und verfügt inzwischen über umfangreiche Erfahrung in seinen verschiedenen Geschäftsbereichen. Wenn ein Sortiment in einem bestimmten Land nicht erwartungsgemäss funktioniert, dann kann das Unternehmen vieles tun, um das Problem zu beheben. Es ist nur schwer vorstellbar, dass es in einem bestimmten Jahr zu einem starken Gewinnrückgang kommen wird. Selbst während der jüngsten „grossen Rezession“ kam es nicht zu einem solchen Rückgang. Die Zukunft wird zweifellos anders aussehen als die Vergangenheit, aber wir glauben, dass es bei Nestlé zu weniger tiefgreifenden Veränderungen kommen wird als sagen wir bei Apple Inc.: Nestlé ist viel weniger abhängig von radikalen und überraschenden Innovationen. Das Risiko konstanter behördlicher Vorschriften wie bei Banken oder Versorgungsunternehmen ist nicht vorhanden. Es gibt kein Währungsrisiko (das Unternehmen verkauft in allen möglichen Währungen der Welt und beschafft seine Produkte in den meisten Ländern). Und das Unternehmen ist schuldenfrei. Seine Geschäftsbereiche erfordern keine hohen anfänglichen Investitionskosten. Darüber hinaus kann sich das Unternehmen leicht an unvorhergesehene Entwicklungen anpassen und sein Engagement in verschiedenen Geschäftsbereichen und Ländern verstärken oder reduzieren (zumindest im Vergleich zu anderen Unternehmen wie beispielsweise Erdölraffinerien, die lediglich einige völlig unbewegliche Vermögenswerte besitzen).

Auch Unternehmen wie Nestlé kann Schlechtes widerfahren: Es gab Skandale, jemand könnte seine Produkte manipulieren und sie vergiften oder in einer seiner Fabriken könnte es zu einer Explosion kommen, bei der zahlreiche Menschen getötet werden. Aber solche Ereignisse würden die Profitabilität des Unternehmens wahrscheinlich nicht dauerhaft beeinträchtigen.

Wir können das Risiko im Zusammenhang mit dem Besitz von Nestlé-Anteilen allerdings reduzieren, indem wir nicht nur Nestlé-Anteile sondern daneben den Aktienkorb in Abbildung 19 besitzen (neben zahlreichen anderen vergleichbaren Unternehmen). Diese Unternehmen haben alle die gleichen strategischen Merkmale und ihre Diversität reduziert das Risiko des Gesamtportfolios. Man sollte betonen, dass ein solcher Aktienkorb in Wirklichkeit wahrscheinlich weniger riskant ist als alle anderen käuflichen Vermögenswerte. Die Unternehmen sind mit Sicherheit weniger riskant als Immobilienwerte, Staatsanleihen mit Investment-Grade-Rating (die einem ernsthaften Inflationsrisiko ausgesetzt sind), Edelmetalle usw. Ihre Kurse werden täglich steigen und fallen, weil es sich um Aktienanteile handelt, aber diese Unternehmen werden Gewinne generieren und wir können uns auf ihre Stabilität verlassen.

Wenn wir eine Gruppe von Aktienanteilen bestimmt haben, die sich in der Tat durch sehr geringes wirtschaftliches Risiko auszeichnen, müssen wir herausfinden, wie profitabel ein Besitz solcher Anteile ist. Bei kurzfristigen Staatsanleihen, den traditionellen „Vermögenswerten ohne Risiko“, ist das sehr einfach: Schauen Sie einfach in die Zeitung. US-amerikanische Staatsanleihen mit einjähriger Laufzeit bringen nach heutigem Stand 0,1 %. Aktien zu bewerten ist jedoch komplizierter.

Im März 2011 haben wir in unserem Newsletter beschrieben, wie wir ein sehr stabiles Unternehmen wie Nestlé bewerten:

*Das Unternehmen hat eine sehr beständige Kapitalrendite von jährlich etwa 18% - 20%. Die Hälfte der Gewinne wird in Form von Dividenden ausgezahlt und der Rest wird reinvestiert. Der Dividendenertrag liegt zurzeit bei 3,5%. Das bedeutet, dass man als Besitzer einer Nestlé-Aktie 3,5% des aktuellen Aktienkurses (die Dividende) in bar ausgezahlt bekommt, während das Unternehmen weitere 3,5% (die andere Hälfte der Gewinne) einbehält und bei einer durchschnittlichen Kapitalrendite von sagen wir 19% reinvestiert. Das bedeutet, dass die Dividende jährlich um etwa 8%-10% wachsen kann. Und genau das ist im Laufe der vergangenen 20 Jahre passiert. (...) Wenn eine bestimmte Anlage 3,5% in bar auszahlt und diese Zahlung um jährlich 8% wächst, dann handelt es sich um eine Anlage, die jedes Jahr 11,5% auszahlt. Und genauso verlief die Wertsteigerung des Aktienkurses von Nestlé einschliesslich Dividenden im Laufe der vergangenen 20 Jahre...*

