

Anlagebericht - 31. März 2008

Überblick

Deleveraging¹ – Die Finanzindustrie kann sich vor dem schmerzlichen Prozess, das Fremdkapital auf verträgliche Niveaus zu reduzieren, nicht mehr drücken. Blinde Gier von Investment Bankern, Hedge Fund Managern und anderen, welche pro investierten Dollar lediglich USD 0,03 eigene Mittel beisteuerten und den Rest über Fremdkapital finanzierten, waren für das System schlussendlich nicht mehr tragbar. Alle haben mitgemacht, institutionelle wie private Investoren, und das Spiel bis zum letzten Penny ausgereizt. Wenn dann noch fünf Minuten vor Spielende potentiell insolvente Ersatzspieler eingewechselt werden, hätte man eigentlich realisieren müssen, dass sich die Party dem Ende zuneigt. – Aber hinterher ist man immer viel gescheiter. Trotzdem, von einer Kreditklemme² kann nur bedingt die Rede sein. Dies kann man sehr gut an den Renditen 10-jähriger Unternehmensanleihen AAA und BBB ablesen. Die Zinskosten für Top-Schuldner haben sich in den letzten 12 Monaten kaum verändert. Die Kosten für Anleihen von Schuldern minderer Qualität (BBB) hingegen sind je nach Währung um über 1,4 Prozentpunkte angestiegen.

Der, wie es die Amerikaner so schön sagen, „Deleveraging-Process“, wird uns noch einige Zeit begleiten und uns hohe Volatilitäten an den Finanzmärkten bescheren. Doch daran werden wir uns gewöhnen, wie schon Ende der 90iger Jahre, nach der Asienkrise.

Auf zwei Komponenten ist in Finanzkrisen jedenfalls immer Verlass: Auf die amerikanische Notenbank und den übertriebenen Pessimismus der Anleger. Wenn auch etwas verspätet, reagierte die FED im abgelaufenen Quartal mit drastischen Zinsschritten und mit massiv stützenden sowie vertrauensbildenden Massnahmen. – Oberstes Ziel der amerikanischen Notenbank ist es, das Finanzsystem nicht zusammenbrechen zu lassen. Denkbar ist, dass die Europäische Zentralbank diese Gefahr schlussendlich doch noch erkannt hat, zumindest mehrten sich die Anzeichen dafür.

Der Finanzmarkt ist zur Zeit tief depressiv, dies zeigt sich unter anderem an der massiven Ansammlung von Liquidität in Geldmarktfonds in den Vereinigten Staaten. Noch nie sass man in diesen Fonds auf soviel Liquidität wie heute. Mehr als das chinesische Bruttoinlandprodukt, nämlich USD 3'510 Milliarden, sollen es sein und dies, obwohl gegenwärtig nahezu keine Rendite erzielt werden kann! Fondsverwalter wie

Fidelity³ gehen sogar soweit, dass sie für die Verwaltung solcher Gelder teilweise auf die Managementgebühr verzichten. – Interessant, der Geldverwalter wird für seine Arbeit nicht entschädigt, währenddessen die Inflation am Wert des Kundenvermögens nagt. Es liegt wohl auf der Hand, dass diese Gelder über kurz oder lang in andere Teile des Finanzmarktes strömen werden. In Verbindung mit den Aktionen der Notenbank ist damit die nächste Blase vorprogrammiert! Obligationen, Rohstoffe, Private Equity oder Hedge Funds werden von diesen Geldflüssen, wenn überhaupt, dann nur beschränkt profitieren können, da diese mittelfristig entweder mit höheren Zinsen oder dem „Deleveraging-Process“ konfrontiert sind. In Zeiten wie diesen zeigt es sich immer wieder, dass die Anleger-Herde Qualität sucht. Wir gehen deshalb davon aus, dass unterbewertete Aktien grosskapitalisierter Unternehmen vermehrt in der Gunst der Anleger sein werden und bezweifeln zudem, dass es zu einer Abkoppelung vom Rest der Welt weg von Amerika kommen wird.



Rückblick

Aktien

Eine Kette ist immer nur so stark wie ihr schwächstes Glied! Das schwächste Glied in diesem Fall war die Insolvenz von qualitätsschwachen Schuldern, welche das Finanzsystem ins Wanken und indirekt Bear, Stearns & Co. Inc.⁴ zu Fall brachten. Die amerikanische Notenbank hatte an jenem Wochenende gar keine andere Wahl als sofort eine Lösung zu finden, schliesslich war die Bank eine der grössten Gegenparteien von Derivatkontrakten mit insgesamt USD 10'000 Mrd.! Das Risiko eines nuklearen Winters nach dem Untergang von Bear, Stearns & Co. Inc. wäre einfach zu gross gewesen. Dass der grösste Kreditderivathändler und damit vermutlich auch die grösste Gegenpartei von Bear, Stearns & Co. Inc., JP Morgan Chase & Co, von der

