SALMANN
INVESTMENT MANAGEMENT

Angeschnallt bleiben

Anlagebericht – 31. März 2023

Angeschnallt bleiben

An den internationalen Aktien- und Obligationenbörsen hat sich im ersten Quartal trotzt teilweise heftigen Turbulenzen ein insgesamt positiver Trend durchgesetzt. Europäische und amerikanische Dividendenpapiere haben dabei besonders vom Aufwind profitiert.

«Angegurtet bleiben» war für Anlegerinnen und Anleger der beste Rat, um das erste Quartal an den Finanzmärkten ohne bleibende Blessuren zu überstehen. Im Januar hob das Kursniveau nach einem Bilderbuchstart zu einem raschen Steigflug ab. Im Februar folgte eine Reise auf einer einigermassen stabilen Flughöhe. Dann setzten Turbulenzen ein, und zahlreiche Luftlöcher rissen auf, bevor das Flugzeug namens Börse Ende März wieder ausreichend Auftrieb unter die Flügel bekam und erneut zu steigen begann.

Entwicklung der **Aktienmärkte seit Anfang Jahr:**

		Dez. 2022	März 2023	Veränderung
Asien ex Japan	MSCI AC Asia ex Japan	487.5	508.6	4.3 %
Europa	DJ STOXX 600	981.8	1'064.2	8.4 %
Japan	MSCI Japan	2'424.1	2'596.4	7.1 %
Schweiz	SPI	13'734.9	14'547.1	5.9 %
USA	MSCI USA	10'663.8	11'473.7	7.6 %
Welt	MSCI AC Welt Index	7'985.9	8'603.2	7.7 %
Hedge Funds	HFRX Global HF	1'367.9	1'367.8	0.0 %

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

Ob sich die Investorinnen und Investoren nun abschnallen können, bleibt abzuwarten. Trotz der Krise im amerikanischen Bankensektor, die mit dem Zusammenbruch der Silicon Valley Bank (SVB) und der Signature Bank (nebst dem Schleuderkurs anderer Banken) sowie der Zwangsübernahme der Credit Suisse durch die UBS einen vorläufigen Höhepunkt erreicht hat, haben die Notenbanken ihren Kampf gegen die Inflation fortgesetzt.

Höhere Leitzinssätze waren die Folge. So geschehen im März in den USA, wo die Fed-Fund-Rate um 0,25 Prozentpunkte auf eine Spanne von 4,75 – 5% erhöht wurde, in der Schweiz, wo die SNB den Leitzinssatz von 1 auf 1,5% geschraubt hat und in Grossbritannien, wo es zu einer Erhöhung um 0,25 Prozentpunkte auf 4,25% gekommen ist.

Alle Augen auf dem Fed

Wegen seiner Wegweiser-Funktion für das globale Finanzsystem liegt das Hauptaugenmerk der Anlegerinnen und Anleger natürlich auf der amerikanischen Notenbank (Federal Reserve, kurz Fed) und deren Vorsitzenden, Jerome Powell. Dieser machte deutlich, dass die Zinsen, falls nötig, noch weiter angehoben werden könnten. Beobachter sehen den Zinsgipfel nun aber in Sichtweite bei leicht über 5%. Auf der einen Seite dümpelt die Wirtschaft nur noch vor sich hin, auf der anderen Seite lässt die Teuerung nach, wenn auch langsam.

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

Aberdeen Asia Pacific (USD)	2.5 %
Barings ASEAN Frontiers Equities (USD)	3.2 %
BB Adamant Medtech & Services Fund (CHF)	0.2 %
BB Adamant Medtech & Services Fund (€)	-0.3 %
BB Adamant Medtech & Services Fund (USD)	1.5 %
CS Index Fund Equity Switzerland Large Caps (CHF)	5.1 %
Franklin Templeton FTSE India ETF (USD)	-5.3 %
GAM Japan Stock Fund (CHF hedged)	6.8 %
GAM Japan Stock Fund (€ hedged)	7.3 %
GAM Swiss Sustainable Companies Fund (CHF)	13.9 %
iShares Core SPI ETF (CHF)	5.7 %
iShares Stoxx Europe 600 ETF (€)	7.3 %
Performa European Equities (€)	4.7 %
Performa US Equities (USD)	6.5 %

Performance in Fondswährung. Quelle: Bloomberg oder jeweilige Fondsgesellschaft.

Werte entdecken.

Gefragt sind Flexibilität und Kreativität.

