

Eine neue Ära der Inflation – Zeit für Sachwerte und Edelmetalle?



Die Auswirkungen von steigender Inflation auf Gold und Goldminenaktien

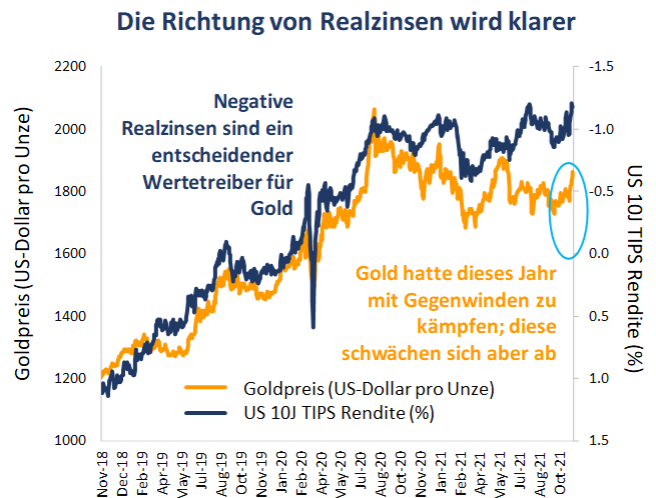
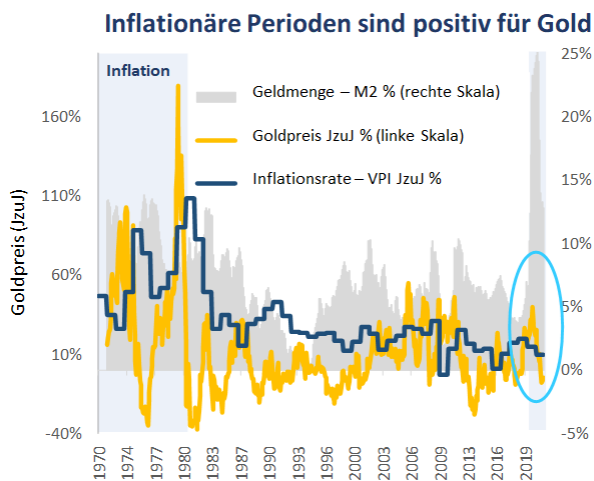
Baker Steel Capital Managers LLP

26. November 2021

1. Es wird immer deutlicher, dass Verbraucher und Unternehmen angesichts steigender Preise weltweit vor einer Inflationsperiode stehen, die ausgeprägter und langlebiger ist als von politischen Entscheidungsträgern Anfang dieses Jahres vorhergesagt. Als Edelmetallspezialisten identifizieren wir drei aktuelle Schlüsselrends für Investoren in diesem Sektor –
2. Inflationstrends setzen sich durch und erscheinen hartnäckiger als bisher angenommen.
3. Die Rückkehr zu Inflation ist positiv für Edelmetalle, welche in der Vergangenheit als Inflationsschutz fungiert haben.
4. Viele Goldminenbetreiber sind in der Lage, durch neue Technologien und kontinuierliche Verbesserungen höhere Kosten zu verkraften.

Da die vorübergehenden Inflationstreiber längerfristigen Tendenzen zu höheren Preisen weichen, stehen Anleger vor der Frage, wie sie ihre Portfolios am besten diversifizieren und gegen die schädlichen Auswirkungen von Inflation und Geldentwertung absichern können. Historisch gesehen sind reale Vermögenswerte und Rohstoffe, insbesondere Edelmetalle, in Zeiten der Inflation gediehen. Edelmetalle hinkten im Jahr 2021 vielen anderen Rohstoffen hinterher, da der Glaube von Anlegern an eine vorübergehende Inflation und das „Gespenst“ von Zinserhöhungen für Gegenwind für den Sektor sorgten. Dennoch ist jetzt ein Stimmungsumschwung im Gange, da die Anzeichen für eine anhaltende Inflation zunehmen und die negativen US-Realzinsen wahrscheinlich fortbestehen. Darüber hinaus sind Edelmetallminenunternehmen gut positioniert, um gegenüber den höheren Gold- und Silberpreisen einen operativen Hebel zu bieten. Einige Produzenten sehen sich jedoch auch mit einer potenziellen Kosteninflation konfrontiert, die die Margen erodieren könnte, während andere über Instrumente und Praktiken verfügen, die dazu beitragen, den Kostenanstieg zu begrenzen. Als langfristige Anleger in diesem Sektor sind wir der Ansicht, dass Selektivität der Schlüssel sein wird, um vom nächsten großen Schritt bei Edelmetallen zu profitieren.