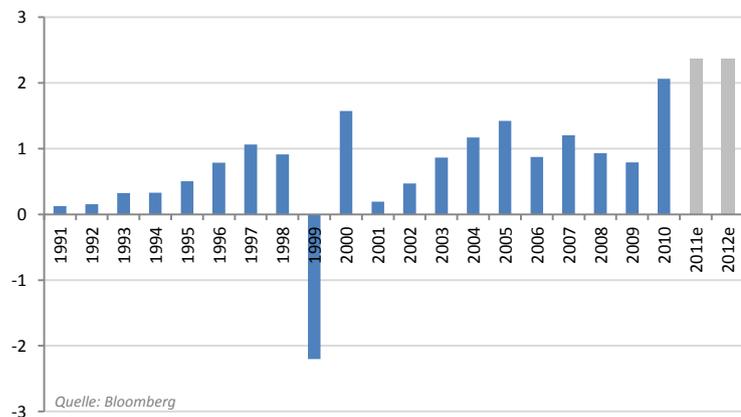
Wenn man diesen Ansatz anwendet und von den aktuellen Preisen ausgeht, dann können wir bei diesen Aktien „ohne Risiko“ eine langfristige Rendite von durchschnittlich etwa 11 % erwarten.

Wir haben also einen Vermögenswert (ein Aktienkorb mit Aktien „ohne Risiko“), der etwa 11 % einbringt. Wir halten dies angesichts eines Umfelds mit extrem niedrigen Zinssätzen für eine sehr gute Rendite: Eine vergleichbare langfristige Anlage wäre eine deutsche Staatsanleihe, die zurzeit 2,5 % einbringt. Und man sollte betonen, dass es bei Staatsanleihen ein sehr reales Inflationsrisiko gibt, während Aktien hiervon unberührt bleiben. Der *reale* Differenzertrag ist bei diesen Aktien sogar noch besser.

Da es sich hierbei um Aktien „ohne Risiko“ handelt und wir finden, dass sie eine sehr zufriedenstellende Rendite bringen, können wir einfach unser gesamtes Geld in diese Aktien investieren. Um andere Aktien zu kaufen, würden wir sogar eine zusätzliche Rendite benötigen, die das Risiko mehr als wettmacht, das wir mit dem Besitz dieser Aktien eingehen.

2. **Die „Risikostreuung“.** Nehmen wir ein Unternehmen wie beispielsweise Intel Corp. (das wir besitzen). Die Firma ist absoluter Weltmarktführer im Bereich Computerprozessoren (das „Gehirn“ von Computern): Der Marktanteil liegt bei über 70 % und steigt. Die Marktstellung des Unternehmens ist nur schwer ins Wanken zu bringen: Es hat riesige Skaleneffekte, die es ihm ermöglichen, alle Konkurrenten bei der Forschung und den Anlageinvestitionen auszustechen. Dies hat zu ausgezeichneter langfristiger Profitabilität geführt, wie in Abbildung 20 zu sehen ist.

Abbildung 20: Gewinn pro Aktie von Intel, in USD, in den vergangenen 20 Jahren

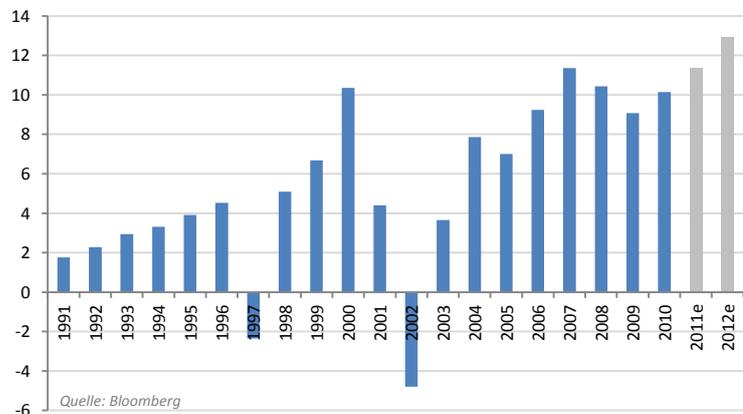


Aber wie sieht die Zukunft aus? Nun ja, es ist nur schwer vorstellbar, dass Intel seine Position im Computerbereich verlieren wird. Aber was Prozessoren mit niedrigem Stromverbrauch angeht, war das Unternehmen langsam und bei Smartphones und Tablet-Computern stehen solche Prozessoren im Mittelpunkt. Das Geschäft ist kapitalintensiv und es gibt Höhen und Tiefen. Dass Nestlé in 20 Jahren Schokolade verkaufen wird, scheint sicherer zu