¹ Reduktion des Fremdkapitalanteils

² Credit Crunch

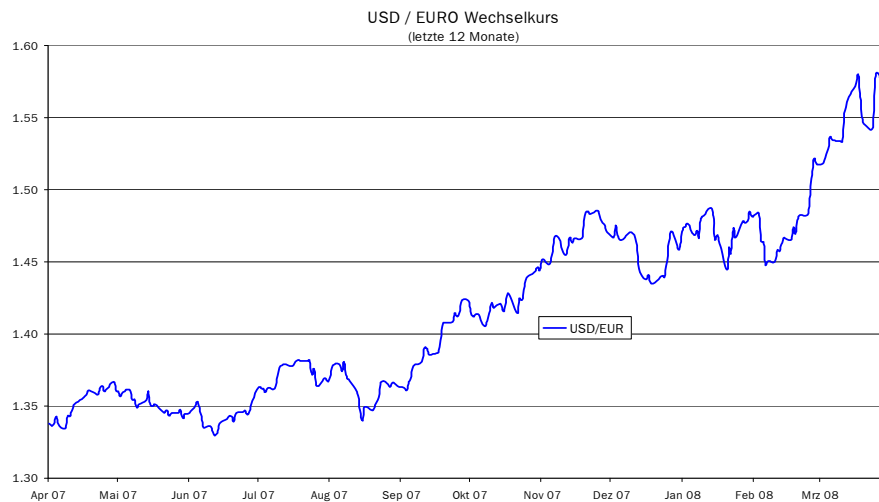
³ Grösste Fondsgesellschaft der Welt

⁴ Amerikas fünftgrösste Investmentbank

Anlagebericht - 31. März 2008

FED als Retter in der Not erkoren und mit einer Garantie von knapp USD 30 Mrd. ausgestattet wurde, dürfte mehr als nur ein Zufall sein. Nur so nebenbei: JP Morgan Chase & Co. hatte zu jenem Zeitpunkt offene Positionen in Grössenordnung von 55% aller Credit Default Swaps. Fragen bezüglich der Übernahme über das Wiso und Warum dürften sich damit erübrigen. – Man fürchtete sich vor einem Systemcrash.

Weitere Opfer im „Deleveraging-Process“ waren Peloton Partners, Focus Capital Investors und andere. Das bis anhin prominenteste wie grösste Opfer in der Hedge Funds Szene dürfte das Hedge Fund Produkt der Carlyle Group gewesen sein, welches pro eingesetzten USD nur gerade 3 Cents eigene Mittel in die Waagschale warf und die anderen 97 Cents fremdfinanzierte. Alle drei genannten Beispiele erlitten Schiffbruch wegen zu hoher Fremdfinanzierung und den darauffolgenden Nachschussforderungen⁵.



Auch die UBS wurde von der Krise nicht verschont. Insgesamt musste der weltgrösste Vermögensverwalter bis heute Wertberichtigungen in Höhe von USD 37 Mrd. vornehmen. Seit Ausbruch der Krise drittelte sich die Marktkapitalisierung der UBS von ca. CHF 150 Mrd. auf etwas über CHF 50 Mrd. Eine zweite Kapitalerhöhung von CHF

⁵ Margin Calls

15 Mrd. soll's richten, so dass die Bank die angezielte Kernkapitalquote von über 10% wieder erreicht. Die restlichen Aktienmärkte blieben ebenfalls nicht verschont:

		31.3.2008	31.12.2007	Preisrendite ⁶
USA	S & P 500	1'322,7	1'468,4	-9,9%
Europa	DJ STOXX 600	306,0	364,6	-16,1%
Deutschland	DAX	6'535,0	8'067,3	-19,0%
Schweiz	SPI	5'961,5	6'925,4	-13,9%
Japan	Nikkei 225	12'525,5	15'307,8	-18,2%
Asien ex Japan	DJ Pacific Index	351,5	394,3	-10,8%

Die von uns eingesetzten Produkte präsentieren sich demgegenüber wie folgt⁷:

Neuberger Berman US Equity Value (USD)	-5,4%
HNW Performa US Equities (USD)	-12,6%
HNW Performa European Equities (EUR)	-10,8%
SIM European Stock Portfolio (EUR)	-12,5%
HNW Performa Asian Equities (USD)	-18,7%

Einmal mehr wurden die HNW Performa Produkte von Reuters/Lipper als beste Produkte über die letzten drei Jahre in ihrem Segment⁸ ausgezeichnet und dürfen deshalb die auf der ersten Seite abgebildeten Lipper Auszeichnung tragen.

Verglichen zu den traditionellen Märkten, haben sich die von uns eingesetzten Hedge Fund Produkte relativ gut gehalten:

	USD ⁹	EUR	CHF
<u>Thalmann & Verling</u> Fund of HF Global	-2,0%	-2,3%	-3,0%
<u>Bank Reichmuth & Co.</u> Matterhorn Fund	1,3%	1,2%	0,9%
Matterhorn Zertifikat (DB)		1,3%	
Matterhorn Zertifikat (H&A)		-0,9%	

⁶ Preisrendite, alle in lokaler Währung seit Anfang Jahr

⁷ Performance in Fondswährung seit Anfang Jahr

⁸ Best Small Equity Group in der Schweiz, Deutschland und ganz Europa

⁹ Performance seit Anfang Jahr bis Ende Februar 2008

Anlagebericht - 31. März 2008

Obligationen, Zinsen und Währungen

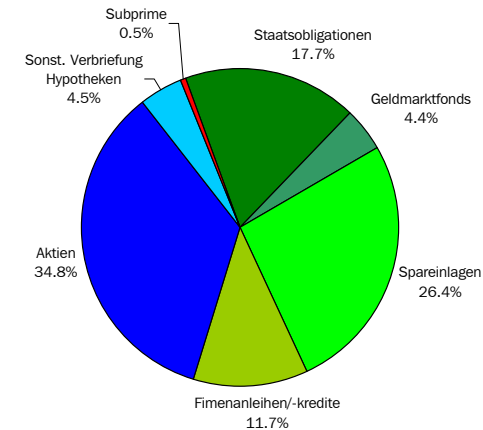
Gemäss einer Studie der Credit Suisse soll ein Viertel der Subprime Schuldner mit Zahlungen im Verzug sein, bei Alt-A Schuldnern sollen es 10% sein¹⁰. Trotzdem, gemessen am gesamten Finanzmarkt handelt es sich dabei um einen sehr kleinen Teil des Marktes. Innerhalb des amerikanischen Hypothekarmarktes machen Subprime Verschreibungen ca. 14% und Alt-A ca. 11% aus.

