

# PRIVATE

Das Geld-Magazin

Recht & Steuern

## *Private Banking und Anlagefonds*

Jeder sein eigener Währungsexperte

Vorsorge: Kapital oder Rente?

Flexibilität bei Bond-Investments

Haftpflichtrisiken für Private Equity

Heisses Eisen Eigenmietwert

Indirekte Immobilienanlagen

Swiss Commercial Properties

Impact Investing

Wieviel darf ein Stiftungsrat verdienen?

Nachfolge in Stiftungsräten

Gesellschaftergezänk

Erbschaftsteuer-Harmonisierung

Zahlungen auf ein Oder-Konto

Erwachsenenschutzrecht

Verschärfungen der Bankenregulierung

Doppelmental im Steuerstreit

**Immobilien**

**Sustainable Finance**

**Unser Internetpartner:  
finews.ch – Das Finanzportal**

Juli / August 2012

13. Jahrgang Nr. 4 Fr. 10.–



**private.ch**

## **Stéphane J. Casagrande BNP Paribas Investment Partners**

*Volatilitätsanomalie auf den Aktienmärkten:  
Weniger Risiko = Mehr Rendite*



# Lieber rechtzeitig vorsorgen.



**Perfekte Planung:** Wir gestalten mit Ihnen schon heute Ihre finanzielle Zukunft, verständlich und unkompliziert. Damit Sie später Ihre Rente nicht anderweitig aufstocken müssen.



**Bank Linth**

Richtig einfach.

Ein Unternehmen der LLB-Gruppe

# Inhalt



## Sustainable Finance

Die Schweizer Finanzbranche steckt im grössten Umbruch seit Jahrzehnten. Jetzt kann man entweder jammern oder die Chancen packen, die jeder Wandel mit sich bringt.

Eine Chance ist Sustainable Finance, ein Begriff mit vielen Facetten:

- Socially Responsible Investing (SRI)
- Mission-based & Impact Investing
- Corporate Governance
- Corporate Social Responsibility
- Ethik & Moral in der Geldanlage
- Nachhaltige Geldanlagen
- Gemeinnützige Stiftungen
- Philanthropie
- Green Real Estate
- Öko-, Ethik- & Fair-Trade-Fonds
- Microfinance
- und und und

PRIVATE ist überzeugt, dass Nachhaltigkeit mehr ist als ein Modebegriff. Nachhaltigkeit ist eine Chance, mit der sich der Schweizer Finanzplatz von der ausländischen Konkurrenz abheben und sich profilieren kann.

PRIVATE unterstützt diese Bewegung und wird ab sofort in jeder Ausgabe ein Dossier «Sustainable Finance» führen, in dem interessierte Finanzinstitute und Experten ihre Kompetenz markieren können.

Dr. N. Bernhard, Chefredaktor  
bernhard@private.ch

## Aktuell

- 4 ... und plötzlich ist jeder ein Währungsexperte**  
Prof. Dr. Erwin W. Heri, Valartis
- 6 Die Kardinalfrage in der Vorsorge Kapital oder Rente?**  
Marcel Rüegg und Fredo Landolt  
Bank Linth LLB AG
- 8 Erbschaftsteuer-Harmonisierung in der EU**  
Prof. Dr. Hans Rainer Künzle  
Kendris AG
- 10 Risikomanagement und Basel III**  
Dr. Urs Bischof und Iqbal Khan  
Ernst & Young Schweiz

## Fonds & Co.

- 12 Schweizer Immobilienfonds**  
Neuer Indikator für Anlagerendite  
Dr. Matthäus Den Otter, SFA
- 14 Volatilitätsanomalie**  
Weniger Risiko = Mehr Rendite  
Stéphane J. Casagrande  
BNP Paribas Investment Partners
- 16 Flexibilität ist der Schlüssel zum Anleihenrätsel**  
Valentijn van Nieuwenhuijzen  
ING Investment Management

## Immobilien

- 18 «Gespaltenen» Mietwohnungsmarkt**  
Dr. Andreas Bleisch, Wüest & Partner
- 20 Heisses Eisen Eigenmietwert**  
Pavlo Stathakis, HEV Schweiz
- 21 Indirekte Immobilienanlagen**  
Dr. Gérard Fischer, Swisscanto
- 22 Hoteliers werden sich wärmer anziehen müssen**  
Daniel Stocker, Colliers International
- 25 Immobilienanlagen haben die Nase vorn**  
Dr. Christoph Zaborowski  
Wüest & Partner

- 26 Investing in Swiss Commercial Properties**  
Interview with Luciano Gabriel  
PSP Swiss Property

## Sustainable Finance

- 29 Verantwortung übernehmen heisst nachhaltig investieren**  
Otmar Hasler, Regierungschef a.D.  
Kaiser Partner
- 30 Impact Investing**  
Oliver Oehri, CSSP
- 31 Wieviel darf ein Stiftungsrat verdienen?**
- 32 Nachfolge in Stiftungsräten**  
Dr. Stephan Burla  
Fondation des Fondateurs
- 34 Liechtenstein Kongress 2012**  
Dr. Inge Schumacher, Kaiser Partner  
Cathrine Tillotson, Scorpio
- 37 Schweizer Stiftungswesen**

## Recht & Steuern

- 38 Aktuelle Verschärfungen der Bankenregulierung**  
Dr. Markus Staub, Bankiervereinigung
- 40 Haftpflichtrisiken von Private-Equity-Häusern**  
Gregory Walker, Walker Risk Solution
- 41 «Gesellschaftergezänk» gefährdet Unternehmen**  
Edy Fischer, IfW
- 42 Neues Erwachsenenschutzrecht**  
Dr. Adrian Heberlein, Rechtsanwalt
- 43 Zahlung auf ein gemeinsames deutsches Oder-Konto**  
Thomas Zenner, Nötzli Mai & Partner
- 45 The Great Unwinding**  
Dr. Frederick Shepperd
- 46 Erste Adressen / Impressum**
- 50 Doppelmoral im Steuerstreit**  
Claude Baumann, Finews

# ...und plötzlich ist jeder ein Währungsexperte



**Von Prof. Dr. Erwin W. Heri**  
Professor für Finanztheorie  
an der Universität Basel und  
VR-Präsident Valartis Group<sup>1)</sup>

Die Geld-, vor allem aber die Währungspolitik der Schweizerischen Nationalbank ist in den letzten Monaten zu einem Stammtisch- aber auch zu einem Kolumnenthema ersten Ranges geworden. Dabei spielt es keine Rolle – ein nicht seltenes Phänomen bei komplexen Themen –, dass nicht wenige Kommentatoren noch nicht einmal wirklich wissen, was eine Zentralbank, wie es die Schweizerische Nationalbank ist, eigentlich tut und soll. Hauptsache, man kann punkten. Am Stammtisch, in der Kolumne, in der politischen Debatte. Dabei ist die Währungspolitik oft noch etwas greifbarer als die durch die Währungspolitik implizierte Geldpolitik. Denn letztlich tangiert es jeden, ob der Euro bei 1:1 notiert oder auf 1.30 – unabhängig davon, ob er im Sommer in der Eurozone in Urlaub fährt oder am Samstag nach Konstanz zum Einkaufen oder was auch immer.

Wenn man sich aber etwas fundamentaler zu Fragen der Geld- und Währungspolitik äussern will, und ganz besonders wenn man dann noch meint, aus seinen Äusserungen Handlungsanweisungen für die National-

bank ableiten zu müssen, dann wäre es hilfreich, etwas von den Mechanismen der Geld- und Währungsabläufe zu verstehen. Dies einfach deswegen, um die Argumente nicht allzu dämlich werden zu lassen, wenn in die Tiefe gebohrt wird. Das gilt auch für Politiker und ausrangierte Bankdirektoren.

Dabei will ich noch gar nicht einmal Jürg Niehans, einem der ganz grossen Geld- und Währungstheoretiker unserer Zeit, widersprechen, der das Bonmot geprägt hat, Zentralbankpolitik sei mehr Kunst als Wissenschaft. Aber es hat ja auch niemand das Gefühl, er müsse an der Akademie der Hohen Künste Referate halten, nur weil er einmal eine Leinwand mit Farbe bepinselt hat.

Nun aber zu ein paar fachlich-sachlichen Themen. Z.B. der Frage, ob sich ein CHF/Euro-Kurs von 1.20 überhaupt halten lässt. Selbstverständlich lässt er sich halten. Eine rein technische Frage. Immerhin haben wir jahrzehntelang feste Wechselkurse gehabt. Die Frage ist nicht, ob eine Fixierung oder die Definition einer Untergrenze technisch möglich ist. Die Frage ist die nach den Konsequenzen, nach dem Preis.

Der Zusammenbruch des seinerzeit in Bretton Woods definierten Systems fester Wechselkurse war darauf zurückzuführen, dass ein Teil der westlichen Welt zu Beginn der 70er Jahre nicht mehr bereit war, mehr oder weniger automatisch eine allzu expansiv daherkommende US-Geldpolitik zu übernehmen – denn die Übernahme ausländischer Geldpolitik ist und war der Preis einer Wechselkursfixierung. Dass sich der Schweizer Franken seither gegenüber praktisch allen Währungen aufgewertet hat (der Dollar notierte damals auf über 4 Franken, das Pfund auf über 10 Franken, die damalige D-Mark weit über 1 Franken), war eine logische Konsequenz einer auf systematische Inflationsbekämpfung ausgerichteten Geldpolitik der Schweizerischen Nationalbank. Sie war und ist in

ihren Bemühungen einfach etwas erfolgreicher als die Zentralbanken der Nachbarländer. Die Schweiz hat immer tiefere Inflationsraten gehabt als die meisten ihrer Handelspartner. Und da sich Währungen langfristig in etwa wie die Unterschiede in den Inflationsraten gebärden, führte dies halt zu einer trendmässig nominellen Höherbewertung des Franks. Dies spielte real nicht wirklich eine Rolle, da es ja eben nichts anderes bedeutete als einen trendmässigen Ausgleich unterschiedlicher Inflationsraten im In- und Ausland. Aber eben: Langfristig und trendmässig.

Daraus nun aber abzuleiten – das zweite Thema –, jegliche Währungsintervention sei schon aus ordnungspolitischen Gründen abzulehnen, da es ja «der Markt schon richte», verkennt völlig die Funktionsweise freier Märkte in der kurzen Frist. Auch liberale Denker und Schreiber dürften inzwischen begriffen haben, dass Märkte ab und zu versagen. Gerade die Finanzmärkte legten hierfür in den letzten Jahren genügend Zeugnis ab.

Auch und gerade die trendmässige Aufwertung des Schweizer Franks seit den 70er Jahren ist gleichzeitig eine Geschichte immer wiederkehrender Verwerfungen.

Solche Verwerfungen werden heute in der Finanzmarktliteratur unter den unterschiedlichsten Labels von «Runs» über «Bubbles» und «Schwarzen Schwänen» bis zu «Dragon Kings» intensiv diskutiert und analytisch durchleuchtet. Phänomene, die auf Marktunvollkommenheiten hinweisen, die eine Zentralbank zu berücksichtigen hat, wenn sie eine letztlich auf Stabilität ausgerichtete Geld- und Währungspolitik betreiben will. Dabei hilft es ihr wenig, wenn sie permanent von irgendwelchen effekthascherischen Giftpfeilen beschossen wird, die sich auf irgendwelche populär-ökonomische Möglichkeiten stützen.

1) Prof. Heri hat im Bereich Währungstheorie promoviert und über Geldnachfragefunktionen habilitiert.

## Langfristig werden wohl nur diejenigen Banken überleben, die das Vertrauen als ihr wichtigstes Asset würdigen und pflegen.

SITA MAZUMDER, Prof. Dr. oec. publ., Ökonomin und Unternehmerin

Wir, die InCore Bank AG, bieten als erstes eigenständiges Schweizer Unternehmen mit Bank- und Effektenhändlerbewilligung umfassende Banking Services für andere Banken und Effektenhändler an.

Unsere Insourcing- und Brokerage-Kunden reduzieren ihre Kosten durch die zielgerichtete Auslagerung spezifischer Businesssparten spürbar und erhöhen gleichzeitig die Qualität ihrer Dienstleistungen.

InCore Bank AG  
Postfach  
Dreikönigstrasse 8  
CH-8022 Zürich  
+41 44 286 21 21  
[www.incorebank.ch](http://www.incorebank.ch)



# Die Kardinalfrage im Vorsorgesystem: Kapital- oder Rentenbezug?

Unser Drei-Säulen-System ist auch mehr als 25 Jahre nach Inkrafttreten immer noch einzigartig. Die staatliche Altersvorsorge (AHV) sichert den Existenzbedarf und die berufliche Altersvorsorge (BVG) ermöglicht die Fortsetzung des gewohnten Lebensstandards im Pensionsalter. Der Staat unterstützt darüber hinaus den Aufbau von Vorsorgevermögen in Eigenverantwortung: durch steuerliche Abzugsberechtigung von Beiträgen an anerkannte Vorsorgeformen (BVV3). Die Demographie und die Veränderung der Ertragsstrukturen setzen den Vorsorgewerken aber stark zu. Die Eigenverantwortung des Einzelnen gewinnt damit an Bedeutung.



*Von Marcel Rüegg  
Teamleiter Private Banking  
Bank Linth LLB AG*

**Die Zukunft unserer Altersvorsorge**  
Unsere AHV arbeitet als Umlagekasse und ist gemäss einer Analyse des Bundesrates bis ins Jahr 2020 auf Erfolgskurs. Basis dafür ist eine Nettozunahme von 40'000 gutverdienenden ausländischen Arbeitskräften im Jahr. Diese Arbeitskräfte verbessern kurz- und mittelfristig das Verhältnis von Beitragspflichtigen zu Rentenbezüglern. Langfristig sind die heute Beitragspflichtigen aber als zukünftige Rentenbezüglern zu betrachten – und zwar mit tendenziell zunehmender Lebenserwartung.

In der Pensionskasse finanzieren die erwerbstätigen Mitglieder ihre Sparbeiträge selbst. Der Bundesrat hat für 2012 einen Mindestzinssatz von derzeit 1,5% für diese Altersguthaben festgelegt. Er wählt damit einen Mittelweg zwischen den Ansprüchen der Versicherten und den real am Markt erzielbaren Renditen. Das eigentliche Grundproblem sind aber nicht die



*und Fredo Landolt  
Leiter Vorsorge  
Bank Linth LLB AG*

Erwerbstätigen, sondern die Altersrenten im Pensionsalter. Der Rentenumwandlungssatz spiegelt die Lebenserwartung und die zukünftig am Markt zu erwartenden Renditen wider.

Der heute gesetzlich vorgegebene Umwandlungssatz von 6,8% für den maximalen BVG-Lohn kann weder in Bezug auf die prognostizierte Lebenserwartung noch in Bezug auf die Verzinsung des Rentenskapitals erreicht werden. Unsere 2. Säule ist reformbedürftig. Die Politik muss die Frage klären, wie die Finanzierung zu bewerkstelligen ist bzw. welcher Lebensstandard durch das System abgedeckt wird.

## **Entscheidungshilfe zu Kapital- oder Rentenbezug**

In jeder Pensionsplanung stehen die persönlichen Verhältnisse, Wünsche und Bedürfnisse des Planenden (und des Ehegatten/Lebenspartners) im Mittelpunkt. Die im Rahmen der Pensionie-

rung gefällten Entscheide wirken bis ans Lebensende. Die nebenstehende Entscheidungstabelle kann hier eine wertvolle Orientierungshilfe bieten.

Der definitive Entscheid zu einem Kapitalbezug bedarf nach dieser ersten groben Einschätzung einer detaillierten Prüfung. Dabei sollen die Vor- und Nachteile beider Varianten – Rente oder Kapitalbezug – kurz aufgezeigt werden.

## **Das spricht für die Rente**

Wie bei der Lohnzahlung während des Erwerbslebens verfügt die versicherte Person ab dem Zeitpunkt der Pension über ein regelmässiges monatliches Einkommen, das keine Schwankungen aufweist. Die Anlagerisiken trägt die Pensionskasse. Die Rente ist lebenslang bis ins hohe Alter garantiert.

Im Gegensatz zur AHV, welche alle 2 Jahre an die Teuerung angeglichen wird, muss die Pensionskassenrente nicht angepasst werden. Beim Tod eines Rentenbezüglers geht die Pensionskassenrente gemäss Gesetz zu 60% an den überlebenden Ehegatten über. Sind beide Ehegatten verstorben und keine anspruchsberechtigten Waisen vorhanden, so verfällt das nicht verbrauchte Alterskapital gemäss Gesetz zugunsten der Pensionskasse und fehlt damit in der Erbmasse.

Die Berechtigung für eine Witwen- bzw. Witwerrente besteht, wenn anspruchsberechtigte Waisen vorhanden sind oder wenn der überlebende Ehegatte älter als 45 Jahre ist und die Ehe mindestens 5 Jahre gedauert hat. Ist ein Partner jünger als die versicherte Person, kann er über eine voraussichtlich sehr lange Zeit die Rente beziehen. Folglich lohnt es sich in einer solchen Konstellation, eher die Rente anstelle des Kapitalbezugs zu wählen.

<b>8 Schlüsselfragen zu Rente oder Kapitalbezug</b>		
<b>Setzen Sie bei allen Aussagen, die auf Sie zutreffen ein ✓</b>		
Frage 1: Sie verfügen neben dem Renteneinkommen aus AHV und Pensionskasse über wenige zusätzliche Vermögenswerte (z.B. Bankguthaben, Wertschriften, Immobilien).		
Frage 2: Sie (und/oder Ihr Ehepartner) sind gesund und fit und freuen sich auf ein langes Leben.		
Frage 3: Sie haben wenig Erfahrung/Kenntnisse mit Kapitalanlagegeschäften.		
Frage 4: Die Optimierung der Einkommenssteuern im Rentenalter hat für Sie keine Bedeutung.		
Frage 5: Die finanzielle Unabhängigkeit in Anlageentscheiden ist Ihnen wichtiger als die Sicherheit einer lebenslangen Rente.		
Frage 6: Die Möglichkeit eines Inflationsausgleichs Ihres Einkommens im Rentenalter ist Ihnen wichtig.		
Frage 7: Ihre budgetierten Lebenshaltungskosten nach der Pensionierung sind zu mehr als 2/3 durch Renten (s. Frage 1) gedeckt.		
Frage 8: Ihr Ehepartner ist mehr als 10 Jahre jünger als Sie.		
✓ mehrheitlich in grünem Feld = Kapital- oder Teilkapitalbezug prüfen		
✓ mehrheitlich in rotem Feld = Rentenbezug		

**Das spricht für den Kapitalbezug**

Die freie Verwendung des Geldes ist bei einem Kapitalbezug flexibler gestaltbar als beim Bezug der Rente. Man kann sich beispielsweise zu Beginn der Pensionierung ein höheres Einkommen auszahlen oder das Geld für einmalige Investitionen wie einen Wohnungskauf oder die Schuldentilgung einsetzen. Auch in Bezug auf Inflation kann man das bezogene Alterskapital gegen einen Realwertverlust geschützt investieren.

Stirbt der Kapitalbezüger, kann das nicht verbrauchte Restkapital den Hinterbliebenen vererbt werden. Wichtig ist, dass man auch die Altersvorsorge des überlebenden Ehe- bzw. Lebenspartners mit einer gezielten Planung sicherstellt und je nach Situation die Vermögensweitergabe an Kinder in die Entscheidungen einbezieht.

Ein diszipliniertes Ausgabeverhalten und Interesse oder Erfahrung mit Geldanlagen sind bei einem Kapitalbezug unbedingt erforderlich. Grundsätzlich kommt für die Anlage der Vorsorgegelder eher eine konservative Anlagestrategie in Frage, weil die Einkommenssicherheit Priorität haben muss. Schliesslich soll vom vorhandenen Vermögen lebenslang gezehrt werden können.

**Das Fazit**

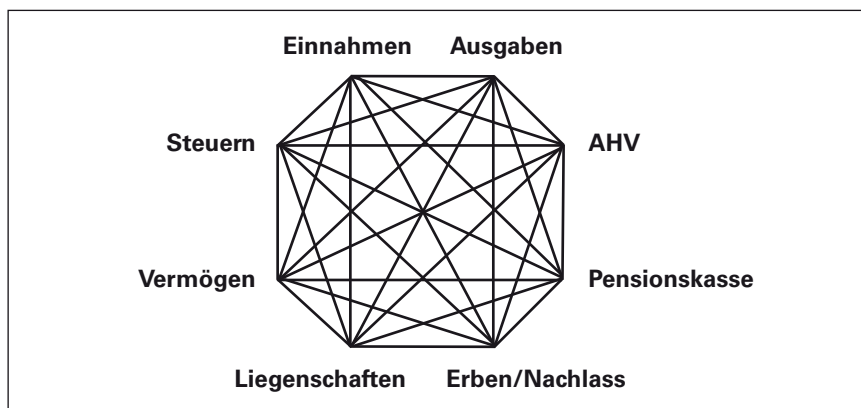
Die Pensionskassengelder machen oft den grössten Teil der Vorsorgeersparnisse aus. Aus diesem Grund ist es wesentlich, sich Gedanken über die Bezugsvariante zu machen. Die Frage «Kapital- und/oder Rentenbezug» ist dabei ein Bestandteil einer vernetzten Betrachtung über die finanzielle Zukunft im Rentenalter. Die im Kästchen unten dargestellten Bausteine sind dabei in gegenseitiger Abhängigkeit zu optimieren.

Je nach Entscheidung resultieren unterschiedliche Auswirkungen auf die Einnahmen- und Ausgabensituation sowie die Vermögensentwicklung nach der Pensionierung. Die persönlichen

Wünsche und Ziele sowie die eigenen Vermögens-, Einkommens-, Steuer- und Familienverhältnisse können für oder gegen eine der Varianten sprechen.

Der Entscheidungsprozess für den Kapital- und/oder Rentenbezug ist komplex und sollte mit dem Ehe- bzw. Lebenspartner gemeinsam durchlaufen werden. Einmal gefällt, kann der Entscheid zum Kapitalbezug nicht mehr rückgängig gemacht werden und wirkt sich bis ans Lebensende aus. Professionelle Unterstützung ist daher unumgänglich.

*marcel.rueegg@banklinth.ch*  
*fredo.landolt@banklinth.ch*  
[www.banklinth.ch](http://www.banklinth.ch)



# Erbschaftsteuer-Harmonisierung in der EU

Mit einer Mitteilung über den «Abbau grenzübergreifender Erbschaftsteuerhindernisse in der EU» hat die EU den Startschuss für die Harmonisierung der Erbschaftsteuer gegeben.



Von Prof. Dr. Hans Rainer Künzle  
Titularprofessor Universität Zürich  
Partner Kendris AG

## Vorbemerkung:

### EU-Erbrechtsverordnung

Im PRIVATE Magazine 3/2012 habe ich berichtet, dass das Europäische Parlament am 13. März 2012 die EU-Erbrechtsverordnung (ErbV) verabschiedet hat, welche das Erb-Kollisionsrecht in der EU neu regeln wird. Am 7. Juni 2012 haben nun auch die EU-Justizminister die Verordnung angenommen. Nach Art. 84 ErV tritt die Verordnung 20 Tage nach der Publikation im Amtsblatt der EU, welche demnächst erfolgen wird, in Kraft. Nach Art. 83 Abs. 1 ErbV ist die Verordnung *anwendbar auf Erbfälle*, welche 3 Jahre nach dem Inkrafttreten eintreten, also *Mitte 2015*.

### Abbau grenzübergreifender Erbschaftsteuerhindernisse

Mit einer Mitteilung der Kommission an das Europäische Parlament, den Rat und den Europäischen Wirtschafts- und Sozialausschuss unter dem Titel «Abbau grenzübergreifender Erbschaftsteuerhindernisse in der EU» (KOM/2011/864) wurde das Thema der Harmonisierung der Erbschaftsteuer in der EU aufgenommen. Diese Regeln sollen die EU-

Erbrechtsverordnung ergänzen. Grenzüberschreitende Erbfälle gehören zu einem bedeutenden Problembereich, weil *Doppelbesteuerung* und *Ungleichbehandlung* vorhanden sind, die nicht vermieden werden können. Die bestehenden Probleme bei der Doppelbesteuerung können durch die Instrumente, welche für die Einkommen- und Vermögensteuern bestehen und geplant sind, nicht gelöst werden. Es braucht vielmehr eine Koordinierung der nationalen Rechtsvorschriften.

### Heutige Rechtslage

Mangels EU-Recht können die *Mitgliedstaaten* fast völlig frei *Regelungen* im Bereich der Erbschaftsteuern erlassen. Sie dürfen nur nicht aus Gründen der Staatsangehörigkeit diskriminieren und die Freiheitsrechte nicht in ungerechtfertigter Weise einschränken. 18 Mitgliedstaaten erheben eine spezielle Steuer auf dem Vermögenserwerb von Todes wegen, 9 Mitgliedstaaten (Estland, Lettland, Malta, Österreich, Portugal, Rumänien, Schweden, die Slowakei und Zypern) dagegen nicht, besteuern Erbschaften aber teilweise im Rahmen der Einkommensteuer. Erbschaftsteuern werden auf dem Nachlass oder von den Erben erhoben und die Besteuerung ergibt sich aus einer persönlichen Verbindung der Erben bzw. des Erblassers (oder von beiden) mit einem Mitgliedstaat. Als persönliche Verbindung kann der Wohnsitz, der gewöhnliche Aufenthalt oder die Staatsangehörigkeit gelten. Die meisten Mitgliedstaaten wenden auf in ihrem Steuergebiet gelegene Vermögenswerte eine Erbschaftsteuer an. Die effektiven Erbschaftsteuersätze können bei eng mit dem Erblasser verwandten Erben niedrig sein, bei nicht verwandten Erben betragen sie in einigen Mitgliedstaaten jedoch 60 bis 80%.

### Ausmass des Problems

2010 lebten rund *12,3 Mio. EU-Bürger* in einem der 27 Mitgliedstaaten der EU, welcher nicht ihr Herkunftsland war und damit 3 Mio. mehr als 2005. Zwischen 2002 und 2010 nahm der grenzübergrei-

fende Immobilienbesitz in der EU um bis zu 50% zu, und auch bei grenzübergreifenden Portfolio-Anlagen ist ein erhebliches Wachstum zu verzeichnen. Schätzungen gehen von jährlich 290'000 bis 360'000 grenzüberschreitenden Erbfällen aus. Die Mitgliedstaaten benachteiligen Erbschaften bei grenzübergreifenden Sachverhalten, indem sie einen *höheren Erbschaftsteuersatz* anwenden als bei rein inländischen Sachverhalten, was diskriminierend ist. Im Gegensatz zur Situation bei der Besteuerung von Einkommen und Vermögen, gibt es bei der Erbschaftsteuer kaum Vorkehrungen, um *Doppel- oder Mehrfachbesteuerungen* zu verhindern.

### Beispiel

«Ein in Frankreich arbeitender Niederländer erbt von seinem verstorbenen Lebenspartner, der ebenfalls niederländischer Staatsangehöriger war und in den letzten 6 Jahren in Frankreich gelebt hatte, eine in Frankreich liegende Immobilie. Die Partnerschaft der beiden war nicht eingetragen. Der Niederländer musste aufgrund seines Wohnsitzes in Frankreich und der Tatsache, dass die Immobilie in Frankreich lag, die französische Erbschaftsteuer bezahlen. Allerdings wurde auch in den Niederlanden Erbschaftsteuer fällig, weil sein Lebenspartner als in diesem Land wohnhaft galt. Für Erbschaftsteuerzwecke wird davon ausgegangen, dass niederländische Staatsangehörige ab dem Datum, an dem sie ins Ausland ziehen, 10 Jahre lang auf niederländischem Steuergebiet wohnhaft waren. Die von Frankreich erhobene Steuer belief sich auf nahezu 60% des Nettovermögens. Die von den Niederlanden erhobene Steuer belief sich auf weitere 12,5%. Nach niederländischem Recht sind ausländische Steuern vom Nachlass abziehbar, weshalb die von Frankreich erhobene Steuer zu einer Verringerung der Steuerbemessungsgrundlage in den Niederlanden führte. Die Doppelbesteuerung war aber nicht vollständig beseitigt, und die Gesamtsteuerbelastung der betreffenden Immobilie lag höher, als wenn der Nach-

lass nur auf einen der beiden Mitgliedstaaten beschränkt gewesen wäre» (Mitteilung, S. 5 f.).

### Lösungen für Doppelbesteuerung

Die Empfehlungen der Kommission zielen auf eine umfassende Entlastung von Doppelbesteuerungen ab. Gegenwärtig bestehen nur 32 Erbschaftsteuer-Doppelbesteuerungs-Abkommen (DBA) innerhalb der EU-Mitgliedstaaten. Da keine Initiativen ergriffen wurden in jüngster Vergangenheit, um weitere derartige Verträge abzuschliessen, fokussiert die Empfehlung darauf, dass die Mitgliedstaaten ihre *nationalen Massnahmen* zur Entlastung von Doppelbesteuerung bei Erbschaften *verbessern*. Angepeilt werden vor allem die folgenden *3 Fälle der doppelten Anknüpfung*:

- Im einen Staat gelegenes Erbschaftsvermögen und persönliche Verbindung des Erblassers/der Erben in einem anderen Staat;
- Erblasser mit persönlicher Verbindung zum einen Staat und Erben mit persönlicher Verbindung zu einem anderen Staat;
- Bei einer Person (Erblasser oder Erbe) gibt es persönliche Verbindungen zu mehreren Staaten.

