

# Langfristiger Anlagefonds

Newsletter Juli 2005

LTIF

So wie in der Anleitung für Eigentümer beschrieben wird, sollten sich in langfristige Fonds investierende Anleger eher die Ergebnisse unserer Unternehmen ansehen und weniger den Preis ihrer Aktien (und den Liquidationswert des Fonds, der einfach die Summe der Preise der Aktien ist, die wir zu einem bestimmten Datum besitzen), um zu beurteilen, wo wir stehen. Daher sprechen wir hauptsächlich von „innerer Performance“ und weniger von der Performance der Aktien.

Für eine vollständige Beschreibung der Investmentphilosophie für langfristige Anlagefonds und das dazugehörige „Benutzerhandbuch“, in dem unsere Messkonzepte wie beispielsweise „innerer Wert“ und „Fondsgewinn pro Aktie“ beschrieben werden, verweisen wir Sie auf unsere Internetseite unter [www.ltif.com](http://www.ltif.com). Sie finden dort auch unsere letzten Newsletter sowie die detaillierten Ergebnisse des Fonds seit seinem Beginn.

Für alle weiteren Fragen schreiben Sie bitte an [info@ltif.com](mailto:info@ltif.com).

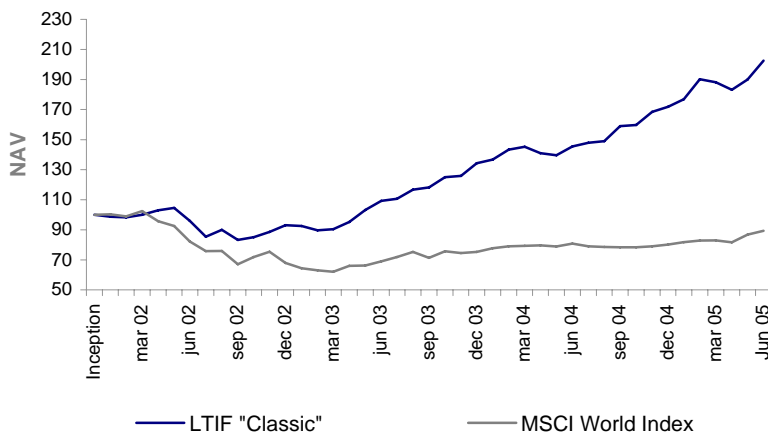
## Ergebnisse unseres Portfolios

Dieses zweite Quartal war in vielen Aspekten eine Fortsetzung des vorangegangenen Quartals: Wir haben nur wenige neue Unternehmen hinzugefügt (6) und noch weniger verkauft (nur 1). Es gab im Hinblick auf unsere Unternehmen keine erwähnenswerten Nachrichten: Ihre Performance verlief mehr oder weniger so, wie wir es erwartet hatten. Aus Sicht der Aktienpreise war die Entwicklung auch ähnlich: Die meisten unserer europäischen Aktien gingen nach oben, genauso wie die Energieaktien, während die Aktien unserer brasilianischen und koreanischen Unternehmen mehrheitlich gefallen sind. Insgesamt stieg der Liquidationswert unseres Portfolios seit Anfang des Jahres um 17,88% und hebt den Nettowert der Fondsaktien so auf 202,57 Euro.

*Der Net Asset Value ist seit dem 1. Januar um 17,88% gestiegen.*

*Das Gesamtfondsvolumen liegt jetzt bei über 100 Millionen Euro.*

**Abbildung 1:**  
Liquidationswert pro Aktie des LTIF, im Vergleich zum MSCI World Index



## Kontaktinformationen für langfristige Anlagefonds

### Verwalter:

TMF Fund Administrators BV  
Westblaak 89  
P.O.Box 25121  
3001 HC Rotterdam  
Niederlande

**LTIF – Class A**  
Telekurs: 1341036  
Bloomberg: LONGTRM VI

### Investment Manager:

Van Daalen International Ltd  
Kings Court, Bay Street  
P.O.Box N-1417  
Nassau, Bahamas

**LTIF – Class B**  
Telekurs: 2048550  
Bloomberg: LONGTRB VI

### Eingetragener Firmensitz:

Mill Mall, P.O.Box 964  
Road Town, Tortola  
British Virgin Islands

**GEVF**  
Telekurs: 2053248

### Hinterlegungsstelle: Berater:

Pictet & Cie  
29, Boulevard Georges  
Favon  
1204 Genf  
Schweiz

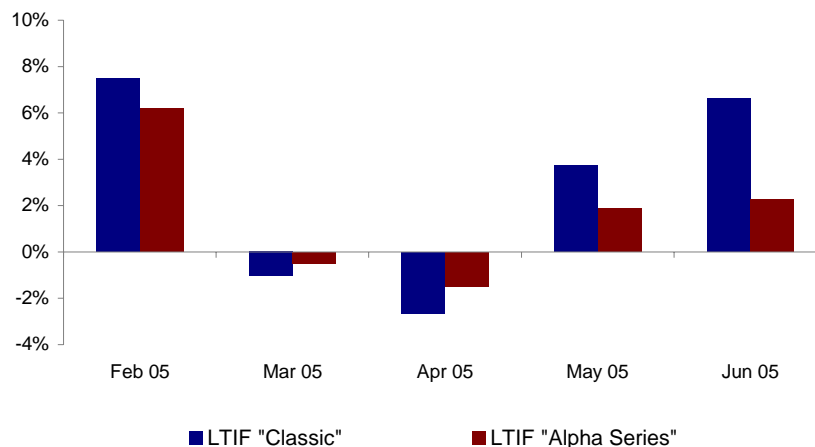
Strategic Investment Advisors SA  
4, rue de l'Ecole de Chimie  
1205 Genf  
Schweiz

*Die Alpha-Series ist seit ihrem Beginn im Februar bei niedriger Volatilität um 8,40% gestiegen.*

Dies ist etwas mehr als das Doppelte der ursprünglichen 100 Euro. Dies bedeutet, dass wir unser Geld in etwa 3 ½ Jahren verdoppelt haben, bei einer jährlichen Wertsteigerung von etwa 20% (der weltweite MSCI Aktienindex in Euro, mit Dividenden, ist während dieser Zeit hauptsächlich flach). Die Gesamtgröße des Fonds, sowohl die A-Serie („Classic“) als auch die B-Serie („Alpha“), beläuft sich auf über 100 Millionen Euro.

Der Net Asset Value der Alpha-Series ist seit ihrem Beginn im Februar um 8,40% gestiegen, und war auf einer monatlichen Grundlage wie erwartet weniger volatil (geringere Anstiege und Rückgänge) als die „Classic“-Series. Die Gesamtergebnisse sind niedriger als beim LTIF „Classic“, weil die Indizes für das Jahr durchschnittlich um 7% gestiegen sind.