sein als dass Intel seine derzeitige Position halten wird. Obwohl diese Position im Moment ausgezeichnet ist und das Unternehmen mehr Wachstum zu verzeichnen hat als viele wirklich „risikolosen“ Aktien, ist es nicht ganz „ohne Risiko“. Daher werden wir nur in Intel investieren, wenn wir eine Rendite erwarten können, die deutlich über der Rendite von Aktien „ohne Risiko“ liegt (sagen wir 20 % mehr).

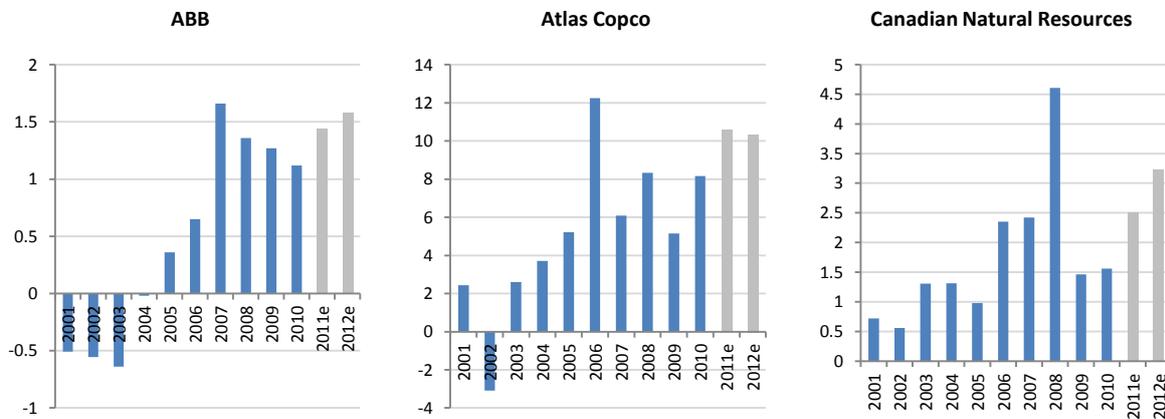
Wir könnten damit fortfahren, Aktien zu analysieren und zunächst ihr relatives Risikoniveau zu beobachten (d. h. wie unsicher ihre Erträge sind) und dann den „Spread“ (oder den fehlenden „Spread“) dieser Erträge mit den Aktien „ohne Risiko“ vergleichen. SIA ordnet Aktien in vier Kategorien ein, die wir der Einfachheit halber Kategorie 1 bis 4 nennen. Kategorie 1 besteht aus risikofreien Aktien. Kategorie 2 besteht aus Unternehmen mit einer äusserst soliden Position und sehr geringem Risiko, bei denen es jedoch einige Fragezeichen gibt (Technologie, Vorschriften, Konkurrenz usw.). Intel gehört zu diesen Unternehmen, genauso wie Roche (Abbildung 21 zeigt die Unternehmensdaten aus der Vergangenheit). Zu dieser Kategorie gehören auch viele Rückversicherungsunternehmen.

Abbildung 21: Gewinn pro Aktie von Roche, in CHF, in den vergangenen 20 Jahren



Kategorie 3 besteht aus sehr soliden Unternehmen, die dem unvermeidlichen Wirtschaftszyklus ihrer Branche ausgesetzt sind. Zu dieser Kategorie gehören solide Industrieunternehmen (ABB, Atlas Copco) und führende Rohstoffproduzenten (Abbildung 22 zeigt die Unternehmensdaten aus der Vergangenheit).

Abbildung 22: Gewinn pro Aktie von ABB, Atlas Copco und Canadian Natural Resources, in der Hauptwahrung, in den vergangenen 10 Jahren (Quelle: Bloomberg)



Und Kategorie 4 besteht aus Unternehmen, bei denen ein gewisses Risiko einer „Pechstrahne“ besteht: Denken Sie nur an kostenintensive Rohstoffproduzenten, stark zyklische Unternehmen usw.