### Lösungen zur Diskriminierung

Die Kommission erläutert in ihren Empfehlungen die Grundsätze der *Rechtsprechung des Gerichtshofs der Europäischen Union (EuGH)* für eine diskriminierungsfreie Erbschaftbesteuerung und die Funktionsweise der Grundfreiheiten. Damit soll bewirkt werden, dass die Mitgliedstaaten ihre Erbschaftsteuerregelungen an das EU-Recht (inkl. die erwähnte Rechtsprechung) angleichen. Die Kommission schlägt derzeit kein neues EU-Recht zur Doppelbesteuerung vor, kann dies aber erforderlichenfalls später nachholen, wenn die Mitgliedstaaten die notwendigen Anpassungen nicht vornehmen.

### Empfehlungen

In einer «Commission recommendation regarding relief for double taxation of inheritances» (welche erst in englischer Sprache verfügbar ist) wird den Mitgliedstaaten unter anderem empfohlen, die Doppelbesteuerung so zu gestalten,

dass die Erbschaftsteuer *nie höher ist, als wenn sie in einem der beiden Länder alleine erhoben würde*. Dabei soll es etwa Steuererleichterung geben für Liegenschaften im anderen Mitgliedstaat oder für betriebliches Vermögen (Empfehlung 4.1). Staaten sollen Steuererleichterung gewähren von der Erbschaftsteuer von Mobilien, wenn weder der Erblasser noch der Erbe eine persönliche Verknüpfung zu einem Staat haben und die Besteuerung einem Staat überlassen, zu welchem der Erblasser oder der Erbe eine persönliche Verknüpfung haben (Empfehlung 4.2). Steuererleichterung durch Staaten, zu welchen Erben eine persönliche Verknüpfung haben zugunsten von Staaten, in welchen der Erblasser eine persönliche Verknüpfung hat (Empfehlung 4.3). Bei Mehrfachbeziehungen eines Erblassers oder Erben sollten sich die Staaten verständigen und den engsten Zusammenhang als massgebendes Kriterium verwenden (Empfehlung 4.4).

### Arbeitspapier

In einem Arbeitspapier werden Gerichtsfälle zur Erbschaftsteuer dargestellt, in welchen das *Erbrecht eines EU-Mitgliedstaats* beanstandet wurde und an denen sich die Mitgliedstaaten bei der künftigen Entwicklung ihres Erbschaftsteuerrechts orientieren sollen: (1) Im Fall Barbier (C-364-01) hat der EuGH entschieden, dass es nicht zulässig ist, dass ein Abzug vom Nachlasswert möglich ist für den Fall, dass der Erblasser in einem EU-Mitgliedstaat lebt, nicht aber, wenn er sich in einem anderen Mitgliedstaat aufhält. (2) Im Fall Maria Geurts (C-464/05) fand es der EuGH diskriminierend, den Erblasser bzw. die Erben eines Familienunternehmens unterschiedlich zu behandeln, je nachdem, ob das Unternehmen Arbeiter im einen oder anderen EU-Mitgliedstaat anstellt. (3) Im Fall Jäger (C-256/06) entschied der EuGH, dass im Ausland gelegene Erbschaften nicht anders bewertet werden dürfen als im Inland gelegene. (4) Im Fall Eckelkamp (C-11/07) und Arens-Sikken (C-43/07) fand es der EuGH als mit dem EU-Recht nicht vereinbar, dass die Erbschaftsteuer anders berechnet wurde, je nachdem, ob der Erblasser im Inland oder im Ausland lebte. (5) Im Fall Mattner (C-510/08) wurden die Grund-

sätze der Erbschaftsteuer auf die Schenkungsteuer übertragen. Nach dem EuGH ist es unzulässig, Abzüge für Kinder ungleich zu behandeln, je nachdem, ob sie im Inland oder im Ausland leben. (6) Im Fall Halley (C-132/10) fand es der EuGH diskriminierend, unterschiedliche Fristen für die Bewertung von Namenaktien zum Zwecke der Erbschaftsteuern festzulegen, je nachdem, ob die Gesellschaft ihre effektive Verwaltung im Inland oder im Ausland hat.

In anderen Entscheiden wurde das *Erbschaftsteuerrecht geprüft und nicht beanstandet*: (1) Im Fall Van Hilten-van Der Heijden (C-513/03) entschied der EuGH, dass die Regeln über den freien Kapitalverkehr nicht verbieten, dass Angehörige eines Mitgliedstaats auch noch 10 Jahre nach dem Verlassen eines Staates der Erbschaftsteuer dieses Staates unterstehen. (2) Im Fall Block (C-67/08) entschied der EuGH, dass ein Mitgliedstaat nicht verpflichtet ist, die Doppelbesteuerung zu vermeiden, solange die im Ausland bezahlte Steuer an die im Inland zu zahlende Steuer angerechnet wird. (3) Im Fall Missionswerk Werner Heukelbach (C-25/10) hat der EuGH entschieden, dass Steuervorteile bei der Erbschaftsteuer, welche inländischen gemeinnützigen Einrichtungen gewährt werden, auch ausländischen gemeinnützigen Einrichtungen gewährt werden müssen, wenn sie die Voraussetzungen für die Gewährung dieser Vorteile ebenfalls erfüllen.

### Vergleich mit der Schweiz

In der Schweiz wurde die Erbschaftsteuer, welche von den Kantonen geregelt wird, bisher nicht harmonisiert. Die Schweiz hat mit 10 Staaten (Dänemark, Deutschland, Finnland, Frankreich, Niederlande, Norwegen, Österreich, Grossbritannien, Schweden und Vereinigte Staaten von Amerika) ein Erbschaftsteuer-DBA abgeschlossen. Mit den übrigen Staaten wird versucht, auf dem Wege der Verständigung zu arbeiten, wobei man sich an den interkantonalen Regeln der Doppelbesteuerung orientiert. Eine Doppelbesteuerung auf dem Gebiet der Erbschaftsteuer ist ausserhalb der wichtigsten Länder, mit denen ein DBA abgeschlossen wurde, also ebenfalls durchaus möglich.

[h.kuenzle@kendris.com](mailto:h.kuenzle@kendris.com)  
[www.kendris.com](http://www.kendris.com)

# Modernes Risikomanagement und Basel III: Zwei Fliegen auf einen Schlag



**Von Dr. Urs Bischof**  
Associate Partner  
Ernst & Young Schweiz  
Lehrbeauftragter an der Uni Zürich

Die Umsetzung des neuen Basler Regulierungsrahmens bietet Banken Gelegenheit, das institutseigene Risikomanagement und -reporting weit über die «blosse» Erfüllung der ab 1. Januar 2013 gültigen regulatorischen Pflichten hinaus neu auszurichten. Basel III unterscheidet sich im Geist unverkennbar in zweierlei Hinsicht von seinem Vorgängerwerk Basel II:

Erstens hat eine Erweiterung stattgefunden gegenüber dem früher konzentrierten Fokus auf spezifische Risikomasse wie «Value-at-Risk», geschätzte Ausfallwahrscheinlichkeiten oder Verlusten. Vielmehr werden mit Basel III diese spezifischen Masse – für den Fall von Fehleinschätzungen – ergänzt mit «groben» Massen wie Leverage Ratio (Höchstverschuldungsquote) und Kapitalpuffern. Damit wird bewusst eine breitere Abstützung von Schutzmechanismen angestrebt, welche nicht einzig von statistischen Zeitreihen oder stochastischen Simulationen abhängen.

Zweitens folgt Basel III dem Leitfaden, dass spezifische Risikoparameter in ein hypothetisches Stressumfeld



**und Iqbal Khan**  
Leiter Banking & Capital Markets  
und Geschäftsleitungsmitglied  
Ernst & Young Schweiz

zu setzen sind. Dies hat zur Folge, dass die resultierenden Risikomasse insgesamt konservativer geschätzt werden.

Das Basel-III-Paket, für welches in der Schweiz Mitte Januar die öffentliche Anhörung abgeschlossen wurde, ist somit eine Mixtur einerseits aus pauschalen Vorsichtsreserven («Puffern») und andererseits aus Vorkehrungen gegen spezifische Stresselemente. Die in der Regulierung verankerten Stresselemente sind typischerweise jene, die in den jüngsten Krisen beobachtet wurden (vor allem bezüglich Liquidität, OTC-Derivate) und deshalb hinreichend spezifiziert werden können. Es ist leicht vorstellbar, dass später weitere regulatorisch abzudeckende Stressszenarien mit zukünftigen realen Ereignissen Schritt halten werden. Die pauschalen Kapitalpuffer sind im Prinzip ein Hilfskonstrukt zum Schutz gegen Unsicherheits- und Stresssituationen aller Art mit bisher noch unbekanntem Eigenheiten.

Banken mit hohen, umfassenden Ansprüchen an ihre Risikomanagementsysteme richten beim jetzigen

Umbau zur «Basel-III-Compliance» ihre Infrastruktur darauf aus, dass sie nicht nur die regulatorisch geforderten Stresselemente abbilden, sondern x-beliebige Szenarien mit unterschiedlichsten Stressursachen simulieren können. Nur so kann ein zukunftssträchtiges, prospektives Risikomanagement aufgezogen werden, das die sich stetig beschleunigenden Veränderungen des Bankenumfelds erfasst und deren Konsequenzen frühzeitig einzuschätzen vermag. In einem härteren Wettbewerbsumfeld werden jene Banken vermehrt eine Nasenlänge voraus sein, die eine adverse Situation rasch und holistisch auf ihr Gesamtinstitut applizieren und deshalb sinnvolle Massnahmen rechtzeitig einleiten können. Risikomanagement avanciert von der Middle-Office-Funktion zum strategischen Zünglein an der Waage.

## Mannigfaltige Risikoquellen in einem fragilen Umfeld

Die Lage in den Volkswirtschaften und an den Finanzmärkten stellt auch solche Banken vor zunehmende Herausforderungen, die bisher vorwiegend im traditionellen Kreditgeschäft tätig sind. Zunehmender überregionaler Wettbewerb und Margendruck hinterliessen Spuren in der Profitabilität der Banken. Auch wenn in der vergangenen Boomphase viele Marktteilnehmer in das Anlagegeschäft diversifiziert haben, steht bei allen kleineren und mittleren («Retail-»)Banken das Kreditgeschäft weiter im Vordergrund. Dabei besteht bei vielen Instituten weiteres Potenzial für ein echtes, aktives Bilanzmanagement ohne allzu isolierten Fokus auf kurzfristige Verkaufsaspekte auf der Aktivseite der Bilanz. Die angespannte Ertragssituation lässt dabei wenig Raum für Fehler.

Zwar haben nahezu alle Banken in den letzten Jahren das Management von Kreditrisiken wesentlich verbessert und professionalisiert. Die Berücksichtigung makroökonomischer Entwicklungen, sich änderndes Zinsumfeld und simultane Auswirkungen auf beiden

Seiten der Bankbilanz, steigende Ausfallraten und ändernde (steigende) Korrelationen im Kreditportfolio, rasante Änderungen in der Refinanzierungsstruktur und letztlich die Ertragslage der Bank müssen im Zeichen der heutigen Zeit sehr aktiv und mit hoher Frequenz in Geschäftsentscheidungen einfließen. Problem ist hierbei nicht, dass das Bankmanagement Kenntnis und Sensibilität für die Herausforderungen vermissen lässt. Vielmehr fehlen vielen Banken Informationen und Methoden, um die quantitativen Auswirkungen von verschiedenen Szenarien auf die eigene Situation hinreichend konkret bestimmen und ihre strategischen und taktischen Entscheidungen entsprechend ausrichten zu können.

Die rechtzeitige Steuerung der Bilanz aufgrund von Änderungen ihrer zugrundeliegenden Risiken ist in zweierlei Hinsicht eine grosse Herausforderung: Erstens ist es in der Regel nicht nur ausserordentlich schwierig, relevante makroökonomische oder partielle Entwicklungen des für eine Bank bedeutsamen Umfelds frühzeitig zu erkennen; viel schwieriger ist es noch, diese Veränderungen korrekt in Bezug auf Wertänderungen der Aktiv- und Passivseite einer Bankbilanz zu antizipieren.

Die Übersetzung von gesamtwirtschaftlichen Entwicklungen auf eine konkrete Bankbilanz, ihre Ertragskraft und ihre Verwundbarkeit ist immanent unsicher. Aufgrund dieser Schwierigkeit verlassen sich Banken in der Regel darauf, die Reaktion einzelner Portfolios in einer «Bottom-up»-Analyse mittels statistischer Methoden zu messen, um dann auf Ebene Gesamtbank Risikokennzahlen wie Value-at-Risk oder Limiten zu steuern, die sich jedoch nie auf die gesamte Bankbilanz beziehen können. Bei solchen Steuerungsgrössen bleibt der Fokus auf einzelne Portfolios oder Geschäftsbereiche gerichtet. Häufig müssen dabei für diese Geschäftsfelder isolierte Annahmen getroffen werden, und die Ausgestaltung eines ursprünglich singulären Szenarios beginnt sich implizit auf Portfolio- oder Geschäftsbereichsebene zu differenzieren. Dabei entfernen sich einzelne Geschäftsbereiche zunehmend von einem auf Ebene Gesamtinstitut

festgelegten und überwachbaren Risikoappetit, sofern ein solcher vom Verwaltungsrat und der Geschäftsleitung formal festgelegt wird. Letztlich muss jede Bank präzise wissen, welche wirtschaftlichen Entwicklungen in welcher Intensität existenzbedrohend sein können, und welches gegebenenfalls die frühzeitigen Reaktionspläne sind.

Während man sich vor der Finanzkrise noch eher damit begnügte, solche Pläne im Gleichschritt mit steigendem Bedrohungsgrad zunehmend zu konkretisieren, machen das heute rasant wechselnde Umfeld und die sich dabei entfaltende Dynamik eine weit formalisiertere und effektiv vorausschauende Planung der Handlungsstrategien notwendig. Voraussetzung dazu sind aber eine genügend granulare Datengrundlage, Methoden, mit denen Risikomessgrössen über sämtliche Geschäftsbereiche aggregierbar sind, und eine Infrastruktur, welche dies alles zeitgerecht zu operationalisieren vermag.

#### Wie kann der gordische Knoten gelöst werden?

Wo ist also der Hebel anzusetzen, um einen Ideal-Zustand zu erreichen, bei dem eine Bank nahezu «auf Knopfdruck» ein x-beliebiges Szenario rechnen kann und danach Klarheit über ihre Robustheit oder Verletzlichkeit hat und somit auch weitere Geschäftsentscheidungen mit Bezug zu ihrem definierten Risikoappetit fällen kann?

Die Ausgangslage jeder Bank ist eine andere, abhängig von allfälligen Zusammenschlüssen in der Vergangenheit, ihrem bisherigem Wachstumspfad, ihrem Investitions- und Technologiezyklus und anderen Aspekten. Eine Bestandesaufnahme und Prüfung gegenüber folgender Zielausstattung ermöglicht eine schrittweise Annäherung an ein modernes Risikomanagementsystem, welches Basel III einschliesst, darüber hinaus geht und die Kapazität besitzt, weit spezifischere Anforderungen vorweg zu nehmen. Elemente einer solchen Zielausstattung sind folgende:

- Expertise über in sich *konsistente* makroökonomische und partialöko-

nomische Szenarien (z.B. Immobilienmärkte, Blasenbildungen auf anderen Vermögenmärkten).

- Daten und Datenmodell zur *systematischen* Erfassung der Expositionen von Bankbilanz und Ausserbilanz, wobei sich diese Erfassung nicht einzig an gesetzlichen Berichtspflichten zu orientieren hat, sondern übergeordnet nach sämtlichen ökonomischen Expositionen.
- Analyseinstrumente zur Aufbereitung der Risikosituation auf Ebene Gesamtbank unter Anwendung regelmässig veränderbarer Szenarien.
- Stufengerechte Berichterstattungsinstrumente, welche die Analyseergebnisse in geeigneter Form an die verschiedenen Anspruchsgruppen wie Verwaltungsrat, Geschäftsleitung, Regulatoren, Prüfgesellschaften usw. darstellen.
- Formalisierter Prozess zur Festlegung des Risikoappetits, der in einer «Sprache» ausgedrückt wird, die auf sämtlichen Entscheidungsstufen unverfänglich operationalisierbar und – unter Zuhilfenahme oben erwähnter Instrumente – laufend überprüfbar ist.

#### Erfolgreiche Umsetzung in Teilprojekten

Hinter jedem dieser Punkte verbergen sich komplexe Prozesse und ambitionöse Anforderungen, so dass eine solche Zielausstattung sinnvollerweise nur in Schritten und nicht in einem einzigen «grossen Wurf» angestrebt werden kann. Es gilt die alte Weisheit «Rom wurde nicht an einem Tag gebaut»: Grosse, nachhaltig nutzstiftende Vorhaben werden eher erfolgreich umgesetzt, wenn sie geschickt in Teilprojekte etappiert und die erzielten Fortschritte jeweils frühzeitig operativ und mit sichtbarem Mehrwert einsetzbar sind. Banken, die eine solche Strategie wählen, werden nicht nur den regulatorischen Zeitpfad zwischen heute und 2019 mühelos meistern, sondern sich gerade durch moderne Risikomanagement-Infrastruktur im Konkurrenzdruck optimal positionieren.

[urs.bischof@ch.ey.com](mailto:urs.bischof@ch.ey.com)

[iqbal.khan@ch.ey.com](mailto:iqbal.khan@ch.ey.com)

[www.ey.com/ch](http://www.ey.com/ch)

# Fonds & Co.

## Schweizer Immobilienfonds: Neuer Indikator für Anlagerendite

Editorial von Dr. Matthäus Den Otter, Geschäftsführer Swiss Funds Association SFA



Indirekte Immobilieninvestments wie zum Beispiel Schweizer Immobilienfonds werden von privaten und institutionellen Anlegern als Instrumente der langfristigen Anlage und Diversifikation in (meistens) Schweizer Liegenschaften schon seit langem geschätzt. Sie zeichnen sich durch hohe Stabilität und Wertbeständigkeit aus und entwickeln sich in der Regel relativ unabhängig von anderen Anlageklassen.

Immobilienfonds sind nur bis maximal 50% fremdverschuldet – der durchschnittliche Verschuldungsgrad liegt unter 20% – und stellen ein konservatives Investment dar. Da Immobilienfonds im Gegensatz zu anderen Fondstypen nicht laufend, sondern nur unter gewissen Bedingungen neue Anteile ausgeben dürfen, gilt es, den richtigen Zeitpunkt nicht zu verpassen. Zudem können die Anlegerinnen und Anleger wegen der Illiquidität der Anlagen ihre Anteile nicht laufend zum Nettoinventarwert (Net Asset Value, NAV) zurückgeben, sondern nur unter Beachtung einer Kündigungsfrist von 1 Jahr. Diese wurde als Lehre der Schweizer Immobilienkrise Ende der 80er Jahre neu eingeführt. Als sofortige «Exitmöglichkeit» bietet sich der Handel über die Börse an, welcher aber auf dem Gesetz von Angebot und Nachfrage beruht und nicht auf dem NAV. Das führt dazu, dass die Börsenkurse von Immobilienfonds seit Jahren über dem NAV liegen (sog. «Agio»). Aber auch das Gegenteil wäre denkbar, nämlich ein Abschlag gegenüber dem inneren Wert («Disagio»). Immobilienfonds eignen sich für Investierende, die über einen Anlagehorizont von mindestens 10 Jahren verfügen. In die von der Eidgenössischen Finanzmarktaufsichtsbehörde zum öffentlichen Vertrieb in der Schweiz bewilligten Immobilienfonds sind aktuell über 27 Mrd. Franken investiert.

Die Wertentwicklung der Schweizer Immobilienfonds ist trotz des zurzeit hohen Agios von über 20% nach wie vor attraktiv. So beträgt die Ausschüttungsrendite rund 3%. Mit einer Gesamtrendite des SXI Real Estate Funds Index (SWIIT) von über 5% von Jahresbeginn bis Mitte Juni rentierten die Immobilienfonds deutlich besser als Schweizer Staatsobligationen (SBI: über 2%) oder Schweizer Aktien (SMI: 0%, SPI: über 3%). Trotz weiterer für das laufende Jahr angekündigter Kapitalerhöhungen wird nicht mit einem grösseren Druck auf das Agio der bestehenden Fonds gerechnet, weil die Nachfrage nach Immobilienfonds immer noch hoch ist und die Kapitalerhöhungen nicht überdurchschnittlich sind.

Im Mai 2012 lancierte die Swiss Funds Association SFA den Anlagerenditeindikator SFA ARI® für börsenkotierte schweizerische Immobilienfonds. Dieser ist auf den Homepages der SFA ([www.sfa.ch](http://www.sfa.ch)) und der Swiss Fund Data ([www.swissfunddata.ch](http://www.swissfunddata.ch)) abrufbar und steht allen Interessierten kostenlos zur Verfügung. Er wird vierteljährlich (jeweils Mitte Januar, April, Juli und Oktober) auf der Grundlage der jeweiligen Geschäftsberichte berechnet. Das Fondsuniversum bilden sämtliche an der SIX Swiss Exchange kotierten Immobilienfonds, welche direkte Immobilienanlagen in der Schweiz tätigen mit ausschliesslichem Investitionsland Schweiz. Funds of Funds oder Schweizer Fonds, die direkt im Ausland investieren, sind damit ausgeschlossen. Aktuell werden 22 Immobilienfonds im SFA ARI® erfasst. Dieser beträgt rund 6,2%, 2009 lag er noch leicht unter 5%.

Mit dem neuen Indikator für die Anlagerendite sollen die Transparenz im Immobilienfondsgeschäft und die Vergleichbarkeit der verschiedenen Immobilienfonds erhöht sowie die Datengrundlage vereinheitlicht werden. Der SFA ARI® stellt nicht auf die Börsenkurse ab, sondern zeigt die Wertentwicklung des Immobilienportfolios auf. Weil die Kursausschläge an der Börse nicht ins Gewicht fallen, ermöglicht der Indikator deshalb eine nachhaltige Einschätzung der Fondsentwicklung.

Für die Immobilienfondsbranche ist die Anlagerendite eine der wichtigsten Kennzahlen. Sie gibt Auskunft über die Gesamtrendite des Immobilienfonds unter der Annahme, dass alle Ertrags- und Kapitalausschüttungen zum Nettoinventarwert reinvestiert werden. Damit wird die Veränderung des NAV zwischen Anfang und Ende der Berichtsperiode aufgezeigt. Die jährlichen Bewertungen der Immobilienportfolios werden mitberücksichtigt, d.h. neben den realisierten Kapitalgewinnen oder -verlusten sind auch die nicht realisierten Gewinne oder Verluste eingerechnet. Die SFA ist überzeugt, dass sich der ARI als wichtige Benchmark der Immobilienfondsindustrie etablieren wird.

[matthaeus.denotter@sfa.ch](mailto:matthaeus.denotter@sfa.ch) / [www.sfa.ch](http://www.sfa.ch)



## Private Banking und Wealth Management Eine Spur persönlicher

Persönliche Beratung ist uns wichtig. Deshalb sind wir jederzeit für Sie da. Für die individuelle Strukturierung Ihres Vermögens stehen wir Ihnen kompetent zur Seite und unterstützen Sie gerne in allen Fragen des Finanzlebens. Wir freuen uns auf Sie!

### Unsere Dienstleistungen:

- ▶ Private Banking
- ▶ Vermögensverwaltung für Sparkassen
- ▶ Family Office
- ▶ Wealth Management
- ▶ Stiftungsmanagement

**Frankfurter  
Bankgesellschaft**

PRIVATBANK | Zürich | Frankfurt

Frankfurter Bankgesellschaft (Schweiz) AG, Börsenstrasse 16, Postfach, CH-8022 Zürich  
Telefon +41 44 265 44 44, Fax +41 44 265 44 11  
privatebanking@frankfurter-bankgesellschaft.ch, www.frankfurter-bankgesellschaft.ch



# Volatilitätsanomalie auf den Aktienmärkten: Weniger Risiko = Mehr Rendite



*Von Stéphane J. Casagrande  
Head of Institutional Sales  
BNP Paribas Investment Partners  
Zürich*

Spätestens seit dem Jahr 1926 überperformieren Aktien mit niedriger Volatilität langfristig Aktien mit hoher Volatilität. Diese als Volatilitätsanomalie bezeichnete Erkenntnis wurde erstmals 1968 von Prof. Bob Haugen<sup>1)</sup> vorgestellt. Seit 1968 hat sich in Sachen Rendite nichts geändert: Aktien mit niedriger Volatilität generieren weiterhin überall auf der Welt eine höhere Rendite als hochvolatile Aktien.

Dieser Volatilitätseffekt kann mit Hilfe von Verhaltensmerkmalen erklärt werden, welche die Nachfrage nach Aktien mit hoher Volatilität und dadurch deren Kurs nach oben treiben und somit deren künftige Renditen senken. Analysten, Fondsmanager und Anleger konzentrieren sich zu stark auf die Wertentwicklung und zu wenig auf das Risiko. Der weitere Verlauf ihrer Karriere und ihre Vergütung hängen davon ab, hohe Renditen zu liefern. Diese Renditeziele erreichen sie ihrer Ansicht nach mit risikoreichen An-

lagen am ehesten. Dies führt zur überhöhten Nachfrage nach Titeln mit hoher Volatilität.

Volatile Aktien sind üblicherweise sogenannte «Story Stocks», d.h. Aktien mit einer starken Medienpräsenz, die dadurch leicht zu verkaufen sind. Bei Aktien mit niedriger Volatilität handelt es sich um rentable Unternehmen, die jedoch eine geringe Hebelwirkung bieten und kaum für Überraschungen sorgen. Anlagespezialisten sehen diese Titel nicht als Chance auf den grossen Bonus. Oder würden Sie als Analyst versuchen, den CIO davon zu überzeugen, den Ketchup-Hersteller Heinz statt der angesagten IT-Aktie Apple zum Modell-Portfolio hinzuzufügen?

## **Aktien mit niedriger Volatilität bei angespannter Marktlage besonders interessant**

Was sich jedoch ändert, ist das Interesse an Aktien mit niedriger Volatilität. Denn eins steht fest: Aktien mit niedriger Volatilität sind bei angespannter Marktlage besonders interessant. Angesichts der erhöhten Marktvolatilität der vergangenen Jahre sind die Anleger defensiven Titeln gegenüber nun aufgeschlossener. Aktien mit niedriger Volatilität sind nicht nur defensiv und sollten daher den Marktkapitalisierungsindex bei einem Marktrückgang übertreffen. Zusätzlich bieten sie auch ein Alpha, d.h. sie entwickeln sich um einiges besser als anhand ihres Betas prognostiziert wurde. Und genau dieses Alpha ermöglicht ihnen, mit dem Marktkapitalisierungsindex auch bei steigenden Märkten Schritt zu halten. Sie hinken nur dann hinterher, wenn die Aktienmärkte sehr schnell steigen. Aber auch in solchen Phasen bieten sie immer noch attraktive positive Renditen. Ein Portfolio, das in Aktien mit niedriger Volatilität investiert, kann «wetterfest» gemacht werden. Die Anleger müssen sich keine Gedanken über das Market Timing machen, da das Portfolio in schwierigen Phasen widerstandsfähig ist und sich bei guter Marktlage positiv entwickelt.

Ein Jahrzehnt mit schwachen Aktienrenditen hat Anleger dazu veranlasst, nach Anlagemethoden zu suchen, die von der Gewichtung nach Marktkapitalisierung abweichen und mit deren Hilfe höhere risikoadjustierte Renditen erzielt werden. Nun sind zahlreiche risikobasierte Herangehensweisen an die Portfoliostrukturierung plötzlich das Topthema in der Aktienverwaltung. Einige von ihnen schliessen den Einsatz von ausgeklügelten Portfolio-Optimierern mit ein. Beispiele hierfür sind risikobasierte Ansätze wie «Minimum Variance», «Maximum Diversification» sowie «Equal Risk Contribution». Interessanterweise scheinen alle den Marktkapitalisierungsindex seit vielen Jahren zu übertreffen, und das bei geringer Volatilität.

Das Capital Asset Pricing Model (CAPM) unterstellt, dass sich die Aktienrenditen proportional zum Beta der Aktie entwickeln sollten. In diesem Fall wäre das Marktkapitalisierungsportfolio das am breitesten gestreute Portfolio mit den höchsten risikobereinigten Renditen. Und sollte das CAPM tatsächlich korrekt sein, würde keiner dieser risikobasierten Ansätze irgendeinen Sinn ergeben. Die «Volatilitätsanomalie» ist nur eines der auffälligsten Beispiele eines Verstosses gegen das CAPM und der Schlüssel zur Erklärung ihrer Verhaltensweisen.

