

---

## Von der Pandemie in den Krieg

Anlagebericht – 31. März 2022



## Von der Pandemie in den Krieg

Die Pandemie ist weitgehend aus den Schlagzeilen gewichen und hat nahtlos dem Krieg in der Ukraine Platz gemacht. An den Finanzmärkten haben im ersten Quartal ausser Gold alle Anlagekategorien Verluste erlitten. Ob die Börsenweisheit, wonach politische Börsen kurze Beine haben – sprich der Rückschlag in Ausmass und Dauer nur mässig ausfällt – auch in diesem Konflikt gilt, bleibt abzuwarten.

Nicht erst mit dem Überfall der russischen Armee auf die Ukraine sind die Aktienkurse weltweit getaucht. Bereits im Januar und im Februar standen die Notierungen unter Druck. Neben der Furcht vor einem Krieg waren es die immer höher strebenden Inflationszahlen und die dadurch anziehenden Renditen an den Obligationenmärkten, welche den Anlegerinnen und Anlegern nach der schäumenden Silvesterparty einen gehörigen Kater samt anschliessendem Januarloch bescheren.

Auf Gesamtmarktebene hat es Deutschland, die Region Asien/Pazifik (ohne Japan) sowie die amerikanische Technologiebörse Nasdaq mit Quartalsverlusten von rund 9, 8 und 7% besonders schlimm erwischt. Besser abgeschnitten haben die USA und die Schweiz, wo die Leitindizes am 31. März «nur» noch um die 5% im Minus notierten. Und in Japan ist von einer tiefgreifenden Krise im Index überhaupt nicht zu erkennen. Der MSCI Weltaktienindex (in US-Dollar) weist einen Verlust von rund 5% aus.

In diesen Zahlen kommt die enorme Volatilität indes kaum zum Ausdruck. So ist etwa der Nasdaq-Composite-Index vom 31. Dezember bis zum 17. März um mehr als 20% in die Tiefe gerauscht und hat sich seither um rund 16% erholt. Andere Märkte zeigten zum Teil ähnliche Schwankungen.

Als Fels in der Brandung hat sich einmal mehr das Gold bewährt, welches in US-Dollar gerechnet rund 7% höher notiert als zu Beginn des Jahres. Regelrechte Preisexplosionen haben die Rohstoffe erlebt. Dies gilt nicht nur für die omnipräsenten Energieträger wie Öl und Erdgas (+33 bzw. 56% seit Silvester), sondern beispielsweise auch für Aluminium und Weizen (+24 bzw. +30%). Der Blick auf den GS-Commodity-Index zeigt ein Plus von 29%.

Eine völlige Abkehr von russischen Energielieferungen würde Europa wahrscheinlich in eine Rezession stürzen. Immerhin liefert Russland, welches zwar nur knapp 2% am globalen Bruttoinlandprodukt ausmacht, 40% des in der EU konsumierten Erdgases (in Deutschland noch mehr) und ist – zusammen mit der Ukraine – auch bei anderen Rohstoffen wie etwa Weizen und industriellen Mineralstoffen ein wichtiger Mitspieler auf dem Weltmarkt.

### Bedrohte Konjunktur

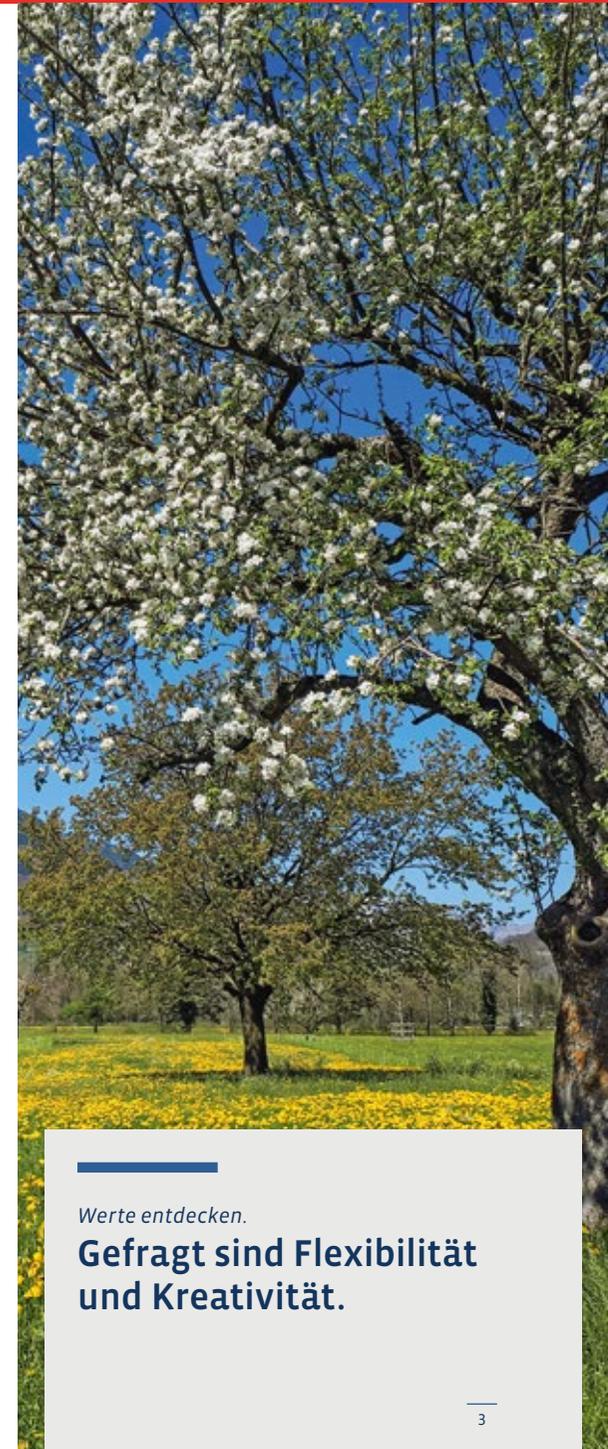
Natürlich könnte der russische Präsident den Spiess auch umdrehen und den Öl- und Gasfluss in Richtung Westen von sich aus kappen. Das Resultat für Europa, aber vermutlich auch für den Rest der Welt, wäre dasselbe: Durch die Decke schiesende Energiepreise, höhere Inflation, Betriebsunterbrüche, Pleiten, Kurzarbeit, höhere Arbeitslosigkeit und Rezession.