**Abbildung 2:**  
Performancevergleich: LTIF „Classic“ - LTIF Alpha-Series



## Unternehmen, die wir verkauft haben

Das einzige Unternehmen, das wir während des Quartals verkauft haben, war Sadia, das brasilianische Unternehmen für Schweine- und Geflügelprodukte. Wir besitzen seinen Hauptkonkurrenten Perdigao und nach weiteren Abwägungen haben wir uns dafür entschieden, dass wir unsere Positionen besser auf dieses letztere Unternehmen konzentrieren sollten.

## Unternehmen, die wir gekauft haben

Wie bereits erwähnt, haben wir sechs Unternehmen gekauft, die meisten davon in Europa. Auch wenn wir einen Bottom-up-Ansatz verfolgen (wir suchen lediglich nach guten, preiswerten Unternehmen, wo auch immer sie sich befinden), haben wir uns darum bemüht, unser Portfolio ein wenig in Richtung europäische Unternehmen auszugleichen, von denen wir letztendlich sehr wenige hatten. Wir haben die folgenden Unternehmen gekauft:

- **Interseroh**, ein deutsches Unternehmen, das auf die Materialwiederaufbereitung spezialisiert ist (ausrangiertes Verpackungsmaterial, alte Geräte, etc.). Die Deutsche (und europäische) Gesetzgebung steigern die Nachfrage nach Wiederaufbereitung und Interseroh hat die Reichweite und die Technologie, um davon zu profitieren.

- **Balda AG** stellt Zubehör und Bauteile für Mobiltelefone her. Obwohl das Unternehmen in Deutschland ansässig ist, hat es die meisten seiner Produktionsanlagen nach Osteuropa und China verlegt.
- **Neste** ist ein finnischer Erdöltransporter, -veredeler und Einzelhändler. Das Unternehmen kann Schweröl abfertigen, das sehr viel billiger als Leichtöl ist und seltener vorkommt, so dass es gute Gewinnmargen hat. Das Unternehmen kann den baltischen Raum beliefern, der sich eines überdurchschnittlichen Wirtschaftswachstums erfreut.
- **Valero** ist ebenfalls ein Erdölveredeler und -einzelhändler (der drittgrößte in den USA), der sich genauer gesagt auf die Veredelung von Schweröl konzentriert und sich daher ausgezeichneter Gewinnmargen erfreut.
- **ING Canada** ist ein Versicherungsunternehmen im Mehrheitsbesitz der niederländischen ING, mit einer sehr starken Marktposition, ausgezeichneter Profitabilität und einem niedrigen Preis.
- **Grupo México** ist einer der weltweit größten Kupferproduzenten und ist im Besitz der größten Kupferreserven. Wie bei vielen Rohstoffen rechnen die Märkte einen sehr starken Rückgang des Kupferpreises ab, was das Unternehmen sehr preiswert macht (sein Dividendenertrag liegt jetzt bei 12%). Wir glauben, dass der Aktienpreis bereits einen starken Rückgang beinhaltet und eine überraschende positive Preisentwicklung (eindeutig möglich, sogar wahrscheinlich) würde außerordentliche Erträge einbringen.

## Portfolio-Nachrichten

Wie angekündigt sind beide Serien nun an der irischen Börse notiert (zur Preisansicht klicken Sie bitte hier: <http://www.ise.ie/app/showFund.asp?fundID=13284>) und unterliegen daher dieser Marktregulierung. Eine praktische Folge ist, dass die Mindestinvestition nun tatsächlich bei 100.000 Euro liegen muss (dies war früher der Fall, aber das Fondsdirektorium konnte darauf verzichten. Jetzt ist es unbedingt notwendig).

*Beide Klassen (A-„Classic“ und B-„Alpha“) werden nun an der Irischen Börse notiert*

*María Vázquez tritt SIA, SA als Office Managerin bei*

Mit María Vázquez haben wir einen Neuzugang in unserem Team Strategic Investment Advisors. María verfügt über sehr gründliche Erfahrung in allen Back-Office-Bereichen und hat über viele Jahre hinweg in Management Positionen bei BSCH und JP Morgan in Genf gearbeitet. Wir freuen uns darüber, dass sie sich dafür entschieden hat, unserem Unternehmen beizutreten und sind uns sicher, dass ihre Gegenwart zur Genauigkeit unserer Tätigkeit beitragen wird und Zeit für die Konzentration auf die Erforschung von guten und unterbewerteten Unternehmen freisetzen wird.

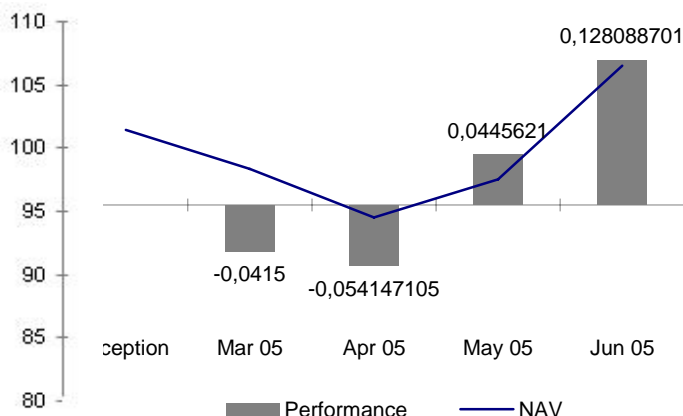
Es gibt zwei kleinere Nachrichten: Unser Büro zieht in die Genfer Adresse 11 Cours de Rive um (wir haben nicht mehr in das alte Büro gepasst). Und Strategic Investment Advisors, Sociedad Anónima ist in Spanien eingetragen worden, um sich um die dortigen Geschäfte zu kümmern. Auch wenn Spanien nicht der erste Markt ist, um den wir uns bemühen, stimmt es auch, dass das Ansehen von Walter Scherk in Spanien es fast unmöglich macht, auf die Entwicklung eines soliden Geschäftes dort zu verzichten. Wir planen den Start der Tätigkeiten im März 2006, hauptsächlich mit denselben Fonds, die wir zurzeit beraten.

