

NESTOR Gold Quartalsbericht 1/2023



Herisau, im April 2023

Die Bankenkrise und die daraus resultierende Verknappung der Kreditvergabe sind eine weitere Belastung für die Wirtschaftsentwicklung in der westlichen Welt. Zudem dürften die FED Zinserhöhungen beendet oder bald beendet sein. Trotz jüngst rückläufiger Inflation führen strukturelle Gründe (Deglobalisierung, struktureller Arbeitskräftemangel und Beginn eines strukturellen Entsparzyklus aufgrund demografischer Entwicklungen und mittel- und langfristig ansteigender Rohstoffpreise) zu anhaltendem Inflationsdruck, welcher den neuen Makro Superzyklus (stagflationsähnliches Umfeld) prägt. Gold und Goldminen steigen seit Monaten trotz kontinuierlichen ETF-Abflüssen und nur wenige nehmen es zur Kenntnis. Auch die strukturellen sehr positiven Veränderungen am physischen Goldmarkt (Notenbankkäufe: Diversifikation weg vom USD und westlichen Währungen zu Gold, welches nicht eingefroren oder konfisziert werden kann) und der Beginn eines nachhaltigen Outperformancetrends von Rohstoffaktien ggü. anderen Anlageklassen werden von den Anlegern bisher ignoriert.

Das ist unsere Kurzzusammenfassung der aktuellen Lage. Der Umstand, dass Gold- und Rohstoffaktien während des neoliberalen Superzyklus (2010-2020) nahezu alle Anleger enttäuscht haben, ist wohl der Grund, warum aktuell noch kaum jemand den neuen Industrie- sowie Makrosuperzyklus zur Kenntnis nimmt!

Anleger können jetzt die Weichen für die Asset Allokation der nächsten Jahre richtigstellen!

Rückblick

Am 31. März 2023 schloss der Goldpreis bei 1.969.28 USD/Unze, was einem Anstieg von 8.0% gegenüber dem Vorquartal entspricht. Der Philadelphia Stock Exchange Gold and Silver Index gewann im ersten Quartal 2023 8.8% (USD) / 7.2% (EUR), während der Nestor Gold Fonds (Anteilsklasse -B-) um 11.7% (USD) / 10.0% (EUR) anstieg. Der Fonds erzielte im 1. Quartal 2023 dank erfolgreicher Titelselektion eine Outperformance, obwohl sich die Small und Mid Caps (insbesondere Explorer und Developer) schlechter entwickelten als die Large Cap-Goldproduzenten.

Der Goldpreis setzte im 1. Quartal 2023 trotz Abflüssen aus Gold-ETF's seinen Aufwärtstrend fort. Hauptgrund dürfte die neue, strukturell sehr positive Situation am physischen Goldmarkt sein. Die grossen und wohl auch noch einige Jahre anhaltenden Goldkäufe der Notenbanken

NESTOR Gold Quartalsbericht 1/2023



(Diversifikation weg vom USD und westlichen Reservewährungen zu Gold, welches nicht eingefroren oder konfisziert werden kann) macht den Goldmarkt deutlich unabhängiger von den taktischen Investoren. Dies ist ein «Gamechanger» für den Goldmarkt, der von den Anlegern bisher nicht zur Kenntnis genommen worden ist! Die Goldminenunternehmen meldeten ihre Ergebnisse für das 4. Quartal 2022, die weitgehend den Erwartungen entsprachen. Deutlich wichtiger für die Entwicklung waren die Produktions- und Kostenziele für 2023, welche rund 3% höhere AISC (All-in sustainable cash costs) erwarten lassen. Damit wurde unsere Erwartung bestätigt, dass sich der Kostendruck nach dem sehr schwierigen 2022 (starker Anstieg bei Öl, Reagenzien, Stahl und anderen Verbrauchsmaterialien, vor allem Ölderivate) deutlich abschwächt. Entsprechend erwarten wir keine negativen Überraschungen im Verlaufe dieses Jahres, insbesondere da die Managementteams nach dem enttäuschenden 2022 eher vorsichtige Ziele definiert haben dürften.