Mit der russischen Invasion hat sich der Konjunkturausblick so oder so spürbar eingetrübt. Schaut man sich die von Bloomberg zusammengetragenen Schätzungen an (siehe Tabelle «Durchschnittliche Wachstums- und Inflationsprognosen der von «Bloomberg Composite Contributor Forecast» befragten Ökonomen»), wird für 2022 in den meisten Ländern zwar noch immer eine Expansion des

### Entwicklung der Aktienmärkte seit Anfang Jahr:

		Dez. 2021	März 2022	Veränderung
Asien ex Japan	MSCI AC Asia ex Japan	606.8	558.3	-8.0%
Europa	DJSTOXX 600	1'098.7	1'032.5	-6.0%
Japan	MSCI Japan	2'538.1	2'498.4	-1.6%
Schweiz	SPI	16'444.5	15'538.6	-5.5%
USA	MSCI USA	13'304.0	12'598.1	-5.3%
Welt	MSCI AC Welt Index	9'755.7	9'253.0	-5.2%
Hedge Funds	HFRX Global HF	1'430.9	1'411.5	-1.4%

Indexentwicklung in lokaler Währung. Ausnahmen Asien ex Japan und Welt in USD. MSCI-Indizes sind Net Total Return.



Werte entdecken.

**Gefragt sind Flexibilität und Kreativität.**

Bruttoinlandprodukts erwartet. Die Erwartungen liegen jetzt aber teilweise deutlich unter den Werten des Jahresendes, und weitere Kürzungen fließen laufend in die Prognosen ein.

Ein Beispiel: Während die Bloomberg-Schätzungen für Deutschland momentan bei 2,5% Wachstum für das laufende Jahr stehen, rechnet der «Sachverständigenrat zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung» in Deutschland, die sogenannten «Fünf Wirtschaftsweisen»

Durchschnittliche **Wachstums- und Inflationsprognosen** der von «Bloomberg Composite Contributor Forecast» befragten Ökonomen:

	Reales BIP Wachstum		Kern-Teuerung	
	2022	2023	2022	2023
China	5.0%	5.2%	2.2%	2.2%
Deutschland	2.5%	2.7%	5.5%	2.2%
EU	3.5%	2.5%	5.3%	2.3%
Grossbritannien	4.0%	1.8%	6.6%	3.0%
Japan	2.4%	1.7%	1.3%	0.9%
Schweiz	2.8%	1.8%	1.3%	0.7%
USA	3.5%	2.3%	6.2%	2.6%

seit neuestem nur noch mit 1,8%. Auch für die Euro-Zone fällt die Prognose der Wirtschaftsweisen mit 2,9% unter der der Bloomberg-Auguren aus. In der Schweiz hat das Staatssekretariat für Wirtschaft (Seco) die Wachstumsprognose jüngst von 3,2 auf 3% gesenkt, was ungefähr mit den aktuellen Konsens-Schätzungen von Bloomberg übereinstimmt.

In Sachen Teuerung sind die Erwartungen dagegen in die andere Richtung gelaufen, nämlich nach oben. In der Schweiz (Seco) etwa von 1,2 auf 1,9%. Einen besonders heftigen Inflationsschub erwarten die Auguren im laufenden Jahr für Grossbritannien, Italien sowie die USA, wo momentan Werte im Bereich von über 6% veranschlagt werden.