Die Bankenausfälle in den USA könnten die Nachfrage weiter bremsen und so einen ähnlichen Effekt wie zusätzliche Zinserhöhungen haben. «Das bedeutet im Prinzip, dass die Geldpolitik weniger Arbeit zu erledigen hat», sagte Powell bei der Ankündigung des jüngsten Zinsschritts. Am Markt dominieren, ganz im Gegensatz zu den Ausführungen der Notenbanker, bereits Hoffnungen auf Zinssenkungen. Der Swap-Markt erwartet ein rascheres Sinken des amerikanischen Leitzinses als das Federal Open Market Committee der Notenbank, und zwar schon ab Mitte 2023 beginnend.

Auch am Obligationenmarkt zeigt sich ein langfristig besseres Bild als auch schon, indem die Zinskurven für Staatsanleihen in Franken, Dollar und Euro jüngst etwas gefallen sind. So liegen die Verfallrenditen der zehnjährigen Titel tiefer als Ende 2022 (siehe Tabelle «Seit Jahresbeginn haben sich die Renditen zehnjähriger Staatsobligationen überall ermässigt»).

Die zehnjährigen Renditen liegen zudem in den meisten Ländern unter den Renditen für zweijährige Titel, was ebenfalls ein Zeichen einer wenig ausgeprägten Furcht vor einer dauerhaft hohen Inflation, aber auch ein Signal einer kommenden wirtschaftlichen Abkühlung ist. Zudem dürfte eine gewisse Flucht in die Qualität die Renditen der Staatsanleihen nach unten gedrückt haben.

Andere von uns eingesetzte Fonds haben sich wie folgt entwickelt:

Acatis IfK Value Renten Fond (CHF hedged)	1.8 %
Acatis IfK Value Renten Fond (€)	2.2 %
Amundi ETF Euro Corp. Bond Fund (€)	1.2 %
BCV Liquid Alternative Beta Fund (CHF hedged)	-0.3 %
BCV Liquid Alternative Beta Fund (Euro hedged)	0.1 %
BCV Liquid Alternative Beta Fund (USD)	0.8 %
Pictet CH-CHF Bond Fund	1.4 %
Plenum European Insurance Bond Fund (CHF hedged)	-0.9 %
Plenum European Insurance Bond Fund (€)	-0.5 %
ZKB ETF Gold (USD)	8.8 %

Performance inkl. reinvestierte Ausschüttung, wo anwendbar.

Der volkswirtschaftliche Ausblick hat sich leicht aufgehellt. Rezessionen werden von den vom Datenanbieter «Bloomberg» befragten Auguren nur noch für vereinzelte Länder erwartet (siehe Tabelle «Durchschnittliche Wachstums- und Inflationsprognosen»). Der Sieg gegen die Inflation steht aber weiterhin aus. Immerhin zeigen die Trends nach unten. Im kommenden Jahr dürften wesentlich tiefere Teuerungswerte notiert werden.

Just zum Quartals-Wechsel ist allerdings die Opec (Organisation erdölexportierender Länder) den Notenbankern in die Beine gegrätscht, in dem sie angekündigt hat, die tägliche Öl-Fördermenge in den kommenden Wochen um etwa 1,6 Millionen Fass zu reduzieren. Das entspricht zwar nur etwa 1 – 2% der täglich weltweit nachgefragten Menge von – je nach Quelle – um die 100 Millionen Fass, zeitigte am Markt aber sogleich die von der Opec vermutlich gewünschte Reaktion, nämlich einen Preissprung um mehrere Prozente.

Unsicherheiten bleiben

Es bleibt schwierig abzuschätzen, welche Probleme noch an die Oberfläche schwappen werden. In den Bilanzen der US-Banken schlummerten Ende 2022 rekordhohe 620 Milliarden US-Dollar an unrealisierten Verlusten. Diese Buchverluste, verursacht durch den starken Zinsanstieg, stellen alles Bisherige in den Schatten. Auch in der Finanzkrise 2008/2009 erreichten die potenziellen Fehlbeträge nie ähnliche Höhen.

Solche Buchverluste wurden der Silicon Valley Bank (SVB) zum Verhängnis, da diese Bank infolge der raschen und grossen Rückzüge von Kundengeldern die Verluste realisieren musste. Allerdings ist dazu auch anzumerken, dass dieses Institut die sogenannte «goldene Bilanzregel», wonach kurzfristige Gelder (Kundeneinlage auf Konti) nicht langfristig (Anleihen mit langen Laufzeiten) investiert werden sollen, sträflich missachtet hat.