Wenn wir Unternehmen analysieren, dann ordnen wir sie zunächst in eine der Kategorien ein und setzen unsere Analyse nur dann fort, wenn wir glauben, dass wir einen Ertrag erwarten können, der hoch genug für diese Kategorie ist. Unter den aktuellen Bedingungen fordern wir einen erwarteten Ertrag von 12 %, um eine neue Aktie der Kategorie 1 zu kaufen, von 14 % in der Kategorie 2, von 16 % in der Kategorie 3 und von 18 % in der Kategorie 4. Wenn die Ertragserwartung um mehr als zwei Prozentpunkte sinkt, dann verkaufen wir, entweder, weil der Aktienkurs gestiegen ist oder weil wir glauben, dass das Unternehmen dauerhaft weniger Geld erwirtschaften wird als wir erwartet haben.

2. **Portfolioaufbau.** Wir versuchen, eine gute Balance zwischen den einzelnen Kategorien zu halten und haben uns zum Ziel gesetzt, in jeder Kategorie etwa 25 % zu investieren. Aber das hängt davon ab, ob wir wirklich in jeder Kategorie gute Unternehmen finden, die billig genug sind (d. h. die den gewünschten erwarteten Ertrag haben). Ansonsten neigen wir zu Anlagen in den Kategorien 1 und 2.

Diese Kategorisierung hilft uns dabei zu erklären, was 2008 mit unserem Portfolio passierte: Die Kategorien 3 und 4 machten einen sehr grossen Anteil aus. Die Ergebnisse hatten unter dem Ausbruch der Krise zu leiden. Viele unserer Unternehmen kamen gut zurecht und wurden wieder profitabel. Aber bei anderen war das nicht der Fall. Daraufhin sind wir nach den Auswirkungen von 2008 bei der Änderung unseres Portfolios etwas zu weit in Rich-

tung der Kategorien gegangen, die wir nun als Kategorie 1 und 2 bezeichnen würden, als die Kategorien 3 und 4 nach dem Rückgang eigentlich extrem billig waren. Was die Wertentwicklung angeht, konnten wir den vorherigen Rückgang daher nicht wieder wettmachen, und das, obwohl wir 2009 eine sehr starke Wertentwicklung hatten (68,9 %).

Bei unserem Classic-Portfolio erwarten wir nun eine Rendite von über 15 % und eine sehr viel niedrigere Volatilität als früher. Sein Erfolg wird wie immer davon abhängen, ob wir den erwarteten Ertrag korrekt vorhergesagt haben und ob wir diszipliniert genug sind und Aktien verkaufen, wenn sie steigen, d. h. wenn der „Spread“ im Vergleich zu den Aktien „ohne Risiko“ weniger interessant wird. Das ist schwierig: Es bedeutet, Aktien zu verkaufen, die wir „entdeckt“ haben, die sich besser entwickeln als der Markt, und die immer noch billig sind. Aber wenn wir unseren wertorientierten Ansatz beibehalten möchten, dann dürfen wir uns nicht in Aktien verlieben und müssen verkaufen, wenn sie einen bestimmten Preis erreichen (je nachdem, in welcher Kategorie sie sich befinden).

### Die Zukunft

Wir sind davon überzeugt, dass ein ausgeglichenes Portfolio mit dem Schwerpunkt auf Aktien mit sehr geringem Risiko und einer Rendite von etwa 10-12 %, das durch gut analysierte Aktien ergänzt wird, die noch weitaus mehr einbringen, langfristig zweistellige Erträge bringen kann. Dies gilt insbesondere unter den derzeitigen gesamtwirtschaftlichen Umständen.

Die aktuelle Krise der Eurozone wird offensichtlich nicht nach einigen Wochen verschwunden sein. Wir sagen bereits seit mehreren Jahren, dass der Prozess des Schuldenabbaus der Volkswirtschaften der Industrieländer lange Zeit in Anspruch nehmen wird, in der es nur zu einem unbedeutenden Wachstum kommen wird. Es wird logischerweise bessere Quartale (oder sogar Jahre) geben, die über dem Durchschnitt liegen und Anleger reagieren möglicherweise, als ob die Krise überstanden wäre. Zwangsläufig gibt es auch schlechtere Quartale (oder Jahre) und Anleger werden möglicherweise reagieren, als ob wir uns wieder in einer furchtbaren Krise befinden. Keines von beidem entspricht der Wahrheit. Die Märkte werden volatil sein, aber gute Unternehmen werden weiterhin Geld erwirtschaften. Der Euro wird sich nicht auf den weltweiten Schokoladenumsatz von Nestlé auswirken oder darauf, wie viele Hamburger McDonald's verkaufen wird. Egal, was in Brüssel passieren wird, viele Millionen Menschen werden in die Städte der Schwellenländer ziehen und dafür sorgen, dass mehr knappe Rohstoffe konsumiert werden. Gerade in Zeiten wie diesen, in denen Anleger aufgrund kürzlich erlittener starker Verluste stark traumatisiert sind, bieten sich die besten Möglichkeiten für langfristige Gewinne.