#### Anziehende Obligationenrenditen

Die Obligationen-Renditen sind im ersten Quartal weiter geklettert. Teilweise hat sich die Bewegung mit dem Ausbruch des Krieges noch akzentuiert. Allerdings war der Auftrieb schon davor gut sichtbar, haben die Märkte doch auf die erhöhten Inflationserwartungen reagiert. Die Renditen der zehnjährigen Staatsanleihen haben seit Jahresbeginn überall angezogen. Mit rund 2,3% hat dieser Wert in den USA den höchsten Stand seit 2019 erklommen.

Für die Schweiz und Deutschland beobachten wir aktuell rund 0,55%, in Grossbritannien 1,6 und in Italien über 2%. Kaum erstaunlich, dass sich seit Anfang Januar auch die Spreads gegenüber deutschen Bundesanleihen in den sogenannten

Die **von uns eingesetzten Aktienfonds** haben seit Jahresbeginn die folgenden Renditen erzielt:

Aberdeen Asia Pacific (USD)	-8.4%
Barings ASEAN Frontiers Equities (USD)	-4.5%
GAM Japan Stock Fund (CHF hedged)	-5.2%
GAM Japan Stock Fund (€ hedged)	-5.3%
Strategy Certificate SIM-Swiss Stock Portfolio Basket	-6.9%
iShares Core SPI ETF (CHF)	-6.0%
iShares Stoxx Europe 600 ETF (€)	-7.0%
Performa European Equities (€)	1.6%
Performa US Equities (USD)	-16.9%
BB Adamant Medtech & Services Fund (CHF)	-5.4%
BB Adamant Medtech & Services Fund (€)	-4.3%
BB Adamant Medtech & Services Fund (USD)	-6.4%

Performance in Fondswährung. Quelle: Bloomberg oder jeweilige Fondsgesellschaft.

PIIGS-Ländern (Portugal, Irland, Italien, Griechenland, Spanien) spürbar ausgeweitet haben. Einen deutlichen Auftrieb gab es in Europa sodann ausserhalb der Euro-Zone. So werfen polnische Staatsanleihen jetzt 5,1% ab, tschechische 3,8 und norwegische 2,5%.

Bei den Notenbanken ist der Druck ebenfalls angekommen, doch ist das Feld derjenigen, welche bereits eine Leitzinserhöhung durchgeführt haben, noch überschaubar. Neben der US-Notenbank Federal Reserve (Fed) hat beispielsweise auch die Bank of England ihren Referenzzsatz unlängst um 25 Basispunkte auf 0,5% erhöht.

Dagegen hält sich die Europäische Zentralbank (EZB) noch zurück. Die vom Ukraine-Krieg ausgehende, grosse Unsicherheit wird die Pläne der Europäer, ebenfalls langsam in Richtung normaler Geldpolitik zu gehen, deutlich erschweren.

Bei den Währungen hat sich erneut gezeigt, was von Anlegerinnen und Anlegern als sicherer Hafen eingestuft wird, nämlich der Franken und der US-Dollar. Der Euro tendiert dagegen schwächer, der russische Rubel ist zeitweise implodiert, hat sich danach aber wieder beträchtlich erholt. Seit Anfang Jahr hat sich der Greenback gegenüber dem Franken um 1% aufgewertet, der Euro ist – nach einem kurzen Abstecher unter die Parität – um über 1% gefallen.

**Andere von uns eingesetzte Fonds**  
haben sich wie folgt entwickelt:

Acatis IfK Value Renten Fond (CHF hedged)	-9.5%
Acatis IfK Value Renten Fond (€)	-9.6%
BCV Liquid Alternative Beta Fund (CHF hedged)	-1.5%
BCV Liquid Alternative Beta Fund (Euro hedged)	-1.5%
BCV Liquid Alternative Beta Fund (USD)	-1.2%
Franklin Templeton K2 Alternative Strategies Fund (CHF hedged)	-4.2%
Franklin Templeton K2 Alternative Strategies Fund (€ hedged)	-4.1%
Franklin Templeton K2 Alternative Strategies Fund (USD)	-3.9%
Lyxor ETF Euro Corp. Bond Fund (€)	-4.9%
Pictet CH-CHF Bond Fund	-6.1%
Swiss Rock Absolut Ret. Bond Fund (CHF hedged)	-1.4%
Swiss Rock Absolut Ret. Bond Fund (€ hedged)	-1.3%
ZKB ETF Gold (USD)	7.4%

Performance inkl. reinvestierte Ausschüttung, wo anwendbar.