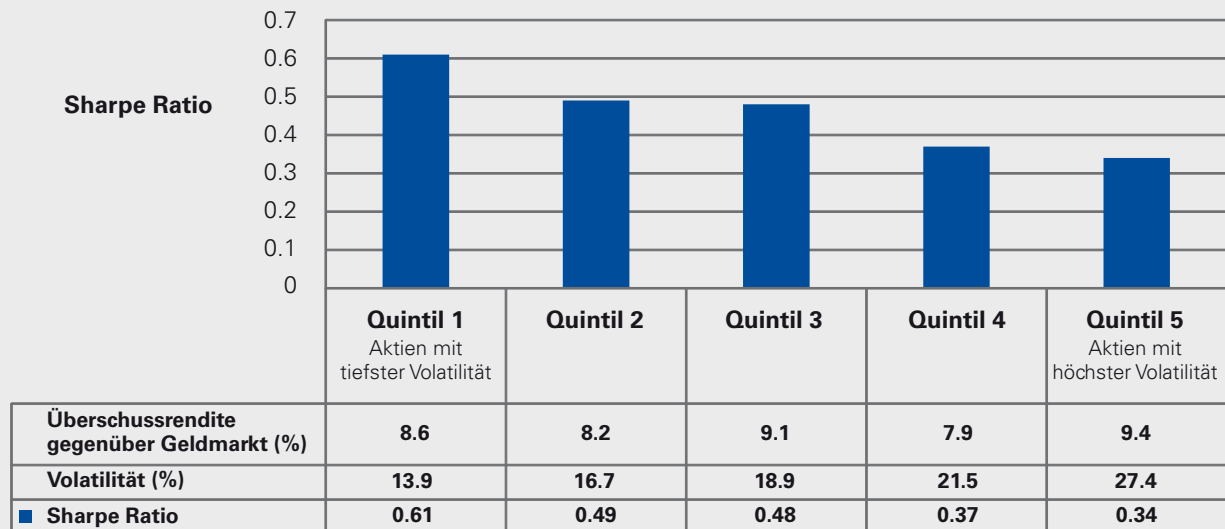
## **Financial Engineering**

Das Financial Engineering von BNP Paribas Investment Partners beschäftigt sich seit geraumer Zeit mit diesem Thema. In einem Research-Artikel in der Zeitschrift «The Journal of Portfolio Management»<sup>2)</sup> wird gezeigt, dass es bei diesen Methoden keinen Zaubertrick gibt: Jede der untersuchten risikobasierten Strategien setzt in der einen oder anderen Weise auf die Investition in Aktien mit niedriger Volatilität, und das reicht aus, um die bessere Wertentwicklung und das geringere Risiko zu erklären.

Unserer Ansicht nach handelt es sich bei keiner der genannten Methoden

## Tiefe Volatilität, hohe Sharpe Ratio

Weltweites Aktienportfolio, in 5 Volatilitätsquintile eingeteilt, untersucht nach Höhe der Sharpe Ratio.  
 Resultat: Das Quintil der am wenigsten volatilen Aktien war jenes mit der höchsten Sharpe Ratio  
 (Januar 1995 – Dezember 2010).



Quellen: BNP Paribas, MSCI, Exshare

zwangsweise um die bessere Strategie zur Ausnutzung der Volatilitätsanomalie. Wir gehen davon aus, dass jeder Anleger bestimmte Restriktionen hat, die berücksichtigt werden müssen und unter Umständen massgeschneiderte Lösungen erfordern. Sämtliche der genannten Konzepte tendieren beispielsweise zu einem hohen Tracking Error gegenüber einem Marktkapitalisierungsindex. Bei Anlegern, für die ein hoher Tracking Error nicht akzeptabel ist, muss dies mit einbezogen werden.

### Langfristig in Aktien mit niedriger Volatilität investieren

Trotz der jüngsten Aufregung um risikobasierte Konzepte gehen wir davon aus, dass diese Niedrigvolatilitätsstrategien weiterhin ein Nischendasein fristen werden. Der nächste Aufschwung am Aktienmarkt wird das Ganze wieder in den Hintergrund treten lassen. Dann wird der Schwerpunkt wieder auf der Wertentwicklung liegen und das Risiko spielt keine Rolle mehr.

Clevere und beharrliche Anleger jedoch, die weiterhin langfristig in

Aktien mit niedriger Volatilität investieren, dürften noch viele Jahre lang nachts besser schlafen.

1) Robert A. Haugen, A. James Heins: "Risk and the Rate of Return on Financial Assets: Some Old Wine in New Bottles." Journal of Financial and Quantitative Analysis (1975).

2) Raul Leote de Carvalho, Xiao Lu, Pierre Moulin: "Demystifying Equity Risk-Based Strategies: A Simple Alpha plus Beta Description." The Journal of Portfolio Management (2012).

[stephane.casagrande@bnpparibas.com](mailto:stephane.casagrande@bnpparibas.com)  
[www.bnpparibas-ip.ch](http://www.bnpparibas-ip.ch)

## BNP Paribas Investment Partners mit innovativer Niedrigvolatilitätsstrategie

Dank der umfassenden Forschungsaktivitäten von BNP Paribas Investment Partners und den Kenntnissen von Theam<sup>3)</sup> im Hinblick auf das quantitative, systematische Portfoliomanagement konnte eine Niedrigvolatilitätsstrategie entwickelt werden, welche die Volatilitätsanomalie geschickt nutzt: Der Tracking Error bleibt gegenüber einem Marktkapitalisierungsindex unter Kontrolle und gleichzeitig werden Phasen vermieden, in denen die entsprechenden Portfolios stark hinter der Wertentwicklung ihrer kapitalisierungsgewichteten Referenzindizes zurückbleiben.

Mit dem «BNPP L1 Equity World Low Volatility» wird ein aktiver Long-only-Fonds angeboten, der optimal strukturiert ist, um sich die Volatilitätsanomalie zunutze zu machen. Das Ziel ist, die absolute Volatilität langfristig 20% niedriger zu halten als die des MSCI World Indexes, während der Tracking Error in Bezug auf den MSCI World Index rund 6% p.a. beträgt. Das quantitative Team von Theam klassifiziert dazu die Aktien in den einzelnen Sektoren nach Volatilität und wählt die am wenigsten volatilen Titel aus. Das Portfolio wird so zusammengestellt, dass der Tracking Error gegenüber dem MSCI World Index unter Einhaltung bestimmter Grenzen für das Portfolio-Beta und die maximale Gewichtung einzelner Aktientitel minimiert werden. Die Portfoliogewichtung wird monatlich geprüft; die Risikoüberwachung erfolgt täglich.

Durch die Beimischung des «BNPP L1 Equity World Low Volatility» in die Vermögensallokation haben Anleger die Möglichkeit, ihr Aktienengagement und die Generierung von Alpha bei gleichbleibendem Risiko zu erhöhen.

3) Theam ist eine 100%ige Tochter von BNP Paribas Investment Partners. Sein Schwerpunkt liegt auf 4 Anlagekonzepten: indexierte Anlagen, systematisch aktives Portfoliomanagement, kapitalgeschützte Anlagen sowie liquide alternative Anlagen. Theam beschäftigt 120 Finanzexperten und verwaltet ein Vermögen von 53 Mrd. Fr. (Stand 31.3.2012).

# Flexibilität ist der Schlüssel zum Anleihenrätsel

Die Situation an den Finanzmärkten ist gegenwärtig nicht zuletzt aufgrund des unsicheren politischen Umfelds besonders komplex und die Zukunft schwer prognostizierbar. Wie man am besten mit dieser Situation umgeht und wie man ein Portfolio entsprechend erfolgversprechend strukturiert, erläutert Valentijn van Nieuwenhuijzen von ING Investment Management.



**Interview mit**  
**Valentijn van Nieuwenhuijzen**  
 Head of Strategy  
 Strategic Asset Allocation Group  
 ING Investment Management

*PRIVATE: Herr van Nieuwenhuijzen, wie beurteilen Sie die momentane Situation für einen Fixed-Income-Investor, welcher sich in einer Zwickmühle befindet zwischen Sicherheit um jeden Preis und der Notwendigkeit, eine angemessene Rendite und Erträge zu erwirtschaften?*

**Van Nieuwenhuijzen:** Die momentane Situation verlangt nach Flexibilität. Erkennen, welche Kräfte auf den Markt wirken und sich unter Berücksichtigung der Fundamentaldaten und der Reaktionen der Investoren richtig zu positionieren, ist keinesfalls ein Kinderspiel.

Hohe politische Unsicherheit bleibt momentan bestehen. Die jüngsten Ent-

wicklungen in Europa haben gezeigt, dass sich ein weiteres Hin und Her zwischen Politikern im Norden und in Griechenland abzeichnet. Dies wird von den Finanzmärkten am wenigsten geschätzt, da das Ergebnis kaum vorhersehbar ist. Resultat ist eine Risikoaversion, welche höchstwahrscheinlich auch bestehen bleibt, solange die Unsicherheit in der Eurozone anhält. Denn in diesem politischen Spiel sind die Wetteinsätze hoch. Tatsächlich sind diese so hoch (Anarchie in Griechenland, soziale Unruhen, Ansturm auf die Banken und Kapitalflucht in andere Länder im südlichen Europa), dass ein politischer Kompromiss als rationales Ergebnis dieses Spiels erscheint, nachdem die Wunden der griechischen Wahlen verheilt sind. Bis diese Wunden verheilt sind, dominiert Kapitalerhalt, und liquide und relativ sichere Anlagen werden die Populärsten bei den Anlageentscheidungen bleiben.

*PRIVATE: Denken Sie, dass Experten die Folgen eines allfälligen Austritts Griechenlands aus der Eurozone überschätzen?*

**Van Nieuwenhuijzen:** Ein bekannter Mangel bei der menschlichen Entscheidungsfindung ist die Überschätzung grosser, einflussreicher Ereignisse, die kurzfristig eintreten können. Somit könnte es gut sein, dass die Finanzmärkte vom Risiko eines Ausscheidens Griechenlands aus der Eurozone oder des Zerfalls des Euro nicht geschützt werden können. Gleichzeitig muss anerkannt werden, dass diese Krise den Zeitpunkt schon lange überschritten hat, wo rationale Erwartungen den besten Weg zur Beurteilung zukünftiger politischer Lösungen darstellen. Aus diesem Grund könnte ein weniger kooperatives Gleichgewicht auf dem Rücken emotionaler oder populistischer Politikentscheidungen zustande kommen und erhebliche Implikationen für die Finanzmärkte und die Wirtschaft hervorrufen. Es ist eher unwahrscheinlich, dass ein solches Ereignis bereits in den Finanzmärkten eingepreist ist (auch wenn die Wahrscheinlichkeit, dass es eintritt, überschätzt wird), oder dass eine Ausweitung auf den Rest von Europa (durch die Finanzmärkte und die Realwirtschaft) vermieden werden kann, falls es stattfinden wird.

Momentan bewegen sich die «peripheren» Obligationenmärkte so nah zusammen wie noch nie im Jahr 2012, und bei einem «No-Deal»-Ausgang ist es wahrscheinlich, dass soziale Unruhen, Kapitalflucht und Kollateralschäden bei den Haushalten und dem Vertrauen in die Konjunktur anderer europäischer Länder eintreten. Somit wird der Investmenthorizont durch Unsicherheit und erhöhtes Verlustrisiko ergänzt.

*PRIVATE: Heisst das für Ihre Fixed-Income-Allokation, dass Sie von einem Ausstieg Griechenlands aus der Eurozone ausgehen?*

**Van Nieuwenhuijzen:** Wir setzen nicht auf einen Ausstieg Griechenlands aus der Eurozone, denn dies ist nicht unser Basis-Szenario. Nichtsdestotrotz nehmen wir eine vorsichtige Haltung ein, da unsere Basis-Szenario-Vorhersage von erhöhten Risiken umgeben ist. In risikoaversen Märkten tendieren wir vermehrt zu Staatsanleihen und sind vorsichtig bei Unternehmensanleihen. Neben der Tatsache, dass wir erwarten, dass Staatsanleihen von «Tail-Risk Hedging» profitieren werden, sehen wir auch eine erhöhte Unterstützung für Staatsanleihen im jetzigen Investitionsumfeld. Das Investorenvertrauen schwindet weiter, das kurz- und mittelfristige Momentum steigt und Zuflüsse bleiben unterstützend.

Obendrauf sprechen negative Datenpublikationen sowie fallende Rohstoffpreise zusätzlich für fallende Staatsanleihen-Renditen. Offensichtlich sind die Bewertungen weniger unterstützend, dies ist aber eher ein mittelfristiges Thema als ein wirklich guter kurzfristiger Zeitindikator.

*PRIVATE: Wie beurteilen Sie in diesem Zusammenhang die Bewertung und die jetzige Risikoprämie von Unternehmensanleihen?*

**Van Nieuwenhuijzen:** Die Beurteilung der Risikoprämie ist immer ein Faktor zur Beurteilung der relativen Attraktivität einer Anlageklasse. Wir betrachten die jetzige, hohe Risikoprämie bei Unternehmensanleihen als Resultat von Allzeittiefs der Geld- und Staatsanleihen-Renditen. Für Unternehmensanleihen ist ein höheres Eurokrise-Risiko negativ zu werten. Zusätzliche Dynamik hat eingesetzt für eine vorsichtiger Haltung gegenüber Unternehmensanleihen. Bis vor kurzem haben sich Unternehmensanleihen bemerkenswert gut gehalten, vor allem wenn man die Turbulenzen in anderen Sektoren (Aktien,

Rohstoffe) am Finanzmarkt betrachtet. Allerdings ist das kurzfristige Momentum Mitte Juni das erste Mal dieses Jahres negativ ausgefallen. Die Kombination von Überraschungen bei der Publikation schwacher Daten und schwachem Investorenvertrauen kann einen noch grösseren Rückschlag für die Spreads verursachen als schon zuvor in diesem Jahr. Anders ausgedrückt können fair bewertete Papiere noch billiger werden.

*PRIVATE: Sind Ihre Fundamentaldaten nicht mehr unterstützend? Und was ist Ihrer Ansicht nach die richtige Anlagephilosophie?*

**Van Nieuwenhuijzen:** Kurzfristige Vorsicht, um das Verlustrisiko zu minimieren, schliesst die Tatsache nicht aus, dass die erwähnten Anlageklassen mittelfristig nach wie vor von unterstützenden Fundamentaldaten auf Unternehmens-, aber auch auf Emerging-Markets-Ebene profitieren. Der Markt interpretiert diese jedoch anders als früher. Dies ist der Grund, warum Flexibilität mehr denn je gefragt ist im Portfolio Management.

Investoren müssen fähig sein, während risikoaversen Zeiten schnell auf Kapitalerhalt zu wechseln und umkehrt, wenn sich Möglichkeiten bieten, attraktive Opportunitäten mit risiko-reicheren Anlagen einzufangen. Es macht wenig Sinn, dass Investoren sichere Staatsanleihen zu solch tiefen Renditen halten, wenn eine umfassende und nachhaltige Lösung in der EU-Krise erreicht wird. Sie sollten risikofreudiger agieren. Ähnlich wie im letzten Quartal 2011 könnten wir einen massiven Kapitalzufluss in risiko-reichere Obligationen beobachten.

Ein frühes Erkennen dieser Bewegung, zusammen mit der richtigen Beurteilung der profitablen Segmente in Bezug auf das Rendite/Risiko-Profil macht den Unterschied, ob man mit oder vor dem Finanzmarkt schwimmt. Unser gegenwärtiger Fixed-Income-Investitionsprozess hat diese Flexibi-

lität und berücksichtigt Fundamental-daten und Dynamiken unter einem strikten Risikomanagement. Ausserdem spielt die Beurteilung von aktuellen Themen im Finanzmarkt bei uns eine grosse Rolle.

Um eine gewisse Distanz zum Marktrisiko zu bewahren und gewisse Positionen nur einzugehen, wenn wir wirklich davon überzeugt sind (und gleichzeitig aber auch, falls es die Umstände verlangen, in Geldmarktprodukte zu investieren), haben wir einen Total-Return-Ansatz im Bereich Obligationen entwickelt. Die Philosophie hinter dieser Methode ist dieselbe wie in unserem Multi-Asset Total-Return-Fonds. Wir sind davon überzeugt, dass der Total-Return-Ansatz die richtige Methode ist, um Risikominimierung und Opportunitäten unter einen Hut zu bringen.

*PRIVATE: Wie allozieren Sie das Risiko innerhalb der Spreads? Welche Anlagen bevorzugen Sie? Bei welchen sind Sie skeptisch?*

**Van Nieuwenhuijzen:** Innerhalb der Spreads sind wir nach wie vor vorsichtig bei Investitionen in Europa. Die Kombination mit einem schwächer werdenden relativen Rendite-Momentum auf Anlagen in Asset-Backed Securities (ABS) führte zu unserer momentan grössten Untergewichtung, nämlich bei ABS-Anlagen mit einem AAA-Rating in Europa. Des Weiteren sind wir skeptisch gegenüber den Emerging-Markets-Währungen, weil diese weiterhin sensitiv auf Risikoaversion reagieren und keine Unterstützung durch abklingende Inflation und eine lockere Geldpolitik der Zentralbanken in der Region erhalten.

Wir gehen davon aus, dass die grösste Performance mit High-Yield- und Emerging-Markets-Hartwährungen erzielt werden kann (EMD HC). Bis vor kurzem haben wir EMD HC gegenüber High Yield präferiert; stärkere relative Renditen und Neugeldzuflüsse in den High-Yield- und Senior-Loans-Bereich rechtfertigten jedoch ein Upgrade des High-Yield-Sektors.

*valentijn.van.nieuwenhuijzen*  
@ing.com  
www.ingim.ch

Flexibilität ist mehr denn je gefragt  
im Portfolio Management.

# Immobilien

## «Gespaltener» Mietwohnungsmarkt

Editorial von Dr. Andreas Bleisch, Verwaltungsrats-Vizepräsident Wüest & Partner AG



Innerhalb von nur einem halben Jahr ist der Referenzzinssatz – festgelegt vom Bundesamt für Wohnungswesen (BWO) – zweimal gesunken und liegt seit dem 2. Juni 2012 bei 2,25%. Durch die Abstufung resultiert ein Senkungspotenzial der Mietpreise von rund 6%. Folglich ist für die rund 1,9 Millionen Schweizer Mietwohnungen im laufenden Jahr mehrheitlich mit sinkenden Mieten zu rechnen.

Von den Senkungen des Referenzzinssatzes profitieren aber lediglich Personen mit bestehenden Mietverträgen. Wohnungssuchende sind mit einer anderen Realität konfrontiert. Für sie haben sich die Preise laufend erhöht. Wer Ende 2011 einen neuen Mietvertrag unterschrieben hat, bezahlte im schweizerischen Durchschnitt 5% mehr als beim Mietabschluss für die gleiche Wohnung 2 Jahre zuvor. An innerstädtischen Lagen konnten es auch 10 bis 15% mehr sein. Der Preis derselben Wohnung ist in diesen 2 Jahren – losgelöst von mietrechtlichen Vorgaben – merklich angestiegen. Entsprechend öffnet sich eine Schere zwischen Neumieter und Mietern mit bestehenden Verträgen.

Diese Entwicklung ist im Grundsatz nicht neu. Mieten sind schon seit 1972 an die Zinsentwicklung angebunden, mit dem Ziel des Schutzes vor missbräuchlichen Mietpreiserhöhungen. Jedoch wird die Marktsplaltung immer tiefer, einerseits aufgrund der seit bald 20 Jahren tendenziell rückläufigen Zinsen – mit starker Akzentuierung im letzten Jahr –

und andererseits wegen steigenden Neumieter. Heute präsentiert sich selbst innerhalb kleiner Mehrfamilienhäuser oft eine «gespaltene» Situation, indem identische Wohnungen zu sehr unterschiedlichen Preisen vermietet sind. Differenzen von 50% und mehr sind an der Tagesordnung. Es sind gar Extremfälle bekannt, in denen einzelne Wohnungen – seit Jahrzehnten durch die gleiche Mieterschaft belegt – zu gerade mal einem Viertel der Neuvermietungspreise identischer Wohnungen vermietet sind. Die Frage sei erlaubt, mit welchen Argumenten sich eine solche Situation unter Verteilungsgesichtspunkten rechtfertigen lässt.

Ökonomen sollten sich jedoch nicht mit Fragen der Verteilungsgerechtigkeit befassen. Ihr Fachgebiet ist die Beurteilung unter Gesichtspunkten der Markteffizienz. Hier zeigt das Prinzip der Zinsanbindung erhebliche Nachteile in Form von unerwünschten Marktrigiditäten. Der Wohnungsmarkt leidet zunehmend unter einer künstlichen Starrheit. Wer einen bestehenden Mietvertrag in der Tasche hat, ist nicht gewillt, aufgrund seiner Opportunitätskosten eine neue Wohnung zu suchen. Dies unter Umständen auch dann nicht, wenn bei einem Stellenwechsel mehr Pendelzeit in Anspruch genommen werden muss. Oder wenn aufgrund eines neuen Lebensabschnitts andere Wohnungen adäquater wären. Der Referenzzinssatz bindet die Mieter an «ihre» Wohnungen und setzt damit den Anreiz, die bestehende Wohnsituation einer passenderen vorzuziehen. Eine alleinstehende Seniorin, die seit 40 Jahren in derselben 5-Zimmer-Wohnung zu 1'500 Franken pro Monat zu Hause ist, hat keinen Anreiz in eine besser passende 3-Zimmer-Wohnung umzuziehen, die auf dem Markt 2'000 Franken kostet. Die junge Familie, welche mit ihren 2 kleinen Kindern aus der 3-Zimmer-Wohnung in eine 5-Zimmer-Wohnung umziehen möchte, wird im Markt auf ein entsprechend eingeschränktes Angebot treffen. Die optimale Allokation der Ressourcen wird behindert, weil falsche Preissignale bestehen. Von der Etablierung eigentlicher Untervermietungsmärkte, insbesondere in den Grossstädten, ganz zu schweigen.

Letztlich führt die Entwicklung zu einer eingeschränkten Mobilität der Bevölkerung, welche am Ende die Wettbewerbsfähigkeit der Schweizer Wirtschaft beeinträchtigt. Politiker aller Couleur sind aufgefordert, einen weiteren Anlauf zur Revision des Mietrechts zu nehmen.

[bleisch@wuestundpartner.com](mailto:bleisch@wuestundpartner.com)  
[www.wuestundpartner.com](http://www.wuestundpartner.com)



Vielfalt und beste Lagen.



### PSP investiert in Qualität und Nachhaltigkeit.

PSP Swiss Property gehört mit rund 80 Mitarbeitenden zu den führenden Immobiliengesellschaften der Schweiz. Das Unternehmen besitzt ein Immobilienportfolio im Wert von rund 6 Mrd. Schweizer Franken. Dabei handelt es sich grösstenteils um Büro- und Geschäftshäuser an erstklassigen Lagen in den wichtigsten Wirtschaftszentren des Landes.

Die PSP Swiss Property AG (die Holdinggesellschaft) ist eine Publikumsgesellschaft, deren Aktien seit März 2000 an der Schweizer Börse SIX Swiss Exchange gehandelt werden.

**Davon profitieren Anleger und Mieter.**

### PSP Swiss Property AG

Kolinplatz 2  
CH-6300 Zug  
Tel. 041 728 04 04  
[www.psp.info](http://www.psp.info)

SIX Swiss Exchange:  
Symbol PSPN, Valor 1829415

# Heisses Eisen Eigenmietwert

Über die Besteuerung des Eigenmietwerts einzig beim selbstgenutzten Wohneigentum wird schon seit Jahren in den eidgenössischen Räten diskutiert – bisher ohne nennenswerte Resultate. Das heisse Eisen Eigenmietwert wird an die nächste Generation Politiker weitergegeben, um sich ja nicht die Finger zu verbrennen. Im Frühjahr 2012 haben der neu gewählte Stände- und Nationalrat in der Schlussabstimmung die Volksinitiative des HEV Schweiz «Sicheres Wohnen im Alter» Volk und Ständen zur Ablehnung empfohlen. Am 23. September 2012 kommt die Initiative zur Abstimmung.



Von Pavlo Stathakis  
Rechtsanwalt, HEV Schweiz

## Mehr Gerechtigkeit

Im Jahr 2004 lehnte der Souverän das «Steuerpaket 2001» ab. Diese Vorlage forderte mehr Steuergerechtigkeit durch Entlastungen für Verheiratete und Familien sowie die Abschaffung der Eigenmietwertbesteuerung. Während bei erstgenannten Themen mittlerweile kleine Fortschritte erzielt worden sind, bleibt die unbefriedigende Situation bei der Besteuerung des Eigenmietwerts. Beim HEV Schweiz setzte sich die Erkenntnis durch, dass eine Abstimmung allein zum Thema «Eigenmietwert» die beste Aussicht auf Erfolg hat. Im Januar 2009 reichte der HEV Schweiz die Volksinitiative «Sicheres Wohnen im Alter» beim Bund ein. Die Initiative möchte die grössten Mängel im heutigen System beseitigen. Insbesondere Wohneigentümer im Rentenalter, die ihre Hypotheken abbezahlt haben, leiden heute unter ständig steigenden Eigenmietwerten – einem fiktiven Einkommen, das sie gar nicht haben. Eigentümer von selbstgenutztem

Wohneigentum im Rentenalter sollen daher für eine Aufhebung der Eigenmietwertbesteuerung unter Verzicht auf die eigenheimbezogenen Schuldzinsabzüge optieren können. Damit bietet die Initiative auch Anreize, die in der Schweiz sehr hohe Hypothekerverschuldung privater Haushalte von ca. 650 Mrd. Franken zu reduzieren. Da die Abkehr von der Eigenmietwertbesteuerung und dem Schuldzinsabzug freiwillig ist, werden auch die Wohneigentümer, welche auf den Schuldzinsabzug angewiesen sind, mit der Initiative nicht bestraft.

## Nur Ablehnung in Bern

Der Bundesrat lehnt die Verfassungsinitiative ab und hatte der Initiative einen indirekten Gegenentwurf auf Gesetzesstufe gegenübergestellt. Dieser wollte Schuldzinsen nur noch im Umfang von 80% der steuerbaren Vermögenserträge zum Abzug zulassen (heute: steuerbare Vermögenserträge zuzüglich 50'000 Franken). Damit betraf der Gegenvorschlag plötzlich sämtliche Steuerpflichtigen und nicht mehr allein die Wohneigentümer. Diese Beschränkung des allgemeinen Schuldzinsabzugs ist steuersystematisch nicht zu rechtfertigen und zielte darauf ab, Mehreinnahmen zu generieren. Private Vermieter (und Steuerpflichtige mit hohen Schulden) wären damit schlechter gestellt worden. Der Bundesrat sprach bei Mehreinnahmen von rund 85 Mio. Franken unverständlichlicherweise von einer «schwarzen Null». In den anschliessenden Beratungen wurden die Abzüge für Energiesparmassnahmen (Bund und Kantone) gestrichen sowie von Parlamentariern, die der Bauwirt-

schaft nahestehen, ein beschränkter Unterhaltsabzug bei der direkten Bundessteuer, nicht aber bei der Staats- und Gemeindesteuer, eingeführt. Damit war der Gegenvorschlag für verschiedene Seiten nicht mehr tragbar. Zudem forderten namentlich die Tourismuskantone mit hohem Zweitwohnungsbestand die Einführung einer Verfassungsbestimmung zur Zweitwohnungsbesteuerung, welche über die Kostendeckung hinausgeht. Das Parlament hat den Gegenvorschlag in der Folge versenkt und empfahl auch die HEV-Initiative Volk und Ständen zur Ablehnung. Zudem lehnte der Nationalrat die parlamentarische Initiative von Nationalrätin Kathy Riklin zur Abschaffung der Eigenmietwertbesteuerung ab. Die Vorlage wollte einerseits die Besteuerung des Eigenmietwerts sowie den eigenheimbezogenen Schuldzinsabzug abschaffen und andererseits einen Ersterwerberabzug, ohne den der Neuerwerb von Wohneigentum für viele Leute unerschwinglich wäre, sowie eine bescheidene Unterhaltskostenpauschale zulassen. Offenbar fehlt es am politischen Willen, Mängel im heutigen Steuersystem, insbesondere bei der Eigenmietwertbesteuerung, zu beheben.

## Jetzt erst recht

Der HEV Schweiz bedauert diese Haltung des Parlaments und hält weiterhin an seiner Initiative fest. Sie bietet eine ausgezeichnete Chance, dem Eigenmietwert einen Stachel zu ziehen. Die Initiative kommt am 23. September 2012 zur Abstimmung und verdient Ihre Unterstützung mit einem Ja.

[pavlo.stathakis@hev-schweiz.ch](mailto:pavlo.stathakis@hev-schweiz.ch)  
[www.hev-schweiz.ch](http://www.hev-schweiz.ch)

**Eigentümer von selbstgenutztem Wohneigentum im Rentenalter sollen für eine Aufhebung der Eigenmietwertbesteuerung unter Verzicht auf die eigenheimbezogenen Schuldzinsabzüge optieren können.**

# Der indirekte Weg führt besser ans Ziel

Von Dr. Gérard Fischer  
CEO Swisscanto Gruppe

Die Suche nach guten und gleichzeitig verlässlichen Renditen ist nicht einfach. Beim jetzigen Zinsniveau wirft ein Sparkonto praktisch keinen Ertrag mehr ab, und wenn Sie die Möglichkeit von Inflation nicht ausschliessen können, dann suchen Sie nach Anlagen in Realwerten. Unter diesen Bedingungen ist es verständlich, dass manch ein Anleger sich überlegt, direkt in eine nicht selbst bewohnte Immobilie zu investieren. Der Kauf von Wohneigentum zu Renditezwecken scheint rasch attraktiv, wie nachfolgende einfache Rechnung an einem fiktiven Beispiel zeigt:

- Kauf einer modernen 3½-Zimmer-Eigentumswohnung mit hohem Ausbaustandard an Zentrumslage in einer Stadt. Preis: 1,2 Mio. Franken;
- Finanzierung zu 80% mit einer 5-jährigen Festhypothek zu 1,7% in Höhe von 960'000 Franken. Die Nettoinvestition liegt damit bei 240'000 Franken;
- Die Mieterträge bei einer Monatsmiete von 2'800 Franken liegen bei 33'600 Franken. Die Jahreskosten für die Festhypothek zu 1,7% sind 16'320 Franken;
- Mit den Mieteinnahmen liegt die Bruttoanfangsrendite bei 2,8% (33'600 geteilt durch 1'200'000);
- Die Nettorendite auf dem eingesetzten Eigenkapital von 240'000 Franken liegt bei 7,2% pro Jahr (Einnahmenüberschuss von 17'280 geteilt durch 240'000 Franken).

