

# PRIVATE

Das Geld-Magazin

Sustainable Finance

## *Private Banking und Anlagefonds*

Quo vadis Asset Management?

Alternative Anlageideen

Anlagerisiken im Überblick

Anlageberatung im Wandel

Quantitative Aktienanalyse

Loyalitäts-Aktien

Online-Plattform für Intermediäre

Multi-Asset Total-Return Investing

Hedge Funds Market Risk

Sovereign Wealth Funds

Willensvollstreckung aktuell

Trusts Then and Now

Neue Perspektiven für Stiftungen

Wiederentdeckung der Privatsphäre

Immobilienmarkt Schweiz

Steuerfragen bei Immobilien

**Immobilien**

**Recht & Steuern**

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

November / Dezember 2013  
14. Jahrgang Nr. 6 Fr. 10.–



**private.ch**

**Hanspeter Rüfenacht**  
**Vorsitzender der Geschäftsleitung**  
**der Berner Kantonalbank**  
**«Die Stärken einer kundennahen Anlagebank»**





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 6,4 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

# Inhalt



## **Spionage, Empörung und Doppelmoral**

*Die Empörung war gross diesen Herbst, als bekannt wurde, dass der US-amerikanische Geheimdienst millionenfach europäische Telefon- und Internetverbindungen angezapft hatte. Sogar das Mobil-Telefon von Kanzlerin Merkel sei den Oberspionen aus Washington nicht heilig gewesen. Flugs meldeten sich selbsternannte Experten zu Wort, die es «immer schon gewusst haben»; das sei unter diesen Mächtgern-James-Bonds normal. Vielleicht. Wer weiss schon, was diese Schattenhelden den ganzen Tag so treiben. Telefongespräche belauschen, fremde E-Mails lesen, gegen Gesetze verstossen – who cares?*

*Da kann man sich trefflich empören, wenn es einen selber trifft. Aber war da nicht mal etwas mit Spionage und Datendiebstahl bei Schweizer und Liechtensteiner Banken? Haben nicht höchste Politiker in Deutschland aktiv oder stillschweigend-wohlwollend Wirtschaftsspionage im Ausland gefördert oder geduldet? Hat man sich nicht mit Verbrechern eingelassen, die geheime Daten gestohlen und verkauft haben? Wurde man als Hehler nicht selber Teil eines kriminellen Systems?*

*Wie auch immer: Die jüngsten Skandale zeigen vor allem eines in aller Deutlichkeit: Der Schutz der Privatsphäre ist wichtiger denn je.*

**Dr. Norbert Bernhard**  
bernhard@private.ch

## **Aktuell**

### **4 Und ewig lockt die Gier...**

Prof. Dr. Erwin W. Heri

### **6 Quo vadis Schweizer Asset Management?**

Markus Wagner  
1741 Fund Management AG  
Dr. Benedikt Czok  
1741 Asset Management AG

### **8 Anlagerisiken im Überblick**

Edy Fischer, IfW

### **10 Anlageberatung im Wandel**

Luc Schuurmans, Bank Linth

### **12 Online-Plattform für Intermediäre**

Urs Müller, LLB

### **14 Willensvollstreckung – Aktuelle Praxis 2012/2013**

Prof. Dr. Hans Rainer Künzle  
Kendris AG

### **16 Finance 2.0: Nützlich oder schädlich?**

Dr. Gérard Fischer, Swisscanto

## **Fonds & Asset Management**

### **17 Vom Bundesbrief zur AIFMD**

Markus Fuchs, SFAMA

### **18 Multi-Asset Total-Return Investing**

Valentijn van Nieuwenhuijzen, ING

### **20 Ein quantitativer Ansatz für fundamentale Anlagen**

Michael Petersen, Jyske Bank

### **22 The Real Market Risk Exposure of Long/Short Hedge Funds**

Christian H. Kälin, Arnova

### **24 Sovereign Wealth Funds**

Peter Andrew Hottinger  
and Pierre-Emmanuel Iseux  
La Compagnie Peter Hottinger SA

### **26 Kunst, Uhren, Wein – Wie soll man investieren?**

Dr. Ariel Sergio Goekmen  
Kaiser Partner Privatbank

## **Immobilien**

### **28 Immobilienmarkt Schweiz**

Dr. Ronny Haase, Wüest & Partner

### **29 Stets weniger Gläubigerschutz**

Pavlo Stathakis, HEV Schweiz

### **30 Steuerfragen bei Immobilien**

Olivier Weber und Eveline Wildman  
Kendris AG

## **Sustainable Finance**

### **32 Die Wiederentdeckung der Privatsphäre**

Otmar Hasler, Regierungschef a.D.  
Kaiser Partner

### **33 Neue Perspektiven für Stiftungen**

Oliver Oehri, CSSP AG

### **34 Loyalitäts-Aktien: Investieren, nicht spekulieren**

Jakob Höhn, Pestalozzi Rechtsanwälte  
Peter Zollinger, Globalance Bank AG

### **36 Mit offener Kommunikation Vertrauen zurückgewinnen**

Ralph Spillmann, Communicators AG

## **Recht & Steuern**

### **37 Revision der Rechnungslegungs- vorschriften für Banken**

Stephanie Lorenz, Bankiervereinigung

### **38 Kendris Jahrbuch 2013/2014**

### **40 Die Notensteiner**

### **40 Vermögensverwaltungsrecht**

### **42 Trusts**

Oliver Arter, Froriep Attorneys-at-Law

### **44 Die Stärken einer kundennahen Anlagebank**

Hanspeter Rüfenacht, BEKB

### **46 Ein starkes Bildungsangebot für Bern und die Schweiz**

Peter Stämpfli, Stämpfli Publikationen

### **48 Erste Adressen / Impressum**

### **50 UBS und CS – Die leidgeprüften Giganten**

Claude Baumann, Finews

# Und ewig lockt die Gier...



**Von Prof. Dr. Erwin W. Heri**  
Professor für Finanztheorie  
an der Universität Basel  
und am Swiss Finance Institute  
in Zürich

In den letzten Wochen mehren sich die Analysen und Meinungsäusserungen, welche darauf aufmerksam machen, dass Investoren langsam wieder an die Märkte zurückfinden. Der Risikoappetit sei am Steigen, hört man allenthalben, und man dürfe mit Investoren auch langsam wieder über die Aktienmärkte sprechen, sagt uns der Anlageberater.