## Der Global Energy Value Fund

*Der GEVF ist seit seinem Beginn im März dieses Jahres um 6,83% gestiegen, allerdings bei einer starken Volatilität*

Wie unsere Anleger wissen, haben wir mit dem Global Energy Value Fund (GEVF) am 1. März 2005 begonnen. Seit dem lesen die Anleger dauernd Schlagzeilen, die behaupten, dass der Erdölpreis auf 100 Dollar pro Barrel steigen wird... oder aber kurz davor steht, unter dem Gewicht der ungezügelter Spekulation zu kollabieren. Da die Volatilität der Rendite in beide Richtungen weisen kann (siehe Abbildung 1), glauben wir, dass es besonders wichtig ist, dass Anleger die unserer Überzeugung zugrundeliegende Analyse verstehen, nach der Energie im Allgemeinen und besonders der GEVF zurzeit zu den weltweit besten zur Verfügung stehenden Anlagen gehören, unabhängig von allen kurzfristigen Ölpreisschwankungen oder Veränderungen im Preis der Aktien Erdöl produzierender Unternehmen. Aus der Sicht eines Anlegers haben Erdölunternehmen zwei Hauptreize: Sie sind nicht nur gewaltig unterbewertet sondern die Analyse, die zu der vorausgegangenen Schlussfolgerung führt, ist ziemlich einfach. Wir haben daher klar erkennbare wichtige potenzielle Gewinne, etwas, das anderswo auf den heutigen Märkten einfach nicht vorhanden ist.

**Abbildung 3:**  
Monatlicher Net Asset Value pro Aktie des GEVF



Um das Argument zu verdeutlichen, müssen wir im Grunde zwei Punkte behandeln: Wo der Erdölpreis in Zukunft wahrscheinlich stehen wird; und wie man auf der Grundlage dieser Preisvorhersage ein Erdölunternehmen bewerten kann. Zunächst zum ersten Punkt.

### Der zukünftige Erdölpreis

*Viel des derzeitigen Geredes über die Entwicklung der Erdölpreise ist völlig unbegründet*

Wie bereits weiter oben erwähnt, kann man in der Wirtschaftspresse häufig Aussagen wie diese lesen: „Der derzeitige Erdölpreis beinhaltet einen 'Terroraufschlag' in Höhe von 20 Dollar“, „Auf Grundlagen basierend liegt der 'angemessene' Erdölpreis zwischen 25 und 35 Dollar.“, „Wir erleben eine spekulative Erdölblase“... es ist aber auch von „Super-Spitzen“ die Rede, die den Erdölpreis auf über 100 Dollar pro Barrel anheben. Wie denn nun? Wer hat recht?

Die erste Eigenschaft all dieser Aussagen ist, dass sie alle völlig unbegründet sind. Wir bestimmen Leute einen „Terroraufschlag“? Woher wissen sie, wo der „grundlegende“ Erdölpreis liegen sollte? Mal sehen, ob wir auf der Grundlage von fundierter mikroökonomischer Theorie und realen Zahlen eine solide und rigorose Argumentation aufstellen können, die in die richtige Richtung geht.

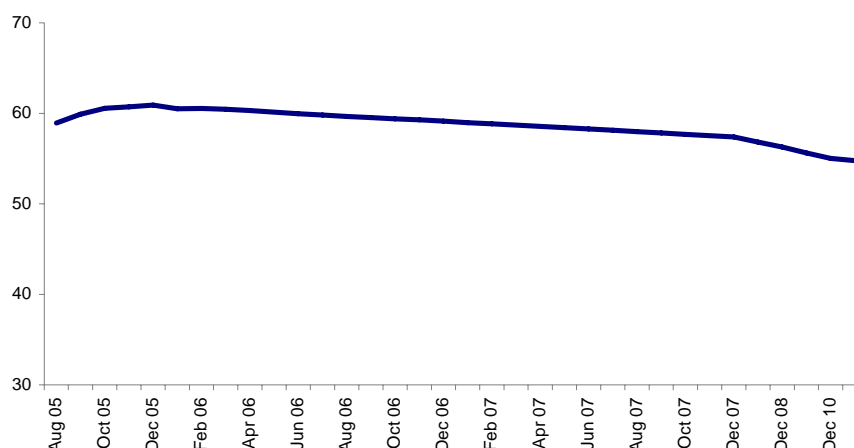
*„Spot“-Preise für Rohstoffe, die nicht gelagert werden können, unterliegen in der Regel keiner Spekulation; Sie ergeben sich aus Angebot und Nachfrage.*

Alle Preise werden auf dem freien Markt von Angebot und Nachfrage bestimmt. Der Marktpreis ist einfach nur der, der die meisten Konsumenten und die meisten Produzenten befriedigt und die Märkte werden sich früher oder später (abhängig von einigen spezifischen Eigenschaften, von denen wir einige später behandeln werden) in diese Richtung bewegen.

Ein Punkt, den wir bereits erwähnen können und auf den wir später zurückkommen werden, ist der, dass die Spotpreise für Rohstoffe, die nicht gelagert werden können, normalerweise keiner Spekulation<sup>1</sup> unterliegen. Um ein Beispiel zu geben: Wenn davon die Rede wäre, dass es in drei Monaten zu einem ernsthaften Mangel an Seife kommen würde, dann würden die meisten von uns darauf reagieren, in dem sie sicherheitshalber mehr als üblich kaufen würden. Das würde natürlich den derzeitigen Preis für Seife anheben, da die Nachfrage größer und das Angebot gleich ist. Wenn das Gerücht eines zukünftigen Mangels jedoch frische Äpfel betreffen würde, dann würde sich am heutigen Preis nicht viel ändern, da die Lagerung sinnlos ist (die Nachfrage würde also nicht in die Höhe schnellen).

Wenn wir sehen, dass Erdöl auf dem Spotmarkt zu jedem Preis gehandelt wird, dann können wir ziemlich sicher sein, dass es sich dabei um den „angemessenen“ Marktpreis handelt (der Preis, der das wirkliche Angebot und die wirkliche Nachfrage gegeneinander aufrechnet), da die weltweite Fähigkeit zur Lagerung von Erdöl im Vergleich zum Gesamtverbrauch sehr gering ist. Es gibt also keine Spekulation, was den Spotpreis angeht. Es kann (es *muss* sogar) Spekulation über die zukünftigen Preise geben, da sie im Wesentlichen eine Wette darauf sind, wie hoch die zukünftigen Spotpreise liegen werden. Interessanterweise sind die heutigen Erdölpreise im Grunde dieselben für eine Lieferung nächste Woche oder für eine Lieferung in drei Jahren.