## Sind in der Rechnung wirklich alle Kosten enthalten?

Bei solchen Renditen müsste jeder Anleger, der über genügend flüssige Mittel verfügt, investieren. Die Sache hat jedoch den Haken, dass diese Rechnung nicht vollständig und damit zu optimistisch ist.

Ein erster Vorbehalt besteht bereits bei der Finanzierung. Für nicht selbst bewohntes Wohneigentum dürfte die Belehnung tiefer und/oder die Zinsen für die Hypothek höher ausfallen. Bei

einer Belehnung von 60% und einem um 0,3% höheren Zins sinkt die Nettorendite auf 4%. Dies ist zwar immer noch deutlich besser als das Sparkonto, aber immer noch nicht vollständig. Folgende Kosten und Risiken müssen zusätzlich berücksichtigt werden:

- Transaktions- und Verwaltungskosten, die nicht Teil der Nebenkosten sind;
- Kosten für Gebühren (Handänderung, Grundbucheintrag);
- das Risiko, dass die Wohnung längere Zeit nicht vermietet werden kann;
- geringe Liquidität, denn ein Verkauf kann aus Gründen des Mieterschutzes nicht so schnell erfolgen wie aus Sicht des Eigentümers wünschbar wäre;
- Zinsänderungs- und Refinanzierungsrisiko bei der Hypothek;
- Wertminderungsrisiko, z.B. durch eine neue Strasse, Abnutzung etc., sowie Abschreibungen;
- Eigener Aufwand.

Bei einer vollständigen Rechnung ist die Attraktivität der direkten Immobilienanlage bereits deutlich geringer, weil die Renditen tiefer ausfallen und im unangenehmsten Fall das Eigenkapital stark betroffen sein kann.

## Immobilienfonds und Immobilienaktien

Der bessere Weg zu stetigen Renditen mit Immobilien sind indirekte Anlagen wie Immobilienfonds oder Aktien von börsenkotierten Immobiliengesellschaften. Der wichtigste Unterschied: Die Auswahl der Objekte und deren Bewirtschaftung wird an Profis delegiert. Für Privatanleger hat dies mehrere Vorteile:

- Der Anleger investiert nicht in nur eine Immobilie, sondern ist an einem diversifizierten Immobilienportfolio beteiligt.
- Professionelle Immobilien-Investoren rechnen richtig und sorgen für sachgemässe Verwaltung sowie guten Unterhalt der Liegenschaften.

- Käufe werden nicht emotional getätigt, wodurch sich überhöhte Preise vermeiden lassen.
- Die Konkurrenz unter Immobilien-Investoren sorgt dafür, dass diese nach hohen Renditen streben, aber gleichzeitig auf stabile Einnahmen achten.
- Die Ausschüttungsrenditen liegen zwischen 3 und 4%. Das ist selbst unter Berücksichtigung der hohen Agios an der Börse höher als die Rendite der Direktanlage von 2,8% in unserem Beispiel mit der Eigentumswohnung.
- Indirekte Immobilienanlagen sind liquid, so dass Anleger bei Bedarf in der Regel börsentäglich verkaufen können.

Während der letzten 10 Jahre konnte mit Schweizer Immobilienfonds (SXI Real Estate Funds Index) im Jahresdurchschnitt eine Rendite von 6,5% erzielt werden. Bei Aktien von Schweizer Immobiliengesellschaften (SXI Real Estate Shares Index) lag dieser Wert sogar bei 9,5%, wobei hier die Wertschwankungen wesentlich grösser waren als bei Immobilienfonds.

## Risiko höherer Zinsen, aber keine Bankenkrise

Aufgrund des Preisniveaus von Schweizer Immobilien werden vermehrt Parallelen zur Immobilienkrise in den 90er Jahren gezogen. Ohne die möglichen Risiken zu verharmlosen, gilt es, auf deutliche Unterschiede zur damaligen Lage hinzuweisen. So sind die Banken heute bei der Vergabe von Hypotheken vorsichtiger, vor allem im Bereich der Bauprojekte. Zudem ist heute ein namhafter Teil der Hypothekarschulden mindestens teilweise länger angebunden, so dass sich eine deutliche Zinserhöhung mit Verzögerung auswirken würde und der negative Effekt etwas abgefedert werden dürfte. Am Grundsatz, wonach Wohneigentum auch bei höheren Zinsen als heute tragbar sein sollte, ändert dies aber nichts.

gerard.fischer@swisscanto.ch  
www.swisscanto.ch

# Hoteliers werden sich wärmer anziehen müssen

**Der Schweizer Hotellandschaft stehen wegweisende Entwicklungen bevor. Projekte von Basel über Bern bis Davos mit einem Hot(el) Spot um den Flughafen Zürich werden bestehende Betriebe durchrütteln. Und dies in einer Phase mit starkem Franken und ungewissen Wirtschaftsaussichten.**



**Von Daniel Stocker**

*Leiter Research & Market Analysis  
Colliers International Zürich AG*

Noch vor wenigen Jahren wurde die Hotelbranche mit erfreulichen Prognosen konfrontiert. Gemäss der Studie «Zürcher Hotellerie 2030» im Auftrag des Zürcher Hotelier-Vereins aus dem Jahre 2009 wird die Nachfrage nach Hotelübernachtungen in der Destination Zürich wesentlich ansteigen. Der Bericht geht von 2,35 Mio. zusätzlichen Übernachtungen bis ins Jahr 2030 aus. Bei einem angenommenen Doppelbelegungsfaktor von 1,4 pro Zimmer, einer Auslastung von 70% und einer durchschnittlichen Hotelgrösse von 150 Zimmern entspricht dies über 40 zusätzlich notwendigen Betrieben innerhalb der Destination Zürich.

Das grösste Wachstum wird in der Nähe des Flughafens und für 1- und 2-Sterne-Hotels erwartet, konkret würden laut der Studie in diesem Segment weitere 23 Betriebe benötigt. Dagegen dürften 3 zusätzliche 5-Sterne-Hotels

bereits die Marktbedürfnisse in der obersten Kategorie decken. Ob die Ergebnisse der Studie, welche durch das ITW der Hochschule Luzern erstellt wurde, unter den heutigen Rahmenbedingungen gleich ausfallen würden, ist zumindest fraglich.

## Hot Spot Flughafen Zürich

Was nicht in Frage steht, ist die Expansion von Hotelbetrieben. Der Bau eines 4-Sterne-Airport-Hotels für die Dorint-Kette hat vor kurzem an der Riethofstrasse in Glattbrugg begonnen. Im Frühjahr 2014 sollen 320 Zimmer für Gäste zur Verfügung stehen. Zeitlich parallel dazu und direkt vis-à-vis wird ein Ibis-Budget-Hotel mit 240 Zimmern gebaut. Ebenfalls 2014 wird im Glattpark das 5-Sterne-Haus Kameha Grand mit 245 Zimmern eröffnen. Räumlich am nächsten bei den Terminals wird ab 2017 die Hotelkette Hyatt im Circle 550 Zimmer im 3- und 5-Sterne-Segment anbieten. Summa summarum sind dies über 1'300 neue Zimmer im direkten Einzugsgebiet des Flughafens.

Nicht zu vergessen sind vor kurzem eröffnete Hotels wie beispielsweise das Radisson Blu am Flughafen (5-Sterne, 330 Zimmer). Die Wachstumsmöglichkeiten des Flughafens Zürich bzw. der Flugbewegungen sind jedoch begrenzt, und auch die Nachfrage von Firmen hat in den letzten Monaten merklich nachgelassen. Unter den derzeitigen Vorzeichen werden einige bestehende Häuser Federn lassen müssen.

Dennoch entsteht eine Vielzahl weiterer Hotels im erweiterten Umkreis des Flughafens und in der Stadt Zürich. Geplant oder bereits im Bau sind Betriebe in Affoltern am Albis (Holiday Inn Express), Horgen (Meilenwerk), Schlieren (Geistlich-Areal), Schwerzenbach, Wetzikon (u.a. Elefant),

Zürich (25hours, Razzia, Sheraton, Kongresshaus) usw. Alles in allem werden bis 2015 rund 1'700 neue Zimmer im Kanton Zürich gebaut, bis zu 1'700 weitere können bis ca. 2018 dazukommen.

## Basel, Bern, St. Gallen

Im Basler Hotelmarkt wird gar von einem Verdrängungskampf gesprochen. Das Hotel Europe wird bis Anfang 2014 komfortabel umgebaut; dadurch reduziert sich die Zimmerzahl von 158 auf 141 Einheiten. Aus demselben Grund wird sich beim Hotel St. Gotthard am Bahnhof die Zimmerzahl von 95 auf 87 verringern. Die 4-Sterne-Hotels Euler und Radisson haben ihre Erneuerungen bereits hinter sich. Damit rüsten sich die Basler Hoteliers gegen die neue Konkurrenz im Gebiet Grosspeter. Dort sind ein 4-Sterne Novotel mit 145 Zimmern, ein 2-Sterne Ibis Budget mit 194 Zimmern sowie ein 3-Sterne-Hotel mit 150 Zimmern im Hochhaus von PSP Swiss Property geplant. D.h., es werden 2014 zusätzliche 489 Zimmer und rund 1'000 Hotelbetten auf den Basler Markt gelangen. Zurzeit gibt es in Basel 3'700 Zimmer und ca. 6'200 Betten. Das Basler Bau- und Verkehrsdepartement plant, bis 2017 einen neuen Standort zu finden, um seine Verwaltungseinheiten unter einem Dach zu vereinen. Damit würde das palastähnliche Gebäude Falkensteinhof frei werden für eine Umnutzung beispielsweise als 5-Sterne-Hotel.

In Bern wird durch den Umzug der Post nach Wankdorf-City der heutige Hauptsitz Schönburg für ein Hotel einer internationalen Topmarke frei. Ab 2017 können dort Hilton, Steigenberger, SAS Radisson oder Sheraton ihre Gäste in Empfang nehmen. Mit möglichen Betreibern soll bereits verhandelt werden. 200 Zimmer soll das 5-Sterne-Haus umfassen sowie zwei Restaurants

und einen Fitness- und Wellnessbereich. Das 50-jährige Gebäude präsentiert sich in einem guten Zustand, weshalb es nicht einem Neubau weichen muss.

In St. Gallen findet 2013 die Wiedereröffnung des 3-Sterne-Park Inn by Radisson (vormals Ekkehard) mit 100 Zimmern statt. Ein Jahr später soll bei der Olma Messe ein modernes 2-Sterne Express by Holiday Inn mit 150 Zimmern den Betrieb aufnehmen.

Bei vielen Projekten weht der Wind aus derselben Richtung. Moderne Hotels mit meist mehr als 100 Zimmern werden geschaffen, die sich entweder an Toplagen durch möglichst hohen Komfort und Luxus oder aber an nicht ganz so zentralen Standorten durch ein attraktives Preis/Leistungs-Verhältnis auszeichnen. Bereits ansässige Hotels versuchen, konkurrenzfähig zu bleiben und erneuern ihre Immobilien, teilweise sogar auf Kosten einer reduzierten Zimmerzahl. Kleinbetriebe werden es zukünftig noch schwerer haben. Dennoch gibt es Ausnahmen. So sieht das Bauprojekt auf dem Thuner Schlossberg u.a. im Bereich des alten Gefängnisses ein Hotel mit 15 Zimmern und einem kleinen Wellnessbereich vor.

#### **Auch in Wintersportorten wird kräftig investiert**

Doch nicht nur in den Städten wird aufgerüstet, auch im Alpenraum bestehen Projekte mit einem Investitionsvolumen von mehreren Milliarden Franken. Das Nobelhotel The Chedi in Andermatt wird Ende 2013 eröffnet. Total sind 6 Hotels im 4- und 5-Sterne-Segment geplant mit 844 Zimmern und einem Investitionsvolumen von 1,8 Mrd. Franken (inkl. Freizeitanlagen und Wohnungen). Entstehen wird eine exklusive Ganzjahres-Feriestandort mit Golfplatz, Skipisten, Wellnesseinrichtungen und Shoppingmöglichkeiten.

Ebenfalls mehrere Projekte sind in der Destination Davos-Klosters in der Umsetzung. Diesen Winter nimmt das Hilton Garden Inn gegenüber dem erweiterten Kongresshaus in Davos seinen Betrieb auf. Rund 50 Mio. Franken wurden in 148 Zimmer, eine Bar, ein Restaurant und 5 Konferenzsäle investiert. Ein Jahr später wird das ovale 5-Sterne-Hotel Stilli Park Gäste beherbergen können. Der Neubau mit 216

Zimmern kostet 155 Mio. Franken. Teil des Gesamtbaus sind 38 exklusive Eigentumswohnungen, welche auf den Service des Hotels zurückgreifen können und durch einen unterirdischen Gang damit verbunden sind.

#### **Zweitwohnungsinitiative beschleunigt querfinanzierte Hotelprojekte**

Das 4-Sterne-Superior-Hotel Pardenn in Klosters wird bis 2014 neu gebaut und verfügt über 68 Doppelzimmer und 11 Junior-Suiten. Die beiden obersten Stockwerke sind für Zweitwohnungen vorgesehen, welche den Hotelbau querfinanzieren. Das Investitionsvolumen beträgt 70 Mio. Franken.

Bereits 2004 wurde in Davos die Nutzungsplanung für das Turmprojekt auf der Schatzalp gutgeheissen. Die Investorensuche gestaltete sich allerdings schwierig, gebaut wurde bisher nicht. Aufgrund der Zustimmung zur Zweitwohnungsinitiative ist das Projekt nun unter Druck. Eine nachhaltige Sanierung der Schatzalp ist nur mittels Querfinanzierung durch den Verkauf von Zweitwohnungen möglich. Im 105 Meter hohen Turm sollen auch 100 Apartments Platz finden. Baubewilligungen für diese dürfen nun allerdings nur noch bis Ende 2012 erteilt werden.

In Scuol wird auf dem Areal des ehemaligen Hotels Engadinerhof vorwärts gemacht. Ab Herbst wird nach 6-jährigen Planungsarbeiten ein 4-Sterne-Hotel mit 130 Zimmern, 50 Privat-Apartments und grosszügigem Spabereich gebaut. Die Kosten sollen sich auf 90 Mio. Franken belaufen.

Ehrgeizige Ziele verfolgt das Bürgenstock Resort. Ab 2014 sollen dort

jährlich 150'000 Gäste übernachten; das gesamte Investitionsvolumen beläuft sich auf 485 Mio. Franken. Nach wie vor ohne Investor ist das 140 Mio. Franken teure Alpenbad-Projekt in Adelboden. Die Überarbeitung des Projektes ergab, dass eine Positionierung «4-Sterne-Plus» für die Nachfrage besser geeignet wäre als im 5-Sterne Segment. Im einige Kilometer westlich gelegenen Gstaad wird Ende 2012 erstmals seit 100 Jahren wieder ein neues 5-Sterne-Hotel eröffnen: The Alpina Gstaad hat 57 Zimmer und Suiten sowie mehrere Apartments und Chalets.

#### **In höheren Lagen wird die Luft dünner**

Die Liste kann beliebig erweitert werden mit Projekten auf der Lenzerheide (Dieschen Sot), in Grindelwald (Grand Hotel Regina), Verbier (Les 3 Rocs), Nendaz (Mer de Glace) usw. Die Umsetzung der Zweitwohnungsinitiative könnte ab dem Vorliegen einer rechtskräftigen Bundesverordnung allerdings einigen Entwicklern einen Strich durch die Rechnung machen; gängige Quersubventionierungen dürften bald nicht mehr so einfach möglich sein.

Dennoch wird sich das Angebot an Hotelzimmern in den nächsten Jahren je nach Destination deutlich erhöhen. Ob unter den gegebenen wirtschaftlichen Voraussetzungen die Nachfrage damit Schritt halten können, ist so vage wie die Schneeproggnose für den kommenden Winter. Mit Sicherheit dürfte einigen Hoteliers aber ein rauer, eisiger Wind entgegen wehen.

*daniel.stocker@colliers.ch*  
*www.colliers.ch*

### **Die Zahlen zur Schweizer Hotellerie seit 2005**

- Es gibt 5,5% weniger geöffnete Betriebe (4'712).
- Die verfügbaren Zimmer nahmen um 2,5% auf 130'600 zu, die Anzahl Betten gar um 4,5%. D.h. die Grösse der Hotelbetriebe wächst.
- Die Ankünfte stiegen um 14,9% auf 16,2 Mio. im Jahr 2011.
- Die Anzahl Logiernächte erhöhte sich um 7,2%, war allerdings zuletzt leicht rückläufig.
- Die Netto-Auslastung der Zimmer hat sich tendenziell leicht verbessert und liegt bei 49,4%; für Betten ist sie nahezu unverändert geblieben bei 40,0%.
- Die höchsten Zimmerauslastungen mit über 60% werden in Zürich und Genf gemessen, während die Regionen Ostschweiz, Jura und Fribourg weniger als 30% erzielen können.

*Quellen: HESTA, BFS, 2012*



**„Verschobenes Meeting? Neue Einladung?  
Abgesagte Konferenz?  
Mit NetJets halte ich jeden Termin.“**

**NETJETS**

YOUR OWN PRIVATE AIRLINE

Warum sollten Sie privat fliegen, wenn Sie nicht den Flugplan bestimmen können? NetJets bietet mehr Start- und Lande-Slots als jedes andere Privatflugunternehmen. Damit Sie jeden Termin einhalten können.

+41 (0) 41 798 16 22

[PRIVATE@NETJETSEUROPE.COM](mailto:PRIVATE@NETJETSEUROPE.COM)

# Immobilienanlagen haben die Nase vorn



**Von Dr. Christoph Zaborowski**  
Partner und Mitglied des  
Verwaltungsrats Wüest & Partner AG

Direkte Immobilienanlagen erzielten 2011 eine Gesamrendite von 7,8%. Damit konnten sie pünktlich zur 10-jährigen Präsenz der Investment Property Databank (IPD) in der Schweiz die höchste jährliche Gesamrendite seit Beginn der Indexberechnung im Jahr 2002 erreichen. Dieses Ergebnis setzt sich aus der Netto-Cashflow-Rendite (4,6%) und der Wertänderungsrendite (3,0%) zusammen.

## Spitzenjahr 2011: Höchste IPD-Gesamrendite

Im Anlagejahr 2011 schwangen die Immobilien mit Verkaufsflächen mit einer Gesamrendite von 8,5% oben aus. Auf dem 2. Platz rangierten die Mehrfamilienhäuser mit einer Gesamrendite von 7,8%. Diejenige von Geschäftsliegenschaften mit Büroflächen bewegte sich mit 7,7% nur knapp darunter. Deutlich tiefere Gesamrenditen werden hingegen für die Nischensegmente «Industrie» und «Sonstige Nutzungen» ausgewiesen: Sie liegen unter der 6%-Marke.

Die direkten Immobilienanlagen in der Schweiz überzeugen weiterhin durch hohe und stabile Netto-Cashflow-Renditen sowie durch deutlich angestiegene

Wertänderungsrenditen. Die derzeitige Zunahme von Letzteren ist auf den anhaltenden Anlagedruck und die dünn gesäten Anlagealternativen ausserhalb der Immobilienwelt zurückzuführen. Zwar fiel die Gesamrendite für Schweizer Obligationen 2011 vorteilhaft aus, aber die Renditen von Aktien (SPI) mussten mit -7,7% abermals eine negative Entwicklung verzeichnen.

## Die Dekade der Anlageklasse «Immobilien Schweiz»

Zum 10. Mal in Folge weisen Renditeigenschaften in der Schweiz – unabhängig vom betrachteten Segment – eine positive Gesamrendite aus. Die mittleren jährlichen Gesamrenditen zwischen 2002 und 2011 liegen für Mehrfamilienhäuser bei 5,7% bzw. für Geschäftsliegenschaften mit Büroflächen bei 5,8%. Die beste Gesamtpromerformance über diesen Zeitraum haben Verkaufsflächen vorzuweisen: Im jährlichen Mittel beträgt sie 7,2%.

Direkte Immobilieninvestitionen gehörten damit während der vergangenen 10 Jahre zu den rentabelsten Anlageklassen überhaupt. Nur einzelne Anlagealternativen konnten höhere Renditen erreichen. Zum Beispiel Gold: Dessen Preis entwickelte sich im gleichen Zeitfenster fulminant, indem er sich von 14'900 Franken im Dezember

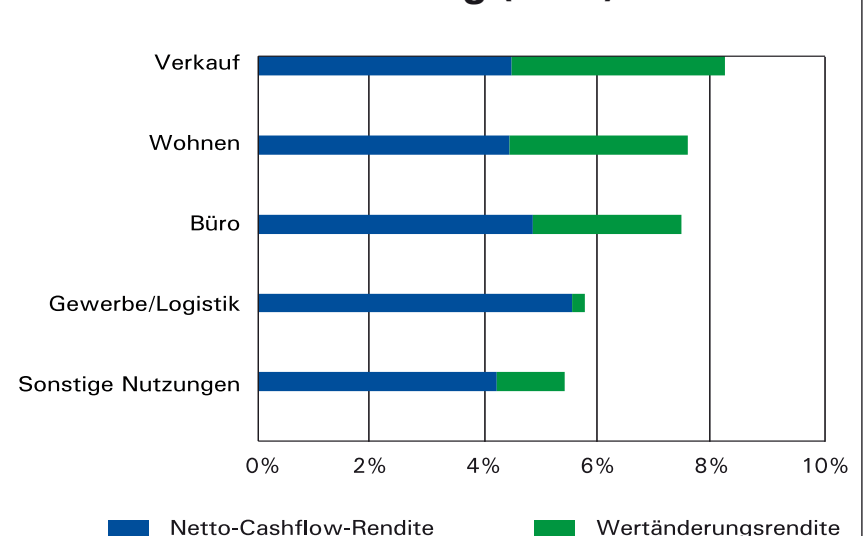
2001 auf rund 47'000 Franken im 4. Quartal 2011 erhöhte. Unter dem Strich resultiert hier eine mittlere Jahresrendite von 12,2%. Gold profitierte von einer gewachsenen allgemeinen Unsicherheit einerseits und den tiefen bzw. sinkenden Zinsen andererseits. Bedingt durch geringe Opportunitätskosten begünstigen tiefe Zinsen generell Anlagen ohne Cashflows, wozu im Übrigen auch Bauland gehört.

## Regionale und sektorale Unterschiede

Die hohe schweizerische Gesamrendite von direkten Immobilienanlagen wurde in einzelnen Regionen noch übertroffen: Büronutzungen in der Stadt Lausanne, Mehrfamilienhäuser in der Stadt Zürich sowie Verkaufsflächen in den 5 Grossstädten führen das Feld klar an. Umgekehrt wird für Büroflächen, die sich in den beiden Städten Basel oder Bern befinden, eine deutlich unter dem Schweizer Benchmark liegende Gesamrendite ausgewiesen. Und auch im Segment der Mehrfamilienhäuser liegen die Gesamrenditen sowohl in der Schweizer Hauptstadt als auch in der Chemiemetropole am Rheinknie klar unter dem nationalen Referenzwert.

[zaborowski@wuestundpartner.com](mailto:zaborowski@wuestundpartner.com)  
[www.wuestundpartner.com](http://www.wuestundpartner.com)

## Renditen nach Nutzung (2011)



Quelle: IPD

# Investing in Swiss Commercial Properties

**Low-risk assets are in high demand. Also assets such as real estate – they offer return potential and protection against inflation. However, not every property is suited as an investment. Luciano Gabriel, CEO of PSP Swiss Property, favours top commercial properties in Switzerland’s economic centres.**



## **Interview with Luciano Gabriel** CEO PSP Swiss Property

*PRIVATE: Mr. Gabriel, the financial markets just won't settle down. How has business been for PSP Swiss Property in 2011 and in the first half of 2012?*

**Gabriel:** More than satisfying, particularly against the backdrop of a persistently difficult economic environment. With a net income of 149 million francs excl. net changes in fair values, we achieved the best result in our Company's history in 2011; our property portfolio's value has reached 6 billion francs and the share price continues on a strong course. In the first half of 2012, nothing out of the ordinary occurred, which is good news in our line of business.

*PRIVATE: Were you able to lower your overall vacancy rate?*

**Gabriel:** Yes. At the end of March 2012, the overall vacancy rate was down to 7.4% after 8.3% at the end of 2011. A

significant part of the vacancies is due to ongoing renovations and improvements on various properties; this inevitably leads to vacancies and diminished rental income. Of course we could lower the vacancy rate relatively fast, but that would not be our goal. We aim at optimising the vacancy rate in the long run, not reducing it at any cost. We will not “buy” additional short-term rental income by compromising on the properties' or the tenants' quality; we want sustainable growth with top tenants in premium properties.

*PRIVATE: PSP Swiss Property has a solid balance sheet, a good liquidity ratio and access to the capital market. Why aren't you more active in purchasing additional properties?*

**Gabriel:** We have, indeed, been very reluctant with regard to purchases in recent years. On the other hand, we again sold a number of smaller properties last year to further streamline and optimise our portfolio. In any case, substantial credit lines from various banks offer us the option to react quickly, if special purchasing opportunities would arise. They are also proof of the trust PSP Swiss Property enjoys on the capital market. However, in the current environment we prefer developing our sites and renovating and improving our properties.

*PRIVATE: As a real estate company, PSP Swiss Property has been benefiting from record-low interest rates for quite some time. What would happen, if or when interest rates rise again?*

**Gabriel:** We are well prepared: First, because we have always pursued a conservative financing policy; our debt ratio is a low 32% of total assets. Second, because we hedge our liabilities against rising interest rates by means of

interest rate swaps which, increasingly, include forward starting interest rate swaps, i.e. swaps, which start in a year or two and fix interest rates from that point in time for several years.

*PRIVATE: How important is sustainability for PSP Swiss Property?*

**Gabriel:** Sustainability has always been a major topic, although we never made a lot of noise about it. Today, however, sustainability is an integral part of our reporting. In our sustainability report inside the annual report, we deal with both ecological sustainability, i.e. the way we take the environment into account at all stages of our business activities, as well as economic and social sustainability. We intend to implement energetic optimisation measures in most of our buildings, if technically feasible, by 2015. Finally, we created a special new position of an environmental officer who is specifically responsible for sustainability at our properties.

*PRIVATE: Let's focus on environmental sustainability: PSP Swiss Property owns more than 160 properties throughout Switzerland. How can you be sure that your efforts with regard to sustainability are implemented in all of them?*

**Gabriel:** We surveyed and analysed virtually all of our properties with a view to their sustainability in the past two years. The result was that all major environmental key figures – i.e. energy consumption, water consumption and CO<sub>2</sub> output – were excellent, in 2011 even better than in 2010. To keep track of our sustainability efforts overall, we began installing a central monitoring system with data recording devices last year. This allows us to monitor operations respectively energy and water consumption over the Internet and to

# PSP Swiss Property: Facts and Figures

PSP Swiss Property is one of Switzerland's leading real estate companies. Throughout the country, the Company owned 167 office and other commercial properties with a carrying value of 5.7 billion francs at the end of March 2012. The properties are mainly in top locations in Zurich, Geneva, Basel, Bern and Lausanne. In addition, PSP Swiss Property has 10 development sites and individual properties for conversions and new constructions valued at 278 million francs. With shareholders' equity totalling 3.3 billion francs – corresponding to an equity ratio of 55% – PSP Swiss Property has an extraordinarily strong equity base. Interest-bearing debt amounts to 1.9 billion francs, which is a mere 32% of total assets. The difference consists primarily of deferred taxes which do not activate any interest charges. Further proof of the Company's capital strength are its open credit lines of 820 million francs from various banks.

## A core investment for the Swiss commercial property market

The PSP shares have been listed on the SIX Swiss Exchange since the Company's initial public offering (IPO) in March 2000. The shares' liquidity is high: In 2011, an average of 109,124 shares worth 8.3 million francs were traded each day; the total trading volume of the PSP shares reached 2.1 billion francs. In the same period (January to December 2011), the shares gained 4.8% despite a distribution of 3.7% on the year-end share price 2010; the cash payment to the shareholders was made in June 2011 in the form of a nominal value reduction. (In April 2012, the Company made a cash payment to its shareholders out of the capital contribution reserves corresponding to 3.8% of the year-end share price 2011.) PSP Swiss Property thus confirmed its shareholder-friendly distribution policy. The Company's shares are known as a predictable and stable core investment for the Swiss commercial property market. From 7 March 2000 (the day of its IPO) until 19 June 2012, the PSP share delivered a performance of 122%.

act immediately in the case of irregularities or malfunctions. By the end of 2012, the facility managers at all our properties should be able to regularly record consumption and enter the data into the central database over the Internet. The control system will then verify the data with regard to its plausibility and signal any deviations from the norm.

*PRIVATE: How exactly did the environmental key figures improve from 2010 to 2011?*

**Gabriel:** We were able to further reduce energy consumption and, consequently, CO<sub>2</sub> output overall. This was mainly possible due to our targeted renovation and optimisation measures – e.g. by installing new heating systems or improvements in building engineering. Furthermore our efforts to sensitise our staff and tenants to use energy more economically probably also contributed to the positive development. And another interesting piece of information: How successful we are in our efforts with regard to ecological sustainability can also be seen in the fact that, over the portfolio as a whole, our energy savings more than compensated the higher market prices for energy – which also proves that ecological sustainability can directly and positively impact the bottom line.

