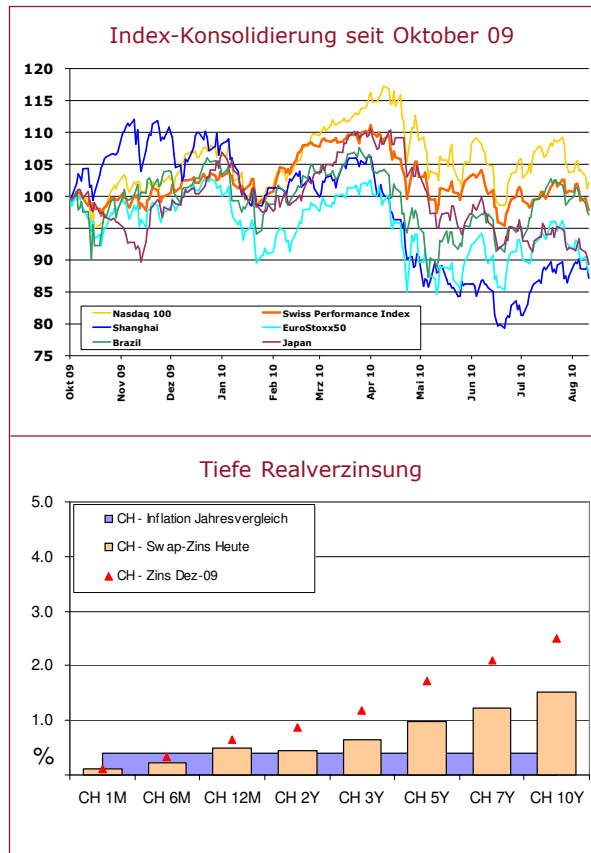


Zwischenbericht, Anlageansatz und Umsetzung

Seit rund einem Jahr bewegen sich die Aktienmärkte in einer breiten Seitwärtsbewegung (siehe obere Graphik). Erklärungen zu den Auf und Abs werden immer gefunden, ob diese Sinn machen ist vielfach zu bezweifeln. Extremprognosen werden gestellt, Herdenbewegungen ausgelöst, bis das Anlagethema ein paar Wochen später durch ein Neues ersetzt wird. Ist das ein Grund sich in der gegenwärtigen wirren Wirtschaftsphase vom Markt zu verabschieden und diesen den professionellen Spielern zu überlassen?

Für ein Vermögen, das mit einer durchdachten Anlagestrategie investiert ist, gibt es unseres Erachtens auch heute keinen Grund dem Aktienmarkt den Rücken zu kehren.

Wieso? Weil sich das Fundament des Kapitalismus nicht geändert hat. **Solang der Staat breit gestreuten Privatbesitz erlaubt oder diesen zumindest nicht zu arg schröpft, gibt es keinen Grund zu erwarten, dass Risikokapitalanlagen – sprich Aktien – nicht einen inhärenten Wert haben und entlang dem unterliegenden Wirtschaftswachstum wachsen.** Ein Blick ins Umfeld genügt um zu sehen, dass trotz Deflation, Inflation, Depressionen, Boomphasen und sogar Kriegen der heutige Lebensstandard höher ist als je zuvor. Das ist das **kapitalistische Fundament** der Anlagephilosophie von Lenox Capital. Sie **spricht**



für bewertbare Aktien als Anlage und nicht für Gold, dessen Preis mehrheitlich momentumgetrieben ist, abhängig vom Niveau der Unsicherheit, Angst und Verzweiflung im Anlegeruniversum. Der Lenox-Anlageansatz spricht selbstverständlich auch für Bargeld und kurz- bis mittelfristige Obligationen von zahlungskräftigen Schuldner, um den Gesamtvermögenswert vor übermässiger Volatilität und genereller Unsicherheit zu schützen.

Um das **Risiko, welches heute leider mit Volatilität anstatt Verlust definiert wird**, zu senken, haben viele Anleger Bargeld und

Obligationen erhöht. Wir schliessen daraus, dass zu mindest einige der Anleger ihre Risiko-komponente (Aktien) in der Vergangenheit zu hoch ansetzten. Sie lag wegen den goldenen 90er Jahren über der tatsächlichen nervlichen und finanziellen Toleranzgrenze. Verluste wurden dann in der ersten oder zweiten Baisse (2000-2003; 2007-2009) realisiert, um die Schlafqualität zu verbessern und das Vermögen zu schonen.

