



BERICHT ZUM
3. QUARTAL 2019



Inhalt

Rückblick 1

Aktien
Anleihen
Rohstoffe
Währungen

Ausblick 4

Im Blickfeld 6

Rückblick

Aktien

Dieses Jahr steht im Zeichen der Politik. Wir befinden uns somit in einer Situation, die wir auch schon aus den letzten Jahren kennen. Der negative Einfluss auf die globale Konjunkturentwicklung ist inzwischen aber sehr deutlich sichtbar. Die Beantwortung der Frage, ob das „R-Wort“ (Rezession) berechtigt ist, ist oftmals zwar eine eher technische und abhängig vom jeweils betrachteten Markt, der Branche oder auch der zeitlichen Dimension. Klar dürfte aber sein, dass eine Fortschreibung der, alles in allem, erfolgreichen wirtschaftlichen globalen Entwicklung der letzten zehn Jahre nur möglich ist, wenn sich die Stimmung wieder verbessert. Dies scheint nur dann machbar, wenn der Handelskonflikt in irgendeiner Form gelöst wird. Zur Frage, welches Verhalten dazu nötig wäre, finden Sie unsere Gedanken in der Rubrik „Im Blickfeld“.

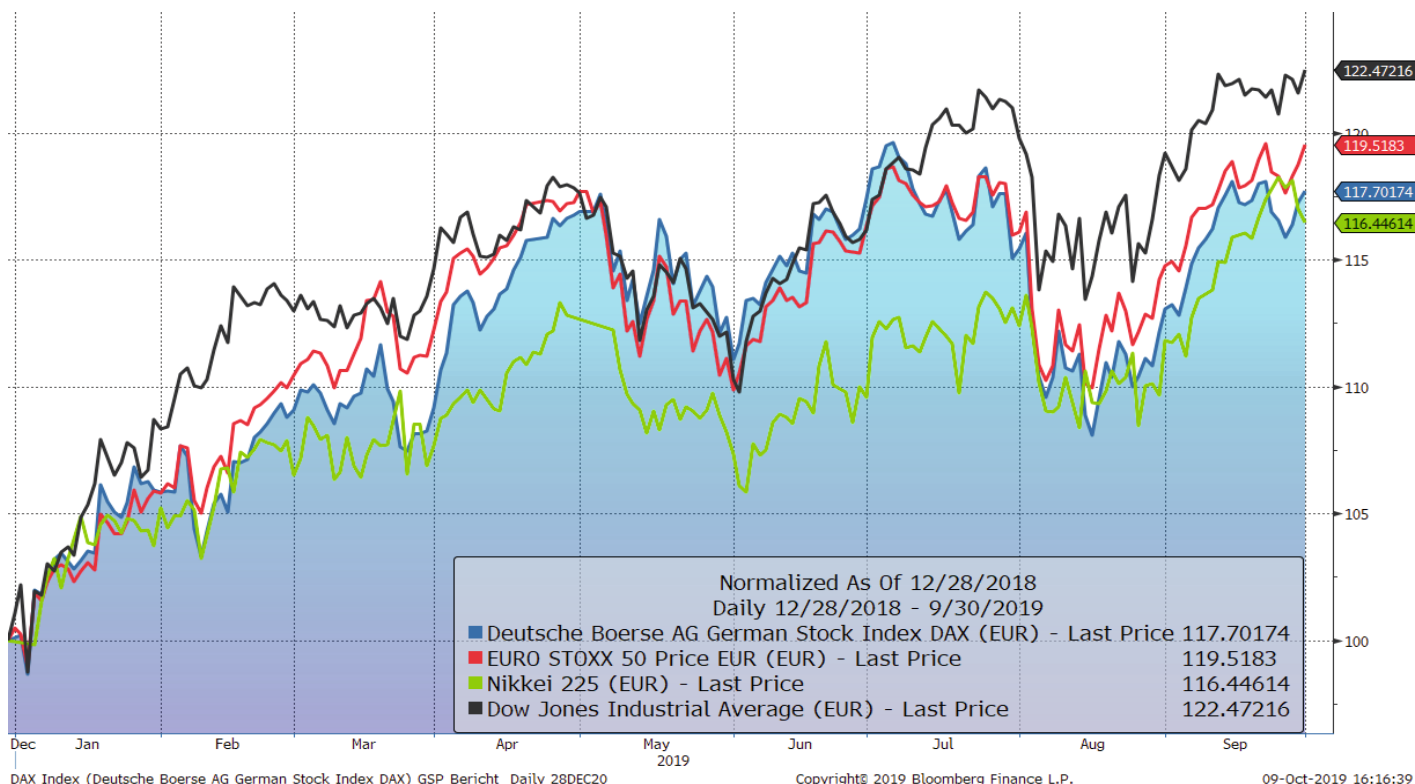
Nach den von uns im letzten Bericht angesprochenen Vorschusslorbeeren des 2. Quartals waren die Monate Juli bis September offenbar per Saldo eine Phase der Konsolidierung, in der die höheren Kurse erst einmal verdaut werden mussten. Dies allerdings nicht ohne die zuvor von uns ‚versprochenen‘ Schwankungen im Juli und August. Der an der Börse eigentlich wenig geschätzte September war dafür recht erfreulich. Die deutlichen Kursbewegungen werden uns erhalten bleiben. Dies liegt vor allem an der momen-