*PRIVATE: To which extent do you take sustainability into account in new constructions and conversions?*

**Gabriel:** In new constructions and conversions energy efficiency is crucial. Basically, we follow the “Minergie” standard to be able to build as environmentally friendly and, consequently, as cost efficiently as possible in the long run. The planning for our new construction project Grosspeter Tower in Basel even goes so far that there should be zero greenhouse gas emissions after completion.

*PRIVATE: Do you worry about the new buildings which will come on the market in the near future, particularly in and around Zurich?*

**Gabriel:** No. You are right that substantial new office and retail spaces will come on the market in the next year or two. However, part of this new space will likely be absorbed by the expansion of existing firms and the arrival of new foreign companies. Furthermore, most of the new office and retail space is developed in peripheral areas, which hardly affects our locations in the city centres. If you want to have an office or a shop in the city centre – even if it's just for prestige –, you don't move to the outskirts of town just to save a few francs.

*PRIVATE: What is your outlook for Switzerland's commercial property market in general and PSP Swiss Property in particular?*

**Gabriel:** We are not in a booming market, in which every property can be let just like that, particularly with regard to badly located or poorly maintained buildings. On the other hand, demand for properties in good locations in economic centres – and those are the ones PSP Swiss Property is interested in – remains brisk. All in all, I am guardedly optimistic about 2012. Even if Switzerland has been able to avoid the bigger problems of many Eurozone countries so far, the international sovereign debt crisis and the strong franc will probably continue to affect the country's economy in the coming months. Therefore it is all the more important that we keep to our prudent acquisition strategy and our conservative financing policy. PSP Swiss Property has a well-established market position, a strong capital base and a high-quality property portfolio. With all these facts in mind, I am confident about the medium- and long-term prospects for both the Swiss commercial real estate market as a whole and for PSP Swiss Property in particular.

*luciano.gabriel@psp.info*  
*www.psp.info*

# Excellent Connection

**ArComm**

ArComm Treuhand Anstalt  
ArComm Trust Company

## Finanz-, Management- und Steuerberatung

Langjährige Erfahrung hilft unseren Klienten, Privatpersonen und Geschäftsleuten aus aller Welt, die Vorteile des Finanzplatzes Liechtenstein optimal zu nutzen.

Kernkompetenzen: Vermögensberatung und -verwaltung; Gründen und Verwalten in- und ausländischer Gesellschaften. Individuelle Beratung und Betreuung.

## International financial, tax and business consulting

Long experience helps our clients – private persons and business people from all over the world – to make optimal use of the advantages of the financial centre of Liechtenstein.

Core competence: investment consulting and management; establishment, domiciling and administration of domestic and foreign companies. Individual counselling and servicing.

**ADVOKATURBÜRO**

Dr. iur. et lic. oec. HSG Norbert Seeger  
Rechtsanwalt . Attorney-at-law

## Rechtsberatung und Rechtsvertretung

Beratung bei internationalen Geschäften. Vertretung in Zivil-, Verwaltungs- und Strafsachen.

Kernkompetenzen: Beratung und Vertragsgestaltung; Registrierung und Überwachen von Marken, Lizenzen und Patenten.

## Legal consulting and representation

Legal representation in criminal, administrative and civil matters.

Consulting in the drafting of contracts and the handling of international trade and financial transactions; registration and monitoring of trademarks, licences and patents.

ArComm Treuhand Anstalt · Advokaturbüro – Dr. iur. et lic. oec. HSG Norbert Seeger · Rechtsanwalt  
Am Schrägen Weg 14 · FL-9490 Vaduz · Tel: 00423-232 08 08 · Fax: 00423-232 06 30  
admin@seeger.li · www.seeger.li

# Sustainable Finance

## Verantwortung übernehmen heisst nachhaltig investieren

*Editorial von Otmar Hasler, Regierungschef a.D., Member of the Board, Kaiser Partner*



Umweltkatastrophen verbunden mit technologischem Versagen haben uns in den vergangenen Jahrzehnten gelehrt, dass das ausschliesslich an der Gewinnmaximierung orientierte Handeln die Zukunftschancen der nächsten Generationen negativ beeinflussen und deren Gestaltungsmöglichkeiten stark eingrenzen wird. Nicht zuletzt deshalb rückten sog. Responsible Investments zunehmend in das Blickfeld institutioneller und privater Investoren. Unter Responsible Investments werden Anlageprodukte verstanden, welche neben ökonomischen Aspekten auch ökologische und soziale Grundsätze sowie Prinzipien der guten Unternehmensführung und -ethik berücksichtigen. Die sogenannten ESG-Kriterien (Environmental, Social and Governance Issues) werden der Beurteilung der Nachhaltigkeitsprodukte zugrundegelegt.

Es ist nicht möglich, die Entwicklung spezifischer Anlageklassen vorauszusagen und das Verhalten der Börse in naher und ferner Zukunft zu prognostizieren, weil wir zu wenig über das Verhalten der Anleger in spezifischen Situationen wissen. Allerdings können wir heute die Treiber der Veränderung benennen und daraus die notwendigen Schlüsse ziehen. Auch können langfristige Entwicklungen aufgrund demographischer Daten und umweltpolitischer Notwendigkeiten vorausgesagt werden.

So ist denn auch der Markt aufgrund der oben genannten Entwicklungen für Responsible Investments in den letzten Jahren stetig gewachsen. Treibende Kraft sind immer noch institutionelle Anleger, doch wächst auch bei privaten Anlegern das Interesse an nachhaltigen Anlagen. Die Motive für eine verantwortliche Geldanlage sind vielfältig. So kann eine Anlageentscheidung aus ethischer, moralischer und sozial orientierter Grundeinstellung erfolgen. In verschiedenen Ländern sind es auch gesetzliche Vorschriften, die institutionelle Anleger zu einer nachhaltig orientierten

Anlagepolitik verpflichten und entsprechende Berichterstattungspflichten vorschreiben. Vorreiter in dieser Hinsicht war Grossbritannien, welches bereits im Jahr 2000 eine Berichterstattungspflicht für Pensionsfonds eingeführt hat. Durch ihre Anlagepolitik übernehmen grosse staatliche Investoren wie der schwedische Reservefonds oder der norwegische Government Pension Fund eine Vorreiterrolle hinsichtlich einer nachhaltig ausgestalteten Anlagepolitik in ihrem jeweiligen Heimmarkt.

Im breiten Privatkundensegment konnten sich Responsible Investments noch nicht in gleichem Ausmass etablieren, obwohl der Markt in den letzten Jahren stark gewachsen ist. Die Verfügbarkeit und die Breite des Angebots nachhaltiger Geldanlagen hat die Entwicklung des Marktes entscheidend beeinflusst. In vielen Lebensbereichen ist ein Bewusstseinswandel feststellbar. Konsum- und Investitionsentscheidungen werden stärker als bisher auf ihre Auswirkungen auf Umwelt und Gesellschaft hinterfragt. Damit einhergehend ist ein zusätzlicher Finanzierungsbedarf nachhaltig orientierter Unternehmen und Projekte gegeben. Insbesondere im Bereich der erneuerbaren Energien und der Energieeffizienz ergeben sich neue Investitionsmöglichkeiten. Aber auch für die Umsetzung der Millennium Development Goals, welche neben ökologischer auch soziale und Nachhaltigkeitsziele beinhalten, werden erhebliche finanzielle Mittel benötigt. So wurden selbst im Jahr 2008, auf dem Höhepunkt der Finanzmarktkrise, mehr als 90 Fonds für nachhaltige Anlagen eingeführt.

Das Leitbild einer umfassenden unternehmerischen Verantwortung ist heute auch ein Bestandteil der Unternehmensstrategie vieler konventioneller Finanzdienstleister. Verantwortliche Anlagestrategien werden anhand der ESG-Kriterien zunehmend in die traditionelle Finanzanalyse und Anlageentscheidungen mit einbezogen. Langfristig angelegte Ziele in der Vermögensverwaltung werden kurzfristigen Renditeüberlegungen vorgezogen, um den Verwerfungen an den Finanzmärkten weniger ausgesetzt zu sein.

Das Verfolgen sozialer und ökologischer Ziele muss nicht notwendigerweise mit finanziellen Einbussen verbunden sein. Im Gegenteil, es gibt eine Reihe von guten Gründen dafür, dass finanzielle, ökologische und soziale Ziele miteinander in Einklang stehen und auch aus Renditeüberlegungen für Anleger attraktiv sind.

Der Markt für Responsible Investments ist in den letzten Jahren stark gewachsen. Eine der grössten Herausforderungen wird die Etablierung einheitlicher Standards und Definitionen für Responsible Investments sowie eine angemessene Produkttransparenz sein. Damit kann die Sicherheit und das Vertrauen der Anleger gestärkt werden.

*otmar.hasler@kaiserpartner.com / www.kaiserpartner.com*

# Impact Investing – Wenn Klimawandel auf Armut trifft...

## Können Microfinance und Carbon Investments gemeinsam neue Wege gehen?



**Von Oliver Oehri**  
Managing Partner  
Center for Social and  
Sustainable Products AG, Vaduz

Klimawandel, Armut sowie ein nachhaltiges Energieangebot sind drei der global-kritischen Themen, welche, um Lösungen zu finden, proaktives Handeln sowie substanzielle Investitionen benötigen. In der Vergangenheit versuchte die Entwicklungshilfe insbesondere mit «Finanzgeschenken» dieser Situation Herr zu werden – oft nur mit bedingtem Erfolg.

Laut Schätzungen der Internationalen Energieagentur leben nach wie vor etwa 1,4 Milliarden Menschen auf der Welt ohne Zugang zu Elektrizität. Knapp 3 Milliarden Menschen decken ihren Bedarf zum Kochen und Heizen aus traditioneller Biomasse. Dies obwohl in den Entwicklungsländern mit Hilfe von Mikroaktivitäten – von effizienten Kochherden über Solar-Licht bis hin zu kleinen Wasserkraftwerken – der Lebensstandard nachhaltig erhöht werden könnte.

Neben der traditionellen Entwicklungshilfe zeigen die beiden Markt-

mechanismen Microfinance und Clean Development Mechanism (CDM) erste partielle Erfolge in der Entwicklung solcher Mikroaktivitäten auf.

### Microfinance trifft auf den CDM-Markt

Ein grosser Teil der Weltbevölkerung besitzt nur sehr wenig Einkommen oder Eigentum und wird von den traditionellen Banken nicht als Kunde wahrgenommen. Ohne Zugang zu Finanzdienstleistungen können sich arme Menschen kaum aus eigener Kraft aus der Armut befreien. Sie haben oft nur ihre Arbeitskraft und gute Ideen, aber es fehlt an Geld und Wissen, um diese umzusetzen und unternehmerisch tätig zu werden. Microfinance versucht insbesondere mit der Vergabe von Mikro-Krediten genau diese Lücke zu schliessen und bietet damit zusätzlich für sozial motivierte Anleger eine Form des Impact Investing.

Seit einigen Jahren fokussieren sich immer mehr Mikrofinanzinstitute (MFIs) auf «Green Microfinance» – ökologische Effekte werden dabei zusätzlich in das herkömmliche Tätigkeitsfeld mit einbezogen. So können MFIs mithelfen, die Energiearmut ihrer Kunden und somit die unmittelbare Bedrohung ihrer ökonomischen, sozialen und gesundheitlichen Situation zu bekämpfen. Durch die Mikrofinanzierung von Energieprojekten wird erhofft, dass der Mikro-Kreditnehmer sich einen grösseren ökonomischen Freiraum erwirtschaftet. Einerseits aus der Einsparung von Ressourcen, die bis dato für die Dienstleistung ausgegeben wurden, die das finanzierte Energieprodukt nun leistet, und andererseits durch die Erhöhung der neu gewonnenen Produktivität.

Green Microfinance kann jedoch nur funktionieren, wenn diese zusätzliche Kreditaufgabe nicht zu einer Verschlechterung der Mikro-Kreditrückzahlung führt. Hilfestellung bietet der

Markt für CO<sub>2</sub>-Emissionsreduktionen. Seit 2008 setzt sich die Entwicklung von sogenannten «Programms of Activities» (PoAs) langsam durch. PoAs sind Bündelungen von kleinen erneuerbaren Energie- oder Energieeffizienz-Projekten in Entwicklungsländern – beispielsweise kleine Wasserkraftwerke, Haushalt-Biogas, effiziente Kochherde oder Solar-Licht. Mit dem Ziel, eine möglichst hohe CO<sub>2</sub>-Emissionsreduktion mit diesen Kleinprojekten zu erzielen, können entsprechend CO<sub>2</sub>-Zertifikate generiert und deren Erlös zugunsten der Mikro-Kreditnehmer eingesetzt werden.

### Herausforderung und Lösungen identifiziert

Aktuell verfügt der Mikrofinanzsektor über keinen nachhaltigen Marktzugang zu den CO<sub>2</sub>-Zertifikaten. Die CSSP konnte im Rahmen eines zweijährigen Forschungsprojekts in Zusammenarbeit mit der Universität Liechtenstein verschiedene Herausforderungen identifizieren und Lösungen aufzeigen. Neben den Administrations- und Monitoring-Kosten der PoA-Projekte, der oft fehlenden technischen Expertise von MFIs oder der Unkenntnis zwischen den Marktteilnehmern des CO<sub>2</sub>-Zertifikate- und Microfinance-Marktes, ist auch die Analyse der Bedarfslage sowie der Einsatzmöglichkeiten der Energieprojekte für die jeweiligen Mikro-Kreditnehmer eine Herausforderung. Um diese Zusammenarbeit zu ermöglichen, benötigt es eine Art «Matching Plattform», welche sicherstellt, dass die Überprüfung möglicher PoAs, der Eignungstest der in Frage kommenden MFIs und die Koordination, Integrität sowie die Qualität der Partner auf einem hohen Niveau gehalten werden kann. Ein erster Schritt ist getan, um neue Wege für das Impact Investing zu gestalten.

[o.oehri@cssp-ag.com](mailto:o.oehri@cssp-ag.com)  
[www.cssp-ag.com](http://www.cssp-ag.com)

# Wieviel darf ein Stiftungsrat oder ein Vereinspräsident verdienen?

**In der Schweiz gibt es derzeit gegen 12'500 Stiftungen, 76'000 Vereine und 10'000 Genossenschaften. Gemeinnützige Arbeit wird umso wichtiger, je mehr sich der Staat aus Spargründen aus bisherigen Aufgabengebieten zurückzieht. Eine vom Centre for Philanthropy Studies (CEPS) der Universität Basel publizierte Studie nimmt erstmals umfassend zur bisherigen Praxis von Aufsichts- und Steuerbehörden Stellung: Moderate Entschädigungen stellen das Nonprofit-System nicht in Frage – im Gegenteil: Es müssen auch künftig genügend Freiwillige bereit sein, Verantwortung zu übernehmen und sich dadurch einem Haftungsrisiko auszusetzen.**

Bisher werden Nonprofit-Organisationen (NPOs) meistens von ehrenamtlichen Vorständen und Stiftungsräten geführt, die lediglich mit einem Spensersatz entschädigt werden. Nach Schätzungen erbringen Ehrenamtliche und Freiwillige in der Schweiz jährliche Arbeitsleistungen, die rund 80'000 Vollzeitstellen entsprechen. Allein Stiftungen weisen einen geschätzten Bedarf von gegen 76'000 Stiftungsräten auf. Die Entwicklungen der letzten Jahre geben jedoch Anlass, die «reine» Ehrenamtlichkeit auf den Prüfstand zu stellen. Der stetig wachsenden Zahl an NPOs – die Hälfte aller gemeinnützigen Stiftungen wurde in den letzten 10 Jahren gegründet – stehen immer höhere Anforderungen gegenüber. Einerseits entstehen laufend neue gesetzliche Vorschriften, andererseits befindet sich der Sektor in einer ausgeprägten Professionalisierungsphase. Bei vielen Stiftungsräten und Vereinsvorständen sind die fachlichen und zeitlichen Anforderungen mittlerweile mit jenen von KMU-Verwaltungsräten vergleichbar, und die Haftungsrisiken infolge fehlender Décharge-Möglichkeit sind sogar noch weitaus grösser.

## Zunehmende Akzeptanz der Behörden

Die vom Centre for Philanthropy Studies der Universität Basel publizierte Studie wurde von Kaspar Müller, unabhängiger Ökonom (u.a. Leiter der Arbeitsgruppe FER 21 und Präsident von Ethos), und Daniel Zöbeli, Professor und Leiter des Instituts für Management und Innovation der Fernfachhochschule Schweiz, verfasst. Ihre systematische Umfrage bei den wichtigsten Stiftungsaufsichts- und Steuerbehörden zeigt, dass moderate und leistungsbezogene Entschädigungen gemeinnütziger Leitungsgremien zu-

nehmend akzeptiert werden. So weist die Aufsichtsbehörde Basel-Land in einem Informationsschreiben darauf hin, «dass im heutigen Umfeld und abhängig von der Grösse und vom Tätigkeitsbereich die Führung von Stiftungen den Einsatz von professionellen Kräften» verlange. Deshalb könne «aufgrund einer reglementarischen Grundlage auch ein moderates, das übliche Mass nicht übersteigendes Sitzungsgeld» festgelegt werden. Offensichtliche Missbräuche wie Entschädigungsexzesse seien im gemeinnützigen Bereich selten.

Die Autoren der Studie halten fest, dass die Entschädigung professioneller Arbeit das Nonprofit-System nicht grundsätzlich in Frage stellt – ganz im Gegenteil: Aus Effizienzüberlegungen sind moderate Entschädigungen so lange angemessen, wie die geleistete Arbeit mehr wert ist als die Bezahlung. Zudem fällt es der Organisation leichter, die entsprechende Leistung in einer verbindlichen Qualität einzufordern.

## Entschädigung für operative Tätigkeiten

Grundsätzlich wird zwischen (fixen) Positionsentuschädigungen und Sitzungsgeldern für die strategische Führung der Organisation und Entschädigungen für ausserordentliche, meist operative Tätigkeiten unterschieden. Werden für erstere im Schnitt Sitzungs-

entschädigungen zwischen 200 und 300 Franken akzeptiert, können Mitglieder des obersten Leitungsgremiums für Aufgaben, die über die ordentliche Tätigkeit hinausgehen, gemäss der Schweizerischen Steuerkonferenz nach marktüblichen Konditionen entschädigt werden. Wichtig ist jedoch, dass diese Grundsätze in einem Reglement schriftlich festgehalten und von einer übergeordneten Instanz gutgeheissen werden. Auch verlangt das Transparenzgebot, Entschädigungen von Vereinsvorständen und Stiftungsräten in der Jahresrechnung offenzulegen.

Ein Punkt wurde in der aktuellen Debatte bis jetzt kaum erwähnt: Anstelle einer Bezahlung gibt es in der Praxis viele andere Möglichkeiten, Stiftungsräten und Vereinsvorständen indirekte Vorteile zukommen zu lassen – und diese sind dann in der Regel alles andere als systematisch, gerecht oder transparent. Sei es etwa, dass über-teuerte Leistungsaufträge an Stiftungsräte vergeben werden oder Vorstände von kostenlosen Dienstleistungen profitieren (luxuriöse Hotel- und Restaurantbesuche, Gratisferien im Clubhaus, kostenlose Benützung des Büros usw.). Zudem besteht v.a. bei vermögenden Einrichtungen das Risiko, dass im Anlagebereich von Kickbacks und allerlei anderen «Geschenken» profitiert werden könnte.

## Studie bestellen

Die Studie «Die Honorierung der obersten Leitungsgremien von Nonprofit-Organisationen» von Kaspar Müller und Daniel Zöbeli kann unter [www.ceps.unibas.ch](http://www.ceps.unibas.ch) oder [www.swissfoundations.ch](http://www.swissfoundations.ch) kostenlos heruntergeladen werden. Unterstützt wurde die Publikation von SwissFoundations, der Fondation Pro Victimis und der Fondation 1796.

# Nachfolgeregelung in Stiftungsräten – Ein Tabuthema?

**Es ist paradox: Viele Stifterinnen und Stifter wollen etwas schaffen, was lange nach ihrer Zeit noch wirkt; dennoch denken sie oft zu wenig daran, wer die Geschicke ihrer Stiftung auf wirklich lange Sicht lenken soll.**



*Von Dr. Stephan Burla  
Geschäftsführer der  
Fondation des Fondateurs<sup>1)</sup>*

## **These 1: Stifter denken nicht an ihre Nachfolge – oder nicht weit genug**

Philanthropen, die zu Lebzeiten eine Stiftung errichten, investieren in der Regel viel unbezahlte Zeit in Förderaktivitäten, Vermögensverwaltung und Administration. Die Geschäftsführung für die eigene Stiftung ist für sie eine sinnvolle und befriedigende Tätigkeit im dritten Lebensabschnitt. Manchen ist dabei nicht bewusst, dass ihr Einsatz dereinst durch (wenigstens teilweise) bezahlte Arbeit abgelöst werden muss. Entsprechend weniger Geld bleibt dann

für die Förderaktivitäten. Bisweilen nimmt mit zunehmendem Alter die Bereitschaft sogar ab, sich mit der eigenen Nachfolge zu befassen. Das kann es wesentlich erschweren, rechtzeitig eine gute Lösung zu finden – ganz analog zu den hinlänglich bekannten Nachfolgeproblemen in vielen Kleinbetrieben.

Auch in Nachlassstiftungen präsentiert sich die Situation ganz ähnlich. Zwar sind es hier nicht die Stifterinnen bzw. Stifter selbst, sondern einige von ihnen sorgfältig ausgelesene Vertrauenspersonen, die aufgrund ihrer familiären oder freundschaftlichen Beziehung bereit sind, unentgeltlich und dennoch engagiert für die Stiftung zu arbeiten. Aber auch für sie muss früher oder später eine Nachfolgelösung gefunden werden, und darüber machen sich die meisten Stifter erstaunlich wenig Gedanken. Dabei wäre vor allem bei auf Dauer angelegten Stiftungen die Frage wichtig: Wer führt die Geschäfte, wenn niemand mehr da ist, der sich dem Stifter persönlich verpflichtet fühlt?

## **These 2: Ab der dritten Generation nehmen die Interessenkonflikte im Stiftungsrat sprunghaft zu**

Engagement setzt Motivation voraus. Für den Stiftungsrat liegt diese zum einen im Stiftungszweck selbst, zum anderen in der persönlichen Verbundenheit zum Stifter und zum dritten in persönlichen Interessen – seien diese inhaltlicher oder geschäftlicher Art. Nun kann man davon ausgehen, dass die Verbundenheit mit dem Stifter mit

der Zeit resp. im Zuge personeller Wechsel abnimmt. Früher oder später ist ein Stiftungsrat am Ruder, von dem niemand mehr den Stifter persönlich gekannt hat.

Ohne diese persönliche Verbundenheit treten automatisch die anderen Interessen stärker in den Vordergrund und damit unter Umständen in Konflikt mit dem Stiftungszweck. Augenfällig ist dies, wenn die Stiftungsurkunde etwa einer Bank oder einem Treuhandbüro Stiftungsratssitze gewährt. Aber auch sonst birgt das verbreitete System der Kooptation ohne externe Kontrolle die Gefahr, dass sich die Willensbildung im Stiftungsrat sukzessive vom ursprünglichen Stifterwillen entfernt.

## **These 3: Gesetz und Aufsichtsbehörden bieten wenig Hilfe**

Wer nun glaubt, dass der gesetzliche Rahmen und die Stiftungsaufsicht den Stifterwillen hinreichend absichern, muss enttäuscht werden. Die Aufsichtsbehörden können unter Umständen eigentliche Verstöße gegen den Zweckartikel erkennen, nicht aber subtilere Probleme wie unangemessene Vermögensverwaltungskosten oder ineffiziente Strukturen und Abläufe. So ist es beispielsweise schwierig, festzustellen und zu beanstanden, ob eine Stiftung, die von der Privatkundenabteilung «ihrer» Bank betreut wird, vielleicht schlechtere Konditionen erhält als Firmenkunden, dafür aber umgekehrt Stiftungsräte oder Geschäftsführer von der Bank kleinere Aufmerksamkeiten wie Einladungen zu Kundenanlässen geschenkt bekommen.

#### These 4: Kleine Stiftungen sind besonders betroffen

Manche Stiftungen stehen aufgrund ihrer Grösse oder ihrer Förderaktivitäten im Licht der Öffentlichkeit. Das bietet einen gewissen Schutz vor Interessenkonflikten, denn solche haben ein Skandalisierungspotenzial, auf das der Radar der Medien sehr empfindlich anspricht. Die öffentliche Aufmerksamkeit macht eine Stiftung zudem attraktiv für potenzielle Stiftungsratsmitglieder, was die Nachfolgeplanung erheblich erleichtert.

Die grosse Mehrheit der über 12'000 gemeinnützigen Stiftungen in der Schweiz fällt freilich eher in die Kategorie klein und unauffällig bzw. unbekannt. Ihnen fehlt es an Visibilität und bisweilen auch an Relevanz, um Amt mit ausreichend Ehre zu verbinden und damit für ein ehrenamtliches Engagement attraktiv zu sein für jemanden, der den Stifter oder die Stifterin selber nicht gekannt hat. Kleine Stiftungen sind daher tendenziell im Nachteil, wenn es um die Rekrutierung von Stiftungsratsmitgliedern geht. Und sie stehen meist zu wenig im Licht der Öffentlichkeit, um davon als Regulativ bei Interessenkonflikten zu profitieren. In kleinen Stiftungen ist es daher besonders schwierig wie auch besonders wichtig, die Nachfolge frühzeitig und vorausschauend zu regeln.

#### Lösungsansätze

Die Lösungsansätze zum Umgang mit den skizzierten Problemen sind für grosse und kleine Stiftungen im Wesentlichen dieselben.

##### 1. Klare Anforderungsprofile

Viele gemeinnützige Institutionen scheuen sich, für die Mitglieder ihrer Organe klare Anforderungsprofile zu formulieren. Es werde ohnehin immer schwieriger, ehrenamtliche Mitarbeitende zu finden. Immerhin wird in

einer neuen Studie des CEPS der Bedarf an Stiftungsratsmitgliedern in der Schweiz auf über 76'000 geschätzt<sup>2)</sup>. Wenn man hier auch noch eine explizite Messlatte anlege, finde man niemanden mehr. Oft ist aber das Gegenteil wahr: Klare Anforderungsprofile für Stiftungsratsmitglieder helfen bei der Suche nach Kandidatinnen und Kandidaten und vermitteln diesen eine gewisse Erwartungssicherheit, die der Motivation durchaus förderlich ist.

##### 2. Amtszeitbeschränkungen

Eine Amtszeitbeschränkung ist wohl die einfachste und wirksamste Möglichkeit, um die Nachfolgefrage regelmässig aufzubringen. Hier gilt dasselbe wie bei den Anforderungsprofilen: Viele Institutionen scheuen sich zu Unrecht davor. Die Erfahrung zeigt nämlich, dass manche Kandidaten ein Engagement eher eingehen, wenn sie nicht befürchten müssen, es kaum wieder loszuwerden.

##### 3. Community

Kontrolledefizit und Selbstgenügsamkeit werden seit längerem als typische Probleme des Stiftungsmanagements diskutiert<sup>3)</sup>. Eine Stiftung kann sich aber Fragen und Anstössen von aussen bewusst aussetzen – beispielsweise als aktives Mitglied von SwissFoundations. Lebhaftige Kontakte in der eigenen Fachszene können dazu beitragen, dass wichtige Fragen wie die Nachfolge rechtzeitig thematisiert werden, und sie können auch helfen, passende Lösungen zu finden.

##### 4. Anschluss an eine Dachstiftung

Eine Dachstiftung wie die Fondation des Fondateurs bietet einen institutionellen und organisatorischen Rahmen, der auch die Nachfolge in den Organen der angeschlossenen Stiftungen gewährleistet. Wer sein Förderanliegen schon von Anfang an im Rahmen einer

unabhängigen und professionell geführten Dachstiftung realisiert, muss daher generell weniger befürchten, dass sein Werk quasi verwaist, wenn er selber nicht mehr nach dem Rechten sehen kann.

##### 5. Bewusste «Phasengestaltung»

Auch für bereits bestehende Stiftungen ist es möglich und ratsam, Management- und Governance-Fragen vorausschauend zu regeln. So gibt es im Mitgliederkreis von SwissFoundations ein Stifterehepaar, das Förderaktivitäten und Administration seit der Gründung mit viel unbezahlter Arbeit persönlich erledigt und gleichzeitig vorgesorgt hat: Wenn Herr und Frau Stifter nicht mehr können oder wollen, übergeben sie die Geschäfte an eine etablierte, grosse Stiftung, die ihr Vertrauen genießt.

Mit der Nachfolge in Stiftungen ist es also wie mit anderen potenziellen Tabuthemen: Die wichtigste Massnahme besteht darin, die Sache so früh wie möglich anzusprechen, damit man rechtzeitig handeln kann.

1) Die 2007 von Lori und Karl Lutz errichtete Fondation des Fondateurs ist eine gemeinnützige und von kommerziellen Interessen Dritter unabhängige Dachstiftung. Sie führt heute 11 juristisch unselbständige Stiftungen mit einem Fördervolumen von total mehr als 5 Mio. Franken. Siehe auch [www.fondateurs.ch](http://www.fondateurs.ch).

2) K. Müller und D. Zöbeli: Die Honorierung der obersten Leitungsorgane von Nonprofit-Organisationen. Eine Situationsanalyse und Diskussionsgrundlage. CEPS Forschung und Praxis, Bd. 5, Basel 2012.