Wird sich der Preis unseres Classic-Fonds in den kommenden zehn Jahren verdoppeln? Es würde uns auf jeden Fall überraschen, wenn er nicht erheblich besser abschneiden würde. So etwas wie „sichere“ Gewinne gibt es leider nicht, wenn man investiert. Wir glauben jedoch, dass die Ertragskraft unseres Unternehmens-Portfolios eine sehr gute Profitabilität rechtfertigt. In vielerlei Hinsicht unterscheidet sich die heutige Marktlage nicht allzu sehr vom Jahr 2002, als man relativ leicht unterbewertete Unternehmen finden konnte.

#### SIA-Nachrichten

Zu unseren wichtigen Ankündigungen gehört, dass wir unsere Fonds Classic II und Alpha II wieder in unsere Fonds Classic I und Alpha I zusammenführen. Dies wird nur insofern Auswirkungen haben, als dass der historische Höchststand für Anleger der II-Fonds durch den historischen Höchststand des I-Fonds ersetzt wird. Das bedeutet, dass Performance Fees erst berechnet werden, wenn die Fonds die historischen Höchststände des Classic I und des Alpha I erreichen, die erheblich höher liegen als die der II-Fonds. Im Wesentlichen werden erst Performance Fees berechnet, wenn der Classic-Fonds sich verdoppelt und der Alpha-Fonds um 50 % steigt. Dies wird im ersten Quartal 2012 eingeführt (nach der Genehmigung der luxemburgischen Börsenaufsicht CSSF) und danach können erneut Anteile des Classic I und des Alpha I gezeichnet werden.

Noch eine Mitteilung aus der Personalabteilung: Yiyi Jiang hat sich aus persönlichen Gründen dafür entschieden, SIA zu verlassen. Sie war eine ausgezeichnete Junioranalystin und wir wünschen ihr für die Zukunft alles Gute.

Für Januar haben wir öffentliche Präsentationen unserer Fonds in Zürich, Genf und Madrid geplant. Dort können all diese Punkte persönlich und in aller Ausführlichkeit besprochen werden, sowie andere Themen, die unsere Anleger möglicherweise interessieren.

## Präsentationen

Am 19. und 20. Januar werden wir Präsentationen in Zürich und Genf durchführen. Weiter unten finden Sie die Einladung hierzu sowie einen Link zum Webformular, mit dem Sie Ihre Teilnahme bestätigen können.

### *Präsentation in Zürich am Donnerstag, 19. Januar 2012 um 17.00 Uhr*

1. Einführung: Rückblick auf das Jahr 2011. Marktlage und Ausblick auf 2012.
2. LTIF – 10 Jahre Investieren: Ein unglaubliches Jahrzehnt. Was wir erreicht haben, was wir gelernt haben und was wir für die kommenden zehn Jahre erwarten.
3. Wie man in diesem Umfeld ein Aktienportfolio mit zweistelligen Renditen und geringem Risiko aufbaut.
4. Allgemeine Anmerkungen zu unseren Fonds.
5. Nach der Präsentation stehen unsere Fondsmanager und Branchenexperten für Energie, Bergbau, Finanzdienstleistungen, Industrieunternehmen, Konsumgüter, die Gesundheitsbranche und für Schwellenmärkte für nähere Erläuterungen zur Verfügung.

Ort: **Hotel Savoy Baur en Ville**. Nach dem Investment-Workshop gibt es einen Cocktail-Empfang.

### *Präsentation in Genf am Freitag, 20. Januar 2012 um 11.45 Uhr*

1. Einführung: Rückblick auf das Jahr 2011. Marktlage und Ausblick auf 2012.
2. LTIF – 10 Jahre Investieren: Ein unglaubliches Jahrzehnt. Was wir erreicht haben, was wir gelernt haben und was wir für die kommenden zehn Jahre erwarten.
3. Wie man in diesem Umfeld ein Aktienportfolio mit zweistelligen Renditen und geringem Risiko aufbaut.
4. Allgemeine Anmerkungen zu unseren Fonds.
5. Nach der Präsentation stehen unsere Fondsmanager und Branchenexperten für Energie, Bergbau, Finanzdienstleistungen, Industrieunternehmen, Konsumgüter, die Gesundheitsbranche und für Schwellenmärkte für nähere Erläuterungen zur Verfügung.