Aussichten für Wirtschaft, Inflation, Aktien und Gold

Neben allen Vorlaufindikatoren, dem signifikanten Anstieg der Zinsen in den letzten 12 Monaten (welche mit einer Verzögerung von ca. 12 Monaten wirkt) belastet zusätzlich neu die grosse Bankenkrise die Wirtschaftsentwicklung in der westlichen Welt. Zusammengefasst droht zumindest eine milde Rezession, die allerdings an den Märkten mit Ausnahme der Gewinnerwartungen der Aktienmärkte (die deutlich zu hoch sind) unseres Erachtens bereits eingepreist ist. Inflationstechnisch nehmen wir zur Kenntnis, dass die Güterpreis-inflation wegen dem Basiseffekt bereits tief ist (was neues Inflationspotenzial birgt) und die Inflation der Nahrungsmittelpreise von über 15% auf bereits rund 5% zurückging (beschränktes weiteres Rückgangspotenzial). Trotzdem dürfte der Inflationsdruck in den USA (v.a. Kerninflation) aufgrund der mit einer rund 9-monatigen nachlaufenden Entwicklung der Miet- und Unterhaltskosten (Shelter) sowie der fortschreitenden Wirtschaftsabschwächung und kleinen Entspannung am Arbeitsmarkt - welche den Lohndruck kurzfristig mildert - in den nächsten Monaten noch etwas zurückgehen (Zielbandbreite 3-4%). Ein Erreichen der im Markt für die nächsten Jahre eingepreisten Inflationserwartungen ist unseres Erachtens aber schlichtweg unmöglich. Ausser die bereits heute für die Finanzmärkte zu straffe FED-Politik wird weiter verschärft, was kurzfristig sehr negativ auf die Aktienmärkte und deflationär wirken würde.

Entsprechend dürften die vorausschauenden Märkte in den nächsten Monaten beginnen, die neue Normalität, sprich den neuen Makro Superzyklus (stagfationsähnliches Umfeld, siehe

NESTOR Gold

Quartalsbericht 1/2023



Anhang) einzupreisen. Dies hat schwerwiegende Konsequenzen für Finanzanlagen und so dürften analog der 1970er Jahre nur zwei Anlageklassen (Gold/Goldminen, Rohstoffe/Rohstoffanlagen) positive Realrenditen erzielen und Anleger vor Entwertung schützen.

Die wichtigsten Treiber und der Effekt auf die Renditeerwartungen der verschiedenen Anlageklassen im neuen strukturellen Makrozyklus sind in der nachfolgenden Tabelle zusammengefasst:

	Aktien, Private Equity	Obliga- tionen	Immobilien	Gold	Goldaktien	Rohstoffe	Rohstoff- aktien
Wirtschafts- abschwächung westliche Welt. Erholung China	Negativ	Positiv	Leicht negativ	Positiv	Positiv	Neutral, dank Erholung China	Neutral, dank Erholung China
Strukturell höhere Inflation	Sehr negativ	Negativ	Initial negativ, danach neutral	Positiv	Positiv	Positiv	Positiv
Sinkende Margen wegen tiefen Wachstum und Deglobalisierung	Sehr negativ	n/a	Neutral	Positiv	Sehr positiv	Positiv	Sehr positiv
Gewinn- revisionen	Negativ	n/a	Neutral	n/a	Sehr positiv	n/a	Sehr positiv
FED-Pivot (bzw. zumindest Ende der Zins- erhöhungen)	Positiv	Leicht positiv	Neutral	Positiv	Sehr positiv	Positiv	Sehr positiv
Bewertungen	Teuer	Neutral	Teuer	Günstig relativ zu Aktien & Bonds	Sehr günstig	Günstig	Sehr günstig
Gesamt- beurteilung	Negativ	Neutral	Leicht negativ	Positiv	Sehr positiv	Positiv	Sehr positiv

Die obige Darstellung wird durch die historischen annualisierten Durchschnittsrenditen (seit 1973) in einem Stagflationsumfeld gestützt, wie nachfolgend ersichtlich ist.