tanen Gleichzeitigkeit von (noch) soliden Konjunkturdaten wie beispielsweise der Beschäftigungsquote und schlechten Frühindikatoren wie den weltweiten Einkaufsmanagerindizes, welche zuletzt für eine defensivere Positionierung unsererseits gesorgt haben.

Zu den Zahlen: Der DAX beendete das 3. Quartal quasi unverändert und hat seit Jahresbeginn eine Wertsteigerung von +17,7%, unter zuletzt hoher Volatilität, zu verzeichnen. Der Euro Stoxx 50 legte in den vergangenen 3 Monaten immerhin +2,8% zu, seit Anfang 2019 ist eine Steigerung vor Dividenden um 18,9% zu verzeichnen und liegt damit abermals vor dem DAX. Da Deutschland als starker Exporteur besonders von der Eintrübung betroffen ist, ist dies keine Überraschung. Der Dow Jones mit +16,9% sowie der S&P 500 mit +20% seit Jahresbeginn haben jeweils rund 1% hinzugewonnen und zeigen damit für die letzten 3 Monate eine ähnliche Entwicklung. Dies gilt ebenfalls für den japanischen Nikkei, der aktuell ein Plus von +10,4% für das Jahr zu verzeichnen hat.

Die Branchenergebnisse in Europa streuten im 3. Quartal mehr als in den beiden Vorquartalen und reichten von -7,5% bei den Rohstoffwerten und starken +9% bei den Energieversorgern, Finanzdienstleistern und Immobilienwerten. Die

Abbildung 1: Leitindizes weltweit | in Euro | auf 100 indexiert | Stand 30.09.2019



Letztgenannten konnten sich nach dem sehr schwachen Vorquartal erholen, nachdem sich die Mietpreisdiskussion etwas beruhigt hat.

Für die Schwellenländer bleibt der Handelskonflikt ein schlechtes Umfeld, so dass der MSCI Emerging Markets von Juli bis September -2,1% verlor und nun auf Jahressicht nur noch bei einem Ergebnis von +7,8% notiert. Der MSCI China lag erneut bei -4,3% und zeigt nun seit dem 1.1. mit +7,9% ein ähnliches Plus wie die Gesamtheit der übrigen Schwellenländer.

(alle Wertentwicklungen in Landeswährung)

Anleihen

„Lower for longer“ – Mario Draghi hat seinen Worten Taten folgen lassen. Am 12. September wurde der Einlagezins von -0,4% auf -0,5% gesenkt, so dass Banken für Einlagen bei der EZB nun noch mehr ‚Strafzinsen‘ zahlen müssen. Als Folge denken zahlreiche Banken immer lauter über die Weitergabe dieser Kosten an ihre Kunden nach und es ist zu befürchten, dass diese auch den Normalsparer erreichen werden. Sparen soll für Bürger und Unternehmen so unattraktiv werden, dass diese konsumieren oder investieren. Dass dies mit einer Vermögenspreisinflation einhergeht, scheint nicht zu stören. (Es sei hier auf das hörenswerte Interview mit Paul Kirchhof verwiesen, in dem er sich auch zum Eigentumsbegriff hinsichtlich des Geldvermögens äußert – siehe ‚Im Blickfeld‘.) So bleibt nur zu hoffen, dass

immer mehr Anleger zumindest auch die Vorteile dieser ‚Werteflation‘ nutzen und nicht nur Leidtragende dieser Entwicklung sind.

Zugleich werden die umstrittenen Anleihenkäufe ab November wieder mit einem Volumen von bis zu 20 Milliarden Euro pro Monat aufgenommen – nun aber unbefristet. Eine Folge dieser Politik zeigte sich zwei Wochen später, als die deutsche Direktorin Sabine Lautenschläger ankündigte, dass sie die Europäische Zentralbank Ende Oktober verlassen werde - vor allem, weil sie mit der lockeren Geldpolitik von EZB-Chef Draghi nicht einverstanden sei. Nicht das erste deutsche Opfer der EZB-Politik, ändern wird dies allerdings nichts (siehe unsere Einschätzung seiner Nachfolgerin Christine Lagarde im letzten Quartalsbericht). Es stellt sich zunehmend die Frage, ob es inzwischen nicht doch angezeigt wäre, dass sich die führenden europäischen Nationen einmal zusammensetzen, um zu besprechen, wie der offensichtliche Dissens in der EZB-Politik zumindest gemildert werden könnte. Da die EZB in den letzten zehn Jahren faktisch immer mehr politische Aufgaben übernommen hat und so zum ‚Garanten der letzten Instanz‘ geworden ist, wäre es fatal, wenn diese Institution aufgrund unüberbrückbarer Meinungsverschiedenheiten ins Wanken geriete.