Dass nicht für alle eine Kreditklemme stattfindet, ist aus untenstehender Tabelle relativ gut ersichtlich:

	März 2008	März 2007	Diff. AAA – BBB	
			März 2008	März 2007
AAA Euro	4,65%	4,35%		
BBB Euro	6,09%	4,95%	1,44%	0,60%
AAA GBP	5,48%	5,43%		
BBB GBP	6,75%	6,08%	1,27%	0,65%
AAA USD	5,14%	5,39%		
BBB USD	6,34%	5,88%	1,20%	0,49%

Die amerikanische Notenbank wollte dem aufkeimenden Problem der Kreditklemme aktiv entgegenwirken und hat denn auch die Zinsen seit Anfang Jahr von 4,25% auf 2,25% beinahe halbiert. Trotz allem hatten seit Ausbruch der Krise besonders Schuldner minderer Qualität zu leiden und werden dies, so nehmen wir zumindest an, noch eine Weile tun. Gut möglich, dass hier eine Übertreibung auf die andere Seite stattfinden wird, welche für uns dann natürlich wieder Opportunitäten bieten wird.

Die Forderung, Positionen zu Marktpreisen zu bewerten, dürfte die Krise sowie Volatilität verschärft haben. Unrealistische Buchverluste sind die Folge. Intransparenten Märkten wird in ruhigen Zeiten Transparenz vorgegaukelt, welche in Übertreibungsphasen zu unerwünschter Hebelwirkung führt und die Volatilität nach oben treibt. Damit wird ein Teufelskreis in Bewegung gesetzt, neue Nachschussforderungen der Banken lösen die nächste Druckwelle auf die Märkte aus, mit dem Resultat, dass sich die Volatilität nochmals erhöht usw. – Deshalb waren die Interventionen der Notenbanken dringend nötig.



11

Trotz allem flüchtet sich der Markt in Qualität, und zwar nicht nur in Geldmarktpapieren, wie wir bereits eingangs erwähnt haben, sondern auch in Staatsobligationen. Dies zeigt sich in entsprechend tieferen Renditen als noch zum Jahresende:

	31.3.2008	31.12.2007	Renditediff.
USA	3,4%	4,0%	-0,6%
Europa	3,9%	4,3%	-0,4%
Schweiz	2,9%	3,1%	-0,2%
Grossbritannien	4,3%	4,5%	-0,2%
Japan	1,3%	1,5%	-0,2%

¹⁰ Subprime ist die qualitative schwächste Klasse, Jumbo ist die beste, Alt-A dazwischen

¹¹ Bank of England, per Ende 2006: Globaler Wertpapiermarkt

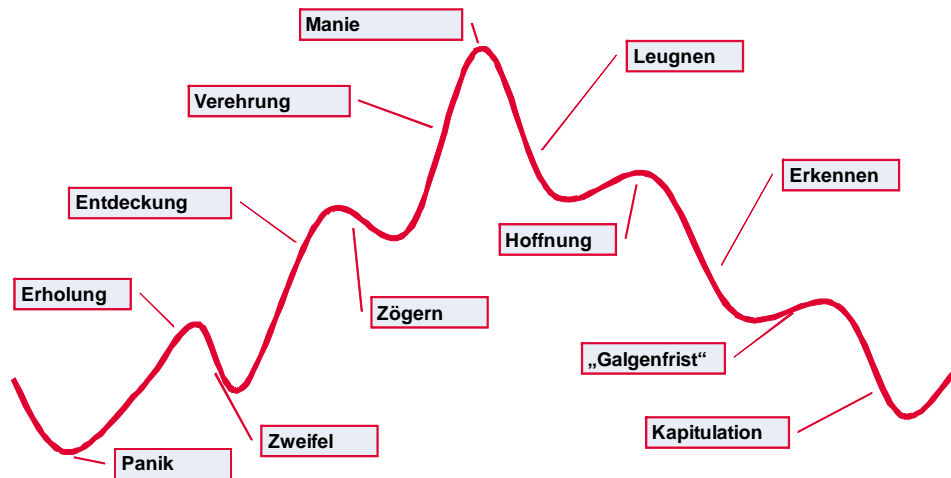
Anlagebericht - 31. März 2008

Die Finanzkrise setzte der amerikanischen Valuta arg zu, welche gegenüber dem Euro in den letzten 2 Jahren nahezu ein Drittel einbüsste:

	über die letzten 12 Monate	über die letzten 24 Monate
EUR	-18,2%	-30,2%
CHF	-18,1%	-23,8%
GBP	-0,9%	-14,2%
Yen	-15,0%	-15,0%