Die Zinsen dürfte angesichts der Inflationsproblematik vorerst weiter steigen. Die Notenbanken sind gezwungen, einer allfälligen Lohn-Preis-Spirale über höhere Leitzinsen vorzubeugen, was vor allem für die Europäische Zentralbank (EZB) angesichts der Rekordverschuldung einiger Mitgliedländer eine gigantische Herausforderung ist. Auf der anderen Seite des Atlantiks liegt die amerikanische Notenbank, das Fed, ebenfalls hinter der Kurve zurück, will heissen, hätte früher mit Zinserhöhungen anfangen müssen. Nach der nun erfolgten ersten Erhöhung rechnet der Markt in den kommenden zwölf Monaten mit 5 bis 7 weiteren Schritten.

**Ungewissheiten so weit das Auge reicht**

Der weitere Börsenverlauf hängt vom Verlauf des Krieges sowie den draus resultierenden wirtschaftlichen Implikationen ab, beides höchst ungewiss. Der Westen hadert zwischen noch härteren Sanktionen und der Angst, sich damit ins eigene Bein zu schiessen. Putin scheint vor nichts zurückzuschrecken, und alle Welt fragt sich, wer oder was ihn auf diplomatischem Weg zur Vernunft bringen könnte, um das Blutvergiesen und die Zerstörung zu stoppen.

Alle Welt? Nein! Es ist ja nun leider nicht so, dass er völlig isoliert dastehen würde. China übt sich im Eiertanz zwischen Freundschaft zu Moskau und

Angst vor westlichen Wirtschafts-Repressalien, und Indien wie auch viele andere Länder wollen in der Invasion offenbar auch nicht allzu viel Verwerfliches erkennen. Das eigene Hemd ist eben auch (oder gerade eben) in der Politik jedem am nächsten. Entsprechend suchen die Aktienkurse unter grosser Volatilität ihr richtiges Niveau.

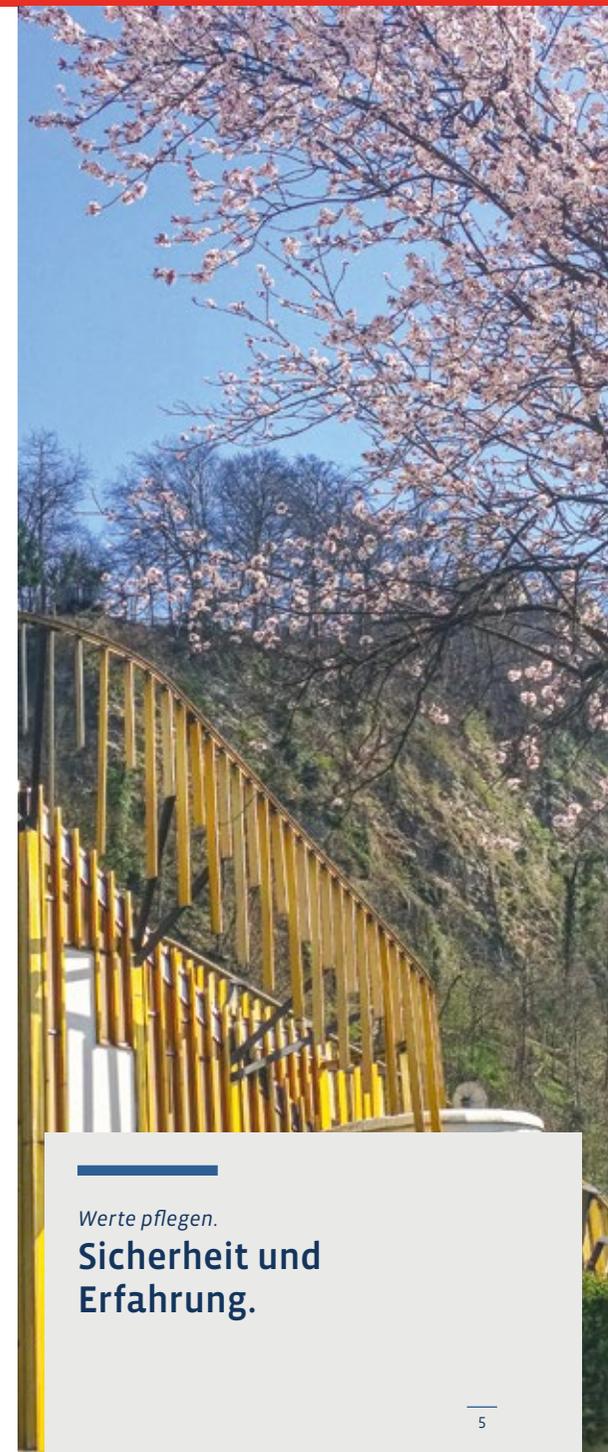
Wir schätzen Aktien nach wie vor als attraktiver ein als Obligationen und halten die in etwa neutrale Gewichtung im Moment als die richtige. Nach dem zweiten Weltkrieg waren Börsenkorrekturen oder Baissen, welche durch Kriege ausgelöst wurden, in Dauer und Ausmass meistens überschaubar. Ob es auch diesmal so kommt, bleibt abzuwarten.