3) Z.B. in N. Lang und P. Schnieper: Professionelles Management von Stiftungen. Ein Leitfaden für Stiftungspraktiker. Foundation Governance Bd. 4, Basel 2008, oder Th. Sprecher, Ph. Egger, M. Janssen: Swiss Foundation Code 2009; mit Kommentar. Grundsätze und Empfehlungen zur Gründung und Führung von Förderstiftungen, Foundation Governance, Bd. 5, Basel 2009.

*stephan.burla@fondateurs.ch*  
*www.fondateurs.ch*

Weitere Informationen zum Schweizer Stiftungswesen: [www.swissfoundations.ch](http://www.swissfoundations.ch)

# Liechtenstein Kongress 2012: Vermögende sehen globale Herausforderungen als Chance



*Von Dr. Inge Schumacher  
Director Responsible Investing  
Kaiser Partner*

Der «Liechtenstein Congress on Sustainable Development and Responsible Investing 2012» (Lisdar) hat am Thementag «Responsible Investing für Stiftungen, Institutionen und Privatpersonen» kompetente Experten und ein grosses Fachpublikum zusammengeführt. Damit hat sich die Veranstaltung als globales Forum im Bereich der nachhaltigen Vermögensverwaltung weiter etabliert.

## Die Zeit ist reif

«Zeit spielt eine entscheidende Rolle im Kontext nachhaltiger Entwicklung», betonte Regierungschef Klaus Tschütscher in seiner Eröffnungsrede und verwies auf die Dringlichkeit des Themas: «Es geht nicht darum, das Richtige zu tun, sondern es jetzt zu tun.»

Anschliessend lieferte Lord Anthony Giddens von der London School of Economics einen Ausblick auf 2020 bis 2040 und die Politik des Klimawandels: «Der Klimawandel stellt das wichtigste Beispiel eines Marktversagens dar, da die Märkte keine ent-

sprechende Vision von der Zukunft haben.» Folgende Fragen helfen laut Lord Giddens, die Bewältigung dieser Herausforderung voran zu treiben: «Wie können wir für die Zukunft planen, wenn diese von Natur aus unsicher ist? Wie können wir Risiken reduzieren, die wir nicht mit exakter Genauigkeit abschätzen können, da wir über keine früheren Erfahrungswerte verfügen?»

## Klimawandel ist nicht umkehrbar – «Utopischer Realismus» als Lösung

Den Kampf gegen den Klimawandel sieht der britische Soziologe als einen Kampf um die Zukunft unserer Zivilisation. Es bestehe das Risiko, diesen Kampf zu verlieren: «Klimawandel ist nicht umkehrbar.» Die wirtschaftlichen und gesellschaftlichen Kräfte müssten gemeinsam die Abhängigkeit von fossilen Brennstoffen beenden. Der Staat müsse daher primär als Katalysator agieren, um Innovation zu fördern und Massnahmen zur Anpassung an den Klimawandel vorzubereiten.

Konkrete Lösungsansätze bräuchten Giddens zufolge häufig neue politische Rahmenbedingungen, bei denen auch die Schwellenländer eine aktive Rolle einnehmen könnten. Diese seien selbst direkt vom Klimawandel betroffen – China zum Beispiel durch die schmelzenden Gletscher und die daraus resultierende Bedrohung der Wasserversorgung. Andererseits hätten Länder wie Brasilien bereits die Chancen regenerativer Energien erkannt. Mit einem «utopischen Realismus» müsste in der Gesellschaft unter Mithilfe engagierter Wirtschaftsführer nach alternativen Wegen gesucht werden, und die Bedeutung von Wachstum und Wohlstand müsste hinterfragt werden.

## Lösungsansätze für Vermögende und Stiftungen

Ein weiterer Höhepunkt der Konferenz: die Diskussionsrunde mit Jon Cracknell (JMG Foundation) und Cath Tillotson (Scorpio Partnership) über Lösungsansätze für Vermögende und

Stiftungen im Rahmen eines Responsible Investing. Moderiert wurde die Session von Joachim Klement, Chief Economic Advisor von Kaiser Partner. Tillotson betonte dabei, dass wir unsere Wahrnehmung über Fragen der Nachhaltigkeit bei Finanzentscheidungen ändern müssten. Umfragen bei vermögenden Privatkunden würden ein stärkeres Engagement im Bereich Nachhaltige Investments rechtfertigen (s. dazu auch den kursiven Teil unten).

Auch in weiteren Diskussionsrunden wurde die Ausgestaltung der Anlagestrategie von Stiftungen diskutiert: Christa Velasquez vom Hauser Center an der Harvard Universität sprach über die mögliche Rolle von Stiftungen als ethische Institutionen. Die Wissenschaftlerin erläuterte innovative Beispiele von Impact Investments einiger pionierhafter Stiftungen und gab einen Überblick über die breite Bewegung des Netzwerkes «More for Mission». In diesem arbeiten knapp 100 amerikanische Stiftungen zusammen, um ihren Stiftungszweck auch durch ihre Anlagepolitik zu verfolgen.

Für Stiftungen besonders geeignet ist ihrer Ansicht nach der Bereich Impact Investment. Diese Investitionen weisen laut Christa Velasquez einen konkreten sozialen oder ökologischen Nutzen auf. Stiftungen wird so die Möglichkeit gegeben, den Stiftungszweck auch auf diese Weise zu verfolgen. Der Erfolg von Projekten ist mitunter grösser, wenn Projektpartner zur Rückzahlung des Geldes verpflichtet werden und somit auch ökonomische Anreize erhalten. Somit können Kredite von Stiftungen einen besseren Effekt ausüben als Spenden. Da Stiftungen ihre Projektpartner häufig sehr gut kennen, ist ihr finanzielles Risiko gut einzugrenzen.

Die Debatte auf dem Lisdar hat verdeutlicht: Investoren beziehen globale Herausforderungen wie den Klimawandel bereits aktiv in ihre Entscheidungen mit ein. Die Vorreiter fördern durch eine Kombination von Responsible Investing und Impact Investing

ihren Stiftungszweck. Mit einer besseren Sensibilisierung von Stiftungsräten und Beratern sowie einer aktiveren Kooperation zwischen Stiftungen könnte noch mehr erreicht werden.

### **Wealth-Management-Umfrage zum Thema Responsible Investing zeigt ermutigende Ergebnisse**

Die Ergebnisse der jüngsten Responsible-Investing-Umfrage von Scorpio Partnership stellte Partner Cath Tillotson am Lisdar vor. Danach integrieren vermögende Privatkunden bereits heute globale Herausforderungen in ihre Anlageentscheide und nehmen somit ihre Verantwortung für die Gesellschaft und die Umwelt ernst. Die Studie im Auftrag von Kaiser Partner befragte 250 Multi-Millionäre mit einem durchschnittlichen Vermögen von 3,5 Mio. US\$ aus den Vereinigten Staaten, Russland, Deutschland und Grossbritannien. Die Resultate zeigen auch, dass die Befragten durch ihre Unternehmen, Investitionen und philanthropischen Aktivitäten häufig sehr aktiv im Bereich der nachhaltigen Vermögensanlage engagiert sind. Sie weisen der Familie, den bürgerlichen Pflichten und der sozialen Verantwortung im Rahmen ihrer Vermögensbildung eine ähnlich wichtige Bedeutung zu. Ent-



**Cathrine Tillotson**  
Managing Partner  
Scorpio Partnership

scheidend ist zudem, dass sie als Vermögende noch effizienter Verantwortung übernehmen wollen.

### **Vermögende Privatkunden erkennen das Potenzial von Responsible Investing**

Als die Befragten die entscheidenden Prioritäten im Zusammenhang mit ihrem Vermögen definieren sollten, wurde ein klares Muster von Altruismus deutlich. Natürlich steht die Familie an erster Stelle, dicht gefolgt von staatsbürgerlichen Pflichten zur Beachtung von Gesetzen und Vorschriften. Auf fast gleicher Höhe liegt der Wunsch, sich in Aktivitäten zu engagieren, um der Gesellschaft etwas zurückzugeben: durch ökologische Verantwortung, ethisches Investment oder zum Beispiel den persönlichen Einsatz für die Gesellschaft und Wohlfahrtsverbände.

Diese Perspektive kontrastiert mit den Antworten traditioneller Vermögensverwalter. Werden diese mit ähnlichen Fragen konfrontiert, überschätzen diese die Bedeutung der finanziellen Zukunftssicherung der Familie und unterschätzen den Drang einer Vermögensverwaltung zu einer breiter gefassten gesellschaftlichen Verpflichtung.

Das Paradox zwischen dem Eigeninteresse und den Interessen der Gesellschaft stellt eine wichtige Herausforderung für die traditionelle Vermögensverwaltung dar. Bisher ist diese vor allem auf die persönlichen Bedürfnisse ihrer Kunden fokussiert und nimmt soziale Verantwortung nur aus der Perspektive ihres persönlichen Nutzens oder im Kontext der Familie wahr.

Dieses Muster reflektiert unter Umständen auch das begrenzte Wissen von Kundenberatern zu Chancen im Bereich Responsible Investing und Impact Investing. Häufig sind sie mit diesen Marktsegmenten nicht vertraut und zögern, aktiv zu beraten. Gemäss der Umfrage von Scorpio Partnership verpassen die Vermögensverwalter eine interessante Gelegenheit: Auf die Frage, in welchen Bereichen vermögende Privatkunden ihr Potenzial noch umfassender ausschöpfen könnten, nennen viele den Bereich des sozialen Engagements.

### **Vermögende sehen globale Veränderungen eher als Chancen denn als Bedrohung**

Die Umfrage hat weiterhin ein Konzept überprüft, welches im Jahr 2005 unter Mitwirkung von Nobelpreisträger Al Gore von Kaiser Partner entwickelt wurde: Aus einer Vielzahl von Kräften, die die Welt verändern, wurden 10 als Treiber des globalen Wandels erkannt, darunter Wissenschaft und Technik, die Revolution der Kommunikation, die Veränderung auf den Energiemärkten, Nahrungsmittelsicherheit, Bevölkerungswachstum und die Veränderung der Umwelt. Diese Treiber des globalen Wandels stellen für Kaiser Partner eine wichtige Orientierung dar, damit Kunden auf der richtigen Seite des Wandels investieren, sowohl finanziell wie auch zum Wohle der Gesellschaft.

Zwei Drittel der 250 Interviewpartner waren optimistisch, dass die Treiber des globalen Wandels langfristige Chancen aufzeigen, vor allem in Bereichen wie Wissenschaft, Kommunikation oder Energie. Viel weniger fokussieren sie sich auf Bedrohungen wie Krieg und Terrorismus, Pandemien oder den Mangel von langfristigem Führungsverhalten. Diese Aussage wird durch folgende Zahlen untermauert: Etwa 21% der befragten Vermögenden nutzen aktiv die Chancen durch ihre Geschäfte und Investitionen. Nur knapp über 5% suchen den möglichen Bedrohungen auf der Welt durch Geschäfte, Investitionen oder wohltätige Spenden entgegenzuwirken.

Die Umfrage bestätigt den Kurs der Vermögensverwalter, die sich gegenüber diesem Thema aufgeschlossen zeigen. Sie ist aber auch eine gute Nachricht für den Planeten. Die Diskussionen am Lisdar haben gezeigt: Am Schalthebel einer Vermögensverwaltung kann man sich tatsächlich für einen positiven Wandel einsetzen. Die Branche ist jetzt aufgefordert, auch auf diese Bedürfnisse der Kunden besser einzugehen und dafür die richtigen Services zu bieten.

**ingeborg.schumacher**  
**@kaiserpartner.com**  
**www.kaiserpartner.com**  
**cath@scorpiopartnership.com**

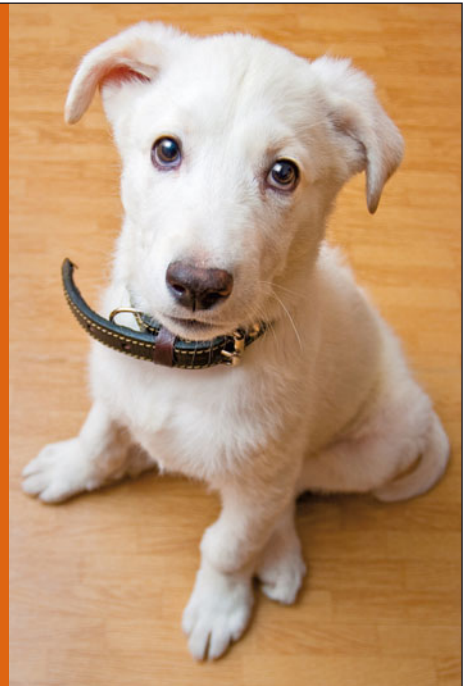
# Mit der Hebelwirkung des Rechts für einen besseren Schutz der Tiere!

TIR – Das Kompetenzzentrum zum Tier in Recht, Ethik und Gesellschaft

Helfen Sie uns mit Ihrer Spende!

Spendenkonto PC 87-700700-7

Herzlichen Dank für Ihre Unterstützung!



STIFTUNG FÜR DAS TIER IM RECHT (TIR)

Rigistrasse 9  
Postfach 2371  
8033 Zürich  
Tel.: +41 (0)43 443 06 43  
info@tierimrecht.org  
www.tierimrecht.org

STIFTUNG | FÜR DAS  
TIER IM RECHT

Die **Grösse** und den **moralischen Fortschritt** einer Nation kann man daran messen, wie sie die **Tiere behandelt.**

Mahatma Gandhi

Bleibt abzuwarten, wieviel Grösse wir zeigen, wenn es um seine Zukunft geht: **Familie** oder **Labor?**



Gestaltung: www.offline-studio.ch



# ANIMAL TRUST

## RESPEKT FÜR TIERE

Animal Trust | Beethovenstrasse 7 | CH-8002 Zürich  
[www.animaltrust.ch](http://www.animaltrust.ch)

Credit Suisse: IBAN CH59 0483 5181 9189 9100 0

Postcheck: 85-176289-5

Wir freuen uns über Ihre Spende\*.

In der Animal Trust Stiftung sind u. a. mit dabei:  
Kurt Aeschbacher | Viktor Giacobbo | Erich Gysling | Ted Scapa

\* Die Spende ist steuerabzugsfähig.

# Schweizer Stiftungssektor wächst weiter

**2011 wurden in der Schweiz 374 neue Stiftungen gegründet. Spitzenreiter in Bezug auf die Gesamtzahl der eingetragenen Stiftungen ist wie im Vorjahr der Kanton Zürich, gefolgt von den Kantonen Waadt, Bern und Genf. Damit waren im vergangenen Jahr 12'715 gemeinnützige Stiftungen aktiv, so viele wie nie zuvor. Auch das Stiftungsvermögen ist trotz der Finanzkrise deutlich angestiegen und beträgt über 70 Mrd. Franken. Der Schweizer Stiftungsreport 2012 bietet neue Ein- und Ausblicke.**

Die Schweiz gehört zu den spendabelsten Ländern Europas. Neben privaten Spenden von jährlich rund 1,3 Mrd. Franken schütten gemeinnützige Stiftungen in der Schweiz jedes Jahr zwischen 1 und 2 Mrd. Franken aus.

Mit 374 gemeinnützigen Stiftungen wurde im vergangenen Jahr mehr als 1 Stiftung pro Tag gegründet. Basierend auf einer aktuellen Umfrage bei den Schweizer Stiftungsaufsichten liefert der Stiftungsreport 2012 erstmals seit 2005 genaue Zahlen zum Stiftungsvermögen der gemeinnützigen Stiftungen in der Schweiz, welche ein Gesamtvermögen von über 70 Mrd. Franken aufweisen. Im Durchschnitt verfügt eine klassische Stiftung in der Schweiz damit über ein Vermögen von 6,2 Mio. Franken.

Die meisten Stiftungen wurden im vergangenen Jahr mit 78 Neugründungen im Kanton Zürich errichtet, gefolgt von den Kantonen Genf mit 47 und Bern mit 37 neuen Stiftungen. Gemessen an der Stiftungsdichte bleibt der Kanton Basel-Stadt mit 46 Stiftungen auf 10'000 Einwohner der mit Abstand stiftungsreichste Kanton. Der Schweizer Durchschnitt bei der Stiftungsdichte liegt bei 16 Stiftungen pro 10'000 Einwohner.

## Wachsende Herausforderungen für Stiftungsräte

Die Entwicklungen an den Finanzmärkten wirken sich nicht nur auf die Anzahl der Neugründungen aus, sondern fordern die Stiftungsverantwortlichen auch in der operativen Arbeit. In einem von tiefen Renditen und hohen Finanzmarktrisiken geprägten Umfeld wird die Vermögensanlage auch bei Stiftungen zu einer immer herausfordernderen Managementaufgabe. Viele Stiftungen stehen vor dem Entscheid,

entweder ihr Fördervolumen den geringeren Erträgen anzupassen oder ihr Vermögen anzugreifen, um den Ertragsausfall zu kompensieren.

Auf der Suche nach Alternativen zu Kapitalerhalt und rein Rendite-orientierter Vermögensanlage werden zunehmend neue Ansätze wie Mission-related oder Impact Investing diskutiert. Ziel dabei ist es, auch das Stiftungsvermögen selbst in die Zweckerfüllung einzubeziehen, etwa indem die Vermögensanlage mit dem Stiftungszweck kompatibel gestaltet oder zumindest vermieden wird, dass die Vermögensanlage dem Stiftungszweck aktiv entgegenwirkt.

## Aktuelle Diskussionen im Stiftungsland Schweiz

Bereits seit einigen Jahren wird von verschiedenen Seiten darauf aufmerksam gemacht, dass es in der Schweiz weder ein umfassendes Stiftungsregister noch verlässliche Daten zum Stiftungssektor insgesamt gibt. Ein Blick ins benachbarte Ausland zeigt, dass von insgesamt 30 untersuchten Ländern – anders als in der Schweiz oder in Deutschland – 22 Länder eine Publikationspflicht von gewissen Geschäfts- und Finanzberichten kennen. Eine solche führt jedoch nicht automatisch zu

guten Stiftungsregistern. Die besten Datenbanken und -erhebungen finden sich in Ländern wie den USA oder England, wo eine staatlich standardisierte Datenerfassung gewährleistet ist. Trotz zahlreicher Bemühungen scheint die Schweizer Politik bis anhin einer Erfassung und Publikation von wichtigen Stiftungsdaten keine erhöhte Priorität einzuräumen.

## Auf dem Weg zur Europäischen Stiftung

Der Schweizer Stiftungsreport lotet in mehrfacher Hinsicht die Grenzen des Stiftungswesens aus. So berichtet der Report über wichtige Entwicklungen jenseits der Schweizer Grenzen, insbesondere über den Vorschlag für ein europäisches Stiftungsstatut. Dieser wurde von der Europäischen Kommission im Februar 2012 veröffentlicht und sieht eine Europäische Stiftung (Fundatio Europaea) vor, welche die grenzüberschreitende, gemeinnützige Stiftungstätigkeit dereinst erleichtern soll.

Dass Europa im Gemeinnützigkeitsbereich zusammenrückt, zeigt auch der weitere Abbau von Diskriminierungen bei der steuerlichen Behandlung von grenzüberschreitenden Zuwendungen und Spenden.

## Schweizer Stiftungsreport 2012

Der Schweizer Stiftungsreport wird jährlich von Beate Eckhardt (SwissFoundations, Verband der Schweizer Förderstiftungen), Prof. Dr. Dominique Jakob (Zentrum für Stiftungsrecht an der Universität Zürich) und Prof. Dr. Georg von Schnurbein (Centre for Philanthropy Studies [CEPS] der Universität Basel) herausgegeben. Er ist die wichtigste Informationsquelle zum Zustand und zur Entwicklung des Schweizer Stiftungssektors und zeigt auf einen Blick alle aktuellen und relevanten Zahlen, Fakten und Trends. Der Report kann unter [www.stiftungsreport.ch](http://www.stiftungsreport.ch) kostenlos in deutscher und französischer Sprache heruntergeladen werden.

# Recht & Steuern

*Finanzkrise und Eigenkapital:*

## Ein kritischer Blick auf aktuelle Verschärfungen der Bankenregulierung

*Von Dr. Markus Staub, Leiter Bankenpolitik und Bankenregulierung, Schweizerische Bankiervereinigung  
Lehrbeauftragter für Banken- und Finanzmarktregulierung an der Universität Basel*



*Finanzkrisen zu prognostizieren ist ausserordentlich schwierig. Nur wenig einfacher dürfte es sein, aus Finanzkrisen die richtigen Lehren für die Zukunft, speziell für wirksame Verbesserungen von Regulierung und Aufsicht, zu ziehen.*

### Systemisches Risiko

Eine der wichtigsten Lehren aus der bis heute nachwirkenden Finanzkrise ist die Feststellung, dass in der Vergangenheit bei Risikomanagement und Regulierung der Aspekt des Systemrisikos zu wenig Berücksichtigung gefunden hat. Bisher war die Konzeption der Bankenregulierung stark von der Vorstellung geprägt, dass es genüge, die Sicherheit der einzelnen Institution zu gewährleisten. Dann sei in der Summe automatisch auch das Banken- und Finanzsystem als Ganzes sicher. Diese Optik vernachlässigt systemische Zusammenhänge und die eindruckliche Relevanz von Systemrisiken. Aus gegenseitiger Vernetzung (z.B. Inter-Banken-Markt) und gemeinsamen Abhängigkeiten (z.B. Zins- und Wechselkursrisiken) resultieren zusätzliche Gefahren, so dass die Stabilität des einzelnen Instituts allenfalls eine notwendige, jedoch nicht hinreichende Bedingung für die Stabilität des ganzen Systems ist. Mit anderen Worten: Ein «System von stabilen

Banken» und ein «stabiles Bankensystem» sind typischerweise nicht dasselbe.

### Makroprudentielle Regulierung

Vor diesem Hintergrund kommt der sogenannten «makroprudentiellen» Politik und Regulierung besondere Bedeutung zu. Darunter werden Massnahmen verstanden, welche die Widerstandsfähigkeit des Banken- und Finanzsystems integral stärken und Systemrisiken reduzieren. Dabei sollen sowohl die Wahrscheinlichkeit als auch die Auswirkungen (Impact) von Krisen verringert werden. Während mikroprudentielle Regulierung und Aufsicht beim einzelnen Finanzmarktteilnehmer ansetzt, sind makroprudentielle Regulierungsansätze direkt auf die Verbesserung der Systemstabilität gerichtet.

In diesem Zusammenhang sind zwei Dimensionen zu unterscheiden: Einerseits kann darauf abgezielt werden, Ausmass und Verteilung von Risiken zu einem gegebenen Zeitpunkt zu beeinflussen, insbesondere indem Risikokonzentrationen und Vernetzungen reduziert werden (Querschnittsdimension). Andererseits versuchen makroprudentielle Massnahmen häufig auch, die Entwicklung von Risiken über die Zeit zu steuern, beispielsweise durch Vermeidung des Aufbaus von Ungleichgewichten und Assetblasen und durch Verringerung von Prozyklizität (Zeitdimension, «Leaning against the Wind»).

Insgesamt kommt einer geeignet ausgestalteten makroprudentiellen Regulierung eine wesentliche Rolle bei der Erhöhung der Systemstabilität – und damit bei der Krisenprävention – zu. Umso wichtiger ist es jedoch, makroprudentielle Eingriffe auf einer klaren Vorstellung von Zielsetzungen und Wirkungsmechanismen zu basieren. Die inhaltliche Ausgestaltung entsprechender Instrumente und das institutionelle Design (Kompetenzregelung, Governance) sind sorgfältig zu evaluieren, zumal diesbezüglich sowohl der wissenschaftliche Erkenntnisstand als auch die internationalen Erfahrungen vergleichsweise gering sind.

Im Sinne aktueller Beispiele werden im Folgenden vier verschiedene regulatorische Verschärfungen aus dem Bereich der Eigenkapitalregulierung beschrieben, die zum weiteren Kontext der makroprudentiellen Regulierung gehören.

Im Zentrum stehen dabei die Beschlüsse des Bundesrates vom 1. Juni 2012 zur Revision der Eigenmittelverordnung (Verordnung über die Eigenmittel und Risikoverteilung für Banken und Effektenhändler, ERV).

*Beispiel 1: Basel III:* Bundesrat und Eidgenössische Finanzmarktaufsicht (Finma) haben vor kurzem die schweizerische Umsetzung von Basel III verabschiedet (Eigenmittelverordnung und mehrere Finma-Rundschreiben). Vorangegangen waren mehrmonatige Vorbereitungen im Rahmen der zuständigen Nationalen Arbeitsgruppe, in welche auch die Schweizerische Bankiervereinigung (SBVg) intensiv involviert war. Damit wird Basel III in der Schweiz entlang den Empfehlungen des Basler Ausschusses für Bankenaufsicht und zeitgerecht ab Anfang 2013 als «Nachfolge-Modell» zu Basel II in Kraft treten. Nebst verschärften Definitionen des regulatorischen Eigenkapitals und seiner Komponenten führt Basel III zu deutlich erhöhten Anforderungen an die Eigenkapitalausstattung von Banken. Die Einführung einer Leverage Ratio, im Sinne einer zusätzlichen Verschuldungsobergrenze ohne Risikogewichtung, bildet noch Gegenstand einer Beobachtungsperiode. Im Bereich der Liquidität hat eine weitere Nationale Arbeitsgruppe, ebenfalls unter Federführung der Finma, die entsprechenden Arbeiten bereits an die Hand genommen. Mit den geplanten neuen Kerngrössen einer kurzfristigen «Liquidity Coverage Ratio» (LCR) und einer langfristigen «Net Stable Funding Ratio» (NSFR) sowie mit neuen qualitativen Anforderungen an das Management von Liquiditätsrisiken dürfte auch die Liquiditätsregulierung in den nächsten Jahren einen grundlegenden Umbau erfahren.

*Beispiel 2: Antizyklischer Kapitalpuffer:* Als typisches Beispiel eines makroprudentiellen Ansatzes kann die Einführung des sogenannten antizyklischen Eigenkapitalpuffers aufgeführt werden. In Form einer zusätzlichen, jedoch nur temporär aktivierten Kapitalanforderung (maximal 2,5% der Risk-Weighted Assets) soll dieses Instrument die Widerstandsfähigkeit des Bankensystems stärken und – in Phasen sogenannt übermässigen Kreditwachstums – eine entsprechende Konjunkturdämpfung bewirken. Die erwähnte Revision der bundesrätlichen Eigenmittelverordnung hat die Grundlagen für dieses neuartige Instrument geschaffen, welches auf Antrag der Schweizerischen Nationalbank (SNB) – und unter Anhörung der Finma – aktiviert werden kann, wobei der entsprechende Entscheid beim Bundesrat selbst liegt. Der antizyklische Puffer ist dem makroprudentiellen Instrumentarium zuzurechnen, weil er direkt bei der Stabilisierung von Bankensystem und Konjunktur ansetzt. Für einen allfälligen Entscheid zur Aktivierung und für die Festlegung der Höhe des Puffers wird auf Interdependenzen mit anderen Instrumenten und auf eine sorgfältige Dosierung zu achten sein.

*Beispiel 3: «Too big to fail»:* Im Zusammenhang mit Eigenkapital- und Liquiditätsregulierung ist natürlich auch das schweizerische Paket bezüglich «Too big to fail» (TBTF) zu erwähnen. Dieses regelt spezifische Anforderungen an systemrelevante Institute. Nachdem das Parlament bereits in der

Herbstsession 2011 die Leitplanken auf Stufe Bankengesetz definiert hatte, erfuhren diese in den vergangenen Monaten eine Konkretisierung auf der Stufe von Bankenverordnung und Eigenmittelverordnung. Für verschiedene zentrale Aspekte hat sich das Parlament ausnahmsweise eine Mitsprache vorbehalten, so dass auch die Verordnungsstufe Gegenstand der parlamentarischen Behandlung bildet. Nebst ihren eigenkapital- und liquiditätsbezogenen Elementen enthält die Vorlage zudem Anforderungen im Bereich der Risikoverteilung (Reduktion von Klumpenrisiken) sowie der Organisation (Notfallplanung). Mit der Ausrichtung auf systemrelevante Banken haben auch die Massnahmen im Bereich TBTF makroprudentiellen Charakter.

*Beispiel 4: Immobilien und Hypotheken:* Schliesslich betreffen verschiedene regulatorische Änderungen der letzten Monate spezifisch den Immobilien- und Hypothekarmarkt, wo geographisch eingrenzbar Überhitzungstendenzen im Sinne von «Hot Spots» festzustellen sind. In Zusammenarbeit mit dem Eidgenössischen Finanzdepartement (EFD) und der Finma unterbreitete die Schweizerische Bankiervereinigung einen Gegenvorschlag zu den ursprünglich vom Bund vorgesehenen Verschärfungen der Risikogewichtung für Hypothekarkredite. Die so entstandene Selbstregulierung (Richtlinien betreffend Mindestanforderungen bei Hypothekarfinanzierungen) ist Ende Mai 2012 von der Finma als aufsichtsrechtlicher Mindeststandard anerkannt worden und bereits auf den 1. Juli 2012 in Kraft getreten. Die neuen Richtlinien sehen für Hypothekarfinanzierungen einen Mindestanteil (10%) an Eigenmitteln des Kunden am Belehnungswert vor, wobei diese nicht aus Guthaben der 2. Säule (Vorbezug, Verpfändung) stammen dürfen. Zusätzlich wird vorgegeben, dass die Hypothekarschuld innerhalb von maximal 20 Jahren auf 2/3 des Belehnungswerts zu amortisieren ist. Mit dieser neuen und zielgerichteten Selbstregulierung leistet der Bankensektor einen wesentlichen Beitrag an die Stabilisierung des Immobilienmarktes.