NESTOR Gold Quartalsbericht 1/2023



	Stagflation	Kommentar
Gold (USD / Unze)	32.2%	Sehr hohe positive Rendite, grosser Diversifikationsnutzen
S&P 500 Index	-6.6%	Negative Renditen
EAFE Aktien	-11.6%	Negative Renditen
US Treasury & Agency Bonds	9.6%	Positive Renditen
US Unternehmensanleihen	6.1%	Positive Renditen
S&P GSCI Index	17.5%	Positive Renditen, grosser Diversifikationsnutzen

Per 2. Quartal 2021. AAAR% - annualisierte durchschnittliche (stagflationsbereinigte) Rendite.

Quellen: Bloomberg, World Gold Council, Konwawe AG

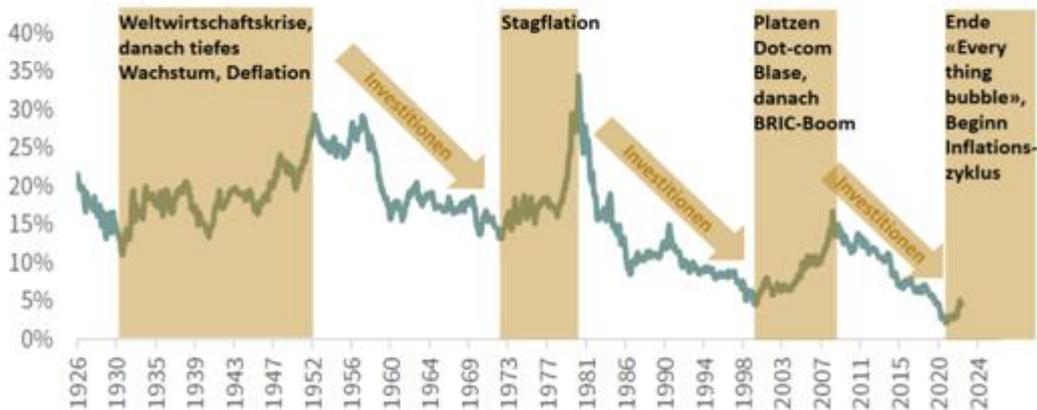
In Anbetracht, dass nahezu alle institutionellen Portfolios heute rund 95% ihrer Assets in Anlagen halten, welche zu den grossen Verlierern und weniger als 5% ihrer Assets in den grossen Gewinner des neuen Makrosuperzyklus halten, dürfte diese in den nächsten Jahren beginnen, einen Anteil der Assets zu den neuen grossen Gewinnern umzuschichten. Dies wird - nach der enttäuschenden Entwicklung von Gold- und Rohstoffanlagen in der Periode 2010-2020 - zu sehr attraktiven Renditen in den nächsten Jahren bei Goldminen und Rohstoffaktien führen. In diesem Sinne sei trotz der leicht positiven Renditen im 1. Quartal 2023 von gemischten/traditionellen Portfolios an das Jahr 2022 erinnert, als Vorgeschmack, was Anleger in den nächsten Jahren zu erwarten haben. So empfehlen wir zum Schutz der Vermögen, unter Berücksichtigung der Risikobudgets, einen namhaften Anteil der Asset Allokation in Gold, Goldminen, Rohstoffen und Rohstoffaktien umzuschichten. Diese stark unterbewerteten und in institutionellen Portfolio untervertretenen Anlageklassen haben in den nächsten Jahren ein sehr hohes Renditepotenzial.

Neben dem neuen Makro-Superzyklus, der in den nächsten Jahren Value-/Rohstoff-/Short-Duration-Aktien begünstigt, deutet auch der Kapitalallokationszyklus und Investorenpartizipationszyklus auf eine Wende für Gold- und Metallminen-gesellschaften hin.

Die nachstehende Grafik bestätigt, dass Superzyklen bei Rohstoffen durch den Investitionszyklus angetrieben werden. Lange Phasen der Unterinvestition (10-15 Jahre), wie wir sie in den letzten 10+ Jahren erlebt haben und niedrige Beteiligungsquoten der Anleger (nach der miserablen Performance der letzten 10+ Jahre) sind die Grundlage für Superzyklen im Rohstoffsektor.