**Abbildung 4:**  
Erdöl-Terminpreise des Nymex (New York Mercantile Exchange), von Mitte Juli 2005



Wenn der Preis von Angebot und Nachfrage abhängt, müssen wir die Entwicklung dieser beiden Wirkungskräfte verstehen, um die

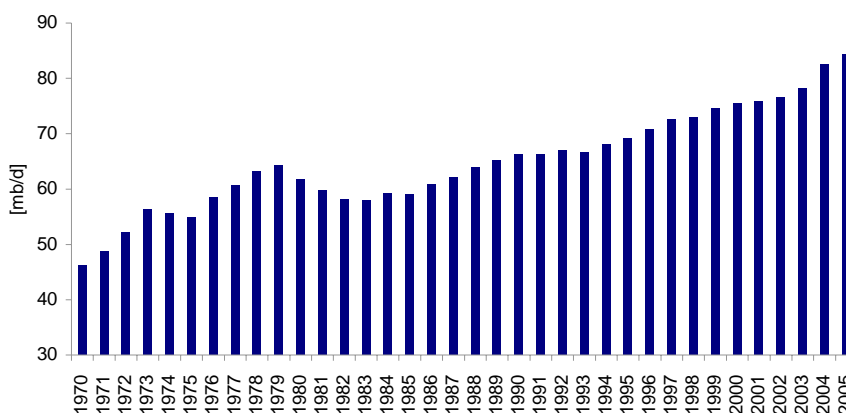
<sup>1</sup> Ein „Spot“-Preis ist der Preis, der in bar für etwas bezahlt wird, das sofort gekauft und geliefert wird. Ein „Termin“-Preis ist der bereits festgelegte Preis, der für eine Lieferung irgendwann in der Zukunft bezahlt wird, das mag im nächsten Monat oder in einem Zeitraum von fünf Jahren sein.

Preisentwicklung mit Zuversicht vorauszusagen. Beginnen wir mit der Nachfrage.

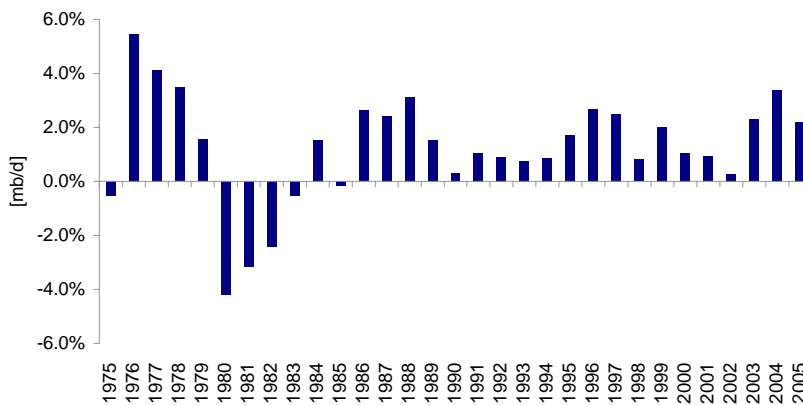
### Die Nachfrage nach Erdöl

Nach Angaben der Internationalen Energieagentur (International Energy Agency) wird der weltweite Erdölverbrauch im Jahr 2005 durchschnittlich 84,3 Millionen Barrel pro Tag (bpd) betragen. Dies ist ein Durchschnittswert, keine konstante tägliche Zahl, und zwar aus zwei Gründen: Die Nachfrage ist saisonbedingt (größer im Sommer und Winter, geringer im Herbst und Frühling der nördlichen Hemisphäre); und sie steigt. Die zukünftige Wachstumsrate ist natürlich unbekannt, aber in der Vergangenheit sah sie so aus:

**Abbildung 5:**  
Abbildung des weltweiten Verbrauchs und der Wachstumsrate



Quelle: International Energy Agency

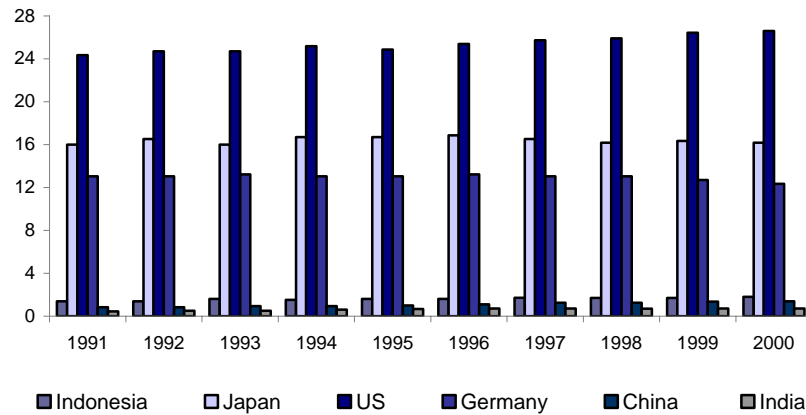


Quelle: International Energy Agency, SIA

Wie man sehen kann, ist der Verbrauch nur im Verlauf eines extremen Konjunkturrückgangs gesunken. Die meiste Zeit steigt er einfach nur, bei unterschiedlichen Wachstumsraten.

Aus der Beschleunigung der Wachstumsrate in den vergangenen Jahren und der Entwicklung Chinas ist viel gemacht worden. Dies ist logisch, da China ein riesiges Land ist, das ein schnelles Wirtschaftswachstum erlebt, bei einem extrem niedrigen Erdölverbrauch pro Kopf (Ähnliches kann nebenbei bemerkt auch im Falle von Indien gesagt werden), wie in Abbildung 6 zu sehen ist.

**Abbildung 6:**  
Erdölverbrauch pro Kopf in verschiedenen Ländern, inklusive China und Indien



Aber wir sollten beachten, dass die größte Menge an absoluter neuer Nachfrage immer noch aus den USA kommt, die mehr als ein Viertel der weltweiten Erdölproduktion verschlucken.

*Eine wachsende Weltwirtschaft ist nur schwer vorstellbar ohne einen starken Anstieg der Nachfrage nach Erdöl*

Wie wird sich die Nachfrage entwickeln? Wir glauben, dass es überzeugende Argumente dafür gibt, dass sie weiter wachsen wird. Der weltweite Erdölverbrauch ist in die Höhe geschneit, von 10 Millionen Barrel pro Tag im Jahr 1950 auf 50 Millionen bpd im Jahr 1970 (dies ist eine durchschnittliche jährliche Wachstumsrate von 8,38%), nur weil die Mittelklasse im Westen (500 Millionen Menschen) ein Auto gekauft hat. Nun, die Autokäufe sind in China im vergangenen Mai im Vergleich zum Vorjahr um 24% gestiegen und in Indien um 20%. Es ist klar, mit Höhen und Tiefen, dass Hunderte Millionen von Menschen versuchen werden, die grundlegenden Annehmlichkeiten (Autoverkehr, Klimaanlage) zu genießen, die wir im Westen als selbstverständlich betrachten. Dies wird eine enorme Nachfragemenge bilden. Auf dem Weg dorthin kann es natürlich zu Konjunkturrückgängen kommen, aber der Gesamttrend ist eindeutig (man sollte jedoch betonen, dass China langsamer wächst als Japan, Korea und Taiwan, als diese Länder auf dem gleichen Entwicklungsstand wie China heute waren. Japan hatte während 40 Jahren keinen Konjunkturrückgang).