Und also entsteht der nächste Zyklus. Er wird aus zögerlicher Hoffnung geboren, setzt sich über leisen Optimismus fort, produziert irgendeinmal Erregung und gipfelt in neuen historischen Höchstkursen und schon bald in der Euphorie der Sicherheit. Auf diesem Pfad wird vielen Investoren irgendwann klar, dass man Aktien haben muss, «weil Aktien als Langfristanlage eh alles andere in den Schatten stellen». Und wenn dann alle diesen Nektar der Weisheit à la Professor Jeremy Siegel getrunken haben, sich gegenseitig bestätigen, dass Aktien gar nicht teuer sind, weil wir ja (wieder einmal) in einer Neuen Zeit leben, dann kommt der kleine Windstoss, der die Pyramide zum Wackeln bringt. Oft nicht heftig. Ein vorübergehender Rückschlag. Luft-

holen quasi, «reculer pour mieux sauter». Wir sind ja langfristige Investoren. Bis die ersten Artikel erscheinen, die darauf hinweisen, dass Grossanleger bereits daran seien, dass «sinkende Schiff zu verlassen». Besorgnis, Furcht, Panik. Die Erkenntnis, dass andere Bewertungs-Gurus wie Professor Robert Shiller schon immer gesagt haben, dass Aktien überbewertet seien und die immerwährenden Katastrophen-Propheten sowieso. Auf diesem Pfad – diesmal nach unten – wird vielen Investoren irgendwann klar, dass man keine Aktien haben sollte, weil «Aktien in erster Linie riskant sind». Kapitulation. Verzweiflung. Die Hoffnung ist, dass die oben genannten Investoren ihre Aktien noch zu höheren Kursen verkaufen können als ihre Einstandswerte.

Wir wissen, dass diese Hoffnung meistens falsch ist. Denn erstens werden viele Käufe in der Hausse erst bei entstehender Euphorie getätigt, und zweitens stirbt auch bei der Korrektur nach unten die Hoffnung zuletzt. Aber meistens stirbt sie.

Und wenn alles am Boden liegt, Aktieninvestoren ihre Wunden lecken und sicher sind, dass der Aktienmarkt definitiv «nichts für sie sei», die Medienberichterstattung nur noch schwarz sieht und die immer gleichen Katastrophen-Gurus wieder einmal in den Himmel lobt, weil ... «die es ja schon immer gesagt haben»; spätestens dann interessiert sich niemand mehr für fundamentale Fragestellungen.

Die Konsequenz? Dramatisch gestiegene Dividendenrenditen und Unternehmenskennzahlen, die rein fundamental orientierten Investoren das Wasser im Munde zergehen lassen. Mit anderen Worten, ein Investorenumfeld, das unglaublich interessant ist, aber niemanden interessiert. Was jetzt gesucht ist, sind Produkte mit Kapitalgarantie und Anlagestrategien, die «nach oben dabei sind» und nach unten Sicherheit ausstrahlen. Versicherungen eben. Natürlich sind das die Zeiten, in welchen Versicherungen viel mehr kos-

ten als wenn es «normal» zu und her geht. Und natürlich sind die Prämien dann so hoch, dass man mit dem nächsten Aufschwung – sollte er denn irgendeinmal wieder kommen – sicher wiederum nichts verdient.

Und der fundamental orientierte Investor? Den interessiert der tägliche oder stündliche oder quartalsorientierte Börsen-Hype nicht. Er weiss, dass nach dem Medien- und Analysten-Gebell des nicht verstandenen Quartalsergebnisses der Firma XYZ die Karawane schon bald weiterzieht und eine neue Schlagzeile sucht. Er war und ist langfristig orientiert und kauft vielleicht in der niedergeschlagen-depressiven Stimmung der Situation billig erscheinende Titel und Märkte hinzu, um sie wiederum langfristig zu halten. Er weiss aus Erfahrung, dass das nächste Hoch kommt und dass die Märkte dannzumal höher notieren werden als beim letzten Hoch. Genau gleich wie die Börsennotierungen im Tief höher notieren als bei der letzten Baisse. Augen zu und durch. Der geneigte Leser mag selber urteilen, welcher der beiden oben beschriebenen Investoren besser schläft und mit seinen Anlagen besser verdient.

Muss dieser Zyklus mit langfristig leicht positivem Trend und kurzfristigen Schwankungen immer so ablaufen? Ja er muss.

Die langfristigen Trends, die wir beobachten seit wir Aktienbörsen kennen, sind das Resultat tendenziell steigender Unternehmensgewinne. Die kurzfristigen Verwerfungen entstammen zu einem nicht unwesentlichen Teil der Psychologie der Marktdynamik, die immer wieder dazu führt, dass Investoren auf der Suche nach dem «Quick Buck» ein prozyklisches Verhalten an den Tag legen, das sie am Schluss viel Geld kostet. Ist es nur Gier? Nicht nur. Es ist ein ganzer Strauss von Faktoren, die im Rahmen von verhaltenstheoretischen Arbeiten auf diesem Gebiet in den letzten Jahren intensiv erforscht wurden. Wir werden in folgenden Kolumnen auf einige dieser Arbeiten eingehen.

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

**Geld macht glücklich**, wenn man einen zuverlässigen Partner an seiner Seite weiss. Einen Partner, der immer für einen da ist. Denn dank den mehrfach ausgezeichneten Anlagefonds und den leistungsstarken Vorsorgelösungen von Swisscanto bleibt Ihnen Zeit, das Leben zu geniessen. Gerne berät Sie der Kundenberater Ihrer Kantonalbank.



Aktuelle Analysen und Meinungen  
jetzt auf unserem Blog.

Anlage und Vorsorge.



**Swisscanto**

# Quo vadis Schweizer Asset Management?

Die Asset-Management-Branche wird mit einem sich ständig verschärfenden regulatorischen Umfeld konfrontiert. Auch in der Schweiz haben die regulatorischen Anforderungen zugenommen. Insbesondere Asset Manager, welche das Vermögen von Anlagefonds verwalten, sind verstärkt in den Fokus der Aufsichtsbehörde geraten. Bevor aber eine Bewilligung der Finma angestrebt wird, sollten Alternativen zum Standort Schweiz geprüft werden, welche nicht nur regulatorische Bedürfnisse befriedigen, sondern auch den Vertriebsweg in die EU öffnen.



*Von Markus Wagner  
CEO 1741 Fund Management AG, Vaduz*



*und Dr. Benedikt Czok  
Head Legal 1741 Asset Management AG, St. Gallen*

## Die Zeichen der Zeit erkennen

Die meisten Vermögensverwalter haben mittlerweile realisiert, dass das Asset Management in der Schweiz aufgrund des sich immer weiter verschärfenden regulatorischen Umfelds vor grossen Herausforderungen steht. Insbesondere diejenigen Asset Manager, welche das Vermögen von Anlagefonds verwalten, sind verstärkt in den Fokus der Finma geraten. Denn das Portfolio Management von Anlagefonds darf grundsätzlich nur von solchen Vermögensverwaltern ausgeübt werden bzw. nur an solche delegiert werden, die für diesen Zweck zugelassen sind und einer anerkannten Aufsicht unterstehen. Für die in der Schweiz ansässigen Asset Manager bedeutet dies, dass sie ohne eine Finma-Bewilligung die Vermögensverwaltung

von kollektiven Kapitalanlagen grundsätzlich nicht ausüben dürfen. Wer nun über ein Bewilligungsgesuch an die Finma nachdenkt, sollte sich zunächst überlegen, ob es zum Standort Schweiz überlegen, ob es auch Alternativen gibt, die nicht nur die regulatorischen Bedürfnisse befriedigen, sondern gleichzeitig den Vertriebsweg in die EU öffnen.