Anders präsentiert sich die Situation der Credit Suisse (CS). Geschäftsmodell wie auch Kundenbasis der Schweizer Grossbank waren wesentlich diversifizierter als bei der SVB. Eigenkapitalquote und Liquidität waren zwar noch ausreichend vorhanden. Als Folge des sich beschleunigenden Vertrauensverlustes drohte der CS am Schluss

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

	Reales BIP Wachstum		Kern-Teuerung	
	2023	2024	2023	2024
China	5.3 %	5.0 %	2.3 %	2.3 %
Deutschland	0.0 %	1.1 %	6.1 %	2.5 %
EU	0.5 %	1.4 %	6.3 %	2.7 %
Grossbritannien	-0.5 %	0.9 %	6.5 %	2.4 %
Japan	1.1 %	1.1 %	2.2 %	1.2 %
Schweiz	0.6 %	1.4 %	2.4 %	1.4 %
USA	0.9 %	1.2 %	4.1 %	2.5 %

aber die Gefahr, vom Geschäft mit anderen Banken ausgeschlossen zu werden, was wohl unweigerlich zum Infarkt nicht nur dieser Bank, sondern des globalen Finanzmarktes geführt hätte.

Befürchtungen, den europäischen Banken drohe eine ähnlich ungemütliche Lage wie den amerikanischen, gilt es ebenfalls zu relativieren. Europäische Banken stehen in wichtigen Kennzahlen wesentlich besser da als ihre Pendants jenseits des Atlantiks. So verfügen die europäischen Kreditinstitute laut J. P. Morgan Asset Management über deutlich höhere Eigenkapital- und Liquiditätsquoten als die amerikanischen, und die unrealisierten Verluste auf langfristigen Anlagen sind in Europa wesentlich kleiner als in den USA.

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
Insgesamt hat sich im Berichtszeitraum an der Übergewichtung der liquiden Mittel nichts geändert. Ab einer gewissen Grösse, in der Regel ab 100'000 Franken, können liquide Mittel nun auch wieder zinstragend in Call- und Festgelder investiert werden.

Obligationen
Wir sind in Obligationen weiterhin untergewichtet, haben aber beschlossen, die Duration (gewichtete Restlaufzeit) in Franken- und Euro-Mandaten langsam etwas anzuheben. In USD-Mandaten ist dieser Schritt bereits erfolgt. In den Mandaten in Franken und Euro bedeutet dies, dass wir fällig werdende Titel mit solchen ersetzen, die eine etwas längere Restlaufzeit aufweisen, sodass die Duration aller Obligationen im Durchschnitt leicht wachsen kann.

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

	Dez. 2022	März 2023	Veränderung
Europa	2.57%	2.29%	-11%
Grossbritannien	3.67%	3.49%	-5%
Japan	0.42%	0.35%	-17%
Schweiz	1.62%	1.25%	-23%
USA	3.88%	3.47%	-11%

Aktien Schweiz
Unsere Value-Aktien-Auswahl für den heimischen Markt, das «Swiss Stock Portfolio» (SSP), hat sich im ersten Quartal höchst erfreulich entwickelt. Es generierte eine Gesamtperformance (Kursveränderungen plus Dividenden) von 12,8% und vermochte damit seine Benchmark, den Swiss Performance Index (SPI), um satte 6,9 Prozentpunkte hinter sich zu lassen. An der Positionsgrösse wurde keine Veränderung vorgenommen, womit die ungefähr neutrale Gewichtung beibehalten wurde. Die Aktien Coltene wurden verkauft, weil eine ausreichende Marktbreite für uns immer weniger gegeben war.

Langfristig präsentiert sich die Entwicklung ebenfalls sehr gut. Seit 2012 beläuft sich die durchschnittliche jährliche Performance auf 12,3%, womit die mittlere Benchmark-Performance von 9,3% deutlich übertroffen wurde. Seit 2012 hat diese Strategie eine kumulierte Gesamtperformance von rund 269% erreicht, der Index eine von 172%. In den SSP-Zahlen sind Transaktionskosten abgezogen, wogegen der Vergleichsindex kostenfrei ist.

Am Schweizer Aktienmarkt hatten mittelgross kapitalisierte Unternehmen im Berichtszeitraum den besten Lauf (+10%). Sie schnitten als Gruppe besser ab als die gross- und die kleinkapitalisierten Gesellschaften, welche als Gruppe je um

Werte pflegen.

Transparente und bankenunabhängige Vermögensverwaltung.

ca. 5% nach vorne rückten. Von den Schwergewichten fielen die Novartis-Aktien mit einer Performance von +15% auf. Positive Studienresultate eines Brustkrebsmedikamentes halfen hier der Performance.

Noch besser entwickelten sich die Industriewerte Zehnder (Heizen & Lüften) mit +37%, SFS (Präzisionskomponente/Befestigung) mit +35% sowie Vetropack (Glas-Verpackungen), welche um fast 28% kletterten. Auf der Verliererseite fungieren neben Roche (-7%) die Cembra Money Bank (-7%) sowie der Labor-Ausrüster Tecan (-3%).