Finanzmärkte – Ausblick

Aktien



Sentix¹², ein deutsches Unternehmen, welches sich schon seit längerem mit dem Verhalten von Investoren auseinandersetzt und wöchentlich private sowie auch institutionelle Umfragen vornimmt, ist der Meinung, dass wir uns zur Zeit vermutlich in der Gegend von Panik, Erholung und Zweifel befinden. Dem würden wir zustimmen, insbesondere da sich der Markt zur Zeit nur auf Sicherheit ausrichtet und Renditen eine untergeordnete Rolle spielen. Überdurchschnittlicher Pessimismus im Markt wird

auch von State Street mittels dem State Street Confidence Index gemessen. Dies sind jeweils Zeitpunkte, zu denen mutige Investoren längerfristig belohnt werden. Interessanterweise ist es denn auch so, dass die UBS letzten Monat ein Comeback der wertorientierten Anlagestile gemessen hat. Möglicherweise ist es noch etwas früh, beurteilen zu können, ob der Value Anlagestil sich bereits heute nachhaltig durchsetzen kann. Auf der anderen Seite braucht es immenses Glück, das Timing richtig zu treffen.

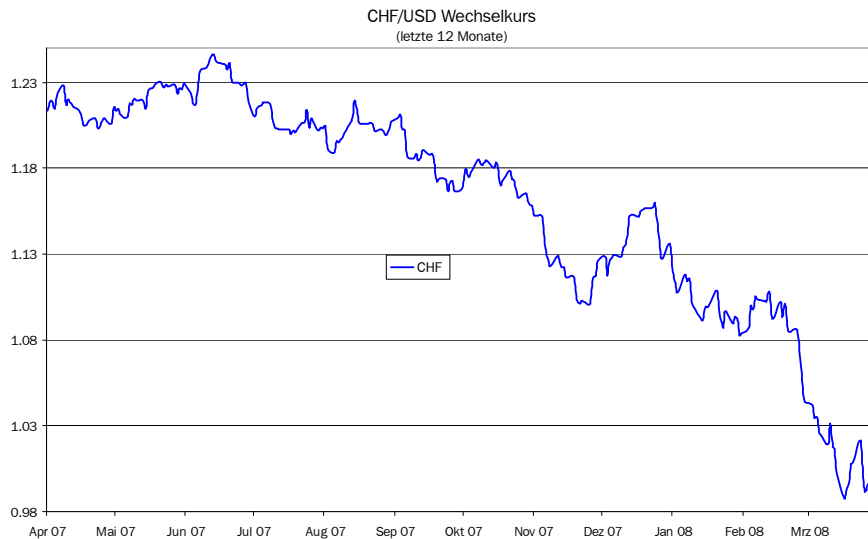
Der lang vertretenen Meinung der Analysten, dass sich der Rest der Welt von Amerika abkoppeln wird, mögen wir nichts abgewinnen. Um uns darüber ein klareres Bild zu machen, wollten wir wissen, wie stark die G7-Länder, die BRIC-Länder sowie die Schweiz mit Amerika verknüpft sind¹³:

	Export	Import
USA	Kanada (22%), Mexiko (13%), Japan (6%)	Kanada (16%), China (16%), Mexiko (10%)
Kanada	USA (82%) , UK, Japan	USA (55%) , China, Mexiko
Frankreich	Deutschland, Spanien, Italien	Deutschland, Belgien, Italien
Deutschland	Frankreich, USA (9%) , UK	Holland, Frankreich, Belgien
Italien	Deutschland, Frankreich, USA (8%)	Deutschland, Frankreich, Holland
Japan	USA (23%) , China, Südkorea	China, USA (12%) , Saudi-Arabien
UK	USA (14%) , Deutschland, Frankreich	Deutschland USA (9%) , Frankreich
Schweiz	Deutschland, USA (11%) , Italien	Deutschland, Italien, Frankreich
Brasilien	USA (18%) , Argentinien, China	USA (16%) , Argentinien, China
Russland	Holland, Italien, Deutschland	Deutschland, China, Ukraine
Indien	USA (17%) , UAE, China	China, USA (6%) , Deutschland
China	USA (21%) , Hongkong, Japan	Japan, Südkorea, Taiwan

¹² www.sentix.de

¹³ CIA The Factbook März 2008

Anlagebericht - 31. März 2008



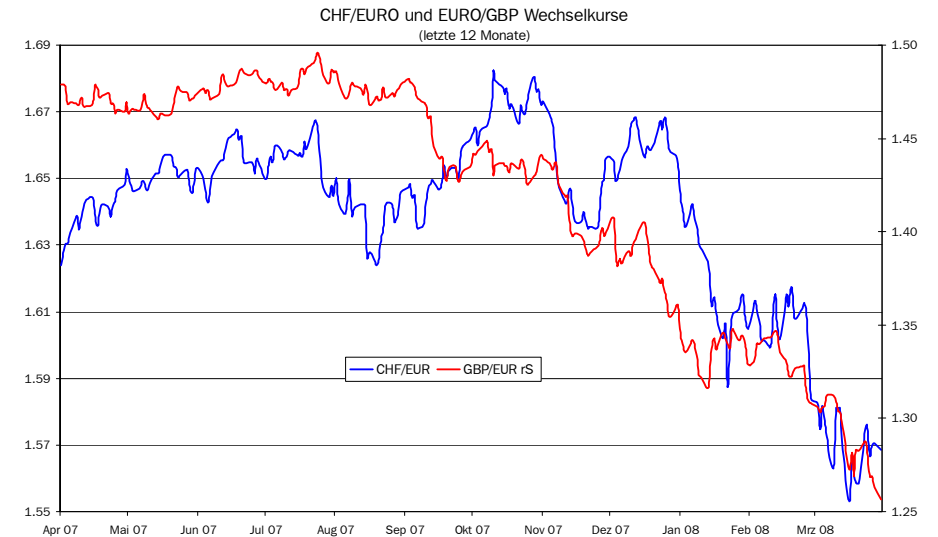
Leider sieht es so aus, als wären wir von den USA abhängiger als die USA von uns, zumindest was die grössten Handelspartner betrifft. Ausser für Russland und Frankreich ist die USA entweder der wichtigste oder zweitwichtigste Handelspartner. Deren wichtigster Handelspartner, nämlich Deutschland, hat wiederum Amerika als wichtigen Handelspartner. Die Globalisierung hat denn auch das Ziel, die Welt stärker miteinander zu verknüpfen. Deshalb betrachten wir eine Abkoppelung von Amerika zum heutigen Zeitpunkt als eher unwahrscheinlich.