## AIFM – (R)Evolution im Bereich alternativer Anlagefonds

Am 22. Juli 2013 ist die neue AIFM-Richtlinie (Alternative Investment Funds Manager) in Kraft getreten. Die Richtlinie, welche erstmals den Bereich alternativer Anlagefonds innerhalb der EU harmonisiert, stellt einen Paradigmenwechsel dar: Unter dem neuen Regime hat nicht länger die Fondsleitung das Ruder in der Hand, sondern der-

jenige Bewilligungsträger, der neben den Anlegern das vitalste Interesse am Erfolg eines Anlagefonds hat und über den grössten Einfluss in einer Fondsstruktur verfügt: der AIFM. Dieser benötigt keine Fondsleitung bzw. Verwaltungsgesellschaft mehr, um einen (alternativen) Fonds aufzulegen. Gemäss alter Fondsleitungstradition kann der AIFM zudem auch Delegationsnehmer des Portfolio Managements von UCITS (harmonisierten Anlagefonds in der EU) sein.

Eine weitere gewichtige Neuerung der Richtlinie ist die Möglichkeit, alternative Anlagefonds EU-weit an professionelle Investoren vertreiben zu können. Bisher war dies dem UCITS-Bereich vorbehalten. Ohne eine AIFM-Bewilligung ist dieser Vertriebsweg Schweizer Asset Managern verschlossen.

Der AIFM ist in seinem Leistungsspektrum nicht auf den Bereich Anlagefonds beschränkt. Sofern er die organisatorischen Anforderungen erfüllt, kann er auch MiFID-Finanzdienstleistungen (Markets in Financial Instruments Directive) anbieten – und diese wiederum EU-weit. Die Verwaltung individueller Portfolios, die Anlageberatung, die Annahme und Übermittlung von Aufträgen sowie weitere Dienstleistungen, die sonst nur Finanzinstitute in der EU mit einer MiFID-Bewilligung anbieten dürfen, können ebenso vom AIFM erbracht werden.

### **Keine Aufgabe des Standortes Schweiz**

Aufgrund des neuen Vertriebs-Regimes des KAG (Kollektivanlagengesetz) dürfen ausländische Anlagefonds grundsätzlich nur von für den Vertrieb zugelassenen Finanzintermediären vertrieben werden. Insbesondere der Vertrieb von ausländischen kollektiven Kapitalanlagen an qualifizierte Anleger kann somit nur durch solche Finanzintermediäre durchgeführt werden, die zum Vertrieb kollektiver Kapitalanlagen zugelassen sind. Hier zeigt sich ein weiterer Vorteil der AIFM-Bewilligung: Der AIFM kann die von ihm verwalteten Anlagefonds selbst vertreiben und wird als Finanzintermediär qualifiziert, der in seinem Sitzstaat zum Vertrieb kollektiver Kapitalanlagen zugelassen ist. Er verfügt damit über die notwendige Bewilligung, um in der Schweiz ausländische Anlagefonds an qualifizierte Anleger zu vertreiben.

Asset Manager, die sich als AIFM in der EU bewilligen lassen, können darüber hinaus auch in der Schweiz über eine dauerhafte physische Präsenz verfügen. So bietet das KAG einem ausländischen Vermögensverwalter die Möglichkeit, eine Zweigniederlassung zu gründen. Der AIFM bleibt damit weiterhin nur *einer* Aufsichtsbehörde unterstellt, kann aber unter dem gleichen Dach seine Dienstleistungen auch in der Schweiz anbieten.

### **Konsequenzen für Dienstleister**

Die AIFM-Richtlinie verändert die bisherigen Dienstleistungsstrukturen im Fondsbereich von Grund auf. Mit der gestiegenen Freiheit und Unabhängig-

keit des AIFM geht auch eine gestiegene Verantwortung und Haftung einher. Der frühere «One-Stop-Shop» der Fondsleitung wird abgelöst durch eine Vielzahl hoch spezialisierter Serviceprovider, die den AIFM in seiner Tätigkeit unterstützen, ohne dass dieser aus seiner Verantwortlichkeit entlassen wird. Umso mehr ist die Auswahl und Koordination der unterschiedlichen Parteien untereinander eine zentrale Herausforderung für jeden AIFM.

Der klassische Asset Manager wird sich in der Regel auf diejenige Tätigkeit konzentrieren, von der er am meisten versteht und die sein persönliches Aushängeschild darstellt: das Portfolio Management. Hingegen verfügen die wenigsten Asset Manager über fundierte Erfahrungen im Bereich Anlagekontrolle und Risikomanagement. Hier besteht für spezialisierte Provider die Chance, entsprechende Dienstleistungen anzubieten. Auch in anderen Bereichen, wie etwa der Fondsadministration und der Compliance, sind entsprechende Delegationsmodelle möglich. Die Übertragung von Aufgaben lässt die Verantwortung des AIFM aber unberührt, weshalb er für eine fortwährende Kontrolle seiner Auftragnehmer sorgen muss.

### **Physische Präsenz für einen AIFM in der EU unabdingbar**

Unumgänglich ist die Bereitschaft des Asset Managers, eine dauerhafte und tatsächlich gelebte physische Präsenz in der EU bzw. im EWR sicherzustellen. Modelle, die eine Standortänderung nicht bedingen, werden klar als Umgehungstatbestände qualifiziert und stellen keine nachhaltige Lösung dar. Hinsichtlich des regulatorischen Minimums variieren die Auflagen von Land zu Land und von Aufsichtsbehörde zu Aufsichtsbehörde. Grundsätzlich kann jedoch festgehalten werden, dass aufgrund des Verhältnismässigkeitsprinzips und der relativ weitgehenden Delegationsmöglichkeiten schlanke Strukturen möglich sind. Der AIFM darf jedoch seine Funktionen nicht in solchem Umfang übertragen, dass er nicht länger als Verwalter des Anlagefonds angesehen werden kann und zu einem blossen Briefkastenunternehmen wird. Regulatorisch nachhaltig und ökonomisch

sinnvoll lauten die Prinzipien, die in Grundzügen in der AIFM-Richtlinie niedergelegt sind.

### **Liechtenstein – Der ideale Standort für einen AIFM?**

Mit der Gründung einer eigenen Tochtergesellschaft in Liechtenstein hat die 1741 Asset Management AG frühzeitig auf die neuen regulatorischen Entwicklungen reagiert. Die im Frühjahr 2013 gegründete 1741 Fund Management AG mit Sitz in Vaduz arbeitet mit Schweizer Asset Managern zusammen, die sich für eine Präsenz in Liechtenstein entschieden haben. Dabei werden die Asset Manager im gesamten Bewilligungsprozess aktiv begleitet, um letztlich den bewilligten AIFMs als strategischer Partner zur Seite zu stehen. Erklärtes Ziel ist es, dem Asset Manager die Konzentration auf sein Kerngeschäft zu ermöglichen.