#### **Konsolidierung nötig**

Die skizzierten Beispiele illustrieren die Breite, Komplexität und Geschwindigkeit der gegenwärtigen Regulierungsdynamik. Dabei ist zu betonen, dass der Finanzplatz Schweiz in mehrerlei Hinsicht den internationalen Entwicklungen vorangeht. Insgesamt dürften die erwähnten Massnahmen tatsächlich zur Verringerung von Systemrisiken und damit zur Verbesserung der Systemstabilität beitragen. Es bleibt aber zu hoffen, dass das Zauberwort der makroprudentiellen Regulierung nicht als Begründung für beliebige weitere Verschärfungen der regulatorischen Anforderungen herangezogen wird. In ihrem Bericht über die makroprudentielle Aufsicht vom Februar 2012 hält die Arbeitsgruppe Finanzstabilität (EFD / SNB / Finma) immerhin fest, dass über die beschriebenen Bereiche hinaus in der Schweiz kein Bedarf an weiteren makroprudentiellen Instrumenten besteht. Hoffentlich behält sie Recht.

*markus.staub@sba.ch*  
*www.swissbanking.org*

# Haftpflichtrisiken von Private-Equity-Häusern

Die Frage nach dem «Ob» einer Berufshaftpflichtversicherung wird sich für viele Fondsleitungen von Private Equity ab 2013 nicht mehr stellen. Dafür sorgen die neue EU-Richtlinie über die Verwalter alternativer Anlagefonds sowie die Revision des Schweizer Kollektivanlagengesetzes.

Von Gregory Walker

Geschäftsführer

Walker Risk Solution AG

Private-Equity- und Venture-Capitalhäuser sind anfällig für Rechtsstreitigkeiten, die kostspielig abzuwehren und oft noch teurer zu begleichen sind. Rechtsansprüche können gerechtfertigt oder auch völlig haltlos sein. Anwälte der Kläger agieren oft unverfroren.

Investoren erwarten, dass die Fondsleitung die kollektive Anlage gemäss Reglement und Statuten verwaltet. Dem Fondsleiter sind Treue-, Sorgfalts- und Informationspflichten auferlegt. Während Schadenersatzforderungen allein aufgrund anlagetechnischen Unvermögens hierzulande nur schwer durchzusetzen sind, sind Klagen dann erfolgversprechend, wenn eine Verletzung der genannten Pflichten oder ein Interessenkonflikt zum Nachteil der Investoren oder der investierten Gesellschaften vorliegt.

Die Abwehrkosten für haftpflicht- und aktienrechtliche Ansprüche an den Fondsleiter gehen – ausser bei Grobfahrlässigkeit – oft zu Lasten des Fonds und reduzieren das Anlageergebnis. In zahlreichen Fällen fordern institutionelle Investoren daher den Abschluss einer Berufshaftpflichtversicherung.

## Selbst-Regulierung adieu?

Die europäische Richtlinie über die Verwalter alternativer Anlagefonds nimmt nun ein offenbar bekundetes Bedürfnis der Investoren auf. Die sogenannte AIFM-Richtlinie (Alternative Investment Funds Manager Directive) beinhaltet eine Bewilligungs- und Aufsichtspflicht für alle in der EU domizilierten Manager von Investmentfonds, die nicht unter die Ucits-Richtlinie fallen. So sollen diese künftig über Eigenmittel verfügen, die sowohl dem Umfang der verwalteten Vermögen als auch ihrem eigenen Risikoprofil entsprechen. Statt die Risiken mit zusätzlichen Eigenmitteln zu unterlegen, kann die Fondsleitung eine Haftpflicht-

versicherung abschliessen. Die derzeit im Parlament diskutierte Revision des Bundesgesetzes über die kollektiven Kapitalanlagen (KAG) dürfte in diesem Punkt der AIFM-Richtlinie folgen und für Schweizer Fondsverwalter eine Berufshaftpflichtversicherung fordern.

Selbstverständlich darf sich eine Fondsleitung nicht nur an den gesetzlichen oder aufsichtsrechtlichen Normen orientieren. Über die Berufshaftpflicht hinaus wird ein Fondsmanager auch die Gefahr eines Vermögensverlusts durch Betrug und Veruntreuung berücksichtigen. Sodann gibt es investitionsseitige Gefahren wie Kredit- und politische Risiken bei Investitionen im Ausland oder den Verlust von Schlüsselpersonen in investierten Unternehmen. Es liegt in der Natur dieser Gefahren, dass sie selten sind. Sollte dennoch ein solcher Fall auftreten, so sind die Auswirkungen oft einschneidend und beeinträchtigen den Fondsleiter in seiner Fähigkeit, die Investitionen zu schützen, berechnete Ansprüche von Investoren zu begleichen und unberechtigte erfolgreich abzuwehren.

Betriebswirtschaftlich geht es darum, wie eine Fondsleitung den risikobasierten Kapitaleinsatz mittels Versicherung optimieren kann. Die European Venture Capital Association (EVCA) empfiehlt daher in ihrem «Handbook 2011», dass Fondsleiter ihren Versicherungsbedarf regelmässig mit dem Risikoprofil und der Risikotragfähigkeit abstimmen, um damit sich selbst, den Fonds und nicht zuletzt auch die Investoren vor Vermögensverlusten besser zu schützen.

## Wie viel ist genug?

Die Höhe der Haftpflichtversicherungssumme bemisst sich an der Höhe des verwalteten Vermögens, der Art und Zusammensetzung der Investoren, dem Anlageschwerpunkt, der Fähigkeit eigene Risikorückstellungen vorzunehmen und der Erfahrung der Fondsleiter. Als Richtwert für mittlere Fondshäuser gilt, dass die Höhe der Versicherungs-

summe zwischen 2 und 4% der verwalteten Vermögen betragen sollte. *Nota bene:* Das Versicherungsangebot für Private-Equity-Häuser ist zwar ausreichend. Hinsichtlich Kosten und Deckung gibt es jedoch grosse Unterschiede.

## Handlungsbedarf

Je nach Ausgangssituation des Private-Equity-Hauses besteht folgender Handlungsbedarf für das Risiko- und Versicherungsmanagement:

1. Dokumentieren der Haftpflichtrisiken sowie der historischen Verlustdaten als Teil des operationellen Risikomanagements.
2. Sicherstellen, dass die bestehenden Policen die operativen und haftpflichtrechtlichen Risiken sowie die geografische und rechtliche Struktur des Private-Equity-Hauses adäquat abdecken.
3. Überprüfen, inwiefern der risikobasierte Kapitaleinsatz mittels Risikotransfer und Versicherung strategisch optimiert werden kann.
4. Überprüfen, wie die Versicherungskosten auf einzelne Kostenträger der Private-Equity-Struktur umzulegen sind, um Kostentransparenz zu erhalten.
5. Bei der Erneuerung der Versicherungsverträge: Sicherstellen, dass die Berufshaftpflichtpolice die regulatorischen Anforderungen erfüllt und diese bei der Berechnung der Eigenmittel berücksichtigt werden kann.

*Last but not least* ist bei den Partnern und Führungsorganen das Risikobewusstsein aufzubauen. Vor allem muss der Zusammenhang, wie die Schadloshaltungs- resp. die Entschädigungsvereinbarung im Fondsleitungsvertrag mit der Haftpflichtpolice zusammenwirkt, erkannt sein.

[gregory.walker@risksolution.ch](mailto:gregory.walker@risksolution.ch)

[www.risksolution.ch](http://www.risksolution.ch)

# «Gesellschaftergezänk» gefährdet Unternehmen



**Von Edy Fischer**  
Institut für Wirtschaftsberatung  
Niggemann, Fischer & Partner GmbH  
Zollikon / Zürich

Unternehmerfamilien sind bei familiären Nachfolgeregelungen stets bemüht, Streitvermeidende Regelungen zu treffen. Die Praxis lässt jedoch erkennen, dass häufig andere im Nachfolgeprozess relevante Ziele stärker gewichtet werden. Dass die Unternehmensnachfolgeplanung letztlich nur erfolgreich ist, wenn ihr die Quadratur des Kreises von Psychologie, Recht, Steuern und Wirtschaftlichkeit gelingt, ist historisch bekannt.

Gerade mittelständische Unternehmer scheuen häufig die Einbindung von fachkundigen Beratern, da damit Kosten verbunden sind. Oft wird auf Formularbücher zurückgegriffen, die zwangsläufig nicht für alle denkbaren Situationen Regelungen enthalten. Formularbücher verführen zur Scheinsicherheit und können damit den kritischen Blick auf besondere Situationen versperren. Was passiert beim (plötzlichen) Tod eines Mitgesellschafters? Können die Gesellschaftsanteile auf die Erben übergehen? Haben diese ggf. gleichzeitig das Recht, einen Geschäfts-

führer zu benennen? Können die Erben den Gesellschaftsanteil am Markt frei verkaufen – oder hat der Mitgesellschafter ein Ankaufsrecht oder ggf. auch nur ein Vorkaufsrecht?

Unternehmensgründer haben als «Alleinherrscher» in der Regel keine gesellschaftsrechtlichen Probleme. Mit der Aufnahme von Partnern ändert sich die Situation. Zwangsläufig muss die Interessenlage des jeweiligen Partners berücksichtigt werden.

## Vermögensnachfolge und Verteilungsgerechtigkeit

Mit der ersten familiären Nachfolgeregelung ist häufig die Initiierung von «Geschwistergesellschaften» verbunden. Nur wenige Unternehmerfamilien sind in der Lage, eine «gerechte» Vermögensnachfolge zu erreichen, wenn bei mehreren Kindern nur ein Kind die Gesellschaftsanteile erhalten soll. Unternehmerfamilien investieren gerade in der ersten Generation überwiegend die gesamten erwirtschafteten Erträge in ihr Unternehmen. Gewinne werden thesauriert – der Aufbau von Privatvermögen vernachlässigt. Wird dieses Privatvermögen an die Kinder vererbt, die nicht für die Unternehmensnachfolge vorgesehen sind, ergibt sich häufig Verteilungsgerechtigkeit. Nicht selten macht das Privatvermögen lediglich 5 bis 10% des Gesamtvermögens aus. Damit Verteilungsgerechtigkeit erreicht wird, erhalten Kinder Unternehmensbeteiligungen, ohne in die Unternehmensführung eingebunden zu werden.

Zwangsläufig ergeben sich zwischen den Gesellschaftern divergierende Interessen. Unternehmensnachfolger mit Führungsverantwortung haben in der Regel den Wunsch, das Unternehmen zu stärken, zu investieren oder

auch das Unternehmen international zu entwickeln. Damit ist das Ziel verbunden, erwirtschaftete Gewinne im Unternehmen zu belassen, damit die Finanzierung der strategisch für richtig gehaltenen Unternehmensentwicklung möglich wird.

## Von der «Geschwistergesellschaft» zum «Vetternkonsortium»

Die nicht im Unternehmen tätigen Unternehmensnachfolger bevorzugen in erster Linie möglichst hohe Gewinnausschüttungen. Sie möchten damit ein eigenes Wohnhaus errichten, den Aufbau einer beruflichen Existenz erleichtern oder Privatvermögen bilden, welches risikoarm angelegt werden kann.

Wird die «Geschwistergesellschaft» durch ein «Vetternkonsortium» abgelöst – kommen also die Unternehmen in die dritte Familiengeneration –, führt das zu einer wachsenden Entfernung sowohl vom Unternehmen als auch innerhalb des Gesellschafterkreises. Damit sind häufig auch wachsende Ansprüche verbunden. Das Konfliktpotenzial wird grösser.

Familien sind gut beraten, den materiellen Nutzen von Unternehmen als Bindungsfaktor ebenso gut einzusetzen wie durch eine faire Verfassung. Familienunternehmen sind vorwiegend überdurchschnittlich erfolgreich. Erfolgreichen Unternehmen ist es in aller Regel gelungen, das Konfliktpotenzial durch kluge Strukturierung so gering wie möglich zu halten. Selbst bei den besten Strukturen sind jedoch Konflikte nicht vermeidbar. Erfolgreiche Familien finden die richtige Strategie zur Konfliktlösung – häufig unter Einbindung kluger Berater.

[e.fischer@ifwniggemann.ch](mailto:e.fischer@ifwniggemann.ch)  
[www.ifwniggemann.ch](http://www.ifwniggemann.ch)

**Mittelständische Unternehmer scheuen häufig die Einbindung von fachkundigen Beratern, da damit Kosten verbunden sind. Ein auf die lange Sicht unter Umständen kostspieliger Fehler.**

# Die Planung des Älterwerdens nach dem neuen Erwachsenenenschutzrecht

Von **Dr. Adrian Heberlein**  
Partner Heberlein Rechtsanwälte  
Zürich

## Das neue Erwachsenenenschutzrecht

Am 1. Januar 2013 wird das Vormundschaftsrecht durch das Erwachsenenenschutzrecht abgelöst. Das Erwachsenenenschutzrecht soll – wie schon das alte Vormundschaftsrecht – Personen helfen, die wegen einer geistigen Behinderung, einer psychischen Störung oder eines ähnlichen Schwächezustandes ihre Angelegenheiten, insbesondere den Umgang mit ihrem Vermögen, nicht mehr selbst besorgen können. Es zielt, mehr noch als das Vormundschaftsrecht, darauf ab, diesen Menschen einen auf deren Bedürfnisse zugeschnittenen Schutz zu bieten und ihre Handlungsfähigkeit nur soweit, wie nach den Umständen notwendig, einzuschränken. Erwachsenenenschutzrechtliche Massnahmen sollen überdies nunmehr nur noch angeordnet werden können, soweit Familienangehörige oder andere nahestehende Personen nicht in der Lage sind, der hilfsbedürftigen Person zu helfen.

Ein weiterer wesentlicher Eckpfeiler des Erwachsenenenschutzrechts ist, das Selbstbestimmungsrecht von handlungsunfähigen Personen zu ermöglichen. Dies soll erreicht werden, indem einer noch handlungsfähigen Person mit der Patientenverfügung und dem Vorsorgeauftrag gesetzlich die Möglichkeit gegeben wird, selbst Anordnungen für den Fall zu treffen, in welchem sie ihren Willen nicht mehr kundtun kann.

## Vorsorgeauftrag

Durch den Vorsorgeauftrag können urteilsfähige Personen für den Fall ihrer Urteilsunfähigkeit einer natürlichen, aber auch einer juristischen Person den Auftrag erteilen, für sie zu sorgen und die Vermögensbetreuung oder die Vertretung im Rechtsverkehr (etwa zum Abschluss von Verträgen) zu übernehmen. Der Vorsorgeauftrag muss, damit er Gültigkeit erlangt, ähnlich wie das Testament entweder eigenhändig schriftlich

verfasst oder öffentlich beurkundet werden. Die Errichtung eines Vorsorgeauftrags ist insbesondere angezeigt für Personen ohne Angehörige, die sich ihnen und ihrem Vermögen annehmen können, falls sie einmal urteilsunfähig werden sollten. Mit dem Vorsorgeauftrag kann nämlich erreicht werden, dass sich im Falle der eigenen Urteilsunfähigkeit eine Person des Vertrauens um die eigenen, häufig äusserst persönlichen Angelegenheiten kümmern wird. Allerdings ist im Zeitpunkt, in dem ein Vorsorgeauftrag verfasst wird, meistens nicht sicher, ob die beauftragte Person tatsächlich dereinst den Vorsorgeauftrag übernimmt. Die beauftragte Person kann ihren Vorsorgeauftrag ablehnen. Auch die Erwachsenenenschutzbehörde wird bei Eintritt des Vorsorgefalls überprüfen, ob die Person, an die der Auftrag erteilt wurde, zu dessen Ausführung fähig ist. Für den Fall, dass die beauftragte Person im Vorsorgefall ihr Mandat nicht annehmen kann oder will, besteht die Möglichkeit, eine Ersatzperson zu bestellen.

## Patientenverfügung

Durch die im neuen Erwachsenenenschutzrecht vorgesehene Patientenverfügung haben urteilsfähige Personen die Möglichkeit, zu bestimmen, welche medizinischen Massnahmen im Falle ihrer Urteilsunfähigkeit angeordnet werden sollen. Sie können zum Beispiel verfügen, dass auf lebenserhaltende Massnahmen oder bestimmte Operationen verzichtet werden müsse, falls sie dereinst schwer krank und nicht mehr in der Lage sein sollten, darüber zu entscheiden. Mit der Patientenverfügung kann auch eine Person des Vertrauens bezeichnet werden, die in derartigen Fällen über diese Fragen nach den Weisungen in der Patientenverfügung oder – bei Fehlen solcher Weisungen – nach dem mutmasslichen Willen der Patientin oder des Patienten entscheiden soll. Die Patientenverfügung muss schriftlich mit Datum und Unterschrift errichtet werden. Handschriftlichkeit wie zur Errichtung des Vorsorgeauftrags ist hingegen nicht not-

wendig. Es ist zu empfehlen, die Patientenverfügung beim behandelnden Arzt oder einer Person des Vertrauens zu hinterlegen, die in engem Kontakt mit der verfügenden Person steht und mit grosser Wahrscheinlichkeit erfahren wird, wenn ein Fall eintritt, in dem aufgrund der Patientenverfügung Entscheidungen zu treffen sind. Der Hinterlegungsort der Verfügung kann auf der Krankenversicherungskarte vermerkt werden.

Eine Patientenverfügung eignet sich vor allem für Personen, die Vorkehrungen für ihren letzten Lebensabschnitt treffen wollen. Weil sich dieser nie genau planen lässt, sollte eine Patientenverfügung nicht allzu detailliert formuliert sein. Sie sollte ausserdem von Zeit zu Zeit überdacht und, falls erforderlich, der neuen Situation angepasst werden. Nicht nur die eigene Einstellung zu Leben, Krankheit und Tod kann sich im Laufe des Lebens ändern, sondern auch die medizinisch-technischen Möglichkeiten. Behandlungen, die zurzeit mit grossen Schmerzen, Risiken und Nebenwirkungen verbunden sind, könnten in Zukunft vielleicht einfach, schmerzfrei und ohne grosse Risiken und Nebenwirkungen durchführbar sein. Es ist im Zeitpunkt, in dem eine bestimmte Behandlung angeordnet werden muss, für den Arzt wichtig, zu wissen, ob der in der Patientenverfügung dazumal festgelegte Wille immer noch dem aktuellen Willen der Patientin oder des Patienten entspricht. Dies ist bei jüngeren Patientenverfügungen eher feststellbar und anzunehmen als bei solchen, die sehr alt sind.

Sowohl mit dem Vorsorgeauftrag als auch mit der Patientenverfügung nach dem neuen Erwachsenenenschutzrecht sind Instrumente geschaffen worden, welche die Planung des Älterwerdens erleichtern. Sie tragen, sofern sie genutzt werden, wesentlich dazu bei, das Selbstbestimmungsrecht auch in Zeiten zu erhalten, in denen der eigene Wille nicht mehr mitgeteilt werden kann.

*adrian.heberlein@heberleinlaw.ch*  
*www.heberleinlaw.ch*

# Zahlung auf ein gemeinsames deutsches Oder-Konto: Eine freigebige Zuwendung

Eine freiwillige Vermögenszuwendung, durch die ein anderer bereichert wird, ist eine Schenkung und unterliegt der Schenkungsteuer. Dabei gilt, dass auch Ehegatten rechtlich – ausser im Güterstand der Gütergemeinschaft – zwei selbständige Vermögensmassen bilden, die keine rechtliche Einheit darstellen. Das heisst, Vermögensabflüsse aus dem Vermögen des einen Ehegatten in das des anderen können Schenkungen sein. Der Bundesfinanzhof (BFH) hatte jetzt darüber zu entscheiden, ob es für eine Schenkung ausreicht, wenn Vermögen eines Ehegatten auf ein gemeinsames Konto fliesst.



*Von Thomas Zenner  
Partner, Family Office  
Nötzli Mai & Partner AG<sup>1)</sup>  
in Zusammenarbeit mit Silke Bonin  
Bereich Steuern, Family Office  
Nötzli Mai & Partner AG*

## Sachverhalt

Die Eheleute hatten ein gemeinsames Oder-Konto, an dem sie also zu gleichen Teilen berechtigt waren und auf das der Ehemann erhebliche Geldbeträge, z.B. aus einem Unternehmensverkauf, einzahlte. Diese Einzahlungen wertete das Finanzamt als Schenkungen und setzte gegen die Ehefrau Schenkungsteuer fest.

Hiergegen wandten die Eheleute ein, es habe im Innenverhältnis eine Abrede bestanden, nach der allein der Ehemann an dem Konto berechtigt sein sollte. Die Eheleute konnten diese Abrede indes nicht nachweisen, so dass sie in der ersten Instanz unterlagen,

weil das Finanzgericht sie als beweispflichtig ansah. Der BFH hob diese Entscheidung jetzt auf und verlangte eine erneute Verhandlung.

## Entscheidung

Die Richter waren der Auffassung, dass die Eheleute nicht die Feststellungslast dafür trügen, dass eine vom gesetzlichen Leitbild des Oder-Kontos abweichende Vereinbarung im Innenverhältnis bestanden habe. Für die Bejahung einer Schenkung sei zu klären, ob der Konto-Mitinhhaber berechtigt gewesen sei, über seinen Teil des Kontos auch im Hinblick auf die vom anderen ein-

gezahlten Beträge frei zu verfügen. In soweit habe das Finanzgericht erneut zu klären, ob im Innenverhältnis nicht doch eine Vereinbarung dergestalt bestanden haben könnte, dass der Ehemann alleine berechtigt gewesen sein sollte. Eine solche Vereinbarung könne sich auch aus tatsächlichen Umständen ergeben. Beispielsweise spreche es gegen das Vorliegen einer solchen Vereinbarung, wenn die Ehefrau regelmässig für eigene Zwecke auf das Konto zugreifen konnte. Am Ende falle die Feststellungslast, ob eine Schenkung vorgelegen habe, dem Finanzamt zu.

## Konsequenz

Die Entscheidung des BFH hilft dem Steuerpflichtigen allerdings allein im Bereich der Beweislast. Denn die Richter liessen keine Zweifel daran, dass Zahlungen auf ein Oder-Konto grundsätzlich Schenkungen sein können. Sicherheitshalber wird man daher zur Vermeidung solcher Schenkungen, wenn Zahlungen auf das Oder-Konto geleistet werden sollen, eine Innenvereinbarung schriftlich treffen müssen, die die Berechtigung des anderen Konto-Mitinhabers begrenzt.

<sup>1)</sup> Nötzli Mai & Partner AG ist eine Tochtergesellschaft der Frankfurter Bankgesellschaft (Schweiz) AG.

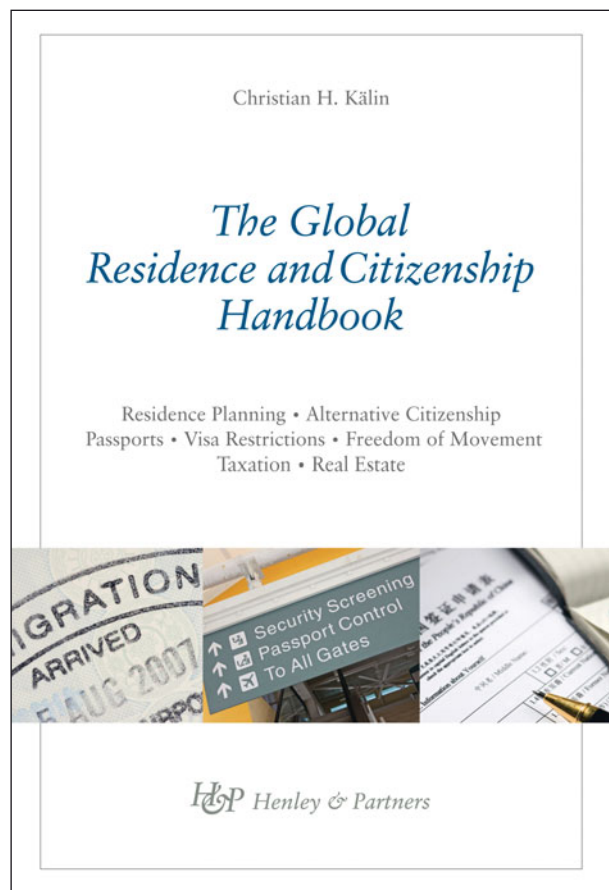
[thomas.zenner@nmpag.ch](mailto:thomas.zenner@nmpag.ch)

Die Richter liessen keine Zweifel daran, dass Zahlungen auf ein Oder-Konto grundsätzlich Schenkungen sein können. Sicherheitshalber wird man daher zur Vermeidung solcher Schenkungen, wenn Zahlungen auf das Oder-Konto geleistet werden sollen, eine Innenvereinbarung schriftlich treffen müssen, die die Berechtigung des anderen Konto-Mitinhabers begrenzt.

## The Global Residence and Citizenship Handbook

Henley & Partners, the world's leading specialists in international residence and citizenship planning, launches a new handbook for global citizens and their advisers. The book is designed as a guide for private-client advisers such as law firms, tax consultants, private banks and family offices. It is also addressed directly to private individuals and families, business owners, entrepreneurs and investors. The handbook covers all important aspects of residence rules, citizenship law, dual citizenship, passports and visa-free travel, tax and real-estate planning and many more internationally relevant topics. Key content includes chapters on residence planning and citizenship planning (incl. giving up U.S. citizenship or a U.S. green card), information on citizenship, passports and visas (incl. the Henley & Partners visa restrictions index, a global ranking of countries according to the travel freedom their citizens enjoy), an overview of the world's premier residence options (incl. Austria, Belgium, Canada, Hong Kong, Jersey, Malta, Monaco, Singapore, Switzerland, Britain and the U.S.) as well as a comparison of citizenship-by-investment options. The book is written by Christian H. Kälin, a lawyer and partner at Henley & Partners, Zurich, one of the pioneers and leading authorities in international residence and citizenship planning.

ISBN (print): 978-3-9523859-2-0  
 ISBN (e-book): 978-3-9523859-3-7  
 US\$ 89 € 68 £ 57  
 366 pages First published 2012



# PRIVATE

Das Geld-Magazin

## Inserate

## Abos

Unsere Leser – Ihre Kunden

Wenn Sie diese Zeilen lesen,  
 wissen Sie, ein Inserat in PRIVATE wirkt.  
 Fr. 12'000.– für 1 Seite.  
 Weitere Informationen: [anzeigen@private.ch](mailto:anzeigen@private.ch)

Möchten Sie PRIVATE regelmässig erhalten?  
 Bequem nach Hause oder ins Büro geliefert?  
**Jahresabo (6 Ausgaben):**  
 Fr. 50.– in der Schweiz / € 50.– in Deutschland  
 Bestellungen: [verlag@private.ch](mailto:verlag@private.ch)

# The Great Unwinding



*By Dr. iur. Frederick Metz Shepperd  
CEO Shepperd Investors AG, Zurich*

The Euro and the European Union as we know them are under considerable pressure. The unemployment rate is increasing, the economic numbers are decreasing and the public equity markets are going sideways. Banks are no longer in traditional banking and selling assets, officially and unofficially, to get to the liquidity levels required by Basel III. Runs on banks are seen in Greece and Spain with surely more to follow. After Spain's bailout, there are countries like the UK, France and Germany (yes, Germany) with their own problems to solve internally. Investors can now receive 0% interest on bonds in Germany, buying a fleeting emotional sense of security in exchange for a sure economic loss. The investment wheel has come to a standstill and the wheel of business is grinding to a halt. It looks like chaos. Is this the new normal?

I call it the "Great Unwinding". It is not chaotic, except for the general public and those deeply involved in the deals and structures of the past. The financial systems in public and private sector borrowing have gone so far away from their true and intended purpose, that it will be a long and painful way back. They will have to unwind the transactions made and pay back debt

that they could not afford to borrow. The Amish community maintains some very basic values when it comes to business and investment. Most of the time. They work the land, they travel by horse and live well with generations of families living and working together. The population expands quite rapidly as a sign of their contentment. One of their sayings is that the further one gets away from the land, the harder and greater the fall. Sometimes, simple truths bring greater clarity.

Unfortunately, we have gotten far away from those truths and now it is time to return. One only needs to look at the repetitive problems on trading floors of a number of institutions to see what can happen when options are covered by a hedge and derivative is laid on top of derivate until your investment is so far away from basic, "grounded" investments along with an amazing risk of loss.

Phrases like "Honesty is the best policy", "The person taking the risk should get the reward" or "There is beauty in simplicity" sound foreign, quaint and antique to the young financial executive in Zurich. However, business is rapidly returning to these values and leaving the financial community in the turmoil it is experiencing. The Great Unwinding.

What we see now is that value and its reward in the future comes not from investment in complex financial transactions, it comes from getting back to basic business in the private sector. This has significant implications for the Zurich area, as value shifts to production and the means of production. At 0% interest, there is no money to be made on the "spread". Financial houses are living on smaller crumbs and will eventually be forced to close through no real fault of their own. The market simply no longer exists. Many other boutique houses for financial investments will experience severe problems going forward. As the value shifts away from the financial world, so does compensation, so does employment.

I spoke in New York City at a meeting including members of the Fed of New York about the coming problems for New York City in 2007. They reminded me that due to the Sarbanes Oxley Act and other legislation, New York was the "Gold Standard" of the world and nothing would happen in the future. A representative of Bear Stearns was also in the room. I warned that "no money" meant no money manager and no money manager meant no management company. It is simple economics, but no one wanted to see the obvious. I likened the situation to Detroit. Everyone comes to the auto companies to sell to them. As a result, they are the last to know when the world has changed. It happened in New York.