NESTOR Gold Quartalsbericht 1/2023

Prozentuales Gewicht Energy und Metals & Mining im S&P 500

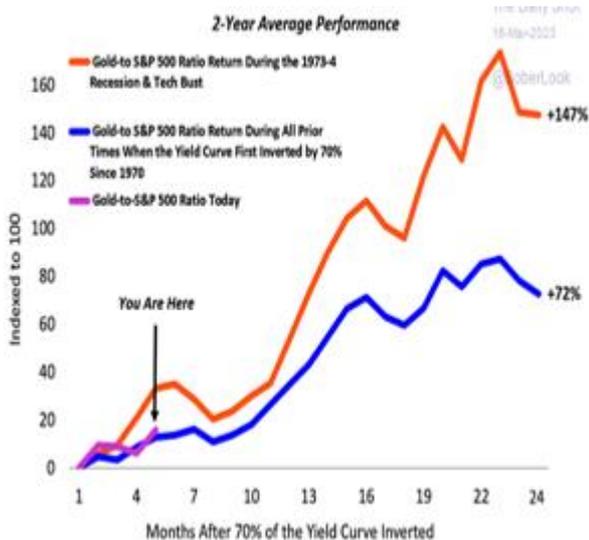


Quelle: Bloomberg, Kenneth R. French CRSP & GR Models

Während die letzten 10 Jahre für Goldminen- und Rohstoffinvestoren sehr herausfordernd waren und die Geduld immer wieder auf die Probe gestellt wurde, deuten der neue Makro-Superzyklus und der Kapitalallokationszyklus auf eine sehr vielversprechende Zukunft hin.

Weiterer Faktor für signifikante Outperformance - Gold vs. S&P 500 nach Invertierung der US-Renditestrukturkurve

Gold hat in der Vergangenheit – wie in der nachfolgenden Grafik gezeigt wird - nach Invertierung der US-Renditestrukturkurve ggü. Aktien deutlich outperformt, besonders stark in den 70er Jahren (Stagflationsumfeld). Dieses Umfeld ähnelt sehr stark an das aktuelle bzw. an das Umfeld im neuen Makro-Superzyklus (2020-2030).



Quellen: The daily shot, @robertlook BMO Capital Markets

NESTOR Gold Quartalsbericht 1/2023



Technischer Ausbruch nach 12-jähriger Konsolidierungsphase höchstwahrscheinlich, unterstützt durch sehr positive Signale aus der Behaviourial Finance!

Wie in der nachfolgenden Grafik erkennbar ist, handelt der Goldpreis wieder im Widerstandsbereich um die USD 2'000/2'100. Dies stellte in den letzten 12 Jahren ein Niveau dar, welches nicht nachhaltig durchbrochen werden konnte.



Quelle: TradingView, Paradigm Capital, Konwawe AG

Im Gegensatz zu September 2011 (Eurokrise), August 2020 (Euphorie nach Covid-Selloff, «nie wieder steigende Zinsen») und März 2022 (Krieg in Ukraine), als diese Allzeithöchststände von monatelangen ETF-Zuflüssen, hoher Euphorie und allgemeinem Interesse an Gold begleitet waren, herrscht heute bzw. in den letzten Monaten völliges Desinteresse an Gold, wie auch in den seit nahezu 12 Monate anhaltenden ETF-Abflüssen (Verkäufe von 14.95 Mio. Unzen bzw. Abbau der gesamten Gold ETF-Bestände um 14% zwischen dem 22.04.2022 – 10.03.2023) erkenntlich ist.

Dies ist die perfekte verhaltensökonomische Ausgangslage, damit der Ausbruch in neue Allzeithöchststände in den nächsten Monaten gelingen wird. Erst nach dem Ausbruch dürfte das Interesse an Gold und Goldminen der Anleger deutlich steigen und zu einem weiteren Anstieg im Nestor Gold Fonds führen.