Liechtenstein bietet hierbei speziell für Schweizer Asset Manager viele Vorteile. Auf der einen Seite ist die kulturelle, sprachliche und auch geographische Nähe zur Schweiz hervorzuheben. Gleichzeitig besteht ein breiter politischer Konsens, Liechtenstein als Fondsplatz weiter zu etablieren und zu stärken. Schliesslich zeichnet sich die Finanzmarktaufsicht Liechtenstein (FMA) durch einen kundenorientierten Ansatz aus.

### **Übernahme der AIFM-Richtlinie in den EWR-Acquis**

Bei allen genannten Vorteilen muss jedoch erwähnt werden, dass nicht alle EWR-Staaten ihre Hausaufgaben gemacht haben. Derzeit steht die Übernahme der AIFM-Richtlinie in den EWR-Acquis noch aus. Die fehlende Übernahme verhindert derzeit den liechtensteinischen AIFMs noch den EU-Zugang. Die Marktteilnehmer sind jedoch zuversichtlich, dass die Übernahme nur eine Frage der Zeit ist – spätestens dann steht den Schweizer Asset Managern einer erfolgreichen Zukunft in Liechtenstein nichts mehr im Wege.

[markus.wagner@1741fm.com](mailto:markus.wagner@1741fm.com)  
[www.1741fm.com](http://www.1741fm.com)

[benedikt.czok@1741am.com](mailto:benedikt.czok@1741am.com)  
[www.1741am.com](http://www.1741am.com)

# Anlagerisiken im Überblick



**Von Edy Fischer**

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

Jeder Anleger träumt von einem Investment, das gleichzeitig ertragsstark, sicher und liquide ist. Leider – und jeder Praktiker weiss das – bestehen hier Zielkonflikte. Wer erfolgreich agieren möchte, sollte sich entscheiden, welche Ziele er mit seinem Vermögen erreichen möchte. Der Risikoneigung des Anlegers kommt dabei eine besondere Bedeutung zu. Die mit der Kapitalanlage verbundenen Risiken werden unterteilt in

- systematische und
- unsystematische Risiken

Unter einem *systematischen Risiko* wird das eigentliche Marktrisiko von Kapitalanlagen verstanden. Hierbei handelt es sich um alle Gefahren, die von Faktoren abhängen, die den gesamten Markt beeinflussen und nicht durch eine entsprechende Anlagesteuerung bzw. Wertpapierdiversifizierung gemindert oder vermieden werden können. Das *unsystematische Risiko* bezeichnet Schwankungen, die durch titelspezifische oder unternehmensspezifische Faktoren ausgelöst werden. Da es unabhängig vom Gesamtmarkt ist, tritt das unsystematische Risiko nur bei bestimmten Einzelwerten und nicht bei allen Wertpapieren gleichzeitig auf. Eine Reduzierung des unsystematischen Risikos kann durch Diversifizierung der Kapitalanlagen erreicht werden, wenn die verschiedenen Anlagen nicht vollständig miteinander korrelieren.

Das Marktrisiko resultiert aus der allgemeinen Marktentwicklung und lässt sich durch den Investor nicht beeinflussen. Banken und institutionelle Investoren verwenden verschiedene Modelle, um das Marktrisiko eines Portfolios zu quantifizieren und zu steuern. Dazu zählen neben Sensitivitätskennzahlen auch Value-at-Risk-

Berechnungen, bei welchen aus einem statistischen Modell für Marktbewegungen eine Aussage über potenzielle Verluste getroffen wird, sowie Stress-testing, welches den Einfluss bestimmter hypothetischer Marktbewegungen auf den Wert eines Portfolios analysiert. Die meisten Privatanleger verzichten auf diese aufwendigen Verfahren und versuchen, ihr Marktrisiko durch Diversifizierung zu reduzieren. Häufig werden auch maximale Anteile für einzelne Anlageklassen und Regionen vorgegeben. Zu den Marktrisiken, die nicht vom Investor beeinflusst werden können, zählen das Zinsänderungs-, das Inflations- und das Wechselkursrisiko.

Ein Anlageergebnis qualitativ einzuschätzen, ist schwierig. Die Rendite einer Kapitalanlage kann gut sein, wenn eine vorgegebene Zielrendite oder die Rendite einer Benchmark übertroffen wurde. Für die Festlegung einer Zielrendite oder Benchmark muss der Kapitalanleger sich seine persönlichen Erwartungen und seine Risikoneigung bewusst machen. Erst wenn die individuelle Rendite/Risiko-Erwartung feststeht, können die Anlagekriterien definiert werden. Es ist ratsam, das Depot regelmässig zu analysieren, um Risiken rechtzeitig zu erkennen und diese zu beseitigen bzw. zu reduzieren.

In der nebenstehenden Tabelle sind Massnahmen zur Reduzierung der Risiken aufgelistet. Nicht alle mit der Kapitalanlage verbundenen Wünsche – hohe Rendite, hohe Sicherheit, hohe Liquidität – können gleichzeitig erfüllt werden. Deshalb sollte jeder Anleger seine individuelle Renditeerwartung definieren und durch regelmässige Prüfung sicherstellen, dass die Vermögensstruktur seinen aktuellen Erwartungen entspricht. Durch Analysen können Risiken erkannt und rechtzeitig Massnahmen ergriffen werden, um diese zu verringern.

«Wer das Risiko tilgt, zertrümmert die Chancen» – Emil Baschnonga, geb. 1941, Schweizer Schriftsteller und Aphoristiker.

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

<b>Risikoarten und Massnahmen zur Risikoreduzierung<sup>1)</sup></b>	
Marktrisiko	Diversifikation auf verschiedene Anlageklassen und Einzelwerte
Inflationsrisiko	Inflationsindexierte Anleihen; Anlagen in Sachwerte, die bei Inflation erfahrungsgemäss Wertzuwächse verzeichnen
Währungskursrisiko	Anlagen in Heimwährung oder Währungsabsicherung
Zinsänderungsrisiko	Verteilung der Anleihen auf verschiedene Laufzeiten; ggf. nur kurzfristige Kapitalanlagen
Bonitäts-/Ausfallrisiko	Prüfung von Rating und wirtschaftlicher Entwicklung des Emittenten
Klumpenrisiko	Risikostreuung durch Verteilung der Kapitalanlagen auf verschiedene Regionen, Branchen, Emittenten und Laufzeiten
Liquiditätsrisiko	Anlagen in Wertpapiere, die täglich mit hohen Umsätzen gehandelt werden; Vermeidung von illiquiden Anlagen wie Immobilien oder geschlossenen Fonds
Volatilitätsrisiko	Anlagen, die in der Vergangenheit relativ niedrige Wertschwankungen hatten

1) Bei den meisten Risiken können Absicherungen über Derivate vorgenommen werden. Diese schmälern aber die Rendite und sind z.T. aufgrund ihrer Komplexität für Privatanleger ungeeignet.