Was bedeutet das alles? Dass die Nachfrage nach Erdöl in einer Welt, deren Bevölkerung und deren Wirtschaft wächst und die sich nach Feinheiten sehnt, die nach Energie verlangen (und nebenbei bemerkt auch nach mehr Düngemitteln, denn mehr Menschen bedeutet sicherlich auch mehr Nahrung), nur weiter steigen kann. Ob sie um 1,5% oder 3% steigt, das wissen wir nicht (bedenken Sie, dass es in den 50er und 60er Jahren mehr als 8% war). Wir können aber ziemlich zuversichtlich sein, dass die Nachfrage mittelfristig bedeutend steigen wird.

### Das Angebot an Erdöl

Widmen wir uns nun dem Angebot. Auf der Welt werden etwa 84,3 Millionen bpd an Erdöl produziert: Ungefähr die gleiche Menge, die konsumiert wird. Denken Sie daran, dass es keine großen Lagerungsmöglichkeiten gibt. Dieses Level erzeugt unter Berücksichtigung der derzeitigen Nachfrage den derzeitigen Preis. Aber könnte er niedriger sein, wie viele Analysten andeuten? Um eine

stichhaltige Antwort geben zu können, müssen sie einige Absätze über mikroökonomische Theorie aushalten.

In einem Wettbewerbsmarkt ist der Preis eines Rohstoffes gleich den Grenzkosten des grenzwertigen Anbieters. Einfacher ausgedrückt: Der Preis hängt davon ab, wie viel es den Anbieter mit den höchsten Ausgaben kostet, ein zusätzliches Barrel zu produzieren. Wenn der Preis unter dieses Level fällt, dann produziert der Anbieter nicht, da niemand gerne Geld verliert, und der Preis steigt. Kurzfristig besteht der wichtige Preis aus den „Bargrenzkosten“: Wie viel es kostet, in einem rein variablen Sinne, ein zusätzliches Barrel Erdöl aus einem Bohrloch zu fördern, das bereits in Betrieb ist. Mittelfristig muss der Preis auch die Kosten für die Inbetriebnahme des Bohrlochs abdecken, sonst würde es niemand tun (und da Bohrlöcher schnell altern, würde die Produktion sinken).

Wenn ein Produzent mit niedrigen Kosten (nehmen wir als Beispiel Saudi-Arabien) ausreichende Kapazitäten hat, um die weltweite Nachfrage zu befriedigen, dann ist der Preis niedrig und alle anderen Wettbewerber geben das Geschäft auf. Aber dieser Produzent kann entscheiden, nicht die gesamte Nachfrage zu beliefern und einige seiner Reserven für die Zukunft zurückzuhalten. Dann wird der Preis vom nächstteuersten Produzenten bestimmt. Dieser kann natürlich das Gleiche tun und der Preis würde weiter steigen, bis er hoch genug ist, dass jemand denken würde, dass man bei den derzeitigen Preisen besser mehr produzieren sollte (besser den Spatz in der Hand als die Taube auf dem Dach...), und letztlich findet der Preis ein (mehr oder weniger stabiles) Gleichgewicht.

In diesem Sinne kann der Preis höher sein, als die reine Theorie vorhersagen würde, weil einige Produzenten mit niedrigen Kosten die Produktion einschränken können und so die Produzenten mit hohen Kosten den Preis festlegen lassen. Genau das hat die Organisation Erdöl exportierender Länder (OPEC) in den letzten 30 Jahren versucht mit mehr oder weniger Erfolg zu tun.

Die Folgen sind sehr wichtig: Wenn die OPEC (hauptsächlich Saudi-Arabien) zusätzliche Kapazitäten zu niedrigen Kosten hat, kann der Erdölpreis durch ihre steigende Produktion leicht herabgedrückt werden. Aber wenn dies nicht der Fall ist, dann ist die OPEC völlig bedeutungslos: Jeder produziert so viel, wie er kann und der Preis wird von den Grenzkosten des unrentabelsten Produzenten bestimmt. Es gibt guten Grund anzunehmen, dass dies der heutigen Situation entspricht: Nach Jahren der Einbehaltung von Reservekapazitäten hat der Anstieg der Nachfrage sie am Ende aufgesaugt und Saudi-Arabien kann nicht einfach mehr Erdöl produzieren. Die meisten Menschen wissen nicht, dass Saudi Arabien wohl zurzeit weniger Erdöl produziert als im vergangenen Jahr (wir werden später auf diesen Punkt zurückkommen).

Unter diesen Umständen, wenn die Nachfrage die gesamte zur Verfügung stehende kurzfristige Produktion aufsaugt, beginnt eine Versteigerung, bei der die Käufer den Erdölpreis in die Höhe treiben, bis einige potenzielle Käufer vom Kauf absehen. Es gibt heute genügend Interesse am Kauf von 84 mb/d zum Preis von mehr als 55 Dollar, und das ist es, was den Preis bestimmt.

Es gibt zwei Gründe dafür, dass die Welt keine Reserveproduktionskapazitäten mehr hat: Der Anstieg der Nachfrage, der bereits behandelt wurde, und die „Erschöpfung“, ein sehr viel wichtigerer aber nur wenig behandelter Faktor.

*Die Welt hat keine Reservekapazitäten mehr, weil die Nachfrage gestiegen ist und nicht genug investiert wurde, eben weil die Preise in der Vergangenheit zu niedrig waren. Die Produktion kann erst in vielen Jahren aufgestockt werden.*



Alle Erdölfelder sind offensichtlich begrenzt. Je nach Größe der Vorkommen, der Schnelligkeit, mit der Erdöl gefördert wird und der besonderen geologischen Eigenschaften beginnen alle Erdölfelder ab einem bestimmten Punkt, weniger Erdöl zu produzieren als in der Vergangenheit. In den meisten Fällen ist es ein langsamer Rückgang, ein paar Prozentpunkte pro Jahr. In anderen Fällen ist es ein schneller Rückgang: bis zu 10% weniger Produktion pro Jahr (das ist die derzeitige Erschöpfungsrate der Nordseevorkommen). In diesem Fall wird das Erdölfeld in wenigen Jahren verlassen werden. Zu diesem Phänomen kommt es jeden Tag, seit dem ersten Tag, an dem Erdöl gefördert wurde, aber es wurde durch neue Funde und gesteigerte Produktion der in Ausbeutung befindlichen Erdölfelder kompensiert.