Ort: **Swissôtel Métropole**. Nach dem Investment-Workshop gibt es ein Mittagssbuffet.

Nach den einzelnen Präsentationen können die dargestellten Ideen in einer offenen Diskussion weiter vertieft werden. Die Redner stehen hierfür nach der Präsentation zur Verfügung.

Bitte bestätigen Sie Ihre Teilnahme mithilfe [dieses Webformulars](#).

**Zahlen der Anlageklassen in USD**

Tabelle 2: Net Asset Value - Nettofondsvolumen in USD

| Dezember 2011  | NAV      | Δ 3 Monate | Δ Jahresbeginn | Jahresrendite seit Lancierung | Fondsvolumen (in Mio)           |
|--|----------|------------|----------------|-------------------------------|---------------------------------|
| LTIF Classic [USD]   | 275.35   | 7.64%      | -22.32%        | 11.90%                        | 332.87 *                        |
| LTIF Classic II [USD]  | 144.87   | 7.64%      | -22.30%        | 0.90%                         | * Classic & Classic II zusammen |
| LTIF Alpha [USD]   | 171.41   | -2.07%     | -20.88%        | 4.04%                         | 45.2 **                         |
| LTIF Alpha II [USD]  | 127.32   | -2.06%     | -20.86%        | -4.02%                        | ** Alpha & Alpha II zusammen    |
| LTIF Natural Resources [USD]<br><i>(vorher Global Energy Value Fund)</i> | 128.87   | 12.62%     | -35.90%        | -0.43%                        | 71.27                           |
| LTIF Emerging Market Value [USD]   | 96.52    | 6.03%      | -27.87%        | -26.60%                       | 4.57                            |
| MSCI World Index TR [USD]<br><i>(Bloomberg GDDUWI)</i>                   | 4'074.83 | 7.72%      | -5.02%         | 4.12% ***                     | *** seit Lancierung Classic     |