Ihr  
letztes  
Geschenk  
wird das  
Schönste  
sein.

## Terre des hommes, Kinderhilfe weltweit.

**Langfristig handeln für die Gesundheit und den Schutz der Kinder.** Terre des hommes unterstützt seit 53 Jahren mangelernährte Kinder, verbessert den Zugang zu sauberem Wasser und fördert den gleichberechtigten Zugang zu Leistungen des Gesundheitswesens.

Terre des hommes schützt auch ausgebeutete Kinder, die ohne Freiheit leben und Gefahren wie Naturkatastrophen oder humanitären Krisen ausgeliefert sind. **Ihr Testament zu Gunsten der Kinder unterstützt den Einsatz von Terre des hommes.**

Bestellen Sie gratis unsere Ratgeberbroschüre mit dem untenstehenden Formular oder kontaktieren Sie Ihren Ansprechpartner **Vincent Maunoury, T +41 58 611 07 86, vmu@tdh.ch.**

Mehr Infos: Berechnen Sie Ihren verfügbaren Erbanteil auf: [www.tdh.ch/de/donate/legacy](http://www.tdh.ch/de/donate/legacy)

**85%**

der Spenden fließen  
direkt in die Projektarbeit,  
und somit an die Kinder.



### Bestellen Sie kostenlos unsere Ratgeber.

Bitte zurücksenden per Email, per Fax oder per Post.

Name: .....

PLZ / Ort: .....

Vorname: .....

Tel: .....

Adresse: .....

Email: .....



Siège | Hauptsitz | Sede | Headquarters  
Avenue de Montchoisi 15, CH-1006 Lausanne  
T +41 58 611 06 66, F +41 58 611 06 77  
E-Mail: [info@tdh.ch](mailto:info@tdh.ch), CCP/PCK: 10-11504-8



**Terre des hommes**

Kinderhilfe weltweit.

tdh.ch

# Anlageberatung im Wandel



**Von Luc Schuurmans**

Mitglied der Geschäftsleitung  
Private Banking, Bank Linth LLB AG

Der Wandel in der Finanzbranche ist allgegenwärtig. Es vergeht kaum ein Tag, an welchem nicht in einer Nachrichtensendung oder in einer Zeitung dieser Wandel zum Thema gemacht wird. Treiber dieses Wandels sind insbesondere technologische, regulatorische und soziologische Faktoren. So bieten die Entwicklungen im IT-Umfeld neue Möglichkeiten, die vor wenigen Jahren noch kaum einer für möglich gehalten hätte. Zugleich steigen die regulatorischen Anforderungen (KAG, Fidleg etc.). Dies nicht zuletzt auch aufgrund der einschneidenden Erfahrungen aus der Finanzkrise. Dazu kommt der soziologische Wandel mit seinen tiefgreifenden Veränderungen im Zusammenleben, der Mobilität und dem Interaktionsverhalten. So orientieren sich und handeln Anleger zum Beispiel auf Basis von Schwarmintelligenz mithilfe von sogenannten Social Community Trading Plattformen<sup>1)</sup>.

## Transparenz fordert...

Wer behält in dieser Situation den Durchblick? Kaum jemand, deshalb ist es nicht verwunderlich, dass immer mehr Transparenz gefordert wird. Ein

Beweis dafür ist die rasante Verbreitung von Internet-Vergleichsdiensten<sup>2)</sup>, die sich mit Preis- und Performancevergleichen beschäftigen.

Anbieter von Finanzdienstleistungen stehen heute vor der grundlegenden Frage, wie sie ihr Leistungsangebot an die veränderten Rahmenbedingungen anpassen müssen und zu welchen Preisen sie diese im Markt anbieten können. Auf diesen Preis/Leistungs-Vergleich und dessen Anpassung soll in der Folge eingegangen werden.

Grundsätzlich kann dabei zwischen der Leistungsdimension und der damit einhergehenden Kosten- bzw. Preisdimension unterschieden werden.

## ...Leistungsdimension...

Um die finanziellen Bedürfnisse eines Kunden abzudecken, benötigt man in der Leistungsdimension zwei Komponenten. Einerseits die Anlageberatung im Sinne des eigentlichen Services und andererseits die verschiedenen Finanzprodukte.

Neben der Betreuungsdauer zeigt sich in der Anlageberatungspraxis, dass die *Service-Komponente* durch folgende fünf Service-Elemente positiv beeinflusst wird (vgl. Illustration «Der 5i-Beratungsservice-Stern»):

- **Interaktionshäufigkeit:** Je häufiger ein Kunde mit seinem Berater Kontakt hat, desto besser kann die Bedürfniserkennung und Leistungserbringung erfolgen.
- **Interpretationsfähigkeit:** Je besser die interpersonellen Fähigkeiten und methodischen Kompetenzen des Kundenberaters sind, desto erfolgreicher wird die vom Kunden wahrgenommene Leistungserbringung.
- **Interaktionsgeschwindigkeit:** Je schneller bzw. reibungsloser eine Nachfrage abgedeckt wird, desto höher die Kundenzufriedenheit.
- **Individualität:** Je persönlicher eine Dienstleistung für den Kunden vorgenommen wird, desto höher der

wahrgenommene Nutzen für den Kunden.

- **Integrationsstärke:** Je besser ein Dienstleister seine Produkte bzw. Produktbausteine zu einer Gesamtlösung für den Kunden integrieren kann, desto grösser ist der gebotene Mehrwert. Ein Beispiel dafür sind Vermögensverwaltungstätigkeiten der Finanzdienstleister. Hier werden Markt-, Produkt- und Unternehmensanalysen, Auswahl der geeigneten Finanzinstrumente sowie deren Umsetzung und Überwachung im Hinblick auf eine optimale Anlagedisposition in einem Paket angeboten.

Die *Finanzprodukt-Komponente* mit ihren unterschiedlichen Bausteinen (Direktanlagen, Kollektivanlagen, Hebel- und Absicherungsprodukte etc.) bieten bei der Dienstleistungserbringung zunehmend weniger Differenzierungsmöglichkeiten. Heute sind die meisten Finanzprodukte der jeweiligen Anbieter einem breiten Anlegerkreis zugänglich. Entsprechend ist bei Schweizer Vermögensverwaltern die «offene Produktarchitektur» weit verbreitet<sup>3)</sup>.