NESTOR Gold Quartalsbericht 1/2023



Fazit

Der Goldpreis setzte im 1. Quartal 2023 trotz Abflüssen aus Gold-ETFs seinen Aufwärtstrend fort. Hauptgrund dürfte die neue strukturell sehr attraktive Situation am physischen Goldmarkt sein. Die signifikanten und wohl auch noch einige Jahre anhaltenden Goldkäufe der Notenbanken (Diversifikation weg vom USD und westlichen Währungen zu Gold, welches nicht eingefroren oder konfisziert werden kann) macht den Goldmarkt deutlich unabhängiger von den taktischen Investoren. Das absehbare Ende der Zinserhöhungen wie auch das Eintreten in ein stagflationsähnliches Umfeld dürften den Aufwärtsdruck in den nächsten Monaten weiter verstärken.

Die Aussichten für 2023 wie auch für die kommenden Jahre sind ausserordentlich positiv, während die Renditeerwartung von klassischen Portfolios (Aktien, Private Equity, Obligationen und Immobilien) im besten Fall als herausfordernd bezeichnet werden dürfen. In diesem Sinne und zum Schutz des Vermögens empfehlen wir, unter Berücksichtigung der Risikobudgets, einen namhaften Anteil der Asset Allokation in Gold, Goldminen, Rohstoffen und Rohstoffaktien umzuschichten. Diese stark unterbewerteten und in institutionellen Portfolio untervertretenen Anlageklassen haben in den nächsten Jahren ein sehr hohes Renditepotenzial.

Neben diesen sehr positiven kurz- und mittelfristigen Aussichten lässt die Invertierung der amerikanischen Zinskurve in den nächsten 18 Monaten auf eine signifikante Outperformance von Gold und noch stärker Goldminen gegenüber dem breiten Aktienmarkt erwarten. Diese These wird auch durch Desinteresse an Gold und Goldminen, monatelangen Abflüssen aus Gold ETFs (contrarian bullish) unterstützt, was dazu führen sollte, dass Gold schon 2023 aus der 12-jährigen Konsolidierungsphase ausbrechen und neue Allzeithöchststände erreichen dürfte.

Walter Wehrli und Erich Meier, Konwawe AG

Kontakt

Dr. Kohlhase Vermögensverwaltungsgesellschaft mbH · Löwengrube 18 · D-80333 München
www.nestor-fonds.com · Tel. +49 (0)89 / 54 59 03-0 · epost@kohlhase.de

Anhang

Strukturell positive Veränderung auf dem physischen Goldmarkt

Wir haben uns im Frühjahr 2022 gefragt, wie die Zentralbanken der "Nicht-NATO-Länder" und der "Nicht-Amerikas bester Freunde" auf das Einfrieren der russischen Devisenreserven reagieren werden.

Eine beispiellose Aktion, die bei diesen Ländern die Alarmglocken läuten lässt, da, je nach politischem Standpunkt Amerikas sowie der westlichen Länder, auf die angesammelten Reserven für schwierige Zeiten von einem Tag auf den anderen nicht mehr zugegriffen werden kann. Der USD, der Euro und die westlichen Fremdwährungen erweisen sich plötzlich als riskante Anlage und erfüllen nicht mehr den ihnen zgedachten Zweck. Überraschenderweise dauerte es nicht lange, bis die Zentralbanken auf der ganzen Welt im dritten Quartal begannen, einen Teil ihrer immensen Währungsreserven in Gold umzuwandeln. In Anbetracht des sehr geringen Goldanteils in den Bilanzen der Zentralbanken, wird dieser neue Trend wahrscheinlich noch jahrelang anhalten oder zumindest so lange, bis die zunehmenden Spannungen zwischen dem Westen und dem Osten deutlich nachlassen werden. Etwas, das in den nächsten Jahren äußerst unwahrscheinlich erscheint.

Gold wird in der Tat die einzige vom politischen Willen unabhängige Währung und der einzige sichere Vermögenswert in den Bilanzen der Zentralbanken!