*Ein Schlüsselfaktor für das Angebot ist „Erschöpfung“, die jährlich zurückgehende Produktionsmenge der Erdölfelder.*

*Es handelt sich um ein sehr ernstes, oft übersehenes Problem.*

Nach Angaben der Internationalen Energieagentur (International Energy Agency) liegt die weltweite jährliche Erschöpfungsrate jetzt bei etwa 5%. Dies bedeutet, dass die jährliche Produktion eigentlich um 5% steigen muss, damit die Kurve flach bleibt (dies ist bei der derzeitigen Rate mehr als 4 Millionen bpd, oder fast die Höchstproduktion im Irak). Es ist bemerkenswert, dass in den vergangenen zwei Jahren viele Erdöl produzierende Länder so wie Norwegen, Großbritannien, Australien und vielleicht Russland ihre Spitze überschritten haben (sie produzieren jetzt jedes Jahr weniger Erdöl); und dass mehrere Exporteure zu Importeuren geworden sind (so wie Indonesien oder Australien oder selbst Großbritannien).

Natürlich versucht man weltweit, die Produktion zu steigern: Die meisten Erdölunternehmen haben Pläne, einige Erdölfelder zu erweitern, die bereits in Betrieb sind oder neue in Betrieb zu nehmen. Aber Erdölarbeiten nehmen viel Zeit in Anspruch, im Allgemeinen bis zu fünf Jahre, außer die einfachsten Debottlenecking-Vorgänge. Dies bedeutet, dass wir zurzeit wissen, wie viel Erdöl in den kommenden fünf Jahren produziert wird: Die heutige Produktion, zuzüglich aller neuen Operationen, die vorbereitet werden und abzüglich der Erschöpfung. Wenn neue, große Funde gemacht werden (etwas, das in mehr als 30 Jahren nicht passiert ist, aber passieren könnte), werden sie die Angebots-/Nachfragesituation für mindestens fünf Jahre nicht beeinträchtigen, da dies der Mindestzeitraum ist, der benötigt würde, um dieses Erdöl auf den Markt zu bringen (eigentlich würde es noch länger dauern, da Funde nur an solchen Orten gemacht werden, an denen das Arbeiten schwierig ist, die letzten Orte, die erforscht werden).

Tabelle 1 zeigt die höchstmögliche Angebotsmenge in den kommenden fünf Jahren. Wir beginnen mit der heutigen Kapazität, fügen die neuen vorgesehenen Geschäftstätigkeiten hinzu und ziehen die Erschöpfung ab. Wir haben bei dieser Tabelle absichtlich „geschummelt“: Die voraussichtlichen Zugänge sind niedriger und die Erschöpfung wird höchstwahrscheinlich viel höher sein. Wenn wir bei der Einschätzung der zukünftigen Nachfrage sehr konservativ waren dann sind wir beim Angebot von sehr optimistischen Annahmen ausgegangen.

**Tabelle 1:**  
**Höchstmögliches Angebot in den kommenden fünf Jahren.**

[Mn Barrel / Tag]	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Vorjahresproduktion	82,5	85,0	85,5	85,9	86,3	86,7
Reservekapazität	1,5	1,0	0,5	0,0	0,0	0,0
Zugänge	3,5	2,0	2,5	3,0	3,0	3,0
Erschöpfung	2,5	2,6	2,6	2,6	2,6	2,6
Gesamtkapazität	85,0	85,5	85,9	86,3	86,7	87,1

Quelle: Internationale Energieagentur, CIBC, SIA

Jetzt müssen wir das Angebot mit der möglichen Nachfrage vergleichen. Das Angebot kann natürlich nicht höher als die Nachfrage sein: Wir können nicht verbrauchen, was wir nicht produzieren (denken Sie daran, dass es keine bedeutenden Lagervorräte gibt). Wenn also die Nachfrage eine „natürliche“ Tendenz zum Anstieg hat, der höher als das Angebot ist (die gesamte wirtschaftliche Entwicklung, die wir behandelt haben), dann muss der Preis steigen, um diese Nachfrage „einzuschränken“. Wie viel höher muss er steigen?

Dies ist der letzte Teil der ökonomischen Theorie, den wir benötigen, um unsere Argumentation zu Ende zu bringen: Nachfrageelastizität. In den meisten Fällen sinkt die Nachfrage nach einem Rohstoff, wenn sein Preis steigt (und umgekehrt). Aber die Anteile variieren. Die Nachfrage nach lebensrettenden Medikamenten ist ziemlich starr: Sie variiert nicht je nach Preis, zumindest nicht sehr stark. Die Leute werden das Medikament buchstäblich zu jedem Preis kaufen, unter der Voraussetzung, dass sie es sich überhaupt leisten können. Umgekehrt werden nicht viel mehr Leute das Medikament kaufen, wenn der Preis sinkt, sie es aber nicht brauchen. Auf der anderen Seite ist die Nachfrage nach Äpfeln elastisch: Wenn der Preis steigt, kaufen die Leute Birnen oder irgendein anderes Obst.

Wenn die Nachfrage elastisch ist, verändert eine kleine Preisänderung das Verhalten der Leute schnell. Wenn sie starr ist, fordern die Leute weiterhin dieselbe Menge, unabhängig vom Preis. Dies bedeutet, dass der Preis sich stark verändern muss, um die Nachfrage einzuschränken (oder zu steigern). Bei Erdöl ist dies der Fall.

*Die Nachfrage nach Erdöl ist kurzfristig starr was die Preise angeht: Die Menschen brauchen Energie, selbst wenn ihr Preis steigt.*

Nach Angaben des US-amerikanischen Energieministeriums (US Department of Energy) hat Erdöl eine Gesamtelastizität von 0,2. Dies bedeutet, dass ein Preisanstieg um 10% einen Nachfragerückgang um 2% zur Folge hat. Dies variiert natürlich je nach Produkt (Heizöl zur Energiegewinnung ist elastischer, da Elektrizität mit Hilfe von Erdgas erzeugt werden kann. Für Benzin gibt es dagegen keinen kurzfristigen Ersatz). Dies ist natürlich eine kurz- bis mittelfristige Elastizität: Wenn die Preise über lange Zeit sehr hoch oder sehr niedrig sind, dann werden die Leute ihre Autos wechseln und ihre Häuser und Wohnungen anders beheizen, aber diese Veränderungen benötigen viel Zeit, um einen Einfluss auf die Gesamtnachfrage zu haben.