## ...und Preisdimension

Auch bei der Preisdimension können zwei Komponenten unterschieden werden. Einerseits müssen die anfallenden Kosten berücksichtigt werden, andererseits gilt es zu beachten, was der Kunde für die Dienstleistung zu zahlen bereit ist. Die Differenz zwischen den Kosten und den Marktpreisen ergibt schliesslich die Marge für den Dienstleistungserbringer.

- Die *Kosten* in der Anlageberatung werden grundsätzlich durch die Personal- und Sachkosten bestimmt. Dabei spielen Grössenvorteile, sogenannte Skaleneffekte, oft eine wichtige Rolle. Insbesondere weisen die IT- und Immobilienkosten, wie auch zum Teil die Marketingkosten (z.B. Mehrjahreskampagnen) oft einen hohen Fixkostencharakter auf. Zudem fallen in der Anlageberatung

vermehrt Kosten für die Umsetzung regulatorischer Anforderungen an. Dass hier vor allem grössere Unternehmen über einen Vorteil verfügen, ist nur bedingt richtig. Zwar profitieren diese bei einem Teil der Sachkosten, welche effektiv Fixkosten sind, doch sind diese nur bis zu einer bestimmten Grössenordnung effektiv fix. So unterliegen z.B. Immobilien- und EDV-Investitionen auch gewissen Losgrössen und ihr Fixkostencharakter lässt sich nicht beliebig skalieren (sogenannte Sprungfixkosten). Zum anderen sind viele andere Kosten im Sachkostenbereich und insbesondere im Personalbereich eher variabel im Charakter. Daraus leitet sich ab, dass jeder Dienstleistungsanbieter sein individuelles Optimum definieren muss, welches aus der Kombination von Dienstleistungs-Angebot und Produkt-Umfang besteht.

- Neben der Kostenseite gilt es die *Marktseite* zu berücksichtigen. Diese ist einerseits durch die Nachfrage (und deren Zahlungsbereitschaft) und andererseits durch die Konkurrenzsituation geprägt. Je grösser die Konkurrenz bei vergleichbarer Leistung, desto tiefer der Preis für den Kunden. Dabei ist die Konkurrenz auf der Abwicklungsseite von Transaktionen über die Jahre dank der Technologie rasant angestiegen; diese kann aber naturgemäss im Beratungsbereich nur bedingt einen Service anbieten.

Die eingangs erwähnte zunehmende Preistransparenz führt speziell in der Anlageberatung zu einem neuen Spannungsfeld. Im Vergleich zu anderen Beratungsdienstleistern, z.B. Rechts-, Steuer- und Vorsorgeberatung, wo eine Honorarabrechnung der Beratung folgt, ist dies bei der Anlageberatung ausgeblieben. Der Grund dafür liegt in der vorwiegend indirekten Bezahlung für diese Dienstleistung, denn die transaktionsabhängigen Gebühren (z.B. Courtage) decken die anfallenden Kosten nur ungenügend ab. Im Fall, wo eine Anlageberatung zu keiner Finanztransaktion führt, bleibt diese Einnahmequelle trotz geleisteter Dienstleistung gänzlich aus. Diese fehlende

## Der 5i-Beratungsservice-Stern



Erklärung: In der Anlageberatungspraxis zeigt sich, dass die Service-Komponente durch Interaktionshäufigkeit, Interpretationsfähigkeit, Interaktionsgeschwindigkeit, Individualität und Integrationsstärke positiv beeinflusst wird.

finanzielle Abgeltung des Dienstleisters wurde bis anhin meist durch indirekte Rückvergütungszahlungen von Produkthanbietern (sogenannte Retrozessionen) kompensiert.

### Auswirkungen auf die zukünftige Anlageberatung

Welche Auswirkungen hat dies alles auf die zukünftige Anlageberatung? Anbieter von Anlageberatung müssen sich diesem Wandel stellen und eine oder mehrere der folgenden Handlungsalternativen angehen:

1. Sie können auf der Leistungsseite die Servicekomponente erhöhen oder reduzieren, mit entsprechender Auswirkung auf die Kosten- und Preiseseite.
2. Sie können auf der Produktseite das Angebot vergrössern oder verkleinern und somit eine für sie optimale Kostenstruktur erlangen.
3. Sie können mittels Standardisierung der Leistungserbringung eine möglichst hohe Effizienz erlangen. Dabei gilt es, die oben erwähnten Elemente des Service-Sterns gut zu berücksichtigen, da diese teilweise die Standardisierungsmöglichkeiten begrenzen.
4. Sie müssen schliesslich ihr Vergütungsmodell neu überdenken und an die Marktgegebenheiten anpassen.

Zusammenfassend kann festgehalten werden, dass jene Dienstleistungsanbieter den Wandel in der Anlageberatung erfolgreich meistern werden, welchen es gelingt, eine transparente Dienstleistung anzubieten, die den individuellen Anforderungen der Kunden möglichst kostenoptimal begegnet.

Neben den Anbietern müssen sich aber auch die Nachfrager (Anleger) diesem Wandel stellen. Die gewonnene Transparenz bedingt, dass man sich zunehmend aktiv für oder gegen gewisse Dienstleistungen mit ihren entsprechenden Preisen entscheiden muss. Für die Anlageberatung bedeutet dies, dass die bis anhin indirekte und oft quasi als «kostenlos» wahrgenommene Finanzierung der Dienstleistung möglicherweise der Vergangenheit angehört.

1) Beispiele für Social Community Trading Plattformen:

[www.ayondo.com](http://www.ayondo.com)  
[www.wikifolio.com](http://www.wikifolio.com)  
[www.etoro.com](http://www.etoro.com)

2) Im Finanzumfeld sind dies z.B.

[www.moneypark.ch](http://www.moneypark.ch)  
[www.mydepotcheck.com](http://www.mydepotcheck.com)

3) Siehe z.B. Onlineauftritte

der folgenden Banken:  
[www.llb.li](http://www.llb.li)  
[www.ubs.com](http://www.ubs.com)  
[www.valartisbank.ch](http://www.valartisbank.ch)

[luc.schuurmans@banklinth.ch](mailto:luc.schuurmans@banklinth.ch)  
[www.banklinth.ch](http://www.banklinth.ch)

# LLB lanciert wegweisende Online-Plattform für Intermediärkunden

Im November hat die Liechtensteinische Landesbank (LLB) ihre neue Online-Plattform «LLB Xpert views» lanciert. Die LLB intensiviert damit die Zusammenarbeit mit ihren Intermediärkunden. Das neue Informationsportal richtet sich primär an unabhängige Vermögensverwalter, Fondsleitungen, Fondspromotoren und Treuhänder. «LLB Xpert views» ist als virtuelle Plattform konzipiert und stellt Intermediärkunden der LLB schergewichtig Expertenwissen aus den Bereichen Investment, Recht und Steuern zur Verfügung. Die neue Plattform soll den Erfahrungsaustausch zwischen der LLB und Intermediären fördern und letzteren aktive Hilfestellung in der Bewältigung aktueller Herausforderungen bieten.