The world also comes to Zurich and Geneva. Zurich has been the "Global Capital Metropole". The risks are the same as in Detroit. Fortunately Switzerland still has many other advantages outside of the financial sector and survived the transition from its old industrial base quite well. The transition is underway in the financial world and will only grow.

The Great Unwinding is filled with much difficulty, as structures change and companies become a shadow of their former self. However, it is a great time to be ready to pick up assets the groups are leaving behind. Banks in Europe have sold off their aviation business, real estate and loan portfolios to the benefit of many investors. It is an advantage to work counter-cyclically and now is the time to be active in the market. For the financial industry, it is the Great Unwinding and the market is starting to punish the groups involved with its own brute force. However, for family offices and private investors, it is becoming the "Great Renewal". Newer, simpler, direct opportunities to invest are coming. They may be coming from a different direction and you may have to be pro-active to get them. But it's a great time for investment. This is when generational opportunities come your way. Be on the lookout!

*fmshepperd@shepperdinvestors.com*

# Impressum

## PRIVATE

PRIVATE wurde 1999 gegründet und erscheint 6 Mal pro Jahr in einer Auflage von fast 40'000 Ex. © AAA Publications. Sämtliche Rechte vorbehalten. Wiedergabe (auch auszugsweise) nur mit schriftlicher Genehmigung. ® «PRIVATE» und «Private Banking» sind registrierte und geschützte Marken der AAA Publications. Alle Angaben ohne Gewähr. Die im gedruckten Magazin und auf dem Internet gemachten Angaben sind keine Kauf- oder Verkaufsempfehlungen für Wertpapiere. Die Beiträge dienen weder der Rechts- noch der Steuerberatung.

**Medienpreis für Finanzjournalisten:** Seit 2002 verleiht PRIVATE jährlich gemeinsam mit führenden in- und ausländischen Finanzinstituten und Anwaltskanzleien den Medienpreis für Finanzjournalisten. Weitere Informationen: [verlag@private.ch](mailto:verlag@private.ch).

**Inserate:** PRIVATE eignet sich für Banken, Fondsgesellschaften und andere Finanzinstitute, Immobiliengesellschaften und Anwaltskanzleien sowie Autos und Luxusgüter. Weitere Informationen und Mediadaten: [anzeigen@private.ch](mailto:anzeigen@private.ch).

**Abonnements:** PRIVATE ist im Abonnement erhältlich. Ein Jahresabo für 6 Ausgaben kostet Fr. 50.– in der Schweiz und Liechtenstein bzw. € 50.– für Deutschland. Abo-Bestellungen: [verlag@private.ch](mailto:verlag@private.ch).

**Sonderdrucke:** Die einzelnen Fachartikel aus PRIVATE können als Sonderdrucke in beliebiger Auflage nachbestellt werden. Kosten und Konditionen: [verlag@private.ch](mailto:verlag@private.ch).

**Archiv:** Sämtliche Artikel aus PRIVATE seit dem Jahr 2000 sind kostenlos als PDF abrufbar auf [www.private.ch](http://www.private.ch).

PRIVATE · Vordergasse 61 · CH-8200 Schaffhausen  
Tel. +41 52 622 22 11 · [verlag@private.ch](mailto:verlag@private.ch) · [www.private.ch](http://www.private.ch)



## Bernhard's Animals First & Only Foundation

**Was ist Ihnen sympathischer: Tiere oder Steuern?**

**Wenn Sie lieber etwas für die Tiere tun wollen  
als für den Steuervogt: Spenden Sie für den Tierschutz.**

*Privatpersonen und Firmen können Spenden im Rahmen der gesetzlichen Bestimmungen von den Steuern abziehen.  
Bernhard's Animals First & Only Foundation untersteht der Aufsicht der Eidgenössischen Stiftungsaufsicht.*

- Gegen Tierversuche, Tiertransporte und andere Tierquälereien
- Für Tierschutz im In- und Ausland

Bernhard's Animals First & Only Foundation · Postfach · 8200 Schaffhausen  
[bernhard@private.ch](mailto:bernhard@private.ch) · [www.animalfoundation.ch](http://www.animalfoundation.ch) · Spendenkonto Postfinance 85-156120-7

# Erste Adressen

## Kendris AG

Kendris AG ist die führende unabhängige Schweizer Anbieterin von Trust-, Family-Office- und Treuhand-Dienstleistungen, nationaler und internationaler Steuer- und Rechtsberatung, Art Management sowie Accounting und Outsourcing für Privat- und Geschäftskunden. Das Unternehmen kombiniert das klassische Strukturierungsgeschäft (Trusts, Stiftungen und Gesellschaften) mit steuerlicher, juristischer und buchhalterischer Expertise, wobei die Vermögensverwaltung aus Unabhängigkeitsgründen bewusst ausgeschlossen wird. Zu den Kunden von Kendris zählen neben vermögenden Privatpersonen, Familien und Unternehmern auch Finanzinstitute, Anwaltskanzleien, Steuerberatungsfirmen, Unternehmen und Family Offices. Kendris hat weltweit Zugang zu erfahrenen Experten und ist vollständig im Besitz von Management und Mitarbeitenden. Zusätzlich zum Hauptsitz in Zürich ist Kendris mit Niederlassungen in Aarau, Basel, Genf, Lausanne und Luzern präsent. Über die Tochtergesellschaft Kendris GmbH (Kendris Austria) mit Sitz in Wien verfügt das Unternehmen zudem über eine EU-Zulassung als Vermögensberaterin.

Aarau · Basel · Genf · Lausanne · Luzern · Wien · Zürich  
 Kendris AG · Wengistrasse 1 · CH-8026 Zürich · Tel. +41 58 450 50 00  
 info@kendris.com · www.kendris.com · www.ekendris.com · www.kendris.at

## Notenstein Privatbank AG und 1741 Asset Management AG

Die Notenstein Privatbank AG ist spezialisiert auf die Vermögensverwaltung für private und institutionelle Anleger. Mit ihrer Tochtergesellschaft 1741 Asset Management AG verfügt die Notenstein Privatbank über hohe Kompetenz im Bereich quantitativer Anlagestrategien. Die St. Galler Privatbank ist an 13 Standorten in der Schweiz vertreten, beschäftigt 700 Mitarbeiter und verwaltet Vermögen in der Höhe von 21 Mrd. Franken. Die Notenstein Privatbank ist zu 100% eine Tochtergesellschaft der Raiffeisen Schweiz Genossenschaft und wird als eigenständige Bank in der Raiffeisen Gruppe geführt. Weitere Informationen unter [www.nostenstein.ch](http://www.nostenstein.ch) oder [www.1741am.com](http://www.1741am.com).

Notenstein Privatbank AG · Bohl 17 · CH-9004 St. Gallen  
 Tel. +41 71 242 50 00 · info@notenstein.ch · www.nostenstein.ch

1741 Asset Management AG · Bahnhofstrasse 8 · CH-9001 St. Gallen  
 Tel. +41 71 242 57 60 · info@1741am.com · www.1741am.com

## Advokaturbüro Dr. Seeger und ArComm Treuhand Anstalt

Das Advokaturbüro Dr. Seeger und die ArComm Treuhand Anstalt bieten ihren Kunden u.a. umfassende Beratung und Unterstützung in internationalen Finanz- und Steuerfragen, bei der Gründung und Verwaltung in- und ausländischer Gesellschaften, bei Treuhandangelegenheiten und in der Vermögensberatung und -verwaltung. Zu den Kernkompetenzen gehören zudem Rechtsberatung und Rechtsvertretung u.a. bei Vertragsgestaltung und bei der Registrierung und Überwachung von Marken, Lizenzen und Patenten. Das Advokaturbüro und die Treuhand Anstalt gehören zu den führenden Anbietern der entsprechenden Dienstleistungen in Liechtenstein.

Advokaturbüro Dr. Norbert Seeger · Am Schrägen Weg 14 · LI-9490 Vaduz  
 Tel. +423 232 08 08 · admin@seeger.li · www.seeger.li

# Erste Adressen

## PSP Swiss Property AG

PSP Swiss Property ist eine der führenden Immobiliengesellschaften der Schweiz. Das Unternehmen besitzt fast 170 Büro- und Geschäftshäuser mit einem Marktwert von 5,6 Mrd. Franken. Die Liegenschaften befinden sich grösstenteils an Top-Lagen in den wichtigsten Schweizer Städten, vorab Zürich, Genf, Basel, Bern und Lausanne. Dazu kommen Areale und Entwicklungsliegenschaften im Wert von über 300 Mio. Franken. Mit einer hohen Eigenkapitalquote von über 50% und einer entsprechend geringen Verschuldung verfügt PSP Swiss Property über eine ausgesprochen solide Bilanz. Die Aktie des Unternehmens ist seit dem Initial Public Offering (IPO) im März 2000 an der SIX Swiss Exchange kotiert.

PSP Swiss Property AG · Kolinplatz 2 · CH-6300 Zug  
Tel. +41 41 728 04 04 · info@psp.info · www.psp.info

## Ospelt & Partner Rechtsanwälte AG

Als Versicherungsunternehmen, Bankfachmann, Vermögensverwalter, Steuerexperte, ausländischer Rechtsanwalt oder Privatkunde findet man bei der Kanzlei Ospelt & Partner Rechtsanwälte AG Unterstützung bei der Lösung von rechtlichen Fragestellungen mit Bezug zum liechtensteinischen Recht. Den Grundsätzen Integrität, Klarheit, Einfachheit und Sicherheit verpflichtet, berät Ospelt & Partner in Verbund mit Horwath (Liechtenstein) AG innerhalb eines internationalen Netzwerkes von unabhängigen Fachleuten gerne auch im Rahmen der Steuerplanung, Unternehmensnachfolge oder Asset Protection sowie bei der Errichtung und Optimierung internationaler Steuer- und Holdingstrukturen.

Ospelt & Partner Rechtsanwälte AG · Landstrasse 99 · Postfach 532 · LI-9494 Schaan  
Tel. +423 236 19 19 · info@ospelt-law.li · www.ospelt-law.li

## Institut für Wirtschaftsberatung Niggemann, Fischer & Partner

Das Unternehmen wurde vom Institut für Wirtschaftsberatung Karl A. Niggemann & Partner GmbH & Co. KG (IfW), Meinerzhagen/Deutschland, und Edy Fischer, dem ehemaligen CEO der Rail Gourmet Group in Zürich und heutigen Multi-Verwaltungsrat mit langjähriger industrieller Erfahrung, im Jahr 2005 gegründet. Das IfW verfügt über mehr als 30 Jahre Expertise in den Bereichen Unternehmensnachfolge sowie Kauf und Verkauf von mittelständischen Unternehmen und in der Beratung von Unternehmern bei finanzwirtschaftlichen Fragen (Eigenkapitalstärkung, Finanzplanung/-beschaffung). Die Gesellschaft steht für Kompetenz, Unabhängigkeit und Vertraulichkeit.

Institut für Wirtschaftsberatung Niggemann, Fischer & Partner GmbH  
Edy Fischer · Balz-Zimmermannstrasse 7 · CH-8058 Zürich-Airport  
Tel. +41 43 211 95 41 · info@ifwniggemann.ch · www.ifwniggemann.ch

**www.finews.ch – Das Newsportal für die Finanzbranche**

# Erste Adressen

## ING Investment Management

ING Investment Management (ING IM) ist ein führender globaler Asset Manager mit über 320 Mrd. € Assets under Management. Zu den Kunden gehören private und institutionelle Investoren, Versicherungsgesellschaften, Family Offices und unabhängige Vermögensverwalter. Mit über 700 Investment-Experten und 2'900 Mitarbeitern ist ING IM in 25 Ländern in Nordamerika, Asien, Europa und im Nahen Osten vertreten. ING IM ist ein Geschäftsbereich von ING Insurance, die zur ING Group gehört. In Europa und dem Nahen Osten hat ING IM Standorte in 15 Ländern und verwaltet gut 150 Mrd. € Assets under Management. Darüber hinaus greift ING IM auf die internationalen Vertriebskapazitäten der ING-Gruppe zurück, um den Kunden weltweit integrierte Finanzdienstleistungen und -lösungen anbieten zu können. Das Spektrum der Investmentlösungen und Beratungsleistungen erstreckt sich über alle wichtigen Anlageklassen und -stile. Viele der ING-Strategien zählen zu den Spitzenprodukten in ihren Vergleichsgruppen.  
(Zahlen: Q4 2011, 31. Dezember 2011, AuM ohne ING IM Latin America und ING IM Australia)

ING Investment Management (Schweiz) AG · Seefeldstrasse 69 · CH-8008 Zürich  
Tel. +41 58 252 55 50 · switzerland@ingim.com · www.ingim.ch

## Frankfurter Bankgesellschaft (Schweiz) AG

Zur Frankfurter Bankgesellschafts-Gruppe gehören die Frankfurter Bankgesellschaft (Schweiz) AG (Zürich), die Frankfurter Bankgesellschaft (Deutschland) AG (Frankfurt), das Family Office Nötzli, Mai & Partner AG (Zürich) und die LB (Swiss) Investment AG (Fondsleitungsgesellschaft, Zürich).

Mit rund 7 Mrd. Franken verwalteten Vermögen gehört die Gruppe zu den leistungsstärksten und grössten Schweizer Finanzinstituten mit deutschen Eigentümern in der Schweiz. Die Gruppe steht für ganzheitliche Beratung von Private-Banking- und Wealth-Management-Kunden. Ihre Historie datiert zurück bis ins Jahr 1955. Allein-Aktionärin ist die Landesbank Hessen-Thüringen.

Frankfurter Bankgesellschaft (Schweiz) AG · Börsenstrasse 16 · CH-8001 Zürich  
Tel. +41 44 265 44 44 · privatebanking@frankfurter-bankgesellschaft.ch · www.frankfurter-bankgesellschaft.ch

## Valartis Bank

Die Valartis Bank AG ist eine unabhängige Schweizer Privatbanken-Boutique mit Standorten in Zürich und Genf. Als Teil der an der Schweizer Börse kotierten Valartis Group erbringt die Valartis Bank massgeschneiderte Finanzdienstleistungen für Privatkunden, Family Offices und institutionelle Kunden. Neben diskretionärer Vermögensverwaltung und individueller Anlageberatung gehören spezielle Fondslösungen (Private Label Funds) sowie der breite Zugang zu Best-in-Class-Finanzprodukten von Drittanbietern (Open Platform) ebenso zum «Private Banking Plus»-Angebot wie Corporate-Finance-/M&A- und Structured-Finance-Services. Die Valartis Bank zeichnet sich aus durch engagierte Kundenberater mit langjähriger Berufserfahrung sowie eine agile Organisation, die eine rasche, flexible und bedürfnisgerechte Lösungsumsetzung ermöglicht. Transparenz, Zuverlässigkeit und strikte Risikokontrolle sind zentrale Grundwerte des auf einer persönlichen und individuellen Kundenbetreuung basierenden Private-Banking-Ansatzes.

Valartis Bank AG · Sihlstrasse 24 · Postfach · CH-8021 Zürich  
Tel. +41 43 336 81 11 · www.valartisbank.ch

# Doppelmoral im Steuerstreit



Von **Claude Baumann**  
Journalist und Buchautor

Zugegeben, Eigenwerbung ist immer heikel. Doch die eine oder andere Ausnahme mag manchmal berechtigt sein – etwa wenn es um den Schweizer Finanzplatz geht. Kaum eine Woche vergeht mehr, ohne dass die hiesigen Finanzinstitute nicht der Kritik und bisweilen abstrusen Vorwürfen aus dem Ausland ausgesetzt sind: «Die Schweiz als internationale Steueroase, die Schweizer Banken als willige Handlanger der globalisierten Steuerhinterzieher.» Wir können es nicht mehr hören.

Es ist ein Phänomen, mit welcher Hartnäckigkeit sich solche Unterstellungen halten; selbst nachdem die Schweiz eine Zinssteuer in Europa vereinbart, dann das OECD-Musterabkommen unterzeichnet, mit den USA einen Staatsvertrag sowie mit diversen europäischen Ländern eine Abgeltungssteuer abgeschlossen hat. An der Vehemenz der Angriffe aus dem Ausland hat sich überhaupt nichts geändert.

## Test mit verblüffenden Resultaten

Mit welcher Doppelmoral in dieser Sache agiert wird, zeigen die Erfahrungen, die ich unlängst bei einem Test im Auftrag der «Handelszeitung» machte. Ich wollte wissen, wie schwierig es für einen Schweizer ist, ein Bankkonto in Deutschland zu eröffnen und unversteuertes Geld darauf zu deponieren.

Die Resultate des Tests waren verblüffend: Während die meisten Schweizer Banken längst auf eine resolute Weissgeld-Strategie umgeschwenkt sind,

herrscht in Deutschland eine kaum vorstellbare Unbekümmertheit, wie wir sie bloss noch vom Hörensagen kennen. Oder anders formuliert: In deutschen Bankstuben dominiert genau jene Mentalität, mit der die ominösen «Swiss Bankers» jahrzehntlang das Schwarzgeld der ausländischen Klientel in Empfang genommen haben.

Meine Versuchsanlage war denkbar simpel: Auf die Reise nach Bayern und Baden-Württemberg begab ich mich als 50jähriger Schweizer Unternehmer, der aufgrund von Einkünften in Deutschland ein Konto bei einer lokalen Bank eröffnen möchte. Zudem wollte ich von den in Deutschland günstigeren Gebühren profitieren und darüber hinaus 100'000 Franken anlegen, die angeblich in einem Fonds in der Karibik sind. Pikantes Detail: Das Geld aus Übersee war meinen Angaben zufolge nicht deklariert in der Schweiz.

## Steueroase Deutschland

Ob in Lindau, Waldshut, Friedrichshafen oder Konstanz – überall wurde mir ein herzlicher Empfang beschieden. Ob Commerzbank, Deutsche Bank, Hypovereinsbank, Sparkasse oder Volksbank – in allen besuchten Filialen war ich nicht nur als Kunde hochwillkommen, «mein Schwarzgeld» war es genauso.

Eine entsprechende Überweisung aus dem Ausland sei überhaupt kein Problem, hiess es unisono, zumal es nicht Aufgabe der Bank sei, die Steuersituation des Kunden zu prüfen. «Wir sind nicht verpflichtet, danach zu fragen», betonten die Kundenberater, und mehr als einmal hiess es: «Selbst wenn Sie uns versichern, dass Ihr Geld versteuert ist, wissen wir ja nicht, ob das stimmt.» Zur weiteren Diskretion waren manche Banken auch gerne bereit, die gesamte Geschäftskorrespondenz gegen eine jährliche Gebühr von 250 Euro zurückzubehalten.

Sogar die BW Bank, eine Tochter der staatlichen Landesbank Baden-Württemberg (LBBW), äusserte keinerlei Vorbehalte. Weder das deutsche Finanzamt noch die Schweizer Behörden würden sich für dieses Geld interessieren, erklärten die BW-Mitarbeiter.

Dieser Fall erstaunt insofern, als sich das grün-rot regierte Bundesland Baden-Württemberg die Bekämpfung der Steuerflucht ganz gross auf die Fahne geschrieben und im Rahmen des Abgeltungssteuerabkommens immer wieder Zugeständnisse von der Schweiz eingefordert hat.

Offiziell bestritten alle mit den Testresultaten konfrontierten Finanzinstitute, etwas mit undeklarierten Vermögen am Hut zu haben. «Unversteuerte Gelder werden nicht angenommen», hiess es unisono, oder: «Wir führen keine Konten für Kunden, die uns nicht versteuerte Einlagen andienen.» Wie das «Mystery Shopping» jedoch gezeigt hat, ist die Realität eine andere.

Tatsächlich ist Eigenwerbung immer heikel, doch in diesem Fall wäre es schlicht an der Zeit, dass die Schweiz etwas für ihr Image täte, zumal der Test zweifelsohne auch in vielen anderen Ländern ein ähnliches Resultat ergeben würde. Aus den Erfahrungen lässt sich durchaus ableiten: Die nötige Sorgfalt im Umgang mit Kundengeldern gibt es offenbar nur in der Schweiz. Doch daran wird unser Land nicht gemessen – vor allem auch deshalb nicht, weil es die Schweiz bis heute versäumt, dies entsprechend zu kommunizieren.

## Scheinheilige USA

Selbst die USA, die in den letzten Jahren schonungslos den Schweizer Finanzplatz angegriffen und dabei erheblichen Schaden angerichtet haben, gehen innerhalb ihrer eigenen Grenzen höchst «pragmatisch» vor. Entgegen allen internationalen Trends können Unternehmen im Bundesstaat Delaware einen intransparenten Firmensitz oder Offshore-Konten problemlos eröffnen, und in Miami interessieren sich nur die wenigsten US-Banker für die Herkunft der ihnen zufließenden Kundengelder.

Etwas mehr Eigenwerbung täte der Schweiz gut. Eigenwerbung, die wir gerne auch in internationalen Leitmedien wie dem «Wall Street Journal» oder der «Financial Times» lesen würden.

*claude.baumann@finews.ch*  
*www.finews.ch*

# KENDRIS

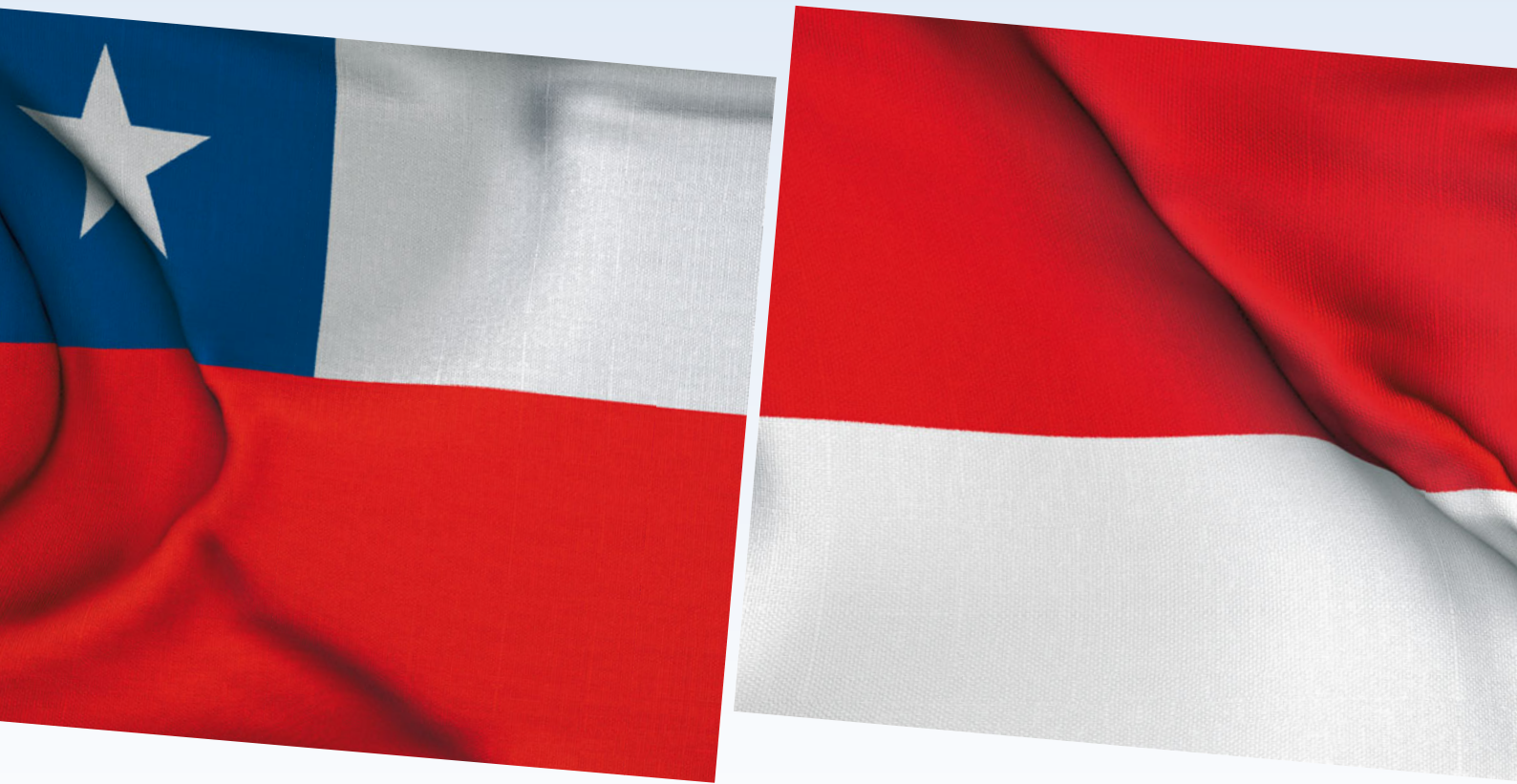
THE WEALTH OF  
INDEPENDENCE



Unabhängigkeit und Kompetenz für vermögende Privatpersonen,  
ihre Familien und KMU.

KENDRIS AG ist die führende unabhängige Schweizer Anbieterin von Trust-, Family Office- und Treuhand-Dienstleistungen, nationaler und internationaler Steuer- und Rechtsberatung, ART Management sowie Buchführung und Outsourcing für Privat- und Geschäftskunden.

# Aussichtsreiche Emerging Markets Debt-Expertise finden Sie hier >



Seit über 18 Jahren sind wir von ING Investment Management in den Emerging Markets Debt zuhause. Nutzen Sie diese herausragende Expertise für Ihr Portfolio. Wir bieten Ihnen weltweit interessante Anlagechancen – von Santiago bis Jakarta.

Weitere Informationen unter [www.ingimhighreturns.ch](http://www.ingimhighreturns.ch)

INVESTMENT MANAGEMENT



#### Rechtliche Hinweise

Die in dieser Publikation enthaltenen Informationen dienen ausschließlich informativen Zwecken und stellen auf keinen Fall ein Angebot, insbesondere einen Prospekt oder eine Aufforderung zum Handel, Kauf oder Verkauf von Wertpapieren, bzw. zur Teilnahme an einer Handelsstrategie, dar. Diese Publikation ist ausschließlich für professionelle Anleger bestimmt. Obwohl der Inhalt dieser Publikation mit großer Sorgfalt zusammengestellt wurde, können wir keine - weder ausdrückliche noch stillschweigende - Gewähr für die Richtigkeit oder Vollständigkeit der Angaben übernehmen. Wir behalten uns das Recht vor, jederzeit und unangekündigt Änderungen oder Aktualisierungen der in dieser Publikation enthaltenen Informationen vorzunehmen. Weder ING Investment Management (die für diesen Zweck ING Asset Management (Europe) B.V. als Rechtsperson angibt) noch irgendeine andere zur ING-Gruppe gehörende Gesellschaft oder Körperschaft noch irgendwelche Vorstandsmitglieder, Geschäftsführer oder Mitarbeiter können direkt oder indirekt für irgendwelche in dieser Publikation enthaltenen Informationen und/oder Empfehlungen haftbar oder verantwortlich gemacht werden. Die in dieser Publikation enthaltenen Informationen sind auf keinen Fall als Erbringung einer Investmentdienstleistung zu verstehen. Die Verwendung der in dieser Publikation enthaltenen Informationen erfolgt ausschließlich auf eigene Gefahr. Wir sind weder direkt noch indirekt für irgendwelche Verluste oder Schäden, die dem Leser durch die Verwendung dieser Publikation oder durch eine darauf basierende Entscheidung entstehen, haftbar. Investitionen sind mit Risiken verbunden. Bitte beachten Sie, dass der Wert der Anlage steigen oder sinken kann und die Wertentwicklung in der Vergangenheit nicht notwendigerweise aussagekräftig für die Wertentwicklung in der Zukunft ist und in keinem Fall als aussagekräftig betrachtet wird. Diese Publikation und die darin enthaltenen Informationen sind streng vertraulich und dürfen zu keinem Zeitpunkt ohne unsere vorherige Zustimmung kopiert, vervielfältigt, verbreitet oder Dritten zugänglich gemacht werden. Jegliche Ansprüche, die sich aus oder im Zusammenhang mit den Bedingungen dieses Haftungsausschlusses ergeben, unterliegen niederländischem Recht. Für alle in dieser Publikation genannten Produkte oder Wertpapiere gelten andere Risiken und Geschäftsbedingungen, die von jedem Anleger vor einem Anlagegeschäft einzeln durchzulesen sind. Die in dieser Publikation enthaltenen Informationen stellen auf keinen Fall eine Werbung für den Kauf oder Verkauf von Kapitalanlagen bzw. für die Zeichnung von Wertpapieren dar. Bezüglich der in dieser Publikation genannten Produkte oder Wertpapiere sind möglicherweise weitere Informationen über bestimmte für diese Produkte oder Wertpapiere geltende Beschränkungen aufgrund der jeweiligen gesetzlichen Bestimmungen erforderlich. Diese Publikation ist nicht als Werbung für den Kauf oder Verkauf von Kapitalanlagen bzw. für die Zeichnung von Wertpapieren gedacht und auch nicht für Personen in Ländern bestimmt, in denen die Verbreitung solcher Materialien aufgrund geltender Vorschriften oder Gesetze verboten ist. Allein verbindliche Grundlage für den Erwerb von ING Investmentfonds sind die jeweiligen Verkaufsprospekte mit Risikohinweisen und ausführlichen Informationen, die Sie kostenlos bei ING Investment Management (Schweiz) AG, Seefeldstrasse 69, CH-8008 Zürich erhalten.