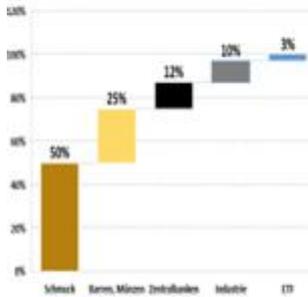
Dies hat sich in den letzten sechs Monaten als «Game Changer» auf dem physischen Goldmarkt erweisen und erklärt die Tatsache, dass Gold im vierten Quartal 2022 und ersten Quartal 2023 trotz weiterer ETF-Verkäufe gestiegen ist, was in den letzten 10-15 Jahren sehr untypisch war.

Die nachstehende Grafik zeigt den großen Unterschied zur Welt von 2012 bis 2022, die Situation im dritten Quartal (Daten der Zentralbanken und des Goldmarktes für das vierte Quartal liegen noch nicht vor) sowie die wahrscheinliche neue Normalität:

NESTOR Gold Quartalsbericht 1/2023

Goldnachfrage in % des Angebots

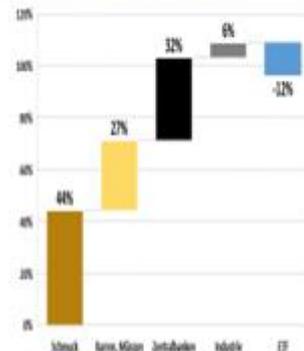
Letzte 10 Jahre



Quelle: World Gold Council, Komrade AG

Geringe ETF-Käufe waren erforderlich, damit der Markt im Gleichgewicht war. Grosse Preissteigerungen nur, wenn die Investitionsnachfrage sehr hoch war, d.h. erhebliche ETF-Käufe (2009, 2010, 2011, 2016, 2020)

Goldnachfrage, H2, 2022



Die Goldnachfrage übersteigt dank umfangreicher Zentralbankkäufe das Goldangebot deutlich, doch aufgrund sehr hoher Abflüsse aus börsengehandelten ETFs korrigierte der Goldpreis dennoch

Die neue Normalität?



Selbst unter Annahme von geringerer Barren-/Münznachfrage und weniger Zentralbankkäufen als im Q3, 2022, würde der Markt ein strukturelles Defizit aufweisen und es wären keine weiteren ETF-Käufe für einen Goldpreisanstieg erforderlich.

Zusammenfassend lässt sich sagen, dass dies im Gegensatz zu den letzten 10 Jahren, in denen die Käufe von Gold-ETFs für einen Anstieg des Goldpreises notwendig waren, angesichts des veränderten Verhaltens der Zentralbanken nicht mehr der Fall ist.

Heute und wahrscheinlich auch in den nächsten Jahren braucht es nicht viel, um ein Defizit auf dem physischen Goldmarkt zu erzeugen, wie in der obigen Grafik zu sehen ist, selbst wenn man von weniger aggressiven Zentralbankkäufen und einer geringeren Nachfrage nach Barren und Münzen als im dritten Quartal 2022 ausgeht.

Warum Stagflation die neue Normalität sein wird?

Die demografische Entwicklung (in den 1960er bis 1990er Jahren positiv, jetzt gehen die Boomer in den Ruhestand), die übermäßige Verschuldung der Regierungen und des Privatsektors (so hoch wie nie zuvor) und die Verbrauchersättigung in den Industrieländern deuten auf ein immer geringeres Wachstum hin, ein Trend, den wir seit den 1950er Jahren beobachten! Dieser strukturelle Trend hat sich durch die Pandemie noch erheblich verschärft.

NESTOR Gold

Quartalsbericht 1/2023



Im Gegensatz zum Wachstumstrend haben sich die strukturellen Inflationskräfte in letzter Zeit dramatisch verändert, d.h.

- Der Arbeitsmarkt bleibt aufgrund der demografischen Entwicklung angespannt (viel mehr Rentner im Vergleich zu Neueinsteigern). Dies wird zu einer Machtverschiebung von den Arbeitgebern zu den Arbeitnehmern führen
- Demografisch bedingt findet ein struktureller Trendwechsel zum globalen «Entsparen» statt (analog 1950-1980 und konträr zu der Periode 1980-2015). In der Vergangenheit wirkte dies inflationär (siehe Abbildung unten), während strukturelles ansteigendes Sparverhalten disinflationär wirken
- Das Ende der Globalisierung, die sehr disinflationär war und zu rekordhohen Gewinnmargen durch Outsourcing nach China usw. führte. Das Bedürfnis und die Bereitschaft, immer unabhängiger von China und anderen Ländern zu werden, ist höchst inflationär
- Anfang 2020 hat ein neuer Rohstoff-Superzyklus begonnen, nach mehr als 10 Jahren massiver Unterinvestitionen (teilweise aus ESG-Gründen), d. h. anstelle der disinflationären Trends zwischen 2008 und 2020 werden die Rohstoffe inflationär wirken