<u>Kommt eine neue Ära der Inflation?</u>		<u>Wie können Investoren sich gegen Inflation absichern?</u>	
Kurzfristige Werttreiber -	Langfristige Werttreiber –	X	Anleihen werden von Inflation negativ beeinflusst.
<ul style="list-style-type: none">• Erholende Konsumentennachfrage• Unterbrechungen von Lieferketten• Steigende Energiepreise• Arbeitskräftemangel	<ul style="list-style-type: none">• Strukturelle Änderungen bei Lieferketten• Demographische Änderungen• Beabsichtigte Durchschnittsinflation• Historisch einmalige fiskale Anreize und Geldmengenwachstum	?	Aktien können mit Inflation steigen, sind jedoch Risiken durch hohe Bewertungen und nominale Zinserhöhungen ausgesetzt.
		✓	Sachwerte und Rohstoffe bieten einen Inflationsschutz.
		✓	Gold und Silber haben historisch in inflationären Phasen gedeiht.
		✓	Hochwertige, unterbewertete Edelmetallminen bieten eine operative Hebelwirkung auf höhere Goldpreise.



Quelle: Bloomberg. Stand: 11. November 2021.

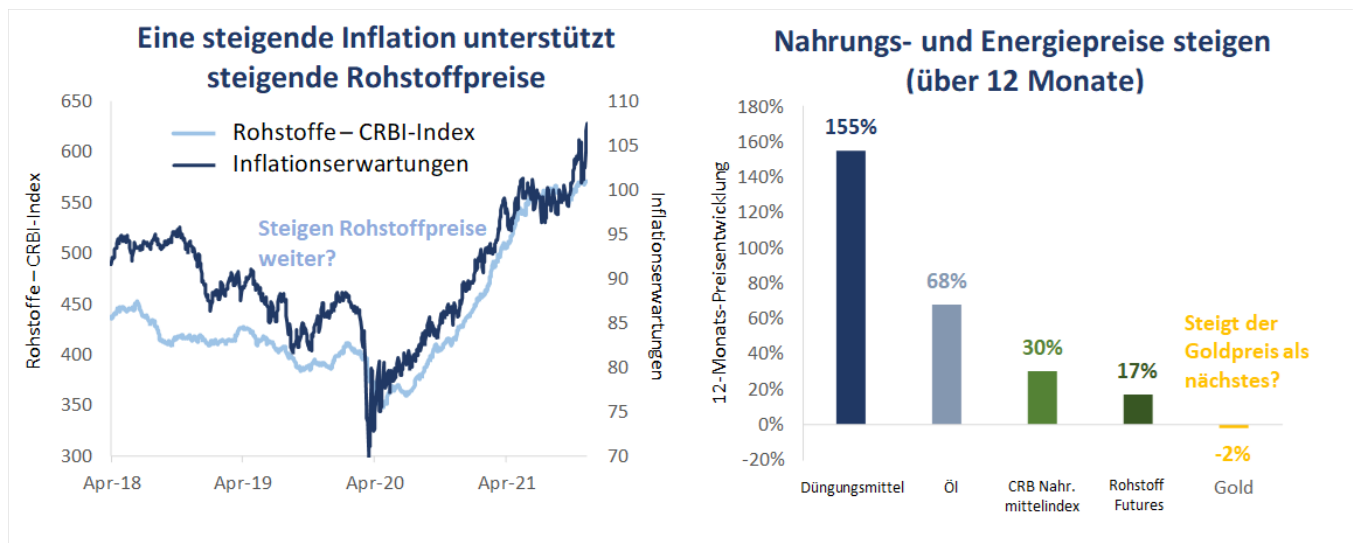
Bitte beachten: Rechte Y-Achse ist invers zu lesen.

Es überrascht vielleicht nicht, dass die politischen Entscheidungsträger nach Jahrzehnten anhaltend niedriger Inflation nur langsam erkannt haben, dass wir möglicherweise in eine neue Ära der Inflation eintreten. Da die jüngsten US-VPI-Zahlen jedoch die Erwartungen übertrafen und Unternehmen angesichts steigender Kosten zunehmend alarmiert wurden, gewinnt das Argument, dass die Inflation noch einige Zeit anhalten wird, an Bedeutung.

Die neue Inflationsära – Bleiben höhere Preise bestehen?