Die **Kurs/Gewinn-Verhältnisse** aufgrund der letztbekannten Gewinne für zwölf Monate sind zumeist gestiegen:

	Dez. 2022	März 2023	Veränderung
SPI Index	17.7	20.8	17.5%
DJ STOXX 600 Index	14.6	13.8	-5.5%
MSCI AC Asia ex Japan	12.3	15.4	25.2%
MSCI Japan	13.5	15.7	16.3%
MSCI USA	18.9	20.2	6.9%
MSCI AC Welt Index	16.7	17.8	6.6%

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

Aktien Europa
Ebenfalls mit unveränderten Positionen und damit einer leichten Untergewichtung haben die europäischen Dividendenwerte den ersten Dreimonatszeitraum des Jahres beendet. Die europäische Aktienauswahl, das «European Stock Portfolio» (ESP), hat eine Rendite von 6,2% gebracht, der Vergleichsindex DJ Stoxx 600 Index eine von 8,4%.

Zu den besten Titeln zählten der Halbleiterwert BE Semiconductor (+42%), die Aktien des Bergbauunternehmens SSAB (+34%) sowie die der Deutschen Post (+22%). Die roten Laternen gingen im ersten Quartal an die Aktien der norwegischen Energiegruppe Equinor (-15%), an die der IG Group (Finanzbranche, -11%) sowie an Logitech (-7%), den Hersteller von Computer-Technik.

Die langfristige Performance des ESP seit 1992 weist eine jährliche Durchschnittsrendite von 8% auf, verglichen mit 6,9% der Benchmark. Kumuliert sind so im Portfolio seit Messbeginn 1'020% zusammengekommen, wogegen die kumulierte Index-Performance auf 710% zu stehen kommt. In den Zahlen für das ESP sind Transaktionskosten und Quellensteuern abgezogen, wogegen der Referenzindex ohne Kosten kalkuliert wird.

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

	Kurs/ Buchwert	Div. Rendite
SPI Index	3.3	2.9%
DJ STOXX 600 Index	1.9	3.4%
MSCI AC Asia ex Japan	1.5	2.7%
MSCI Japan	1.3	2.4%
MSCI USA	4.1	1.7%
MSCI AC Welt Index	2.9	2.2%

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

Aktien USA
Hat es das Fed mit seinen Zinserhöhungen (der schnellsten und markantesten Verteuerung der Fed-Funds-Rate in den letzten 40 Jahren mit 9 Erhöhungsschritten in Folge) übertrieben? Ja, sagen die einen. Sie verweisen auf die schweren Turbulenzen bei den amerikanischen Regionalbanken, wo es bereits erste Todesopfer zu beklagen gibt. Nein, sagen die anderen, die auf den unvermindert angespannten Arbeitsmarkt und die trotzt rückläufigem Trend hartnäckige Teuerung schielen. Das «Wall Street Journal» betitelte die letzte Erhöhung denn auch als «Hochseilakt».

Im vierten Quartal 2022 sind die Umsätze pro Aktien der S&P-500-Unternehmen gegenüber dem Vorquartal erstmals seit dem Ausbruch der Pandemie gefallen. Der Rückgang ist zwar klein, könnte aber ein Hinweis sein, dass die Erträge unter Druck kommen. Auf Basis des Gesamtindex erwartete der Marktkonsens gemäss «Bloomberg» im Moment kein Gewinnwachstum pro Aktie. Angesichts der zahlreichen Unsicherheiten und der nicht billigen Bewertungen erscheint für US-Aktien eine abwartende Haltung gerechtfertigt zu sein. Wir haben in amerikanischen Aktien im vergangen Zwölfwochen-Zeitraum keine Veränderungen vorgenommen.

Aktien Asien (ohne Japan)
Im Januar haben wir beschlossen, die Position des Aberdeen Asia Pacific Funds zu halbieren und den Erlös in den Franklin Templeton India ETF zu investieren. Im Aberdeen Fund beträgt die Quote an chinesischen Aktien ungefähr 25%. Seit dem letzten Parteikongress in China schwingt das Pendel unserer Meinung nach in Richtung Verschlechterung des politischen Umfelds. Xi Jinping hat seine Macht noch stärker zentriert und zementiert. Es scheint, als ob jetzt Ideologie vor wirtschaftlichem Erfolg steht. Auch gegenüber Taiwan gebärdet sich China aggressiver.

Das alles stimmt uns für das Reich der Mitte skeptisch, weshalb wir die Umschichtung vorgenommen haben. Indien dürfte China im laufenden Jahr

als bevölkerungsreichstes Land der Erde ablösen. Die indische Bevölkerung ist im Schnitt deutlich jünger als die chinesische, die Wirtschaft dürfte ihr Potenzial noch lange nicht ausgeschöpft haben und wächst schnell. Laut den von «Bloomberg» befragten Auguren dürfte Indien sein Bruttoinlandprodukt in diesem und im kommenden Jahr um jeweils 6% oder mehr steigern, womit das erwarte Wachstum über dem chinesischen liegt.