Die Entwicklung des 1. Halbjahres mit fallenden Zinsen setzte sich wegen der konjunkturellen Eintrübung fort. Die 10-jährigen Bundesanleihen markierten erneut neue Höchststände sowohl ihrer Kurse als auch der ‚Höhe‘ der Negativverzinsung. Die Rendite fiel zum Ende des Quartals um weitere 24

Abbildung 2: Chart Kursentwicklung Anleiheindizes Europa und US-Staatsanleihe 10 Jahre | in lokaler Währung | auf 100 indexiert | Stand 30.09.2019

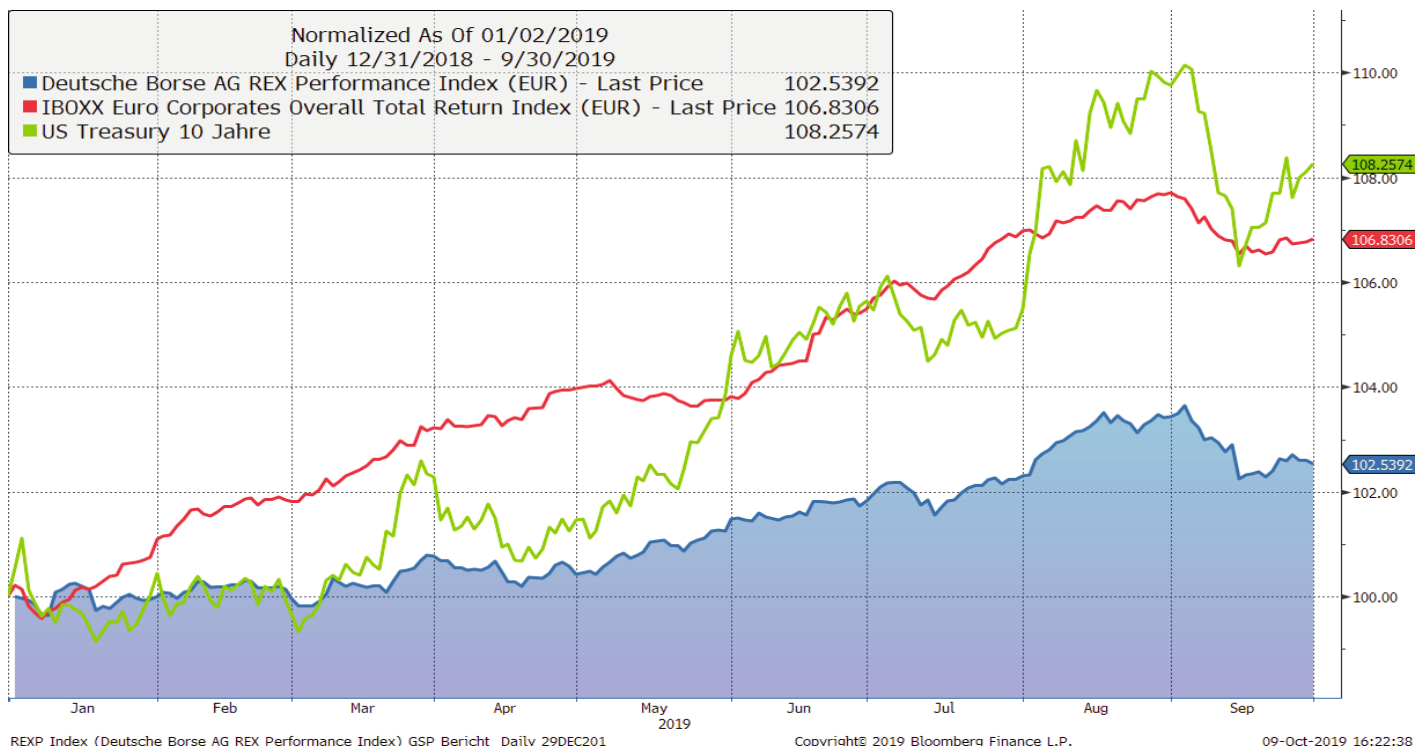


Abbildung 3: Zinsentwicklung Europa und USA | in Lokalwährung | Stand 30.09.2019

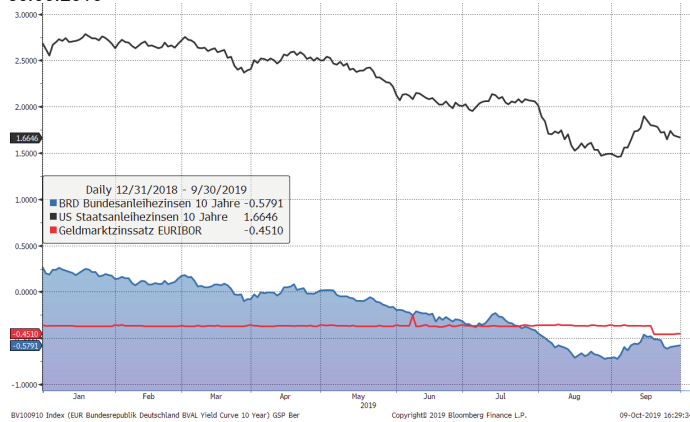


Abbildung 4: Chart CRB Rohstoffindex, Gold, Brent | in USD | auf 100 indexiert | Stand 30.09.2019

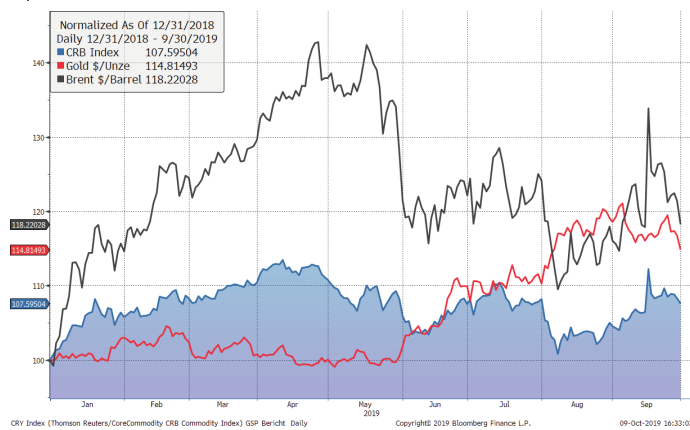
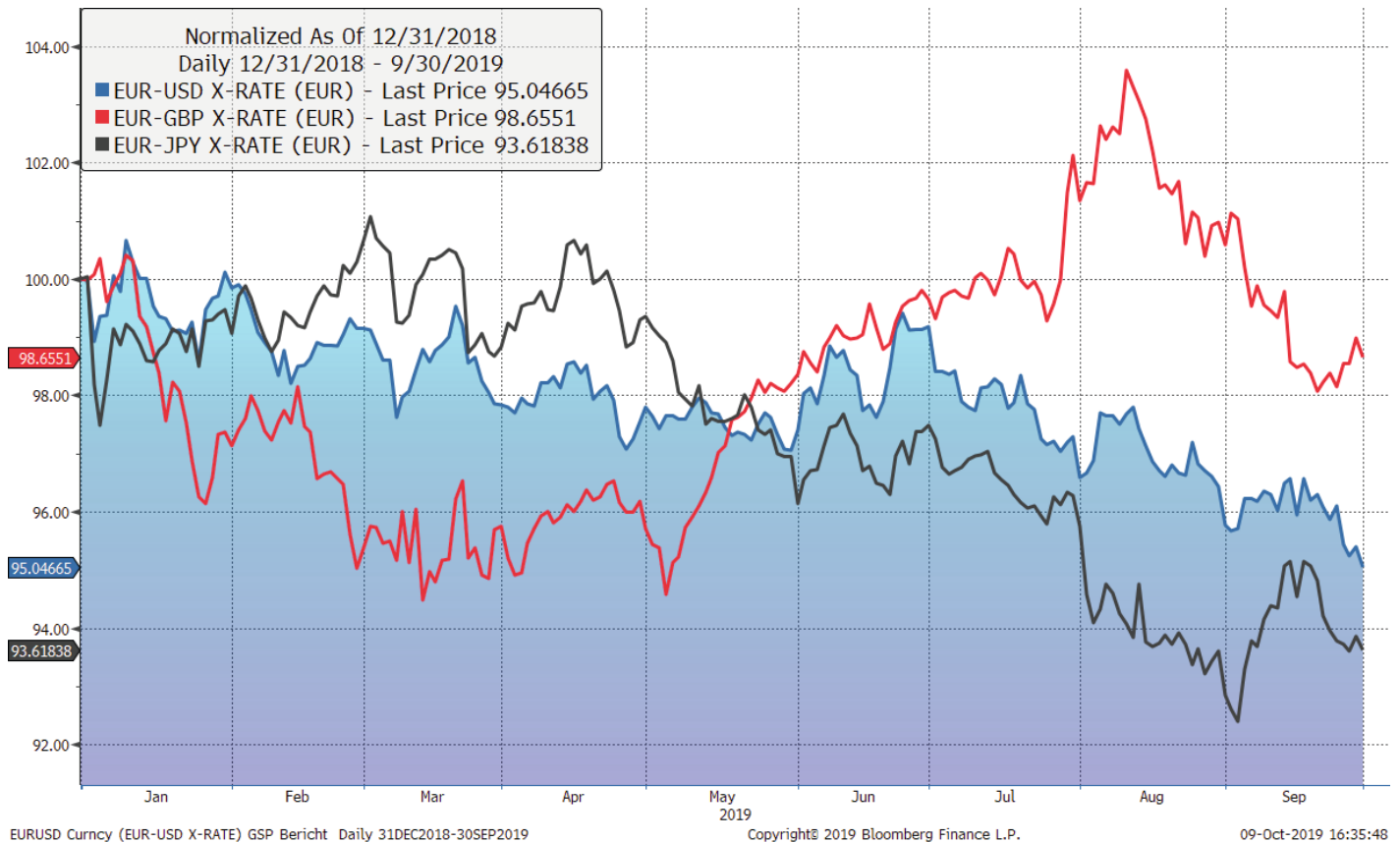