Die aktuellen Inflationstreiber sind vielfältig und umfassen sowohl angebots- und nachfrageseitige Faktoren als auch wirtschaftliche und politische Kräfte. Inflationsdruck wird zu einem bestimmenden Merkmal der Welt nach COVID, da Regierungen durch Anreize und Interventionen eine zentrale Rolle bei der Wirtschaftssteuerung einnehmen und die Politik von Zentralbanken die Geldentwertung und die finanzielle Repression vorantreibt. Die „Große Inflation“ der 1970er Jahre, in der Energiekrisen und Missmanagement der US-Geldpolitik die Verbraucherpreise zweistellig in die Höhe schossen, ist lange her. Zwar gibt es derzeit kaum Anzeichen dafür, dass eine solche Inflation wiederkehren könnte, aber eine längere Phase steigender Verbraucherpreise neben steigenden Rohstoffpreisen erscheint nun wahrscheinlich.

Auf der Nachfrageseite war die Erholung der Verbrauchernachfrage in den Industrieländern seit der Aufhebung der meisten COVID-19-Beschränkungen ein Hauptgrund für den steigenden Inflationsdruck. Die US-Einzelhandelsumsätze sind widerstandsfähig geblieben und deuten darauf hin, dass sich die Verlagerung hin zu Konsumausgaben für Waren statt für Dienstleistungen fortgesetzt hat. Bemerkenswert ist, dass die Gebrauchtwagenpreise Ende Oktober 2021 (Quelle: Manheim) gegenüber dem Vorjahr um 38 % gestiegen sind. Auf der Angebotsseite treibt die Knappheit nach der Pandemie die Preise in die Höhe, da sich erholende Lieferketten mit einer steigenden Verbrauchernachfrage konfrontiert sehen. Die Engpässe blieben in den letzten Monaten gravierend, wie die extreme Überlastung der Häfen vor allem an der US-Westküste zeigt. Darüber hinaus zeigt der Arbeitsmarkt einen akuten Arbeitskräftemangel, insbesondere erneut in den USA, der sich ebenfalls auf die Lieferketten auswirkt und die Kosten in die Höhe treibt. Es scheint, dass viele Arbeitnehmer, die während der Pandemie aus dem Arbeitsmarkt ausgeschieden sind, nur langsam zurückkehren, während andere sich stattdessen für Teilzeitarbeit oder Vorruhestand entscheiden.



Quelle: Bloomberg. Stand: 11 November 2021.

Auf den ersten Blick scheint diese Dynamik kurzfristig zu sein; basierend auf der Erholung der Geschäftstätigkeit von der COVID-19-Krise. Mehrere weitere Faktoren deuten jedoch darauf hin, dass sich eine steigende Inflation als mehr als nur eine vorübergehende Phase erweisen wird. Erstens werden sich die beispiellosen wirtschaftlichen Bedingungen der letzten zwei Jahre und die politische Reaktion auf die COVID-19-Krise nachhaltig auf die Nachfrage auswirken. Auf dem Höhepunkt der Krise beschleunigte sich das Wachstum der US-Geldmenge im Jahresvergleich auf über 25 % und liegt heute immer noch bei rund 12 % im Jahr zu Jahr Vergleich. Ein ähnlich schnelles Wachstum der öffentlichen Schulden während der Pandemie zeigt kaum Anzeichen einer Verlangsamung; sie ist in den zwei Jahren bis Oktober 2021 um 26 % gestiegen, verglichen mit rund 12 % in den beiden Jahren davor. Steigende Staatsausgaben auf sehr hohem Niveau scheinen eine Bestandsgröße zu sein, ebenso wie „leichtes Geld“, ungeachtet der prognostizierten Drosselung und moderaten nominalen Zinserhöhungen durch die US-Notenbank. Diese Faktoren sprechen für einen längerfristigen, nachfragebedingten Inflationsdruck, der in einigen Volkswirtschaften durch demografische Faktoren, insbesondere durch die Bevölkerungsalterung, noch verstärkt wird.