Übersicht über die wichtigsten Veränderungen bei den weltweiten Ersparnissen und wie diese die Inflationsrate in der Vergangenheit beeinflusst haben:

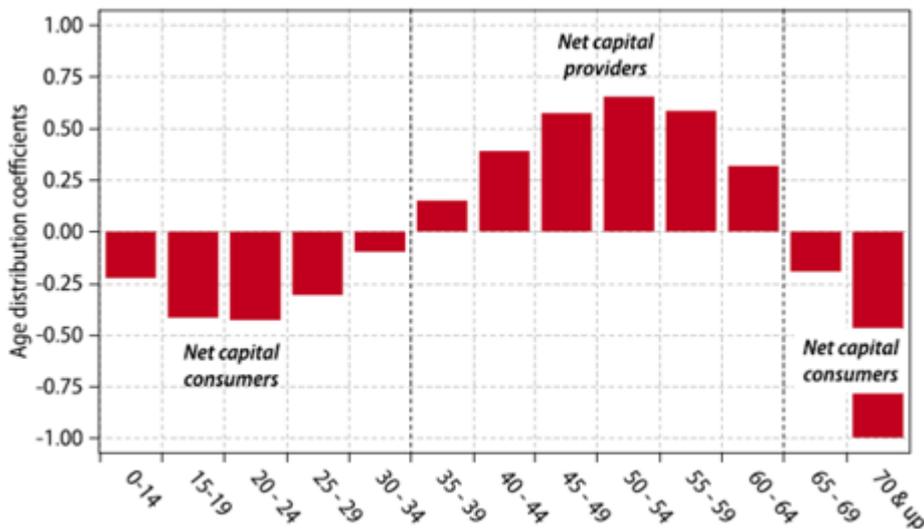
Während die Ersparnisüberschüsse aufgrund der demografischen Entwicklung bis 2015 noch anstiegen (steigende globale Kapitalgeberquote, d.h. deflationär), hat sich der strukturelle (demografische) Trend seitdem geändert und deutet nun auf mehr Inflation in den nächsten Jahrzehnten hin (sinkende globale Kapitalgeberquote)

NESTOR Gold

Quartalsbericht 1/2023

Über 70 Jährige werden Hauptkonsumenten des Kapitals

Regressionsanalyse von 85 Länder 1960–2005 (Bosworth & Chodorow-Reich, 2006)

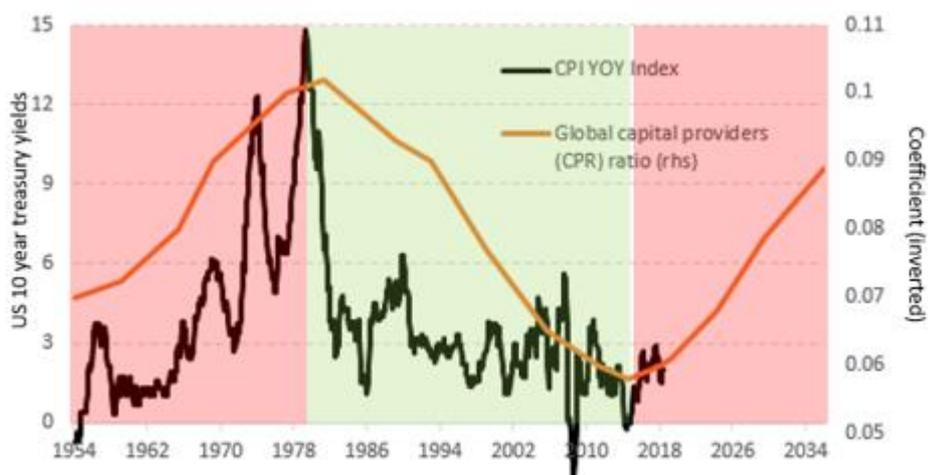


Quellen: Brookings, Gavekal Data/Macrobond, PwC, Konwave AG

Die Konsum- und Spargewohnheiten ändern sich mit zunehmendem Alter dramatisch. In den USA werden seit kurzem jedes Jahr etwa drei Millionen Menschen 70 Jahre alt.