Abbildung 5: USD, GBP, JPY jeweils vs. EUR | Stand 30.09.2019



Basispunkte und erreichte zum 30.9. ein Niveau von -0,57% p.a. Im Gegenzug stieg das Index-Pendant, der REX P 10 Jahre, um +2% und lieferte dabei für das Gesamtjahr bisher einen Ertrag von +6%, ausschließlich entstanden aus Kurssteigerungen aufgrund sinkender Zinsen. Die meisten Privatanleger dürften das Risiko so langlaufender Anleihen bei derartig niedrigen Zinsen nicht eingegangen sein. Auch wir haben solche Positionen aus gutem Grund vermieden (Zinsänderungsrisiko und hohe Zinssensitivität). Sie entbehren jeder kaufmännischen Rechtfertigung. Der europäische Index für Unternehmensanleihen iBoxx Euro Corp legte ebenfalls weitere +1,3% für das Quartal bzw. nun +6,8% seit Jahresbeginn zu. Ein ähnlicher Wert wie bei den langen Bundesanleihen aber mit deutlich anderem Risikoprofil. Die ‚Jagd nach Rendite‘ lässt weiterhin die konjunkturellen Risiken in den Hintergrund treten. Die USA haben ihre Leitzinsspanne nun auch in 2 Schritten etwas gesenkt, liegen mit +1,75 bis +2% p.a. aber weiterhin 225 Basispunkte über den -0,5% der EZB. Trump hat getwittert, es reiche ihm nicht, das FED-Board ist uneins über die weitere Entwicklung. Die US-Kerninflation rechtfertigt weitere Senkungen eigentlich nicht, sollten diese wirklich ausbleiben, wären dies für den Aktienmarkt keine guten Vorzeichen. Zugleich sprechen die Frühindikatoren zunehmend dafür, der Wirtschaft und den Märkten unterstützend zur Seite zu stehen.



Die 10-jährigen Treasuries rentieren inzwischen nur noch mit +1,66% p.a., es ging also im 3. Quartal um weitere 34 Basispunkte nach unten und die konjunkturellen Sorgen werden so auch für den US-Markt sichtbar. Seit seinem Hoch im letzten Jahr hat sich dieser Zins also nahezu halbiert.

Rohstoffe

Die Gegenbewegung beim Erdöl hat sich per Saldo fortgesetzt - trotz des zwischenzeitlichen Anstiegs aufgrund der Anschläge in Saudi-Arabien. Die Konjunkturaussichten sind offenbar derzeit zu negativ, als dass aus Sicht der Marktteilnehmer ein weiterer Anstieg gerechtfertigt wäre. Das ‚schwarze Gold‘ notiert aber noch immer mit +19% seit Jahresanfang im Plus. Der breite CRB-Rohstoffindex liegt aus den gleichen Gründen für dieses Jahr nur noch bei +2,4%. Die Unsicherheiten halfen aber natürlich dem Goldpreis, dieser konnte in Q3 um weitere +4,5% anziehen und hat im laufenden Jahr einen Zuwachs von +14,8% zu verzeichnen. In Euro wurden sogar neue Höchststände erreicht.

(Alle Rohstoffpreisentwicklungen in US-Dollar).

Währungen

Der US-Dollar hat aufgrund seines weiter vorhandenen Zinsvorsprungs sowie seiner Rolle als Währung der Sicherheit im 3. Quartal +4,4% gewinnen können und legt nun in diesem Jahr +5,2% gegen den Euro zu. Dies bedeutet im Ergebnis aus Sicht europäischer Anleger auch, dass mit

US-Anlagen wieder mindestens so viel zu verdienen war wie mit Europäischen. Der Schweizer Franken gewinnt im laufenden Jahr bisher +3,6% gegen den Euro und der japanische Yen +6,8%. Selbst das britische Pfund liegt mit +1,4% ebenfalls im Plus. Der Euro ist also bisher im Jahr 2019 der Verlierer der Saison – dies passt zur wirtschaftlichen Entwicklung und auch zur Zinssituation. Die türkische Lira hat in Q3, anders als in den Vorquartalen, +7% gewonnen und ihre Jahresverluste damit fast aufgeholt.gewonnen.