Abbildung 23  
LTIF – Classic USD

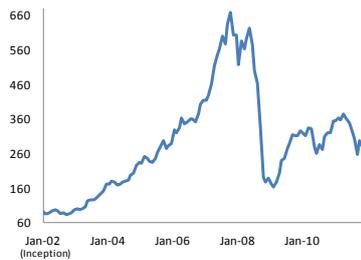


Abbildung 24  
LTIF – Classic II USD

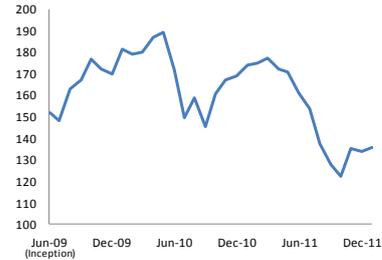


Abbildung 25  
LTIF – Alpha USD

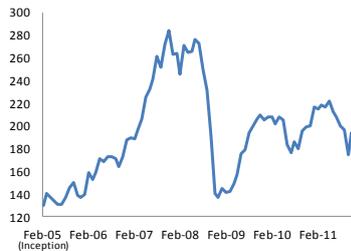


Abbildung 26  
LTIF – Alpha II USD

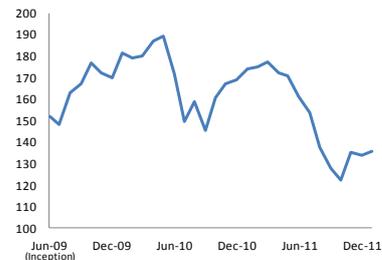


Abbildung 27  
LTIF – Natural Resources USD



Abbildung 28  
LTIF – Emerging Market Value USD



**Zahlen der Anlageklassen in CHF**

Tabelle 3: Net Asset Value - Nettofondsvolumen in CHF

| Dezember 2011   | NAV      | Δ 3 Monate | Δ Jahresbeginn | Jahresrendite seit Lancierung | Fondsvolumen (in Mio)           |
|---|----------|------------|----------------|-------------------------------|---------------------------------|
| LTIF Classic [CHF]  | 257.48   | 10.82%     | -22.07%        | 5.69%                         | 311.27 *                        |
| LTIF Classic II [CHF]   | 135.47   | 10.82%     | -22.05%        | -4.30%                        | * Classic & Classic II zusammen |
| LTIF Alpha [CHF]  | 160.28   | 0.82%      | -20.63%        | 0.50%                         | 42.27 **                        |
| LTIF Alpha II [CHF]   | 119.06   | 0.83%      | -20.61%        | -8.96%                        | ** Alpha & Alpha II zusammen    |
| LTIF Natural Resources [CHF]<br>(vorher Global Energy Value Fund) | 120.50   | 15.93%     | -35.69%        | -3.57%                        | 66.64                           |
| LTIF Emerging Market Value [CHF]                                  | 90.25    | 9.14%      | -27.64%        | -29.34%                       | 4.27                            |
| LTIF Stability Growth [CHF] ***                                   | 175.90   | -0.23%     | -16.12%        | 2.04%                         | 22.27                           |
| *** Gesamterlös (inkl. Dividende)                                 | 6.50     |            | -13.34%        |                               |                                 |
| LTIF Stability Income Plus [CHF]                                  | 175.90   | 1.50%      | 1.50%          | -                             |                                 |
| MSCI World Index TR [CHF]<br>(Bloomberg GDDUWI)                   | 3'825.05 | 11.83%     | -4.53%         | -1.61% ****                   | **** seit Lancierung Classic    |

Abbildung 29  
LTIF – Classic CHF

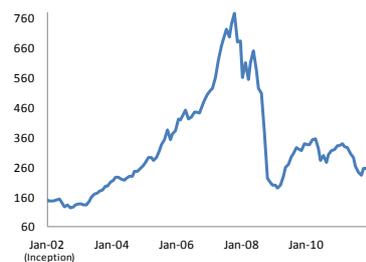


Abbildung 30  
LTIF – Classic II CHF

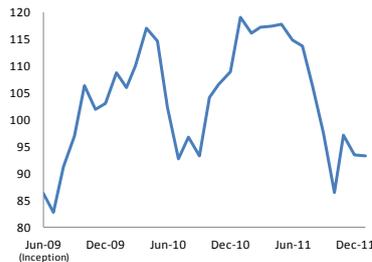


Abbildung 31  
LTIF – Alpha CHF



Abbildung 32  
LTIF – Alpha II CHF

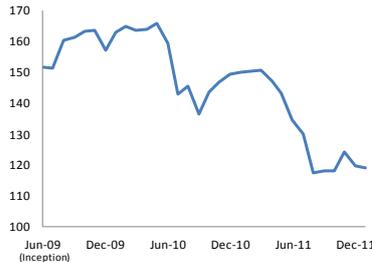


Abbildung 33  
LTIF – Stability Growth CHF

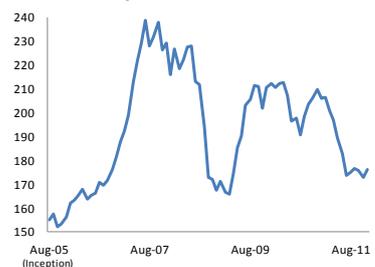


Abbildung 34  
LTIF – Natural Resources CHF



Abbildung 35  
LTIF – Emerging Market Value CHF

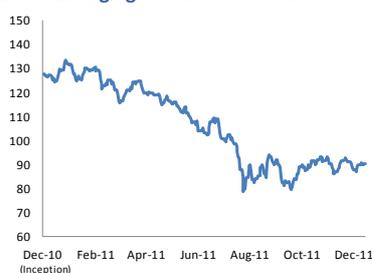


Abbildung 36  
LTIF – Stability Income Plus CHF



**Zahlen der Anlageklassen in GBP**

Tabelle 4: Net Asset Value - Nettofondsvolumen in GBP \*

| Dezember 2011   | NAV      | Δ 3 Monate | Δ Jahresbeginn | Jahresrendite seit Lancierung | Fondsvolumen (in Mio)                  |
|---|----------|------------|----------------|-------------------------------|--|
| LTIF Classic II [GBP]   | 93.22    | 7.89%      | -21.72%        | 3.09%                         | 214.19 (Classic & Classic II zusammen) |
| LTIF Alpha II [GBP]   | 81.93    | -1.82%     | -20.27%        | -1.94%                        | 29.09 (Alpha & Alpha II zusammen)      |
| LTIF Natural Resources [GBP]<br>(vorher Global Energy Value Fund) | 82.92    | 12.88%     | -35.42%        | 2.74%                         | 45.86                                  |
| LTIF Emerging Market Value [GBP]                                  | 62.10    | 6.26%      | -27.33%        | -26.95%                       | 2.94                                   |
| MSCI World Index TR [GBP]<br>(Bloomberg GDDUWI)                   | 2'627.40 | 8.69%      | -4.51%         | 11.80% *                      | * seit Lancierung Classic II           |

\* Performance up to 05.11.2009 is converted on a simulation basis from EUR into GBP. NAVs from 01.06.2009 to 04.11.2009 are not official.