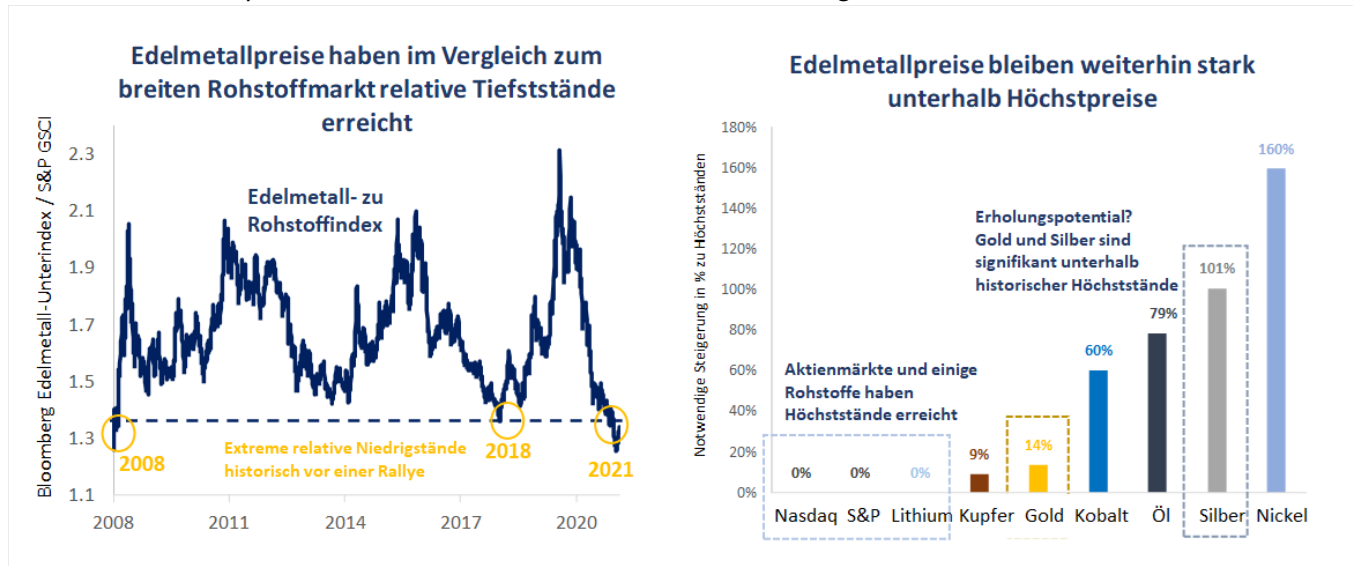
Längerfristige, angebotsseitige Inflationsfaktoren deuten ebenfalls darauf hin, dass eine erhöhte Inflation anhalten wird. Wir sind insbesondere der Ansicht, dass ein Strukturwandel im Gange ist, da die durch die Globalisierung erzeugten billigen Inputs erodieren. Der geopolitische Trend zur Entglobalisierung, der bereits vor der Pandemie aufgetreten ist und oft von einer populistischen Wirtschaftspolitik unterstützt wird, hat sich nach der Krise verstärkt, da Regierungen und Bevölkerungen die Fragilität und die Risiken, die durch die Abhängigkeit von langwierigen internationale Lieferketten entstanden sind, vermindern möchten. Wir erwarten, dass sich der Trend des „Reshoring“ fortsetzt, welcher die Kosten für die heimische Industrie in die Höhe treiben und den Inflationsdruck schüren wird. In der Zwischenzeit könnten andere inflationäre Elemente des Erbes der COVID-19-Krise länger als erwartet bestehen bleiben. Insbesondere im Hinblick auf die Arbeitsmärkte dürften die Lohnerhöhungen in vielen Sektoren nicht leicht rückgängig zu machen sein, was die Kosten für die Unternehmen für einige Zeit hochhält.

Höhere Inflationsraten werden für Regierungen schnell zu einem zentralen Thema, doch es ist klar, dass die Fähigkeit politischer Entscheidungsträger, die Inflationskräfte zu kontrollieren, begrenzt bleibt. Nachdem im letzten Jahrhundert jahrzehntelang versucht wurde, die Inflation zu kontrollieren, hat der niedrige Preisanstieg im 21. Jahrhundert zu einer grundlegenden Änderung des Ansatzes der Zentralbanker beim Inflationsmanagement geführt. Angeführt von der US-Notenbank wird im Gegensatz zu Inflationsgrenzen nun ein durchschnittliches Inflationsziel festgelegt. Die Bereitschaft der Zentralbanker, zuzulassen, dass die Inflation über einen längeren Zeitraum über dem Zielniveau liegt, ist eine deutliche Abkehr von der bisherigen Politik und kann dazu beitragen, eine neue Ära der erhöhten Inflation einzuleiten. In den letzten Monaten hat man bei Fed-Beamten einen subtilen Tonwechsel gesehen, weg von der Feststellung eines „vorübergehenden Inflationsdrucks“, hin zu der Erkenntnis, dass jetzige Inflationsraten die Markterwartungen übertreffen und länger andauern könnte. Anleger können zunehmend erkennen, dass politische Entscheidungsträger erst dann eingreifen werden, wenn die Inflation außer Kontrolle zu geraten scheint.

Die ultimativen Sachwerte – Stellen Gold und Goldminen einen Inflationsschutz dar?