Ausblick

Die geöffneten Geldschleusen der Zentralbanken lassen auch für dieses Jahr hoffen, dass es eher steigende als fallende Kurse gibt. Aber halt: Wie war es noch gleich im letzten Jahr?

„Die aktuellen europäischen ‚Baustellen‘ Brexit und italienisches Haushaltsdefizit, die Zinserhöhungen in den USA mit möglichen Auswirkungen auf die Schwellenländer und die Verschärfung des Handelskonfliktes zwischen den USA und China führten in Verbindung mit stark fallenden Ölpreisen zu Konjunkturängsten, die die Börsen zuletzt massiv belastet haben. [...] Die Konjunkturdaten auf Ist-Basis und auch die entsprechenden Wachstumsprognosen sind dabei zwar schwächer als noch vor einem Jahr, sie bewegen sich aber gleichwohl im expansiven Bereich. Mit anderen Worten: Die Wachstumsdynamik hat zwar nachgelassen, rezessive Tendenzen sind im Wesentlichen aber nicht auszumachen.“ Soweit unsere eigene Beschreibung der Lage zum Ende des letzten Jahres.

Und nun? Die Wachstumsdynamik hat noch stärker nachgelassen, rezessive Tendenzen sind in Teilbereichen sehr wohl



zu erkennen, der Brexit ist noch immer nicht entschieden, der Handelskonflikt hat zuletzt an Schärfe eher wieder zugenommen. Und die Märkte stehen grosso modo wieder da, wo sie vor einem Jahr auch standen. Also das Gleiche wie vor einem Jahr noch einmal?

Vielleicht doch nicht. Zinserhöhungen sind nicht nur vom Tisch, sondern das Zinsniveau ist deutlich geringer als vor 12 Monaten und neue Runden noch niedrigerer Zinsen sind in Sichtweite. Trump hat 12 Monate weniger Zeit, seine Wiederwahl zu organisieren und seine Kompromissbereitschaft müsste steigen. Die Ölpreise haben sich zunächst, wie die Aktienmärkte, erholt und befinden sich nun auf konjunkturbedingt niedrigerem Niveau - ohne Indizien für erratische Schwäche. Es gibt eine neue italienische Regierung mit etwas mehr Realitätssinn. Außerdem: Geschichte wiederholt sich nicht, sie reimt sich nur. Natürlich können all die Belastungsfaktoren sehr schnell wieder auf dem Tisch sein, aber die enorme zur Verfügung gestellte Liquidität muss irgendwo hin. Und der oben beschriebene Druck, aus Sparem Anleger zu machen, sollte nicht unterschätzt werden.

Es wird natürlich wieder zu deutlichen Korrekturen kommen, die es auszuhalten gilt. Da wir in unserem Hauptszenario unter stärkeren Schwankungen langfristig weiterhin Kurspotenziale sehen. Auf der Rentenseite hat sich die Preisblase aufgrund weiter gesunkener Zinsen ein zusätzliches Stück aufgebläht und ist jederzeit anfällig für ein ‚Luftablassen‘. Die sehr gute Performance in diesem Jahr wäre dann womöglich korrigiert, ein ‚Platzen‘ ist aufgrund der beschriebenen Zinsentwicklungen aber eher unwahrscheinlich. Wir werden zinslose Papiere weiterhin meiden und vor allem die Laufzeitr Risiken gering halten.

Gold hingegen ist derzeit wohl etwas überkauft, könnte aber als (gefühlter) ‚Safe Haven‘ profitieren. Dies ändert unsere Meinung zu diesem ‚Investment‘ nicht, da wir zins- und dividendenlose Anlagen nicht mögen und uns eine rationale Bewertung nicht möglich ist. Opportunistisch mag Gold aktuell aber temporär eine Berechtigung haben.

Für einen dauerhaften Anstieg der Ölpreise bräuchte es wohl deutliche positive konjunkturelle Signale, für die es aus unserer Sicht noch zu früh ist. Temporäre Ausschläge nach oben sind natürlich jederzeit möglich, sollte es weitere Terroranschläge geben oder der Konflikt zwischen dem Iran und den USA Fahrt aufnehmen.

Das größte Risiko für die Märkte besteht, neben dem Handelskonflikt, wohl weiterhin darin, dass die FED aufgrund der noch immer robust laufenden Konjunktur sowie der stabilen US-Inflationszahlen die Zinsen nicht so schnell und/oder nicht so stark zurücknimmt, wie es von den Marktteilnehmern erwartet wird. Da dies auch bisher schon zu beobachten war, müssen wir hier von weiteren ‚Enttäuschungen‘ ausgehen, die zu temporär schwächeren Kursen führen könnten. Diese würden wir, wie auch in der Vergangenheit, nutzen, aussichtsreiche Titel zu attraktiven Preisen zu erwerben - die Risiken werden wir dabei weiterhin im Blick behalten.