Uns stehen nun alle Elemente zur Verfügung, die wir benötigen, um den Stand des Erdölpreises in den kommenden Jahren einschätzen zu können: Tabelle 2 zeigt die Berechnungen. Wir nehmen die höchstmögliche Angebotsmenge, schätzen mehrere Nachfragelevel, sehen, ob es zu einem „Übermaß an Nachfrage“ kommt und berechnen dann unter Verwendung der geschätzten Elastizität, wie hoch der Preis sein muss, damit die Nachfrage zum vorhandenen Angebot „passt“. Für unsere Berechnungen beginnen wir mit einem Markträumungspreis von 55 Dollar (eigentlich liegt er bei 60 Dollar, während wir diesen Text schreiben).

**Tabelle 2:**  
**Prognose für die Erdölpreise unter Berücksichtigung von Angebot und Nachfrage**

	2005	2006	2007	2008	2009	2010
<b>Jährlicher Nachfrageanstieg</b>						
1,5%	84,5	85,8	87,1	88,4	89,7	91,0
2,0%	84,5	86,2	87,9	89,7	91,5	93,3
2,5%	84,5	86,6	88,8	91,0	93,3	95,6

**Nachfrageüberschuss(im Vergleich zur Gesamtkapazität in Tabelle 1)**

1,5%	-0,5	0,3	1,1	2,0	2,9	3,9
2,0%	-0,5	0,7	2,0	3,3	4,7	6,2
2,5%	-0,5	1,1	2,9	4,7	6,5	8,5

**Benötigter Preis, um Angebot und Nachfrage auszugleichen, bei einem Spielraum von 0,2**

1,5%	55,00	55,94	58,61	61,31	64,02	66,75
2,0%	55,00	57,28	61,27	65,24	69,20	73,14
2,5%	55,00	58,61	63,88	69,10	74,25	79,34

Es ist offensichtlich, dass es sich bei diesen Ergebnissen um Schätzungen handelt. Niemand weiß, wie hoch der Preis sein wird und er wird sicherlich schwanken, da alle wichtigen Zahlen (Produktionszugaben, Erschöpfung, Anstieg der Nachfrage und Nachfrageelastizität) lediglich Annäherungswerte sind. Zu diesen geschätzten Preisen wird es vielleicht ein oder zwei Jahre früher oder später kommen.

Diese Tabelle ist daher keine Prognose für die jährlichen Erdölpreise, sondern eine Einschätzung dessen, wohin der Ausgleich von Angebot und Nachfrage die Preise führen kann. Es wird wahrscheinlich zu extremen Umschwüngen kommen, da bei fehlenden Reservekapazitäten kurzfristig Panik auftreten kann, wenn etwas mit dem Angebot passiert. Aber so viel ist klar: Damit der Erdölpreis für einen längeren Zeitraum bedeutend unter seinen derzeitigen Stand fällt, muss eines von zwei Ereignissen eintreten: Man findet eine große Menge Erdöl, die sofort zu geringen Kosten gefördert werden kann; oder die Nachfrage bricht dauerhaft ein, vielleicht aufgrund einer sehr lang andauernden, tief gehenden, weltweiten Rezession oder weil eine neue Technologie uns den sofortigen Ersatz von Erdöl durch einen anderen Brennstoff ermöglicht. Kurz: Es ist sehr schwierig, sich vorzustellen, dass der Preis von seinem derzeitigen Level sinken könnte (auf der anderen Seite ist es einfach, sich vorzustellen, dass er sogar steigen könnte: Die Produktionskapazität könnte durch einen Störfall eingeschränkt werden oder die Erschöpfung könnte schneller als erwartet eintreten. Es gibt gute Gründe, beide Möglichkeiten nicht unberücksichtigt zu lassen).

Ein letzter Punkt: Was ist mit der Angebotselastizität? Wenn der Erdölpreis steigt, dann steigt auch der Anreiz, es zu produzieren. Genau das passiert gerade: Der GEVF ist ein großer Anleger in kanadischen Ölsand, eine Art der Erdölproduktion, die sich nur bei einem Erdölpreis von mehr als 25 Dollar rechtfertigen lässt. Wenn klar wird, dass die Preise über diesem Level bleiben, werden die Unternehmen damit beginnen, die vielen Milliarden Dollar einzusetzen, die für die Förderung dieses Erdöls notwendig sind. Zusätzlich zu mehr Angebot werden hohe Preise letzten Endes Ersatzstoffe hervorbringen, wie beispielsweise Flüssigkohle, Windenergie oder jegliche Art von neuer Technologie, die unter Umständen erfunden wird (achten Sie auf das große Comeback der Atomenergie). Es ist nicht so, dass die Welt kein Erdöl mehr hat. Es gibt nur kein billiges Erdöl mehr. Es wird geschätzt, dass Kanada in seinem Ölsand genauso viel Erdöl bereithält, wie in der gesamten restlichen Welt... bis auf den Ölsand in Venezuela, wo es genauso viel Erdöl gibt wie in Kanada. Aber es ist schwierig, diese Art von Erdöl zu fördern und es wird lange dauern, bis dies die weltweite Angebotsmenge verändert. Es ist nicht so, dass es auf der Welt keine Energie mehr geben wird, aber wir werden einige Jahre mit großen Spannungen erleben, weil die Einbringung von neuer Produktion und Ersatzstoffen lange Zeit dauert und vor zwei Jahren alle dachten (einige denken das immer noch), dass die Erdölpreise auf

*Auch wenn wir die jährlichen Erdölpreise nicht voraussagen können (und um so weniger die Quartalspreise), können wir davon ausgehen, dass sie für lange Zeit auf dem derzeitigen Niveau bleiben werden, mit dem Risiko eines Preisanstiegs, selbst wenn von Zeit zu Zeit einige kurzfristige Preisrückgänge möglich sind.*

den Stand von 25 Dollar zurückkehren und jedes neue Projekt dann den Ruin bringen würde. Die Welt ist ziemlich unvorbereitet für eine Situation, in der die Erdölproduktion weniger als die Nachfrage steigt.

Wenn wir also akzeptieren, dass der Erdölpreis in absehbarer Zukunft mehr oder weniger dort stehen wird, wo er heute steht, können wir damit beginnen, Erdölunternehmen zu bewerten.