**Urs Müller**

Leiter Division Institutional Clients  
Liechtensteinische Landesbank AG  
und Initiant von «LLB Xpert views»

Die internationalen Finanzmärkte machen es auch Intermediären und institutionellen Anlegern nicht leicht: Zwar zeigen sich die Märkte fünf Jahre nach Ausbruch der Finanz- und Schuldenkrise wiedererstartet und der MSCI Welt strebt seinem alten Höchststand von 2007 entgegen. Doch die letzten vier Jahre waren auch geprägt von regelmässig wiederkehrenden sommerlichen Kurseinbrüchen. Diesen Sommer allerdings – trotz steigender langfristiger Zinsen und Syrienkrise – in deutlich bescheidenerem Ausmass.

Für Intermediäre und Institutionelle gehören finanzielle Beratungs- und Serviceleistungen von Banken zu den entscheidenden Erfolgsfaktoren. Im Vorteil ist, wer sich angesichts der

immer volatileren Finanzmärkte auf einen leistungsfähigen Partner verlassen kann. Die LLB begleitet Intermediäre und institutionelle Anleger seit vielen Jahren mit einem hochwertigen Leistungsangebot. Sie ist bestens vertraut mit den Strukturen und Besonderheiten im institutionellen Geschäft und verfügt über ein breites Expertenwissen. Um den steigenden Kundenanforderungen gerecht zu werden, entwickelt sie laufend neue Lösungen, die auf ihrer ganzheitlichen Finanzkompetenz aufbauen.

## Vorhang auf für «LLB Xpert views»

Jüngstes Beispiel für die Innovationskraft der traditionsreichsten Liechtensteiner Bank ist die integrierte Plattform «LLB Xpert views». Auf dieser bündelt die LLB ihr Informationsangebot und Expertenwissen für Intermediäre und Institutionelle, um diese möglichst zeitnah und umfassend zu betreuen. Die Premiere der neuen Online-Plattform fand kürzlich im Rahmen eines offiziellen Lancierungs-Events statt. Am Hauptsitz der LLB in Vaduz wurde einem ausgewählten Kundenkreis die Idee, die hinter «LLB Xpert views» steht und der Mehrwert des neuen Portals im Detail vorgestellt.

«Die neue Plattform ermöglicht institutionellen Kunden und Intermediären – im Sinne eines einzigartigen Informations-Pools – raschen Zugang zu fundiertem Expertenwissen aus den Bereichen Investment, Recht und Steuern», erläuterte Urs Müller, Leiter der Division Institutional Clients. Davon konnten sich die geladenen Gäste gleich vor Ort überzeugen, indem sie

bei ihrem ersten Log-in auf den bereitgestellten Tablets erste praktische Erfahrungen sammelten.

## Vorsprung durch Wissen

Wer heute Anlageentscheidungen treffen muss, tut sich leichter, wenn er diese mit fundiertem Wissen untermauern kann. Als strategischer Partner institutioneller Kunden nehmen die Spezialisten der LLB Segment- und Marktentwicklungen auf und bilden auf «LLB Xpert views» entsprechende Handlungsperspektiven ab. Mit Fokusthemen sowie spezifischen Beiträgen zu aktuellen Entwicklungen aus dem regulatorischen und steuerlichen Umfeld profitieren Vermögensverwalter, Treuhänder, Fondspromotoren und Fondsleitungen von einem entscheidenden Wissensvorsprung.

Zu den besonderen Features von «LLB Xpert views» gehört unter anderem ein kapitalmarktnahes Research, übersichtlich dargestellt nach Branchen, Märkten und Vermögensklassen – inklusive makroökonomischer Analyse. Ergänzend dazu finden sich Auswahllisten zu verschiedenen Anlageklassen für eine zielführende Strukturierung des Wunschportfolios.

## Schritthalten mit regulatorischen Entwicklungen

«LLB Xpert views» unterstützt Intermediäre und institutionelle Kunden der LLB in der Einhaltung der neusten regulatorischen Bestimmungen. Die Kunden erhalten einen umfassenden Überblick über die wesentlichen aktuellen Entwicklungen an der regulatorischen Front. Dies mit dem Hinweis, für welches Kundensegment welche Bestimmungen relevant sind bzw. sein werden. Ergänzend werden auf dem

neuen Online-Portal ausgesuchte internationale Rechts- und Steuerentwicklungen in Form von Schwerpunktthemen aufgegriffen und übersichtlich dargestellt.

#### Die Zukunft ist vernetzt

Gerade für Intermediäre sind der Know-how-Transfer und die stärkere Vernet-

zung mit externen Partnern besonders wichtig. Genau diese Möglichkeiten soll das Online-Portal «LLB Xpert views» bieten. Es gewährt auch Zugang zu bislang nur bankintern aufbereiteten Informationen. Einblick in Expertenwissen und Effizienzsteigerung sind der zentrale Nutzen von «LLB Xpert views». In einer zweiten Aus-

baustufe steht bei «LLB Xpert views» vermehrt der Vernetzungsgedanke im Fokus. Es sollen virtuelle Begegnungsräume entstehen, welche die digitale Welt mit der klassischen verbinden und dadurch Synergien schaffen.

*markus.buechel@llb.li*

*mario.beck@llb.li*

*www.llb.li*



**Asset Management**

**FUCHS Performance Projekt II**  
Dr. Jörg Richter und Verlag FUCHSBRIEFE

**Platz 2**  
von 31 Teilnehmern  
nach einem Jahr (Stand: 30.6.2013)

DR. RICHTER IQF Verlag FUCHSBRIEFE

## Ausgezeichnet beraten

Unsere Spitzenposition im «FUCHS Performance Projekt» zeigt: Erfolgreiche Kapitalanlage ist kein Zufall.

Dank attraktiven Strategiefonds, einem systematischen Investitionsansatz und einer risikooptimierten Umsetzung belegen wir den zweiten Rang im Performance-Test für Vermögensverwalter.

Wir freuen uns über diese Auszeichnung und nehmen sie als Ansporn, Ihnen auch weiterhin mit Engagement zur Seite zu stehen.

Mehr Informationen unter: [www.llb.li/auszeichnungen](http://www.llb.li/auszeichnungen)

# Willensvollstreckung – Aktuelle Praxis 2012/2013

Am 8. Schweizerischen Erbrechtstag 2013 habe ich über die Gerichtspraxis 2012/2013 sowie in diesem Zeitraum erschienene Literatur berichtet.



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

## Einsetzung (Art. 517 ZGB)

Nachdem der Gesetzgeber am 1.1.2006 erlaubte, dass auch die Errichtung einer Stiftung durch Erbvertrag erfolgen kann, bleibt die Ernennung eines Willensvollstreckers noch der einzige Inhalt, welchen der Erblasser *nur durch einseitige letztwillige Verfügung* anordnen kann. Bornhauser (Der Ehe- und Erbvertrag, Zürich 2012, N 565) fragt sich deshalb, ob dies noch gerechtfertigt sei. Breitschmid (Basler Kommentar, Art. 494–497 ZGB N 11) hat sich schon ähnlich geäußert und hinzugefügt, dass es vom Inhalt her eher verständlicher wäre, wenn man von der Enterbung verlangen würde, dass sie nur einseitig angeordnet werden könne.