Aktien Japan
Japan wird von uns unverändert neutral eingeschätzt. Wir haben im ersten Quartal keine Veränderungen vorgenommen und sind in dem relativ günstig bewerteten japanischen Markt weiterhin leicht übergewichtet.

Alternative Anlagen
Alternative Investments zerrissen im ersten Quartal keine dicken Stricke und traten auf der Stelle. Im Mehrjahresvergleich seit 2016 hat der BCV Liquid Alternative Beta Fund punkto Performance sowohl die massgeblichen Indizes wie auch repräsentative Konkurrenzprodukte geschlagen. Wir haben an den Positionen nichts verändert und sind somit in alternativen Anlagen weiterhin untergewichtet.

Edelmetalle
Zurzeit halten wir keine Edelmetall-Positionen.

Unsere **Asset Allokation zusammengefasst:**

Anlagekategorie	
Geldmarkt	übergewichtet
Obligationen	untergewichtet
Aktien Schweiz	neutral
Aktien Europa	leicht untergewichtet
Aktien USA	leicht übergewichtet
Aktien Asien	leicht übergewichtet
Aktien Japan	leicht übergewichtet
Edelmetalle	keine Position
Alternative Anlagen	untergewichtet

Bezogen auf Referenzwährung Schweizer Franken.

In eigener Sache

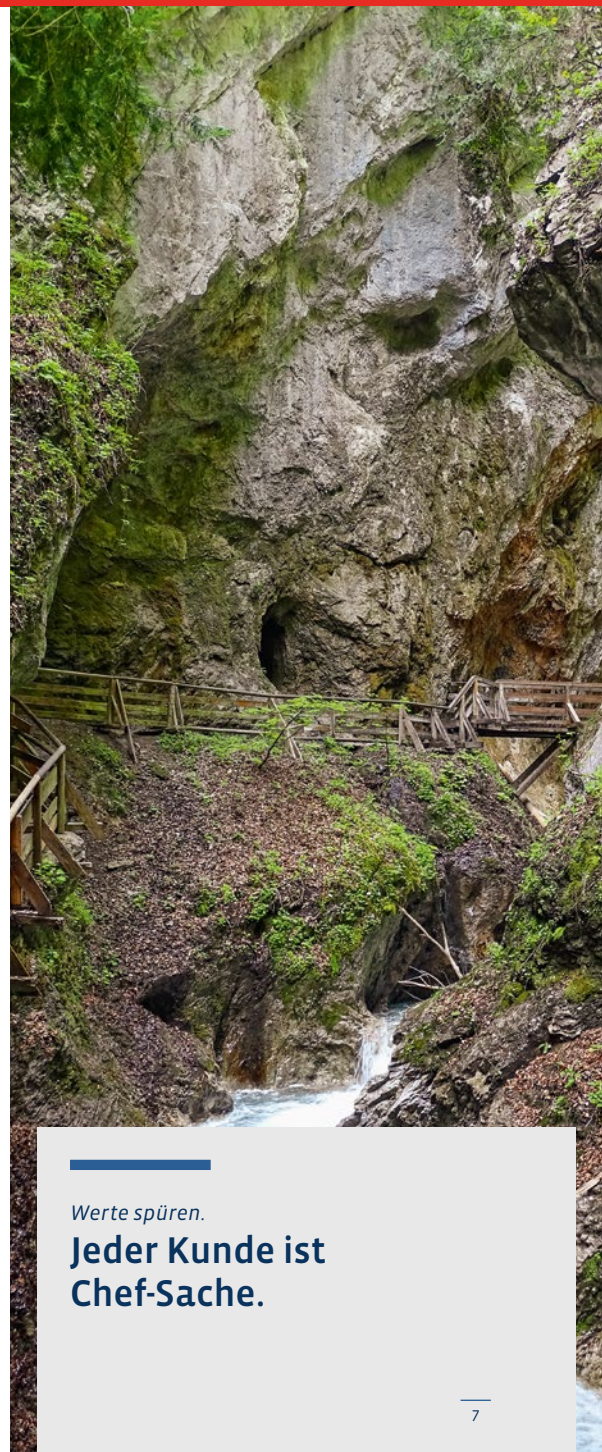
Nach 21 Jahren in den Diensten unseres Unternehmens hat **Emil Aerne** Ende März 2023 seine Karriere bei der Salmann Investment Management AG beendet. Aerne war Senior Portfolio Manager und Mitglied des Anlagekomitees, in welchem er für den europäischen Aktienmarkt verantwortlich war. Zudem war er zuständig für unser European Stock Portfolio, die hauseigene Auswahl an günstig bewerteten europäischen Dividendenwerten. Wir danken Emil Aerne herzlich für die jahrzehntelangen treuen Dienste und wünschen ihm auf seinem weiteren Weg alles Gute.