Eine weitere Frage ist, wie lange es dauert, bis sich der Häusermarkt in Übersee fangen wird. Die Zürcher Kantonalbank hat hierzu Ende März eine interessante Schätzung abgegeben:

Langfristig durchschnittlicher Häuserbestand	2'300'000 Häuser
Lagerbestand Ende Februar	4'500'000 Häuser
Aktuell Verkäufe pro Monat	460'000 Häuser
Aktuell Beginn von Neubauten	80'000 Häuser

→ $(4'500'000 - 2'300'000) / (460'000 - 80'000) = 5,8$ Monate

Vermutlich wird es auch da zuerst noch zu einer Untertreibung kommen, d.h. es könnten daraus 9 bis 12 Monate werden. Der Medianpreis¹⁴ lag im Februar 9% unter dem Vorjahr und wird bis zur totalen Bereinigung noch weiter fallen. Davon am meisten betroffen waren Hausbesitzer in Detroit, San Diego und Phoenix, welche seit dem Top einen Wertverlust von über 20% hinnehmen mussten. Fallende Häuserpreise werden die Konsumentenstimmung weiter bremsen. Dazu kommen hohe Rohstoffpreise, welche den frei verfügbaren Konsum privater Haushalte einschränken werden. – Die amerikanische Wirtschaft wird sichtlich eingebremst, das vierte Quartal legte denn auch nur bescheidene 0,6% zu.



Wir sind der Meinung, dass wenn der Markt seine Panikattacken einmal abgelegt hat, sich Anleger vor allem auf gut kapitalisierte Aktien, sprich Bluechips, konzentrieren werden, die unterbewertet sind und eine gute Dividendenrendite abwerfen.

¹⁴ Mittelwert im Sinne der Halbierung der aufsteigenden Messwerte, 50% der Werte liegen über und 50% unter dem Median

Anlagebericht - 31. März 2008

Die Bewertung von Aktien der industrialisierten Welt ist absolut sowie relativ betrachtet günstig. Gemessen an der Risikoprämie handeln vor allem europäische unter ihrem fairem Wert:

Heutige Aktienbewertungen gemessen am KGV gegenüber anfangs Jahr:

	<u>31.3.2008</u>	<u>31.12.2007</u>	<u>Auf-/Abschlag</u>
MSCI Welt Index	14,7	15,7	-6,4%
S & P 500 Index/USA	20,3	18,3	10,9%
DJ STOXX 600 Index/EU	12,0	12,4	-3,2%
DAX Index/DE	11,2	13,6	-17,6%
SPI Index/CH	15,8	15,8	9,7%
TOPIX Index/JPN	14,6	17,8	-18,0%

	<u>Aktiegewinnrenditen</u> ¹⁵	<u>Obligationenrenditen</u>	<u>Risiko-prämie</u> ¹⁶
USA	4,9%	3,4%	1,5%
Europa	8,1%	3,9%	4,2%
Deutschland	8,9%	3,9%	5,0%
Schweiz	6,3%	2,9%	3,4%
Japan	6,8%	1,3%	5,5%

Wie bereits Ende Dezember erwartet der Markt zwar deutlich tiefere Wachstumsraten der weltweiten Konjunktur, sieht aber keine Rezession in den Vereinigten Staaten voraus.

	<u>Reales BIP Wachstum</u> ¹⁷		<u>Teuerung</u>	
	<u>2008</u>	<u>2009</u>	<u>2008</u>	<u>2009</u>
Deutschland	1,7%	1,9%	2,1%	1,7%
Euroland	1,7%	1,8%	2,5%	2,0%
Grossbritannien	1,9%	2,0%	2,4%	2,0%
Japan	1,4%	1,6%	0,6%	0,5%
Schweiz	2,0%	1,9%	1,6%	1,2%
USA	1,5%	2,2%	3,2%	2,3%