Die Aussicht auf eine höhere Inflation hat für Anleger eine Vielzahl von Auswirkungen, und traditionelle Portfolios, die sich auf den allgemeinen Aktienmarkt und Anleihen konzentrieren, müssen möglicherweise diversifiziert werden, um Risiken zu steuern und Renditen zu erzielen. Anleihen werden von Inflation negativ beeinflusst, da steigende Preise Zinszahlungen erodieren, während das Bild bei Aktien gemischer ist. Die breiten Aktienmärkte haben sich in den Jahren seit dem Ende der globalen Finanzkrise bei leichtem Geld und stabilen Wirtschaftsbedingungen gut entwickelt, aber die Risiken sind unter inflationären Bedingungen höher. Die wichtigsten Aktienmärkte befinden sich auf oder in der Nähe von Allzeithochs, und die Mehrzahl der notierten Unternehmen sind durch steigende Betriebskosten, Lageraufbau und höhere Zinsaufwendungen mittels eine Preis-Kosten-Schere gefährdet, was sich auf die Fähigkeit der Unternehmen zum Rückkauf von Aktien auswirkt. Reale Vermögenswerte erscheinen in einem inflationären Umfeld attraktiver, behalten ihren Wert angesichts steigender Preise, und Inflationsphasen waren historisch gesehen positiv für die Rohstoffmärkte.

Vor diesem Hintergrund betrachten wir Gold als den ultimativen Sachwert und als einen effizienten Inflationsschutz. Gold ist ein Wertaufbewahrungsmittel, ein knappes und einzigartiges Gut, für das niemand sonst haftet und das im Laufe der Zeit alle Fiat-Währungen übertrifft hat. Viele Rohstoffe haben bereits auf die steigende Inflation reagiert, wobei Lithium, Öl und Kupfer im Jahr 2021 bis jetzt 225%, 68% bzw. 26% zugelegt haben (Stand 11.11.21 in USD). Der Goldpreis ist seit Jahresbeginn (in US-Dollar) nach wie vor im negativen Bereich, doch in den letzten Wochen gibt es Anzeichen für eine Dynamik, die durch zunehmende Anzeichen einer steigenden Inflation verstärkt wird.



Quelle: Bloomberg. Stand: 11. November 2021.

Nachdem sich Gold über einen Großteil des letzten Jahres konsolidiert hat, glauben wir, dass dem gelben Metall im Vergleich zu anderen Rohstoffen eine Phase der Outperformance bevorsteht. Sollte sich der Inflationszyklus wie von uns erwartet fortsetzen, könnte die jüngste Trendwende den Beginn der lang erwarteten Bewegung in Richtung neuer Höchststände beim Goldpreis markieren.

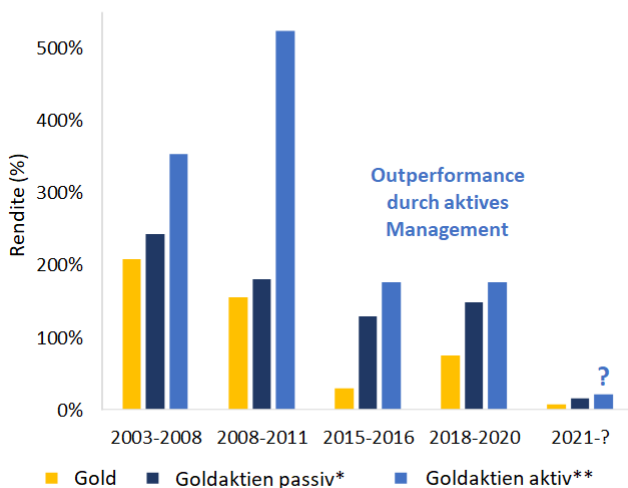
Erhebliches Aufwärtspotenzial für Goldminen – Aber sind die Kosten kontrollierbar?

Wie bei früheren Rallyes im Goldsektor zu sehen war, können Edelmetallminen im Vergleich zu einer Anlage im physischen Metall ein deutlich höheres Aufwärtspotenzial bieten. Die jüngste Geschichte hat die operative Hebelwirkung gezeigt, die Goldminenaktien bei einem steigenden Goldpreis bieten können, jedoch hat die schwache Anlegerstimmung im Jahr 2021 dazu geführt, dass der Goldaktiensektor sowohl auf relativer als auch auf fundamentaler Basis unterbewertet ist. Die Rückkehr von Inflation bietet Goldminen die Chance, bei höheren Goldpreisen eine Margenausweitung zu erzielen, birgt aber auch Risiken. Wie bei den allgemeinen Aktienmärkten drohen steigende Kosten die Gewinne zu drücken und die Vorteile von höheren Goldpreisen für einige Minenbetreiber zu untergraben.