Roland Arioli, CEFA, übernimmt als Senior Portfolio Manager und Mitglied des Anlagekomitees die Aufgaben von Emil Aerne. Nach seiner Ausbildung zum Finanzanalytiker und Vermögensverwalter hat er während mehr als 25 Jahren Erfahrung als Portfolio Manager für private und institutionelle Kunden gesammelt. Vor seiner Tätigkeit bei Salmann war er bei verschiedenen Privatbanken und Vermögensverwaltern in Vaduz und Zürich tätig. Er ist im Range eines Vize-Direktors seit März 2023 bei Salmann. Wir heissen Roland Arioli herzlich willkommen.

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

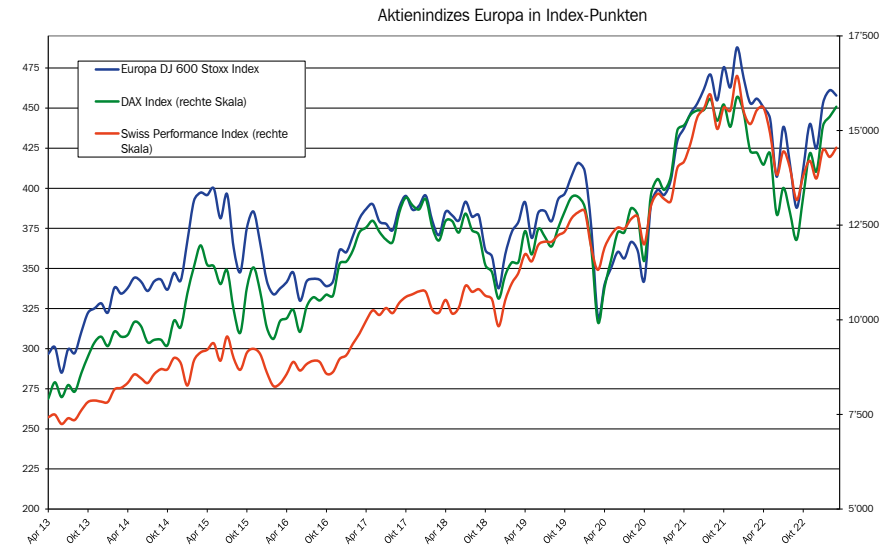
	Dez. 2022	März 2023	Veränderung
CHF / Euro	0.9896	0.9922	0.3 %
CHF / USD	0.9245	0.9153	-1.0 %
Euro / USD	0.9341	0.9226	-1.2 %
Yen / USD	131.1200	132.86	1.3 %

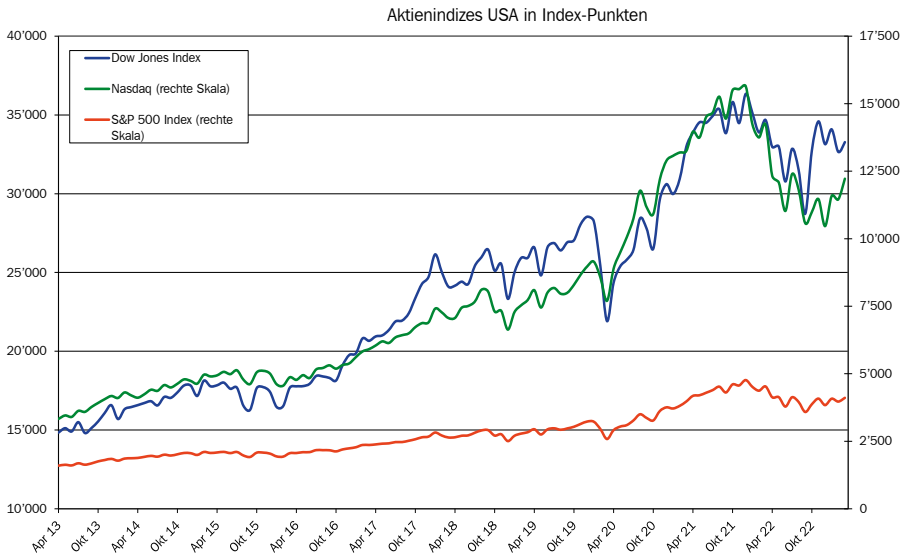
Quelle: Bloomberg.