Die generelle Flucht in Regierungsanleihen birgt jedoch künftige Probleme. Einige sogenannte „sichere“ Staaten mit gegenwärtig extrem tiefem Zinsniveau sind arg verschuldet, wenn alle tatsächlichen Verpflichtungen eingerechnet werden (z.B. in den USA die beiden vom Staat übernommenen Hypothekarfinanzinstitute!). **Wieso macht es Sinn sich in Regierungsobligationen sicher zu fühlen, wenn diese verwendet werden, um nicht wieder gutmachbare Verluste der privaten Wirtschaft zu übernehmen?** Obligationen von Ländern wie die der Schweiz sind, nicht zu letzt durch ausländische Käufe, relativ zur internen Inflation zu teuer geworden (Siehe Graphik links). Zusätzlich wurde durch die Jagd auf Sicherheit der CHF angeheizt. **Potentielle Verluste auf Obligationenpositionen sind vorprogrammiert, und der Exportmarkt (sprich sichere Schweizer Aktienwerte) wird mehr und mehr gefährdet.**

Darum bleiben wir unserer ausgewogenen Anlagephilosophie treu, die auf historischen Tatsachen basiert. **Die globale Wirtschaft wird weiter wachsen, auch wenn das Wachstum durch Dellen und Rezessionen häufiger unterbrochen wird.** Auch Japans Wirtschaft wuchs seit 1989, als der Nikkei Index bei rund 40'000 Punkten stand und heute nur noch rund 9000 Punkte wert ist. Genau dies, mögen nun Leser einwenden, ist ja ein triftiger Grund, heute nicht in Aktien zu investieren. Nein, wagen wir zu behaupten! Es war ein Grund, 1989 nicht in Japan investiert gewesen zu sein, als der Aktienmarkt extrem überbewertet war. Das Kurs/Gewinn

Verhältnis lag bei über 50 für den Gesamtmarkt. 50 Jahre hätte man, ceteris paribus, warten müssen, um einen Yen investiert via Firmengewinne zurückbezahlt zu bekommen. Im historischen Durchschnitt, und ungefähr da, wo viele Börsen gegenwärtig bewertet sind, liegt dieses Verhältnis in der Nähe von 15! Heute, wo die japanische Börse unter Buchwert handelt, kümmert sich niemand mehr um Anlagen im Land der aufgehenden Sonne.

Anlegen, und nicht einfach Geld mit kurzfristigen Spekulationen verdienen, berücksichtigt solche Punkte. Wir schlagen nun nicht vor, im Hauruck-Verfahren Gold zu veräußern und Japan zu kaufen. **Was wir für unsere Kunden tagtäglich tun ist Aktienfondsmanager auf der ganzen Welt zu finden, welche mit einer fundierten, nachvollziehbaren Anlagephilosophie arbeiten und diese in einem klar definierten, engen Anlagegebiet umsetzen.** Dies kann als Generalist in einem geographisch fokussierten Teil der Welt sein, oder in Industriesektoren, die ein Manager in- und auswendig kennt. **Aus diesen Modulen setzten wir ein Depot zusammen, das sich gegenseitig ergänzt.** Z.B. die Eurozone decken wir typischerweise mit vier Managern ab. Keiner macht dasselbe, sodass alle im Aggregat zusammenpassen. Alle vier Manager kennen wir persönlich. Das ist der Mehrwert, welchen unsere Kunden für eine Management-Fee erhalten. **Wir offerieren eine sinnvolle, diversifizierte Anlagestrategie und kein Wettrennen, welches gut geht, bis der Krug am Brunnen zerbricht.**

Die Performance der vier Euroland-Manager ist entsprechend unterschiedlich. Seit Jahresbeginn liegt der beste Fonds bei plus 6% und der Schlechteste bei minus 5% (EuroStoxx -13%). Wir sind mit beiden Extremen zufrieden. Dies wirft vielleicht die Frage auf, ob wir gut auswählen, wenn die Performance von vier Managern so unterschiedlich ist. **Weil unser Ziel das langfristige Erhalten und Wachsen eines**

Vermögens ist, glauben wir dies mit einem JA beantworten zu können. Folgend einige kurze Bemerkungen dazu:

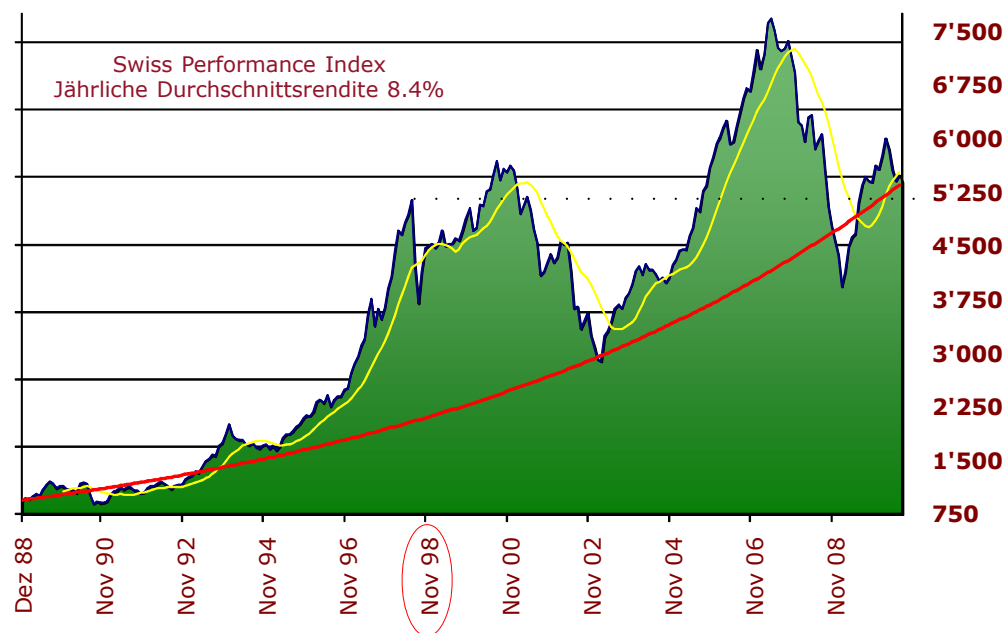
A) Nicht jede Anlagestrategie oder Aktienart kann immer richtig im Wachstumszyklus der Wirtschaft liegen. B) Ein passiver Aktienindex folgt blind der Kursbewegung einer aus Zufällen entstandenen Gruppe von Aktien. Auch kostengünstige passive Indexfonds haben ihre Tücken. C) Ein Fonds, der Investitionen mit Leerverkäufen balanciert, hat typischerweise eine gemächlichere Gangart. Diese Performance kann und darf nicht mit der kurz- und mittelfristigen Marktindexentwicklung verglichen werden.

Das Zusammenspiel solch verschiedener Anlagestrategien wird durch die individuelle Depotkonstruktion gesteuert. Und das ist ein weiteres wichtiges Teilstück unserer täglichen Arbeit. In der März 2009 - April 2010 Hausse haben wir die weniger korrelierenden Strategien erhöht.

Grund dazu ist die oben erwähnte schleppende Wirtschaftserwartung für die nächsten Jahre.

Dies bringt uns nochmals zurück zur Frage, ob man wegen einer nur mässigen Wirtschaftserwartung nicht einfach aus dem Aktienmarkt aussteigen sollte? Wir beantworten dies erneut mit der grundlegenden Anlagephilosophie der Lenox. **Trotz Wirtschaftsdellen etc. wird das langfristige Wachstum bestehen. Historische Tatsachen begünstigen Aktien.** Solang wir als Resultat „nur“ mit Depotvolatilität und nicht mit absoluten, nicht wieder gutmachbaren Verlusten bestraft werden, lohnt es sich also in Aktien(fonds) investiert zu bleiben, auch wenn die in den nächsten Jahren zu erwartenden Erträge weiterhin unter der historischen durchschnittlichen Jahresrendite von 8-10% liegen dürften. Wie die Graphik auf Seite 2 aufzeigt, lag die Rendite der letzten 10 Jahren bei NULL.