¹⁵ Bloomberg per Quartalsende

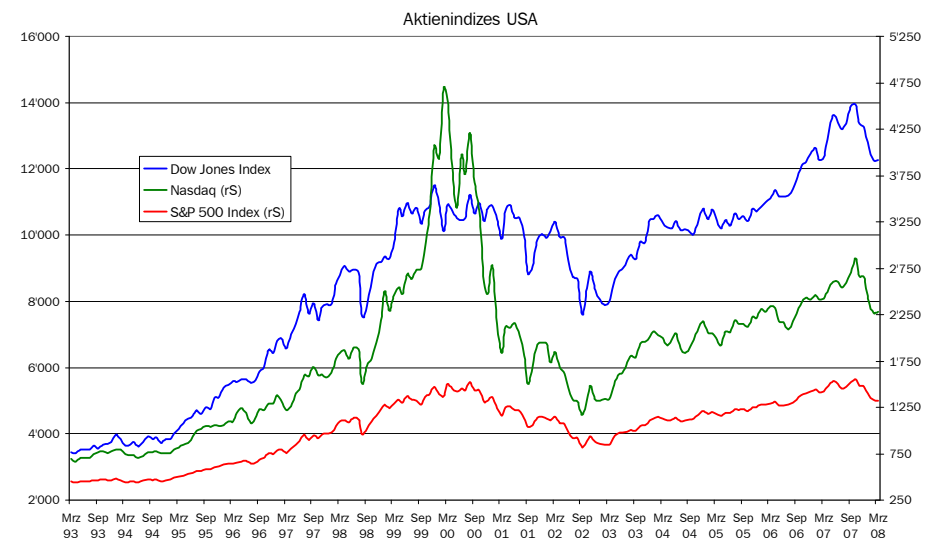
¹⁶ Die durchschnittliche Risikoprämie für amerikanische Aktien liegt bei 1,5%

¹⁷ The Economist, 7. März 2008

Die Notenbanken sind sich der Finanzkrise bewusst und überschütten das System, mit Ausnahme der Schweiz, weiterhin mit hoher Liquidität, wie dies nachfolgende Tabelle deutlich zeigt:

Geldmengenwachstum

	<u>2007</u>	<u>vs Langzeit DS</u> ¹⁸	<u>vs 12Mte DS</u>
USA	6,1%	darüber	darüber
Euro-Länder	11,5%	darüber	darüber
Schweiz	-6,5%	darunter	darüber
Grossbritannien	5,9%	darüber	darunter
Japan	2,3%	darunter	darüber



USA

Trotz der Hypothekarkrise in den Staaten zeigen die Frühindikatoren der Konjunktur noch relativ wenig Schwäche. Vor allem, wenn man diese mit den Indikatoren für Grossbritannien, Japan und Europa vergleicht. Für etwas mehr Kopfzerbrechen sorgen

¹⁸ Durchschnitt

Anlagebericht - 31. März 2008

in den USA höhere Lohnkosten sowie eine höhere Kernsteigerung. Dieser Druck dürfte sich mittelfristig allerdings angesichts tieferer Rohstoffpreise und dem Rückgang wirtschaftlicher Aktivitäten wieder entspannen.

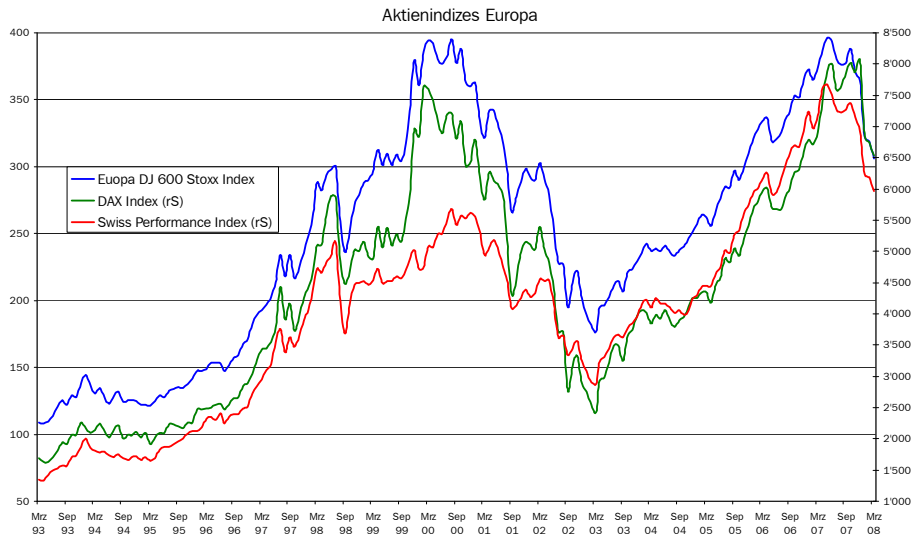
Amerikanische Aktien handeln zur Zeit auf fairem Niveau.

Europa

Mit Argusaugen verfolgt die Europäische Zentralbank die Inflation und hat deshalb das Problem der Finanzkrise lange Zeit ausgeblendet. Seit dem Bear Stearns & Co. Inc. Zwischenfall scheinen die Herren der EZB aber wach gerüttelt worden zu sein. Es wäre zu wünschen, dass dies auch so bleibt, denn dass eine Immobilienkrise deflationäre Tendenzen aufweisen kann, hat uns bereits Japan vorgezeigt.

Die Arbeitsmarktzahlen weisen eine positive Tendenz auf, hingegen sind das Wirtschaftsvertrauen sowie das Konsumentenvertrauen seit Mitte 2006 eingetrübt. Nichtsdestotrotz erwarten Volkswirtschaftler dieses Jahr einen Anstieg der Wirtschaft um 1,7% und 1,8% für nächstes Jahr.