Abbildung 37  
LTIF – Classic II GBP

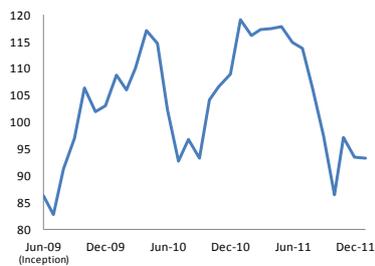


Abbildung 38  
LTIF – Alpha II GBP

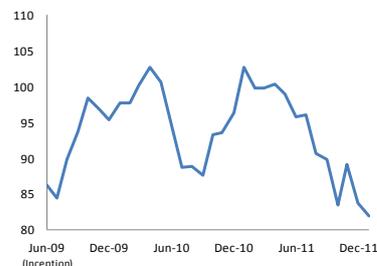


Abbildung 39  
LTIF – Natural Resources GBP



Abbildung 40  
LTIF – Emerging Market Value GBP



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

### **LTIF – Classic II EUR**

ISIN: LU0423699429  
Telekurs: 10'096'865  
Bloomberg: LTIFC2E LX

### **LTIF – Classic II USD**

ISIN: LU0423699692  
Telekurs: 10'096'889  
Bloomberg: LTIFC2U LX

### **LTIF – Classic II CHF**

ISIN: LU0423699775  
Telekurs: 10'096'893  
Bloomberg: LTIFC2C LX

### **LTIF – Classic II GBP**

ISIN: LU0457694296  
Telekurs: 10'638'930  
Bloomberg: LTIFC2G LX

### **LTIF – Alpha II EUR**

ISIN: LU0423699858  
Telekurs: 10'096'895  
Bloomberg: LTIFA2E LX

### **LTIF – Alpha II USD**

ISIN: LU0423699932  
Telekurs: 10'096'898  
Bloomberg: LTIFA2U LX

### **LTIF – Alpha II CHF**

ISIN: LU0423700029  
Telekurs: 10'097'000  
Bloomberg: LTIFA2C LX

### **LTIF – Alpha II GBP**

ISIN: LU0457693215  
Telekurs: 10'638'835  
Bloomberg: LTIFA2G LX

### **LTIF – Natural Resources EUR**

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

### **LTIF – Natural Resources USD**

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

### **LTIF – Natural Resources CHF**

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

### **LTIF – Natural Resources GBP**

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

### **LTIF – Emerging Market Value EUR**

ISIN: LU0553294868  
Telekurs: 11'901'448  
Bloomberg: LTIFEME LX

### **LTIF – Emerging Market Value USD**

ISIN: LU0553295592  
Telekurs: 11'901'450  
Bloomberg: LTIFEMU LX

### **LTIF – Emerging Market Value CHF**

ISIN: LU0553294785  
Telekurs: 11'901'447  
Bloomberg: LTIFEMC LX

### **LTIF – Emerging Market Value GBP**

ISIN: LU0553296053  
Telekurs: 11'901'451  
Bloomberg: LTIFEMG LX

#### **Verwalter:**

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

#### **Investmentmanager:**

SIA Funds AG  
Parkweg 1  
CH-8866 Ziegelbrücke  
Switzerland

#### **Hinterlegungsstelle:**

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

#### **Eingetragener Firmensitz:**

1, Boulevard Royal  
L-2449 Luxembourg  
Luxembourg

## 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 Bankenkommission (EBK) genehmigt. Der Fonds startete den Handel in Schweizer Franken zum 1. Oktober 2006. Dieser Newsletter richtet sich ausschließlich an berechnigte Privatanleger, die den Wunsch zum Erhalt dieses Newsletters geäußert haben. Es handelt sich in keinem Fall um ein Angebot zum Kauf von Finanzprodukten, die unter Umständen nicht für den Leser geeignet sind.

### **LTIF – Stability Growth**

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

### **LTIF – Stability Income Plus**

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

#### **Verwalter:**

Pictet Funds S.A.  
Route des Acacias 60  
CH-1211 Geneva 73  
Switzerland

#### **Investmentmanager:**

SIA Funds AG  
Parkweg 1  
CH-8866 Ziegelbrücke  
Switzerland

#### **Hinterlegungsstelle:**

Pictet & Cie  
Route des Acacias 60  
CH-1211 Geneva 73  
Switzerland