**Asset Allokation**

An den Sitzungen des Anlagekomitees haben wir die folgende Asset Allokation eines ausgewogenen Schweizer-Franken-Portfolios mittlerer Risikostufe ohne kundenseitige Einschränkungen beschlossen. Mandate in anderen Referenzwährungen weisen teilweise abweichende Veränderungen und Gewichtungen auf.

**Geldmarkt**

Indem wir einen Teil der alternativen Anlagen veräusserten, haben wir die Liquiditätsquote um rund drei Prozentpunkte erhöht und sind hier nun



*Werte pflegen.*  
**Sicherheit und Erfahrung.**

übergewichtet. Ein Teil der flüssigen Mittel könnte bei Bedarf in Aktien investiert werden, wenn die Entwicklung der wirtschaftlichen und geopolitischen Lage dies für angezeigt erscheinen lässt.

#### Obligationen

Der Zinsanstieg hat die Obligationenkurse durchs Band nach unten gedrückt. Dass auf dem schweizerischen und dem europäischen Markt auch Obligationen von russischen Schuldern kotiert sind, beispielsweise von Gazprom oder der russischen Staatsbahn, hat vereinzelt zusätzlich belastet. Direkte Engagements in russische Schuldner können auch bei uns vorkommen, da diese Titel bis zum Kriegsbeginn Teil der Benchmark waren und einen Renditevorteil boten. Sie sind indes die Ausnahme.

Seit Jahresbeginn haben sich die **Renditen zehnjähriger Staatsobligationen** überall erhöht:

	Dez. 2021	März 2022	Veränderung
Europa	-0.18%	0.55%	406%
Grossbritannien	0.97%	1.61%	66%
Japan	0.07%	0.22%	214%
Schweiz	-0.14%	0.60%	529%
USA	1.51%	2.34%	55%

Aus diesen Überlegungen hält u.a. auch der Acatis IfK Value Renten Fonds Obligationen aus Russland und der Ukraine, wobei der Umfang vor Kriegsausbruch bei etwa 7% lag. Der Handel in diesen Titeln ist im Moment inexistent, die Bewertung damit tief im Keller.

#### Aktien Schweiz

Die Schweizer Aktien konnten sich dem negativen Trend nicht entziehen. Der breite Swiss Performance Index (SPI) gab um 5,51% nach. Unser nach Value-Kriterien zusammengestelltes «Swiss Stock Portfolio» (SSP) büsste 6,25% ein. Die Zahlen verstehen sich als Gesamtertrag, also Kursveränderungen plus allfällige Dividenden.

Zu den besten Titeln in der Berichtsperiode zählen die Aktien von Helvetia (+12,3%), Sonova (+8,3%) und Swisscom (+7,9%). Die Schlusslichter bildeten Tecan (-33,7%) und Vetropack (-24,7%). Das erstgenannte Unternehmen litt, weil die Nachfrage nach PCR-Tests eingebrochen ist und die Resultate unter den hohen Erwartungen der Analysten ausgefallen sind. Vetropack ist vom Krieg direkt betroffen, weil es eine Produktionsstätte in der Ukraine hat, welche den Betrieb einstellen musste.

Langfristig präsentiert sich die Entwicklung des «Swiss Stock Portfolios» weiterhin sehr erfreulich. Seit 2012 beläuft sich die durchschnittliche jährliche Performance des SSP auf 13,7%, womit die

mittlere Benchmark-Performance von 11% deutlich übertroffen wurde. Seit 2012 hat diese Strategie eine kumulierte Gesamtpformance von rund 272% erreicht, der Index eine von 191%. In den SSP-Zahlen sind Transaktionskosten abgezogen, wogegen der Vergleichsindex kostenfrei ist.

#### Aktien Europa

Auch die europäischen Aktien mussten dem Krieg in der Ukraine Tribut zollen. Der DJ Stoxx 600 Index beendete das erste Quartal mit -6,02%. Unsere europäische Aktienauswahl, das «European Stock Portfolio» (ESP), hat die gleiche Zeitperiode mit

-6,69% abgeschlossen. In den Zahlen für das ESP sind Transaktionskosten und Quellensteuern abgezogen, wogegen der Referenzindex ohne Kosten kalkuliert wird.

Titel mit Bezug zu den Rohstoffmärkten gehörten zu den besten Performern, namentlich Aurubis (Kupfer) mit einem Gewinn von fast 25% und Rio Tinto (Bergbau) mit einem von über 23%. Am stärksten negativ betroffen vom Krieg war der finnische Reifenhersteller Nokian Renkaat, welcher in Russland eine grosse Fabrik betreibt, die nun ausfällt.