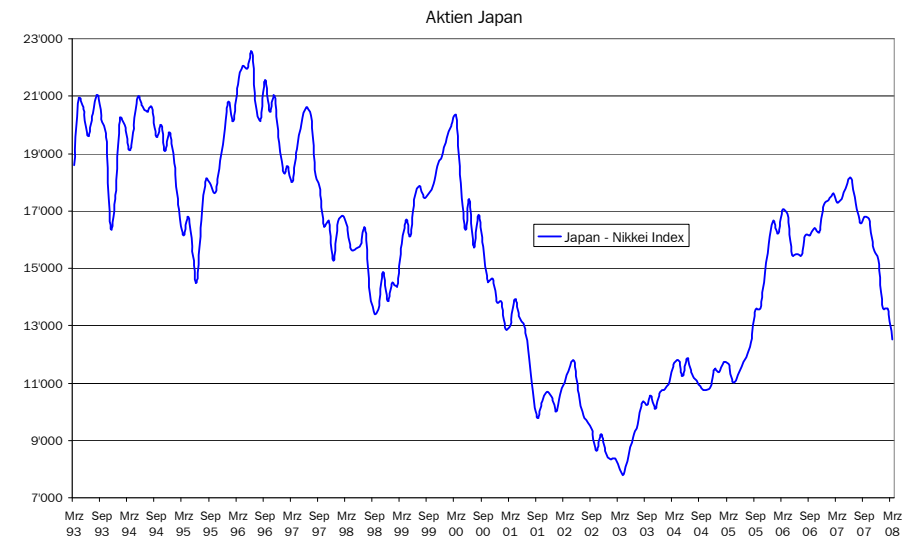
Europäische Aktien handeln absolut sowie relativ gesehen zu einem Abschlag.



Deutschland

Gemäss dem Bundesverband des deutschen Gross- und Aussenhandels wird der deutsche Export dieses Jahr um 5% zulegen. Diese Schätzung ist zwar deutlich tiefer als das Wachstum letzten Jahres von plus 8,5%, scheint uns aber trotzdem etwas euphorisch zu sein; Speziell wegen der Erwartung der sich abkühlenden Wirtschaft in den USA und der zur Zeit schwachen amerikanischen Währung.

Deutsche Aktien handeln ebenfalls zu einem Diskont.



Schweiz

Das Seco¹⁹ ist für das gegenwärtige Jahr nicht mehr so euphorisch wie auch schon und rechnet mit einem BIP Wachstum von 1,9%, welches sich im nächsten Jahr auf 1,5% abschwächen soll. Die Arbeitslosenquote soll sich kaum merklich verändern und die Teuerung soll sich in den nächsten zwei Jahren unter der angestrebten Zielmarke von 2% einpendeln.

¹⁹ Staatssekretariat für Wirtschaft

Anlagebericht - 31. März 2008

Schweizer Aktien sind auf absoluter sowie relativer Basis ebenfalls unterbewertet, handeln aber gegenüber europäischen Aktien zu einer leichten Prämie.

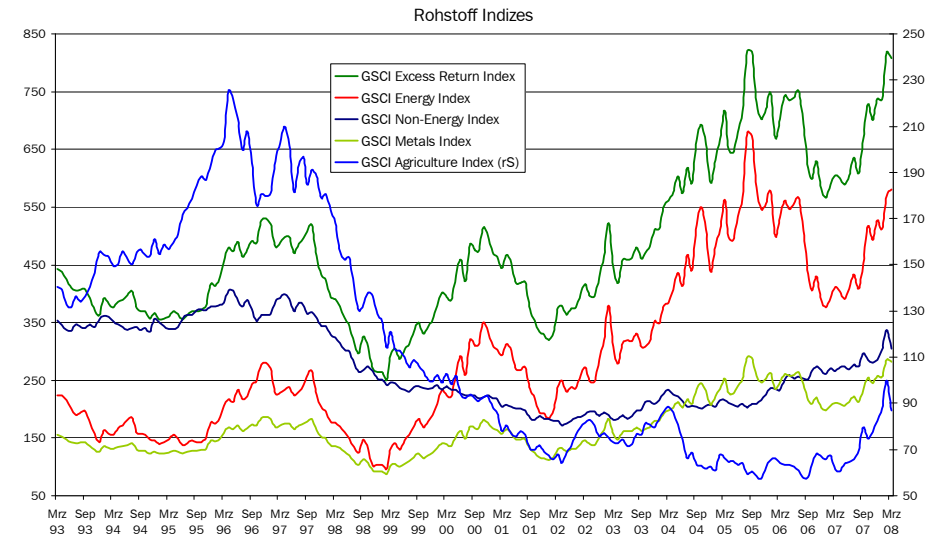
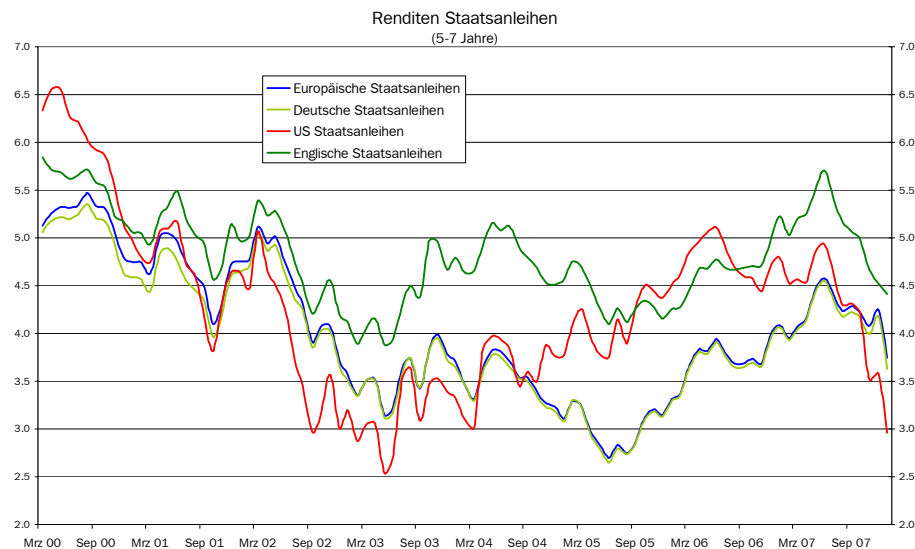
Japan