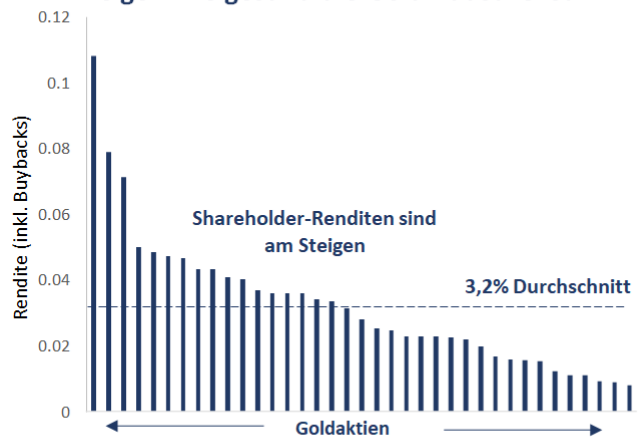
Die Betriebskosteninflation bei den Edelmetallproduzenten beträgt derzeit etwa 2-5%, was hauptsächlich auf die Arbeitskosten, insbesondere in Nordamerika und Australien, sowie auf höhere Öl- und Stahlpreise zurückzuführen ist. Qualitätsunternehmen gleichen dies jedoch teilweise durch Kostenverbesserungen in drei Schlüsselbereichen aus. Erstens haben Änderungen der Arbeitspraktiken, die in einigen Fällen durch die COVID-19-Krise ausgelöst wurden, vielen Minenunternehmen ermöglicht, flexibler zu arbeiten, Schichtmuster anzupassen und mit weniger Personal vor Ort zu arbeiten. Zweitens ermöglichen neue Technologien weitere Effizienzsteigerungen, insbesondere durch Automatisierung, Remote-Mining und fahrerlose Fahrzeuge, die den Herstellern eine weitere Kostenkontrolle ermöglichen. Drittens sehen wir kontinuierliche Verbesserungen in der gesamten Branche, während die Managementteams nach Effizienz streben. So bietet beispielsweise der zunehmende Einsatz erneuerbarer Energien bei Bergbauprojekten weitere Kostenvorteile. Öl macht ca. 20 % der Kosten der Minengesellschaften aus, wir gehen jedoch davon aus, dass diese weiter reduziert werden, da erneuerbare Energien, insbesondere Solarenergie, eine praktikable Alternative darstellen. Die zunehmende Nutzung erneuerbarer Energien bei Minenbetreibern dürfte insbesondere mit dem Inkrafttreten von CO2-Steuern an Bedeutung gewinnen.

Kapitalkosteninflation ist ein wichtigeres Thema für die Branche, da einige Unternehmen hier mit einer Inflation von rund 30 % konfrontiert sind, hauptsächlich aufgrund von Logistikkosten und Lieferkettenproblemen. Steigende CAPEX sind ein besonderes Problem für Unternehmen, die unter Druck stehen, große neue Projekte zu bauen, um die Produktion zu steigern oder aufrechtzuerhalten. Eine Auswahl von Minenunternehmen mit Brownfield-Entwicklungsprojekten kann diesen Unternehmen jedoch ein Wachstum ermöglichen, ohne dass die Kosten im gleichen Maße wie bei neuen Projekten steigen müssen. Unternehmen mit dieser Art von Vermögenswerten bleiben unsere Präferenz.

Historische Goldrallyes – Bessere Rendite durch aktiv gemanagte Goldaktien



Steigende Dividenden und Buybacks zeigen wie gesund die Goldindustrie ist



Quelle: Baker Steel Capital Managers LLP, Bloomberg. Stand: 22. November 2021.

*Passive Goldaktien werden durch den EMIX Global Mining Gold Index repräsentiert. **Aktive Goldaktien sind durch den BAKERSTEEL Precious Metals Fund und den Genus Dynamic Gold Fund (pre-2015) repräsentiert.