Die **Kurs/Gewinn-Verhältnissen** aufgrund der letztbekannten Gewinne für zwölf Monate haben sich überall verbilligt:

	Dez. 2021	März 2022	Veränderung
SPI Index	16.4	14.4	-12.2%
DJ STOXX 600 Index	20.8	15.9	-23.6%
MSCI AC Asia ex Japan	16.2	14	-13.6%
MSCI Japan	15.1	13.8	-8.6%
MSCI USA	27.1	24.1	-11.1%
MSCI AC Welt Index	23.2	20.1	-13.4%

Quelle: Bloomberg. MSCI-Indizes sind Net Total Return.

**Kurs/Buchwert und Dividendenrendite** wichtiger Aktienmärkte:

	Kurs/ Buchwert	Div. Rendite
SPI Index	2.3	2.5%
DJ STOXX 600 Index	1.9	2.8%
MSCI AC Asia ex Japan	1.6	2.2%
MSCI Japan	1.3	2.2%
MSCI USA	4.6	1.4%
MSCI AC Welt Index	3.1	1.8%

Quelle: Bloomberg. MSCI-Indizes sind Net Total Return.

Die langfristige Performance des ESP seit 1992 spricht unverändert für den in dieser Auswahl angewandten Value-Stil. So hat das ESP in dieser Zeitspanne eine mittlere jährliche Performance von 8,36% erreicht, verglichen mit 7,05% der Benchmark. Kumuliert sind so im Portfolio 1033% zusammengekommen, wogegen die kumulierte Index-Performance auf «nur» 685% zu stehen kommt.

#### Aktien USA

An den amerikanischen Aktienmärkten hat sich im ersten Quartal einmal mehr die Schere zwischen den Wachstumswerten der Technologiebörse Nasdaq und dem breiteren Markt aufgetan. Während viele der zuvor sehr hoch bewerteten Wachstumsaktien der Nasdaq unter dem Zinsanstieg und den damit verbundenen, verschlechterten Bedingungen für die Abdiskontierung der in ferner Zukunft liegenden Gewinne stark litten, halfen dem breiteren Markt Titel aus der Öl- und Gasbranche sowie aus anderen, defensiven Industrien. An den Positionen hat sich im ersten Quartal nichts verändert.

#### Aktien Asien (ohne Japan)

Ebenfalls unverändert blieben die Positionen in den asiatischen Aktien (ohne Japan). Einige Märkte dieser Weltgegend verloren im ersten Quartal weniger als etwa die europäischen oder schlossen den Berichtszeitraum sogar mit einem Plus ab. An der leichten Übergewichtung asiatischer Aktien hat sich nichts verändert.

Seit Anfang Jahr haben sich ausgewählte **Devisen-Kurse** wie folgt entwickelt:

	Dez. 2021	März 2022	Veränderung
CHF / Euro	1.0375	1.022	-1.5%
CHF / USD	0.9129	0.9223	1.0%
Euro / USD	0.8793	0.9023	2.6%
Yen / USD	115.0800	121.56	5.6%

Quelle: Bloomberg.

#### Aktien Japan

Die Aktien im Land der aufgehenden Sonne haben im ersten Quartal ebenfalls von der grossen Distanz Japans zum Kriegsschauplatz profitiert. Die Positionen sind unverändert geblieben, womit eine leichte Übergewichtung beibehalten wurde.

#### Alternative Anlagen

Diese Anlageklasse hat sich deutlich besser entwickelt als etwa die Aktien. Um Liquidität für eine mögliche Erhöhung der Aktienquote zu schaffen, haben wir im Laufe des Quartals die Position reduziert, indem wir den Franklin Templeton K2 Alternative Strategies Fund veräussert haben. In der Folge sind wir in alternativen Anlagen nun untergewichtet.

#### Edelmetalle

Die Edelmetalle waren als Hort der Sicherheit im ersten Quartal stark gefragt. Der Preis der Feinunze Gold notierte zeitweise im Bereich des historischen Höchsturses um 2'070 US-Dollar, bevor er gegen Ende Monat leicht nachgab. Seit Jahresbeginn beträgt die Performance des in den Portfolios gehaltenen ZKB Gold ETFs rund 7,4%. Die Position ist unverändert und damit übergewichtet.

Unsere **Asset Allokation** zusammengefasst:

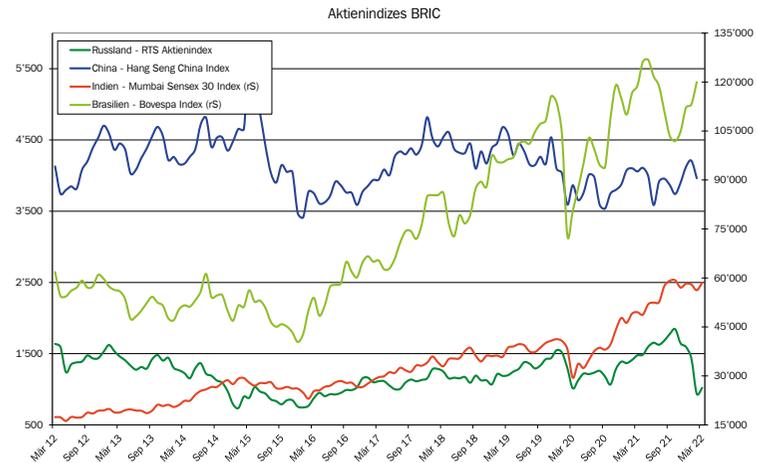
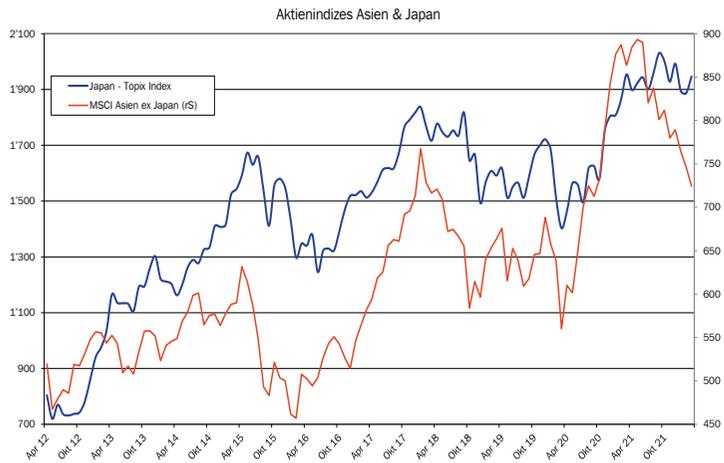
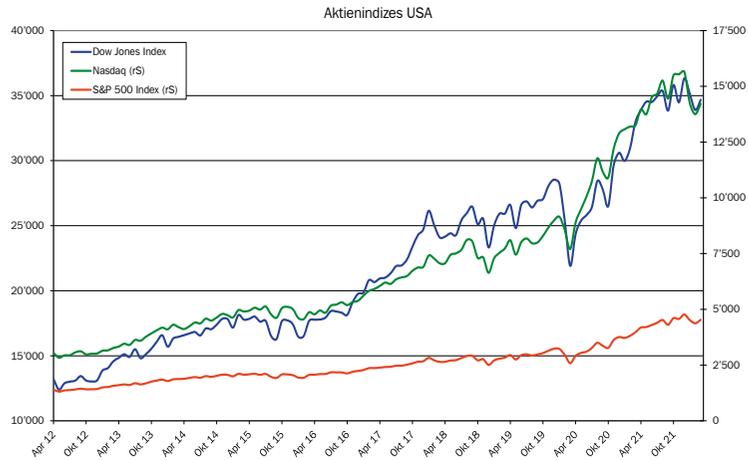
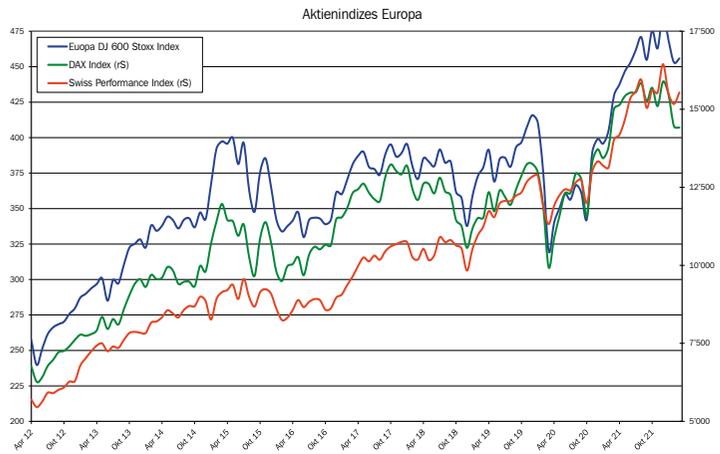
Anlagekategorie	
Geldmarkt	übergewichtet
Obligationen	untergewichtet/ kurze Duration
Aktien Schweiz	leicht übergewichtet
Aktien Europa	leicht untergewichtet
Aktien USA	leicht übergewichtet
Aktien Asien	leicht übergewichtet
Aktien Japan	leicht übergewichtet
Edelmetalle	übergewichtet
Alternative Anlagen	untergewichtet

Bezogen auf Referenzwährung Schweizer Franken.