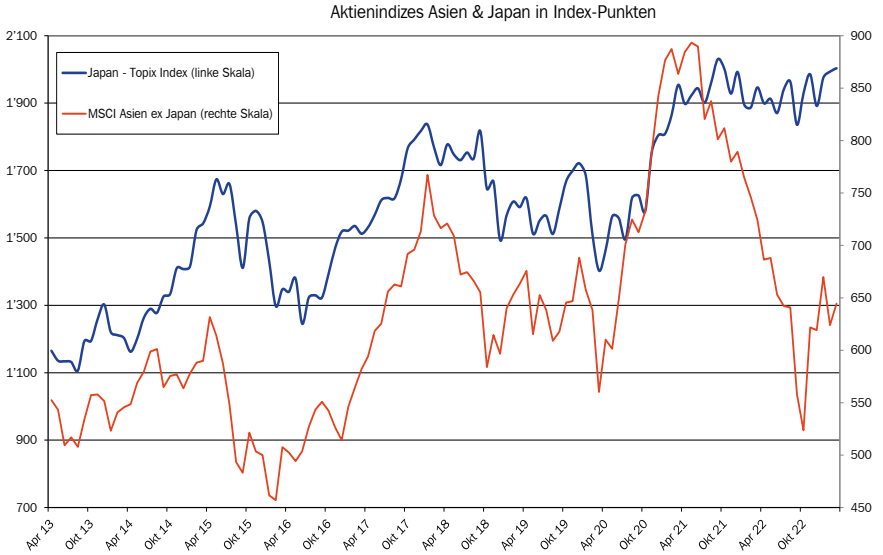


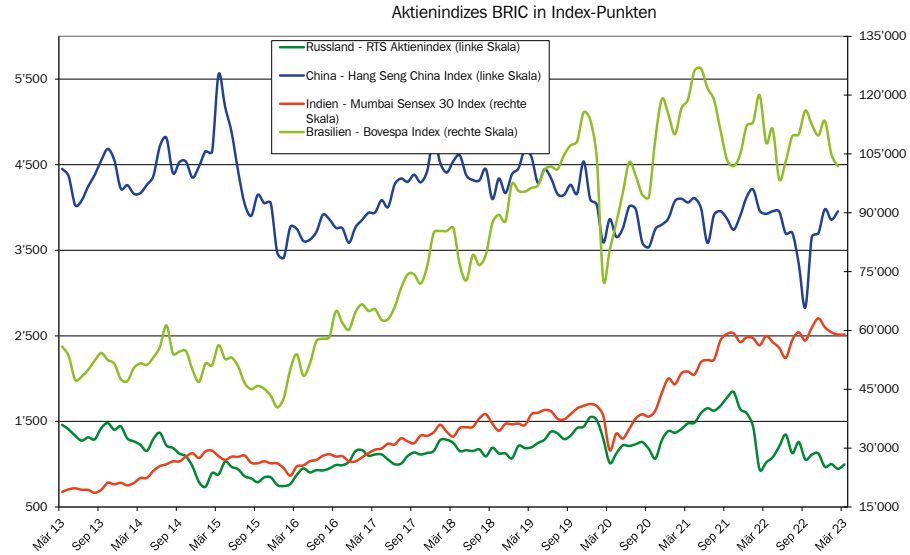
Werte spüren.
Jeder Kunde ist Chef-Sache.