Unser Ziel ist es, in Produzenten zu investieren, die unter diesen Marktbedingungen eine Margenausweitung sehen werden, hauptsächlich durch die Kontrolle der Kosteninflation, während sie gleichzeitig von höheren Goldpreisen profitieren. Insgesamt befindet sich der Goldminensektor nach Jahren der Kapitaldisziplin und der Kostenorientierung im Zuge der letzten Goldbaisse in einer gesunden Verfassung. Während die operativen Ergebnisse des dritten Quartals 2021 zum Teil aufgrund steigender Kosten schwächer ausfielen als erwartet, erwirtschafteten die meisten Unternehmen einen robusten freien Cashflow. Es gibt Unterschiede zwischen den Unternehmen in Bezug darauf, wie explizit die Kosteninflation angegeben wird, und wir erwarten, dass Anfang 2022 ein klareres Bild vorliegt. Insgesamt sind wir der Ansicht, dass die meisten mittel- bis großkapitalisierten Edelmetallminen diszipliniert gemanagt werden und diese in der Regel Goldpreise von 1.200-1.350 USD/Unze für Reserven und Planung annehmen. Wir sehen jedoch, dass einige Goldminen-Juniors mit höheren Preisen

kalkulieren. Die Margen der Produzenten sind insgesamt stark geblieben, da die durchschnittlichen nachhaltigen Gesamtkosten für die Goldindustrie bei etwa 1.100 USD/Unze liegen, die Aktionärsrenditen steigen und wir das Potenzial für deutlich höhere Dividenden sehen, wenn Margen weiter steigen.

Von den Branchenführern wird eine nachhaltige und organisch wachsende Produktion aufgezeigt, während die Explorationsinvestitionen von vielen hochwertigen Unternehmen erhöht werden, was zu ermutigenden Ergebnissen führt. Im Gegensatz dazu haben bestimmte Unternehmen mit geringerer Qualität Probleme beim Ersatz von gesicherten Gold- und Silbervorkommen. Selektive Fusionen und Übernahmen rücken in den Fokus, wobei kanadische Ziele am häufigsten genannt werden, da bedeutende Steuerpools bei potenziellen Erwerbungen vorhanden sind.

Die Berichterstattung über Umwelt, Soziales und Unternehmensführung (Environmental, Social and Governance, ESG) gewinnt jetzt in der gesamten Branche immer mehr an zentraler Bedeutung, und der Zugang zu qualitativ hochwertigen Daten ist für Baker Steel als aktive Investoren in diesem Sektor ein sehr wichtiges Thema. Unser Team war bei der Einführung eines regulierten, rigorosen und fundierten ESG-Ansatzes der Konkurrenz voraus, und wir sehen Belege dafür, dass dieser Ansatz zu überlegenden potenziellen Renditen führt. Das ESG-Framework von Baker Steel umfasst die anfängliche Vorabprüfung von Unternehmen, das Scoring über 38 Metriken, die Integration der ESG-Scores von Unternehmen in die Investitionsentscheidungen, sowie die kontinuierliche Überwachung und Einbindung. Wir glauben, dass Baker Steel aufgrund unseres umfassenden ESG-Rahmens und unseres aktiven Engagements für ESG-Themen als führender Anbieter von ESG-Investitionen im Minensektor in Europa angesehen werden kann.

Ein Wendepunkt für die Edelmetallbranche

Für einen Großteil des Jahres 2021 war der Edelmetallsektor in einer negativen Stimmung versunken, da der Goldpreis aufgrund der Bedenken von Anlegern über mögliche nominale Zinserhöhungen und der Überzeugung, dass Inflationskräfte, die sich auf die Weltwirtschaft nach COVID-19 auswirken würden, nachlassen würde, mit Gegenwind konfrontiert war. Während einige Faktoren, die die Inflation antreiben, vorübergehend erscheinen, wie die Erholung der Verbrauchernachfrage und anfällige Lieferketten im Zuge von COVID-19, scheinen andere, wie strukturelle Veränderungen in den Lieferketten und ein beispielloses Geldmengenwachstum, wahrscheinlich anzuhalten und werden in den nächsten Monaten möglicherweise an Bedeutung zu gewinnen.

Wir glauben, dass wir jetzt den Wendepunkt erreicht haben, an dem Anzeichen dafür vorliegen, dass wir in eine Phase anhaltend höherer Inflation eintreten, wobei Nominalzinserhöhungen wahrscheinlich begrenzt bleiben und bereits weitgehend eingepreist sind. Die Geschichte deutet darauf hin, dass ein solches wirtschaftliches Umfeld für Gold und Silber sehr unterstützend sein wird, vor allem aufgrund der Auswirkungen auf die Realzinsen, die voraussichtlich negativ bleiben und möglicherweise weiter sinken werden. Die Zeit wird zeigen, ob inflationäre Faktoren anhalten, aber die Wahl, vor der die Anleger heute stehen, ist klar. Inflation stellt eine Bedrohung für traditionelle Portfolios dar, die sich auf den breiten Aktienmarkt und Anleihen konzentrieren, und die Notwendigkeit einer Diversifizierung war noch nie so offensichtlich. Reale Vermögenswerte werden wahrscheinlich immer attraktiver und Gold als ultimativer realer Vermögenswert wird in den kommenden Monaten möglicherweise stark anziehen, da Anleger Schutz vor steigenden Preisen suchen.