Am vorteilhaftesten wäre es, wenn die Konfliktparteien dieser Welt jeweils ein wenig aufeinander zugehen würden. Da, zumindest gefühlt, seit geraumer Zeit überall nur gestritten wird, sind die Marktteilnehmer erkennbar sehr willig, Zeichen der Entspannung mit höheren Kursen zu belohnen.



Im Blickfeld: Eine persönliche Begegnung mit Amerikas Zerrissenheit oder wie Wohlstand und Nachhaltigkeit durch Dialog statt Konfrontation geschaffen werden

Bei einer Weinprobe treffen Deutsche auf Amerikaner. Die geführten Gespräche an diesem Abend verdeutlichen die Zerrissenheit innerhalb der amerikanischen Bevölkerung in Bezug auf die Zustandsbeschreibung der politischen Umgebung der USA.

„I hate Trump. But don't tell Brett & Barb!“ sagt Carolyn zum Verfasser dieser Zeilen. Carolyn ist die Schwägerin von Brett und Barbara und die beiden Familien, die sich sonst ausgezeichnet verstehen und gemeinsam mit 20 weiteren Amerikanern auf kulinarischer Reise durch Europa sind, vermieden das Thema Politik bisher so gut es ging. Doch mit dem Fortschreiten des Abends bricht es fast verzweifelt aus ihr heraus. Minuten, nachdem Brett unmissverständlich klar gemacht hat, dass die einzige Rettung Amerikas aus eben jenem Donald Trump besteht – egal, wie er sich aufführt. Dieser Riss durch Familien, durch Freundschaften, durch die gesamte Gesellschaft, scheint seit einigen Jahren größer zu werden – nicht nur in den USA, sondern auch in Deutschland. Und auch bei uns zu Hause werden manche Diskussionen wieder so hart geführt, wie vielleicht zuletzt zu Zeiten des Nato-Doppelbeschlusses. Nun kommt das Thema Umweltschutz mit großer Vehemenz hinzu und Greta erklärt der Welt mit wütendem Blick, dass man ihr die Kindheit gestohlen habe.

Paul Kirchhof, ehemaliger Richter am Bundesverfassungsgericht, bei Gabor Steingart: „Recht ist immer eine Kultur des Maßes und nicht, wir haben ein ökologisches Ziel, also

Augen zu und durch. [...] Sondern wir müssen diese Ökologie auf die reichen und die armen Menschen abstimmen. [...] Alle sind Teil dieser Rechtsgemeinschaft und wollen ihren Platz auch in der ökologischen Erneuerung finden.“ Offensichtlich kann man zu vielen Dingen unterschiedlicher Meinung sein (die Börse lebt davon), aber wenn sich Fronten zu sehr verhärten, wird es irgendwann sehr schwierig, den Weg wieder zueinander zu finden. Es gibt verschiedene Ziele, die in demokratischen Staaten gleichzeitig von hoher Bedeutung sein sollten: Frieden, eine ausreichende Grundversorgung der Bevölkerung, freie Meinungsäußerung und Entfaltung der Persönlichkeit, um nur einige zu nennen – und natürlich auch die Erhaltung der Umwelt für uns selbst und unsere Nachkommen. Es erscheint aber nicht sinnvoll, zu sehr nur auf sein eigenes Anliegen abzustellen.

Dies vor allem dann nicht, wenn es viele Belege dafür gibt, dass die Welt eben nicht ständig schlechter wird - sondern, ganz im Gegenteil, sich unter Schwankungen überwiegend verbessert. (Hans Rosling – Factfulness: Ten Reasons We're Wrong About The World - And Why Things Are Better Than You Think.) Ganz besonders aus deutscher Sicht - noch einmal Paul Kirchhof: „Das ist das Gebot der Stunde: Diese grandiose Freiheitsidee, die uns so selbstverständlich erscheint, [...] müssen wir rekultivieren und jedem das Glück bewusst machen, [...] nach so einer grandiosen Wiedervereinigung in diesem Staat in Freiheit leben zu können.“ Die aktuellen Bestrebungen in China, ein Scoring-Modell für die Bevölkerung einzuführen, Wohlverhalten zu belohnen



und Fehlverhalten zu sanktionieren (ganz im Orwellschen Sinne), sollten uns Mahnung genug sein, nicht zu lässig mit unseren Errungenschaften umzugehen.

Also sollten wir alle uns zurücknehmen und im Gespräch bleiben, auch wenn es manchmal unendlich schwierig erscheint. Nur so werden wir es schaffen, gleichzeitig in verschiedenen Themenfeldern Lösungen zu finden. Es entstehen dann so auch weiterhin viele Chancen, die es uns ermöglichen können, die Welt weiter zu verbessern. Dafür muss man seinen Standpunkt nicht aufgeben, sondern lediglich einseitige Sichtweisen vermeiden und berücksichtigen, dass es nicht nur ein Ziel gibt. Über die Gewichtungen muss man sich verständigen und man darf auch vehement für diese eintreten – aber eine Einigung sollte immer das Ziel sein.