Nach 35 Jahren hat der globale Spartrend gedreht

Globales Capital-Provider-Ratio (GDP-gewichtet) vs. US Inflation



Quellen: Brookings,

Gavekal Data/Macrobond, PwC, Konwave AG

NESTOR Gold

Quartalsbericht 1/2023



Leider tritt die Welt jetzt in eine neue Phase des "Entsparens" ein, da die Babyboomer beginnen, von ihren früheren Beiträgen in die private Altersvorsorge, Rentenplänen und dergleichen zu leben. Die Geschichte legt nahe, dass diese Phase wahrscheinlich inflationär sein wird

NESTOR Gold Quartalsbericht 1/2023



Disclaimer

Diese Ausarbeitung ist von Dr. Kohlhase Vermögensverwaltungsges. mbH (DKO) erstellt worden. Sie ist nur an denjenigen als Empfänger gerichtet, dem die Ausarbeitung willentlich von DKO zur Verfügung gestellt wird. Wird diese Ausarbeitung einem Kunden zur Verfügung gestellt, ist dieser allein der Empfänger, auch wenn die Ausarbeitung einem Mitarbeiter oder Repräsentanten des Kunden übergeben wird. Der Empfänger ist nicht berechtigt, diese Ausarbeitung zu veröffentlichen oder Dritten zur Verfügung zu stellen oder Dritten zugänglich zu machen.

Diese Ausarbeitung stellt weder ein Angebot noch eine Aufforderung zur Abgabe eines Angebots dar, sondern dient allein der Orientierung und Darstellung von möglichen geschäftlichen Aktivitäten. Die in dieser Ausarbeitung enthaltenen Informationen erheben nicht den Anspruch auf Vollständigkeit und sind daher unverbindlich. Soweit in dieser Ausarbeitung Aussagen über Preise, Zinssätze oder sonstige Indikationen getroffen werden, beziehen sich diese ausschließlich auf den Zeitpunkt der Erstellung der Ausarbeitung und enthalten keine Aussage über die zukünftige Entwicklung, insbesondere nicht hinsichtlich zukünftiger Gewinne oder Verluste. Die Inhalte dieser Information entsprechen dem Stand zum Zeitpunkt der Erstellung. Sie können aufgrund künftiger Entwicklungen überholt sein, ohne dass dieses Dokument geändert wurde.

Diese Ausarbeitung stellt ferner keinen Rat oder Empfehlung dar. Vor Abschluss eines in dieser Ausarbeitung dargestellten Geschäfts ist auf jeden Fall eine kunden- und produktgerechte Beratung durch Ihren Berater erforderlich.

Ausführliche produktspezifische Informationen entnehmen Sie bitte dem aktuellen vollständigen Verkaufsprospekt, den wesentlichen Anlegerinformationen sowie dem Jahres- und ggf. Halbjahresbericht. Diese Dokumente bilden die allein verbindliche Grundlage für den Kauf von Investmentanteilen. Sie sind kostenlos am Sitz der Kapitalanlagegesellschaft (LRI Invest S.A., 9a, Rue Gabriel Lippmann, L-5365 Munsbach) sowie bei Zahl- und Informationsstellen (European Depositary Bank SA, 3, Rue Gabriel Lippmann in L-5365 Munsbach, M.M.Warburg & CO KGaA, Ferdinandstr. 75 in D-20095 Hamburg, Erste Bank der österreichischen Sparkasse AG, Graben 21 in A-1010 Wien oder Dr. Kohlhase Vermögensverwaltungsges. mbH, Löwengrube 18 in D-80333 München) erhältlich.