Angesichts der guten aktuellen Position der Goldminenunternehmen, die starke Margen und steigende Aktionärsrenditen aufweisen, scheint der Sektor für eine Phase der Erholung und Outperformance bereit zu sein. Als aktive Manager in diesem Sektor sind wir der Meinung, dass die derzeitige Unterbewertung von Edelmetallaktien diesen Sektor bei den aktuellen Goldpreisen attraktiv macht. Sollte jedoch eine neue Ära der Inflation die Goldpreise auf neue Höchststände treiben, glauben wir, dass ein aktiv verwaltetes Portfolio von Goldaktien mit Schwerpunkt auf hochwertigen Aktien, einem robusten Risikomanagement und ESG das Potenzial hat, deutlich höhere Renditen zu erzielen als solche Depots, die in passive Anlagen in Gold oder Goldaktien investieren.

Über Baker Steel Capital Managers LLP

*Baker Steel Capital Managers LLP managt einen im Vereinigten Königreich und einen in Australien aufgelegten Goldaktienfonds, den **BAKERSTEEL Precious Metals Fund**, **BAKERSTEEL Electrum Fund**, und einen an der Londoner LSE notierten Investment Trust.*

*Baker Steel hat eine starke Erfolgsbilanz bei der Outperformance im Vergleich zu seinen Mitbewerbern und relativ zu einer passiven Position in Gold oder Goldaktien. Die Fondsmanager Mark Burridge und David Baker wurden für **2021** mit **zwei Sauren-Goldmedaillen** ausgezeichnet und wurden bei den **Mines & Money Awards 2020 und 2019** als Fondsmanager des Jahres ausgezeichnet.*

*Der BAKERSTEEL Precious Metals Fund ist **zum vierten Mal in Folge ein Gewinner der Lipper Fund Awards im Jahr 2021**, während der **von Baker Steel gemanagte Investment Trust der Investment Week als Investment Company of the Year 2021, 2020, 2019, Natural Resources**, ausgezeichnet wurde.*

Wichtig

Bitte beachten: Dieser Bericht ist ein Marketingdokument und wurde von Baker Steel Capital Managers LLP (eine Personengesellschaft mit beschränkter Haftung nach englischem Recht, eingetragen in England unter der Nr. OC301191 und zugelassen und reguliert von der Financial Conduct Authority) als Information für eine begrenzte Anzahl von institutionellen Anlegern (im Sinne der Definition im Fondsprospekt) herausgegeben. Er ist vertraulich und ausschließlich für die Verwendung durch die Person bestimmt, an die er adressiert ist. Dieses Dokument stellt kein Angebot zur Ausgabe oder zum Verkauf oder eine Aufforderung zur Abgabe eines Angebots zur Zeichnung oder zum Kauf von Anteilen oder anderen Beteiligungen dar und ist auch kein Bestandteil eines solchen Angebots. Außerdem bildet weder dieses Dokument noch die Tatsache, dass es veröffentlicht wird, die Grundlage für einen diesbezüglichen Vertrag, und eine Berufung auf dieses Dokument im Zusammenhang mit einem Vertrag ist nicht möglich. Empfänger dieses Dokuments, die beabsichtigen, Anteile oder Beteiligungen an Fonds von Baker Steel zu zeichnen, werden darauf hingewiesen, dass eine solche Zeichnung ausschließlich auf der Basis der Informationen und Meinungen erfolgen kann, die in den entsprechenden Prospekten oder anderen diesbezüglichen Angebotsunterlagen enthalten sind und den von den hier enthaltenen Informationen und Meinungen abweichen können. Dieser Bericht darf nicht vervielfältigt oder einer anderen Person zur Verfügung gestellt werden und keine andere Person darf sich auf seinen Inhalt berufen. Die Veröffentlichung dieser Informationen stellt kein Angebot dar, sich an einem Investment zu beteiligen, und ist kein Bestandteil eines solchen Angebots. Dieser Bericht erhebt nicht den Anspruch einer Anlageberatung. Die Wertentwicklung in der Vergangenheit ist kein verlässlicher Hinweis für eine zukünftige Wertentwicklung. Die zukünftige Wertentwicklung kann gegebenenfalls wesentlich schlechter ausfallen als in der Vergangenheit und unter Umständen zu erheblichen Verlusten oder zum Totalverlust führen.