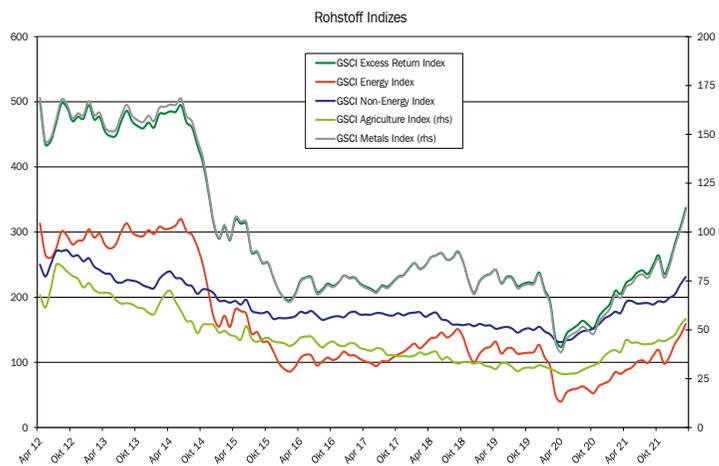
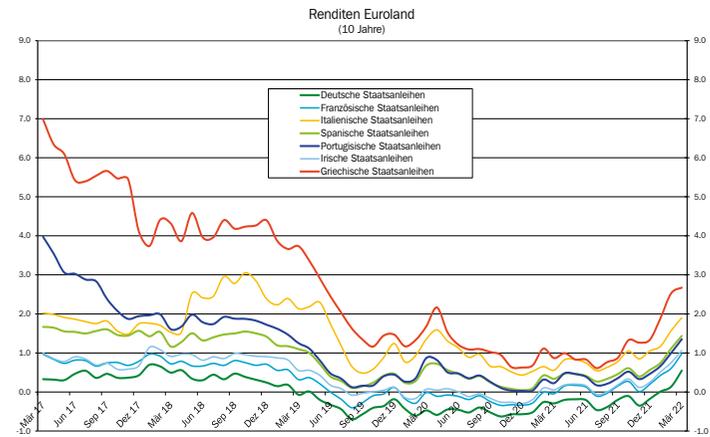
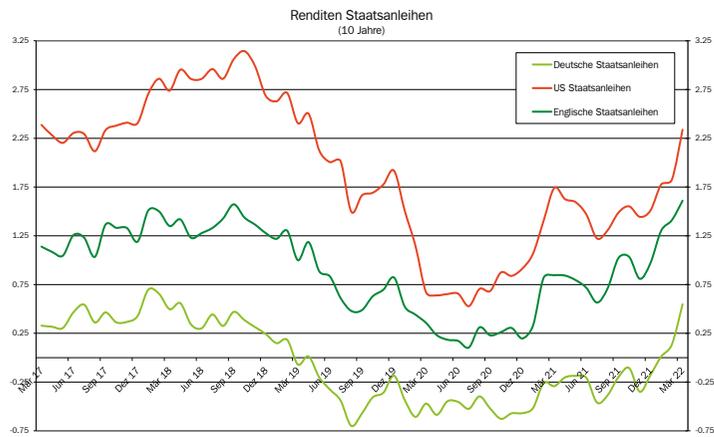
Werte spüren.

**Jeder Kunde ist  
Chef-Sache.**

## Aktienmärkte auf einen Blick



## Obligationenrenditen und andere Kennziffern





**Rechtliche Hinweise**

Angebotsbeschränkung: Die im Anlagebericht der Salmann Investment Management AG (nachstehend SIM) publizierten Informationen begründen weder eine Aufforderung noch ein Angebot oder eine Empfehlung zum Erwerb oder Verkauf von Anlageinstrumenten oder Tätigkeit sonstiger Transaktionen. Der Inhalt ist nicht für Personen bestimmt, die einer Rechtsordnung unterstehen, die die Publikation bzw. den Zugang zu Informationen verbietet (aufgrund der Nationalität der betreffenden Person, ihres Wohnsitzes oder aus anderen Gründen). Die vorliegenden Informationen werden von SIM unter grösster Sorgfalt zusammengestellt. SIM übernimmt jedoch keine Gewähr für die Korrektheit, Vollständigkeit und Aktualität der Informationen. Die Informationen stellen keine Entscheidungshilfen dar. Bei Anlageentscheiden lassen Sie sich bitte von qualifizierten Personen beraten. Risiko/Warnung: Der Wert von Investitionen kann steigen oder fallen. Die künftige Performance von Investitionen kann nicht aus der vergangenen Kursentwicklung abgeleitet werden. Anlagen in Fremdwährungen unterliegen zusätzlich Währungsschwankungen. Anlagen mit hoher Volatilität können hohen Kursschwankungen ausgesetzt sein. Haftungsausschluss: SIM haftet in keinem Fall (Fahrlässigkeit eingeschlossen) für Verluste oder Schäden (speziell direkte und Folgeschäden) irgendwelcher Art, die aus oder im Zusammenhang mit einem Zugriff auf diesen Bericht oder darin enthaltener Verknüpfungen entstehen könnten. Quelle der Grafiken: Bloomberg.

---

## Schlusswort

Wir danken Ihnen für das  
in uns gesetzte Vertrauen und  
wünschen Ihnen alles Gute.

**Alfred Ernst**  
Direktor, Kundenbetreuer

---

## Kontaktieren Sie uns

**Salmann**  
Investment Management AG

Beckagässli 8  
FL-9490 Vaduz

T +423 239 90 00  
F +423 239 90 01

[www.salmann.com](http://www.salmann.com)