Aktienmärkte auf einen Blick

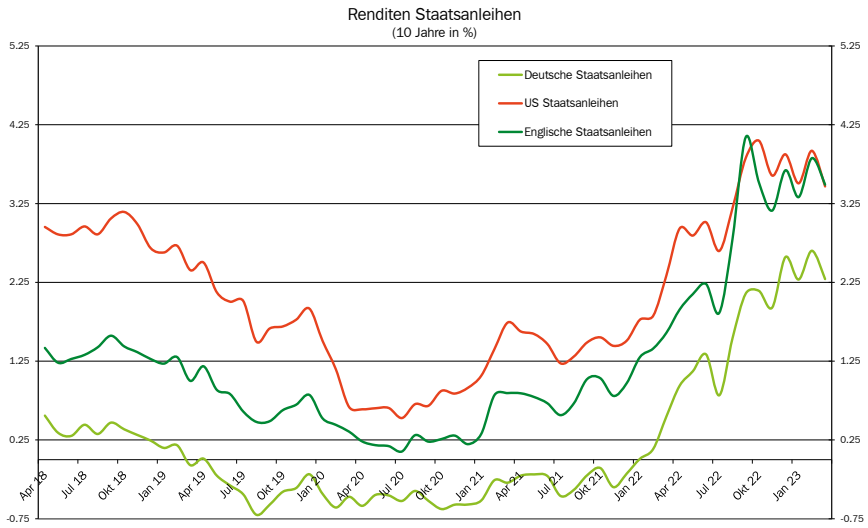


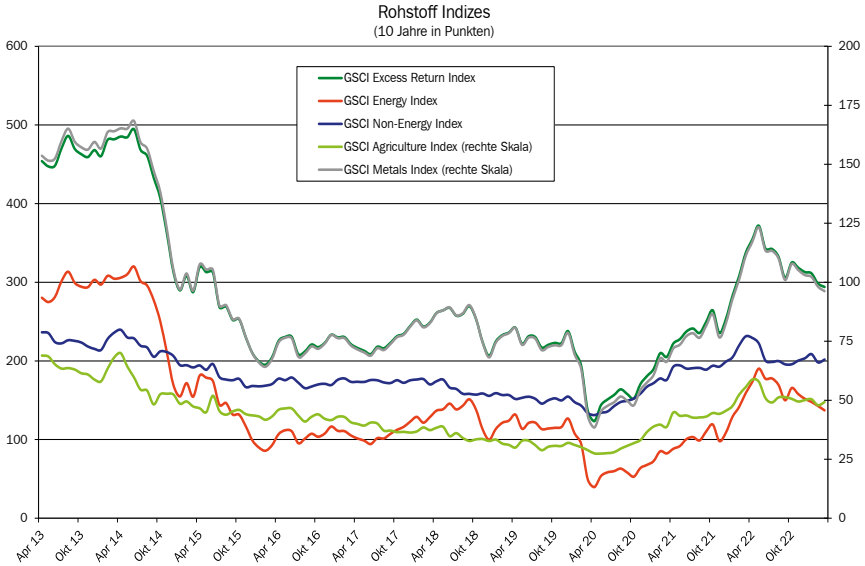


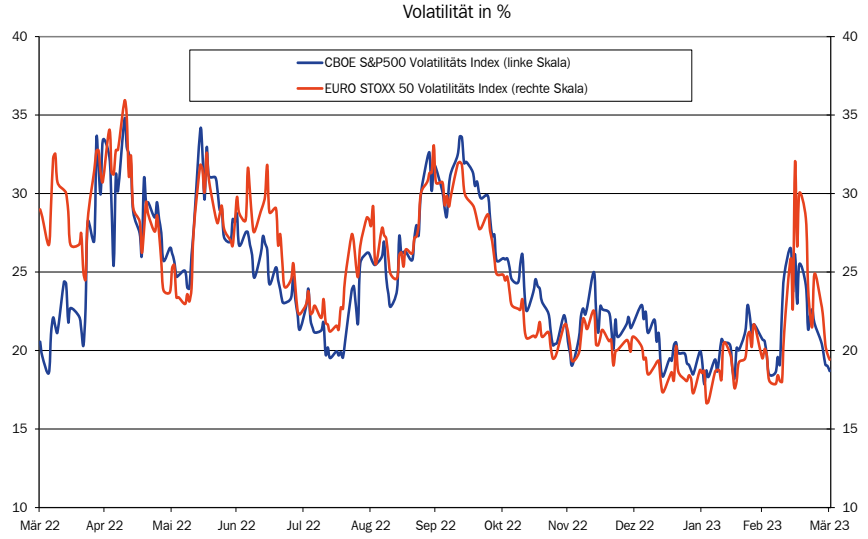


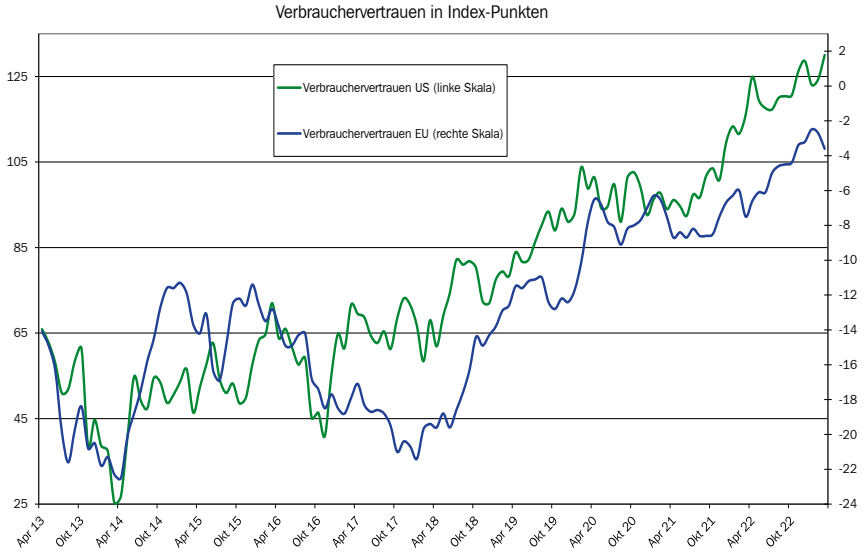


Obligationenrenditen und andere Kennziffern









Notizen

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 Tätigung 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.

SALMANN
INVESTMENT MANAGEMENT

Schlusswort

Wir danken Ihnen für das in uns gesetzte Vertrauen und wünschen Ihnen viele erspriessliche Frühlingstage.

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