Das Vertrauen in die Wirtschaft unter japanischen Wirtschaftskapitänen ist auf einem Vierjahrestief. Kapitalinvestitionen werden voraussichtlich auf ein 6 Jahrestief fallen.

In japanische Aktien einzusteigen scheint uns noch etwas verfrüht, insbesondere wegen der USD-Schwäche. Einerseits wird es schwieriger sein, japanische Güter im Ausland abzusetzen, andererseits wird der Gewinn in Yen ebenfalls geschmälert. Goldman Sachs geht davon aus, dass ein 10% stärkerer Yen das Gewinnwachstum japanischer Unternehmen um 2,6% schmälert.

Inzwischen werden japanische Aktien zu einem derart grossen Abschlag gehandelt, dass die Dividendenrendite den Zinsertrag für Staatsobligationen übersteigt.

prämien werden sich weiter ausdehnen, bis der Markt die effektive Ausfallquote²⁰ abzuschätzen vermag. Die Herde wird über das Ziel hinausschiessen und uns vermutlich in nicht allzu ferner Zeit Chancen eröffnen, wie wir sie bereits in den Jahren 2002 und 2003 ausnutzen konnten.



Obligationen, Zinsen und Währungen

Die Erwartung des Marktes auf eine bevorstehende Inflationsbekämpfung macht den Obligationenmarkt weltweit nicht wirklich zu einer attraktiven Anlageklasse. Kredit-

Nicht Traditionelle Anlagen

Ein Damoklesschwert hängt über fremdfinanzierten Transaktionen von Private Equity Häusern, da Investment Banken eher versuchen werden, versprochene Kredite zum Platzen zu bringen, als ihre Bilanzen weiter damit zu belasten.

Ende Februar haben wir uns für unsere Kunden im Lombard Odier Delta Global Fund und im Lombard Odier Core Funds of Hedge Funds Certificate engagiert. Beide Funds hatten Anlagen in Peloton Partners und Focus Capital Investors, welche beide Schiffbruch erlitten haben. Unsere Enttäuschung war gross, als wir dies feststellen mussten. Die Verkaufsunterlagen, aber auch unsere intensiven Abklärungen mit Lombard Odier

²⁰ Default Rate

Anlagebericht - 31. März 2008

Darier Hentsch & Cie. hatten uns den Eindruck vermittelt, dass hier eine engmaschige Überwachung stattfinden würde.

Wir haben deshalb entschieden, uns von der Anlage baldmöglichst wieder zu trennen.

Rohwaren (Commodities)

Ob Edelmetalle wirklich den Krisenschutz bieten, wagen wir zu bezweifeln, denn auch diese Anlageklasse dürfte sich in einer Blase befinden. Gold beispielsweise brauchte nahezu 30 Jahre um neue Höchststände zu erreichen, von einem verlässlichen Schutz kann deshalb nicht ausgegangen werden. Viele Goldinvestoren waren denn auch überrascht, als es vor ein paar Wochen richtig knallte und die Fed an einem Tag die Zinsen um 0,75% kürzte. Am selben Tag war im Gold der stärkste Fall seit 18 Jahren zu beobachten (-6%). Eine interessante Bewegung, wenn man bedenkt, dass Gold vor Inflation schützen sollte!

Konklusion

Was in Obligationen seit einigen Wochen zu bemerken ist, dürfte auch für Aktienmärkte in naher Zukunft gelten: Flucht in die Qualität, d.h. grosskapitalisierte Werte von Unternehmen, welche keine zu hohe Bewertung aufweisen. Ist der Boden erst einmal gefunden, werden sich Investoren mit einer sehr hohen Wahrscheinlichkeit auf Renditeperlen in diesem Segment konzentrieren.

Liquidität ist genügend vorhanden. So haben sich, gemäss einer Studie der Bank Vontobel AG, Schweizer Konzerne alleine einen Free Cash Flow von über CHF 54 Mrd. erarbeitet, welcher den Firmen frei zur Verfügung steht. Gut möglich, dass diese Gelder für Übernahmen oder Aktienrückkäufe Verwendung finden werden, denn die Bewertung von Aktien ist relativ wie absolut gesehen tief. In Zusammenhang mit einer allgemeinen freizügigen Geldpolitik ist der nächste „Bubble“ vorprogrammiert.

Unsere Assetallokation zusammengefasst:

Anlagekategorien

Geldmarkt	übergewichtet
Obligationen	untergewichtet / kurze Duration
Aktien USA	untergewichtet
Aktien Europa	untergewichtet
Aktien Schweiz	untergewichtet
Aktien Japan	untergewichtet
Aktien Asien	übergewichtet
Nicht traditionelle Anlagen	übergewichtet

Stefan Riesen, CFA

Chief Investment Officer

Vaduz/Zürich, 31. März 2008