### Die Bewertung eines Erdölunternehmens

Ein Erdölunternehmen hat zwei erdölbezogene Aktivitäten, und manchmal zusätzlich eine dritte weniger erdölbezogene Aktivität. Die ersten beiden sind die Förderung seiner Reserven und die Fähigkeit, mehr Erdöl zu finden. Die dritte ist der Transport, die Veredelung und der Einzelhandelsvertrieb bei so genannten „integrierten“ Unternehmen. Die Profitabilität dieser letzten Aktivitäten wird nicht wirklich vom Erdölpreis beeinflusst, da dies lediglich ein „Rohstoff“ für sie ist.

Die Reserven zu bewerten ist nicht allzu schwierig: Unternehmen müssen ausweisen, wie viel Erdöl sie haben und es genügt, diese Zahl mit dem zu erwartenden Erdölpreis zu multiplizieren, abzüglich der Kosten für die Förderung („Hebung“) und mit der Zeit wird es zu einer Erschöpfung der Reserven kommen. In Wirklichkeit ist die Einschätzung der Reserven natürlich eher eine Kunst als eine Wissenschaft, wir können jedoch trotzdem vernünftige Schätzungen anstellen.

Die Bewertung der Erforschungsaktivitäten ist komplizierter, da wir nicht wissen, wie viel Erdöl das Unternehmen in Zukunft finden wird. In Wahrheit sinkt die Menge an Erdöl, die die meisten Unternehmen in den vergangenen Jahren gefunden hat, in einigen Fällen sogar stark (einige der „Großen“ finden jetzt jedes Jahr weniger als die Hälfte der Menge an Erdöl, die sie produzieren). Der Wert einer Erforschungseinheit, die kein Erdöl findet, ist offensichtlich negativ, da es eine Menge Geld kostet, es weiter zu versuchen. Aus diesen Gründen geben wir den Erforschungsaktivitäten einen sehr konservativen Wert und bevorzugen Unternehmen mit einem hohen Anteil an nachweisbaren Reserven.

Diesem Ansatz folgend haben wir uns viele Erdölunternehmen angesehen und für jedes einen „aktuellen Net Asset Value“ für verschiedene Erdölpreisstände geschätzt. Dieser Wert ist der Wert ihrer Reserven (unter Berücksichtigung der Art des Erdöls, über das sie verfügen, der Hebungskosten, des Förderrhythmus, etc.) plus ein geringer Wert für ihre Erforschungsaktivitäten und abzüglich ihrer Finanzschulden. Dann vergleichen wir dies mit dem Marktwert des Unternehmens und bestimmen, ob das Unternehmen überbewertet oder unterbewertet ist oder zu einem „angemessenen Preis“ gehandelt wird.

Nach unseren Berechnungen würden die meisten Unternehmen zu einem „angemessenen Preis“ gehandelt, wenn der Erdölpreis nie über (oder unter) 35 Dollar stehen würde. Ein „angemessener Wert“ bedeutet, dass eine Investition in das Unternehmen eine jährliche Rendite von 10% während der gesamten Laufzeit erbringen würde. Wenn wir bei unseren Berechnungen von einem konstanten Preis von 55 Dollar ausgehen, wären viele der von uns ausgewählten Unternehmen eigentlich mindestens das doppelte ihres derzeitigen Preises wert. Und dies ohne die Inflation oder andere zukünftige Entwicklungen zu berücksichtigen. Und einige dieser Unternehmen

*Unsere eigene, auf  
Erforschung basierende  
Bewertungsmethode  
betont die Reserven  
stärker als den  
derzeitigen Cashflow*

verfügen über Reserven für die nächsten 40 Jahre. All die oben erwähnten Argumente bringen uns auf den Gedanken, dass es extrem unwahrscheinlich ist, dass der Erdölpreis in den kommenden 40 Jahren nicht auf über 55 Dollar steigt (er steht bereits bei 60 Dollar) und deshalb beinhalten diese Unternehmen einen enormen Wert.

Wir glauben, dass der GEVF eine gute Möglichkeit zur Ausnutzung dieses Wertes ist, weil wir uns auf die Dauer der Reserven und die zukünftige Produktion konzentrieren und weniger auf die Gewinne oder den Cashflow des laufenden Jahres. Wir investieren in Unternehmen, die erst jetzt vom Markt anerkannt werden, die am stärksten unterbewertet sind. Wir glauben, dass es sich um eine Anlage mit enormem „Sicherheitsspielraum“ handelt (selbst bei einem Erdölpreis von 40 Dollar wären es profitable Unternehmen) und mit einer starken positiven Preisentwicklung (sie können ihren Aktienpreis in den nächsten Jahren leicht verdoppeln). Außerdem bieten sie eine „Absicherung“ für jedes Portfolio: Wenn die Erdölpreise stark ansteigen, werden andere Sektoren darunter leiden.

Wir beobachten weiterhin unser Portfolio, verfeinern unsere Analyse und passen unsere Positionen entsprechend an. Einige unserer Unternehmen sind in diesem Jahr am Markt stark angestiegen (in einigen Fällen um mehr als 50%), aber es gibt sogar noch mehr Wert als vorher, da dieser Anstieg den Anstieg des Erdölpreises nicht vollständig wiedergibt. Wir glauben, dass er mehr oder weniger aufrechtzuerhalten ist, wie bereits erwähnt.

Aber es wird eine volatile Anlage sein: Da es ein Fonds ist, der sich nur auf einen Sektor konzentriert, kann es keine „Glättung der Ergebnisse durch Diversifikation“ geben, so wie bei allgemeinen Fonds wie dem LTIF. Es würde uns daher nicht überraschen, wenn der Net Asset Value des Fonds einen oder mehr Monate um mehrere Prozentpunkte sinken würde (so wie beispielsweise im März-April dieses Jahres). Aber Anleger sollten wissen, dass der GEVF sich als eine der besten Anlagen herausstellen könnte, die sie jemals hatten, solange die langfristigen Preise für Termingeschäfte (Erdöl, das in fünf Jahren geliefert wird) weit über 40 Dollar liegen (sie liegen derzeit bei mehr als 55 Dollar).

*Der GEVF sollte sich als hochprofitable aber volatile langfristige Anlage erweisen.*

## Rechtliche Hinweise

Der Langfristige Anlagefonds (Serie A und B) darf in Irland an berechnigte Anleger verbreitet werden (und wird offiziell an der Dubliner Börse notiert), wurde aber nicht für die Verbreitung in der Schweiz, in der Europäischen Union oder in den USA angemeldet. Der Global Energy Value Fund wurde an keinem Gerichtsstand außer dem der British Virgin Islands angemeldet. Dieser Newsletter richtet sich nur an berechnigte Privatanleger, die den Wunsch geäußert haben, ihn zu erhalten und stellt unter keinen Umständen ein Angebot zum Verkauf von Finanzprodukten dar, die für diese Anleger nicht geeignet sein könnten.