Ein weiterer Einwand eines Lesers könnte nun



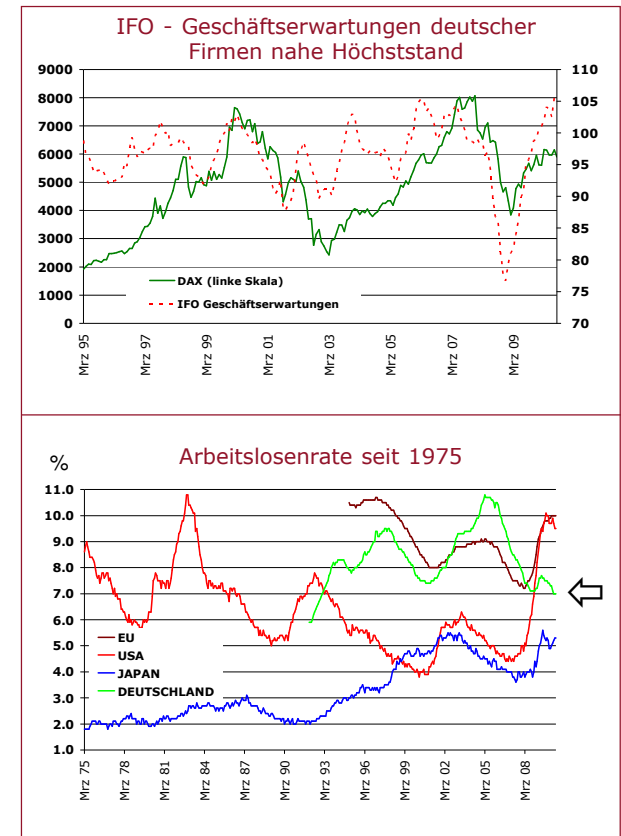
sein, dass es besser ist vermehrt in der sicheren Schweiz oder, im anderen Extrem, in gewissen zukunftssträchtigen Entwicklungsländern zu investieren. Im ersten Fall würden die kostspieligen Währungsabsicherungen die Performance nicht weiter schmälern. Auch dem wollen wir entgegen, dass sowohl eine **hohe Konzentration in der Schweiz wie auch in z.B. Brasilien, Indien oder China unseres Ermessen erhöhte Risiken birgt**. Um den obigen Punkt des teuren CHF nochmals aufzugreifen, spricht dieser gegen eine zu hohe Aktienkonzentration in der Schweiz. Was gegen hohe Konzentrationen in einzelnen Entwicklungsländern spricht, sind die enormen, kurzfristig investierten Kapitalien, welche plötzlich abgezogen werden, weil politische oder andere Risiken unerwartet auftauchen. Es ist wahr, dass die Rechtssicherheit in der Schweiz oder in den USA auch abgenommen hat. Swissair, UBS, Lehman oder AIG sind nur einige der krassen Beispiele der letzten Jahre. Nachdem Obama einen USD 20 Milliarden Hilfsfonds erpresste, erwägt nun Florida separat, die BP für eine weitere 1 Milliarde wegen Steuerausfall einzuklagen. Historische Fakten belegen jedoch, dass in einer prekären Lage



die Rechtsunsicherheit in einem Entwicklungsland noch unberechenbarer ist.

Langfristiges Investieren verlangt eine Grundphilosophie, einen Anlageplan, Disziplin in der Umsetzung und Beharrlichkeit. Lenox geht diesen Weg via Einsatz von externen talentierten Aktienprofis, deren Qualität wir ständig beurteilen. Wir setzen auf Manager, die auf ihrer gewählten Strategie beharren, auch wenn das Marktumfeld hie und da Steine in den Weg wirft. **Durch unsere breit diversifizierte, flexible Depotkonstruktion und z.B. dem Einsatz von Put-Optionen können wir das Risiko der Depotvolatilität einschränken und den wirtschaftlichen Marktgegebenheiten anpassen.** Dank dem modularen Aufbau eines globalen Depots können wir auf Kundenwunsch ebenfalls gewisse Module über- und untergewichten oder ganz weg lassen.

Dies ist unseres Erachtens ein kundenfreundlicher Ansatz, der trotz grosser gegenwärtiger Unsicherheit erlaubt, langfristig investiert zu sein.



Lenox Capital AG
 Löwenstrasse 11, CH-8001 Zürich
 T +41 44 210 25 55
 markus.bamert@lenox-cap.ch

Die geäusserten Meinungen in diesem von Lenox Capital AG verfassten Bericht basieren auf Quellen und Informationen, die wir als zuverlässig erachten. Lenox Capital AG kann jedoch keine Gewähr für die Richtigkeit und Vollständigkeit der Informationen geben. Des weitern kann sich die Interpretation und Meinung der Lenox Capital AG jederzeit an neue Marktgegebenheiten anpassen. Der Leser dieses Berichts ist eigenverantwortlich für seine Anlageentscheide und Aktivitäten.