„We all are Americans, but we are very different.“ Und trotzdem hatte sich die Gruppe zu der gemeinsamen Reise zusammen gefunden und großen Spaß miteinander - aufgrund des gemeinsamen Interesses. „Despite our differences on some points, we are friends.“ Bretts Worte zum Abschluss der Reise betonten das Gemeinsame, nicht das Trennende. So lassen sich Brücken bauen und Ziele erreichen. Es ist sehr zu wünschen, dass, im Kleinen wie im Großen, wieder mehr nach diesen Gemeinsamkeiten in den Interessen gesucht wird und so mögliche Konflikte im Sinne der verschiedenen Parteien gelöst werden. Vielleicht sollte sich die US-Regierung ein Beispiel an Brett und seinen Mitreisenden

nehmen, die sich auf den Weg nach Europa gemacht haben und dort neben dem Vergnügen auch das Gespräch suchen und viel Verbindendes mit den Europäern finden.

Die lautstarke Konfrontation wird, im Öffentlichen wie im Privaten, in den meisten Fällen nicht zum Ziele führen – dies gilt im Besonderen für asiatische Gesprächspartner. Eine Weiterentwicklung im ruhigen Dialog jedoch wird den Wohlstand insgesamt fördern und auch die Hinwendung zu einem Verhalten beschleunigen, das Ressourceneffizienz stärker berücksichtigt. Nicht gegen- sondern miteinander sollte das Motto sein. Die internationalen Investoren stehen einer solchen Veränderung nicht im Weg und sehen zunehmend die Chancen, die sich daraus ergeben. So schließt sich der Kreis zu unserem Marktausblick.

Düsseldorf im Oktober 2019

Rechtliche Hinweise

Diese Darstellung wird nur zu Informationszwecken und ohne vertragliche oder sonstige Verpflichtungen zur Verfügung gestellt. Alle Informationen in dieser Darstellung beruhen auf sorgfältig ausgewählten Quellen, die für zuverlässig erachtet wurden. Die GS&P Gruppe garantiert jedoch nicht für deren Richtigkeit, Vollständigkeit oder Genauigkeit. Alle hier dargestellten Meinungsäußerungen geben lediglich eine Einschätzung des Verfassers/ der Verfasser wider, die nicht notwendiger Weise der Meinung der GS&P-Gruppe entsprechen muss. Empfehlungen und Prognosen stellen unverbindliche Werturteile zum Zeitpunkt der Erstellung dieser Darstellung dar. Diese können sich in Abhängigkeit von wirtschaftlichen, politischen und rechtlichen Rahmenbedingungen jederzeit ändern. Der Autor / die Autoren behält / behalten sich deshalb ausdrücklich vor, in der Darstellung geäußerte Meinungen und Aussagen jederzeit und ohne Vorankündigung zu ändern. Jedwede Haftung und Gewähr aus dieser Darstellung wird vollständig ausgeschlossen.

Diese Darstellung stellt weder ein öffentliches Angebot, noch eine explizite Aufforderung zum Erwerb von Wertpapieren, Fondsanteilen oder sonstigen Finanzinstrumenten dar. Eine Investmententscheidung bezüglich irgendwelcher Wertpapiere, Fondsanteile oder Finanzinstrumente sollte auf Grundlage einschlägiger Verkaufsdokumente (wie z.B. Prospekte) erfolgen und auf keinen Fall auf Grundlage dieser Darstellung.

Die in dieser Darstellung aufgeführten Inhalte können für bestimmte Investoren ungeeignet oder nicht anwendbar sein. Sie dienen lediglich der eigenverantwortlichen Information und können eine individuelle Beratung nicht ersetzen. Die GS&P-Gruppe kann andere Publikationen veröffentlicht haben, die der in dieser Darstellung vorgestellten Information widersprechen oder zu anderen Schlussfolgerungen gelangen. Diese Publikationen spiegeln dann andere Annahmen, Meinungen und Analysemethoden wider. Dargestellte Wertentwicklungen der Vergangenheit können nicht als Maßstab oder Garantie für eine zukünftige Wertentwicklung herangezogen werden. Eine zukünftige Wertentwicklung wird weder ausdrücklich noch implizit garantiert oder zugesagt.

Der Inhalt dieses Dokuments ist geschützt und darf ohne die vorherige schriftliche Genehmigung und Zustimmung der GS&P-Gruppe weder kopiert, veröffentlicht, übernommen oder für andere Zwecke in welcher Form auch immer verwendet werden.

Copyright 2019, Grossbötzl, Schmitz und Partner



www.gsp-d.com