## Verschollenerklärung

Im Berner Kommentar zur ZPO vertritt Takei (Art. 21 ZPO N 6) die Ansicht, dass der Willensvollstreckter nicht berechtigt sei, eine Verschollenerklärung des (potenziellen) Erblassers zu beantragen. Der dabei zitierte BGE 90 II 376 lässt diese Frage offen und deutet eher Zustimmung an. M.E. hat der Willensvollstreckter ein berechtigtes Interesse und ist dazu auch legitimiert.

## Vermächtnis (Art. 484 ZGB)

Das Kantonsgericht Waadt hat im Urteil C009.018336 vom 29.11.2011 bestätigt, dass Vermächtnisnehmer ihren Anspruch *direkt gegenüber dem Willensvollstreckter geltend machen* können und zwar auch dann, wenn die Erben unter sich noch im Streit sind über die genauen Anteile.

## Teilungsplan

Cotti (Commentaire Stämpfli, Art. 518 N 172 ff.) schlägt vor, dass man dem Willensvollstreckter eine Klage auf *Durchsetzung seines Teilungsplans* zugestehen solle. Dafür gibt es im ZGB aber keine Grundlage und es widerspricht der bisherigen Lehre und Rechtsprechung. In Deutschland hat der Testamentsvollstreckter tatsächlich vergleichbare Befugnisse, dort gibt es in § 2204 BGB aber eine genügende gesetzliche Grundlage.

Mit der Einführung der Schweizerischen Zivilprozessordnung am 1.1.2011 wurde auch § 215 Ziff. 29 der früheren Zürcher Zivilprozessordnung aufgehoben. Diese Bestimmung sah vor, dass der Willensvollstreckter den Erben eine *Frist ansetzen konnte, um zum Teilungsplan Stellung zu nehmen*. Diese Bestimmung, welche Basis der früheren «Zürcher Praxis» bildete (Umsetzung des Teilungsplans auch ohne Zustimmung der Erben), hatte allerdings – wie die neuere und heute herrschende Lehre feststellte – keine gesetzliche Grundlage im ZGB und lief somit ins Leere, denn eine fehlende oder abweisende Antwort eines Erben hatte keine Konsequenzen.

## Handelsregister

Pichler (Reprax 2012, 24) vertritt die Ansicht, dass man dem Willensvollstreckter Zeit lassen müsse, um einen Nachfolger für den Erblasser als einzigem Verwaltungsrat einer AG beim Handelsregister anzumelden, man müsse *Art. 938b OR* also grosszügig auslegen. Wenn bei einer Gesellschaft ein Organ fehlt, muss dieses nach *Art. 731b OR* ersetzt werden. Wenn diese

Aufgabe dem Willensvollstreckter zufällt, kommt ihm dabei nach Pichler (Reprax 2012, 34) ebenfalls Ermessen zu.

## Honorar (Art. 518 Abs. 3 ZGB)

Das Bundesgericht hat im Urteil 5A\_881/2012 vom 26.4.2013 entschieden, dass die Rückforderung von Willensvollstreckter-Honoraren nur in einem von allen Erben geführten Prozess gelten gemacht werden könne, weil unter den Erben eine sog. *Streitgenossenschaft* bestehe.

In einem anderen Entscheid (BGE 138 III 449 E. 4.2) wird darauf hingewiesen, dass die früher häufig angewendeten *Pauschaltarife nicht mehr zur Anwendung* kommen, weil die kantonalen Anwaltstarife in den letzten Jahren aufgehoben wurden. Eine Praxiskostenanalyse des Zürcher Anwaltsverbandes ergibt, dass bei Anwälten (allgemein) eine übliche Vergütung sich in der Grössenordnung von 250 Franken bis 370 Franken bewegt. Fachspezialisten können einen Zuschlag von bis zu 50% machen.

Wenn jemand vom Willensvollstreckter Honorar zurückfordert, kann er nach einer weiteren Entscheidung des Bundesgerichts (5A\_750/2012 vom 14.1.2013) nicht gleichzeitig auch noch *Schadenersatz* geltend machen.

## Streitwert im

### Aufsichtsverfahren (ZPO)

Im Rahmen von Aufsichtsbeschwerden gegen den Willensvollstreckter ist unklar, wie der Streitwert (welcher für die Verfahrenskosten und Parteientschädigungen massgebend ist) berechnet werden muss. Das Bundesgericht (5A\_599/2012 vom 16.11.2012) hat immerhin klargestellt, dass das *Honorar des Willensvollstreckers für die Festsetzung des Streitwertes nicht massgebend* sei. In der Literatur gab es kürzlich interessante Vorschläge: Wolf/Genna (SPR V/1, § 13 XI. 7.) schlagen 10% des Nachlasswertes vor und Baumann (successio 2013, 12) 10 bis 25% der betroffenen Vermögenswerte. Zum

Vergleich sei erwähnt, dass in Deutschland der BGH (IV ZR 28/03) im Streit um Befugnisse des Testamentsvollstreckers den Streitwert auf 10% des Nachlasses festgesetzt hat, allerdings mit dem Hinweis darauf, dass das Interesse der Erben an einem vollstreckungsfreien Nachlass höher sei.

Das Bundesgericht hat in einem Urteil (5A\_195/2013 vom 9.7.2013) präzisiert, dass nur der Zivilrichter im ordentlichen Verfahren das *Ende einer Willensvollstreckung* feststellen könne, während die Aufsichtsbehörde diese Frage nur vorfrageweise behandeln könne.

Das Kantonsgericht Graubünden (ZK1 12 35 vom 21.8.2012) hatte sich in einem Aufsichtsfall mit der *Rechnungspflicht* des Willensvollstreckers zu befassen und hielt fest, dass dieser das Nachlassvermögen in seinem Inventar nach Aktiven und Passiven gliedern müsse und die Posten vollständig zu erfassen habe. Die einzelnen Posten müsse er zudem genügend dokumentieren (so insbesondere das Honorar eines beigezogenen Anwalts und sein eigenes Honorar).

### Rechtsmittel im Aufsichtsverfahren (ZPO)

In der Vergangenheit haben das Zürcher Obergericht (LF 110053 vom 9.6.2011) und das Kantonsgericht St. Gallen (BS.2012.2 vom 11.4.2012) unterschiedliche *Rechtsmittel bei der Anfechtung eines Entscheids der Aufsichtsbehörde* angewendet. Während das Rechtsmittel im Zürcher Fall nach kantonalem Recht bestimmt wurde (Aufsichtsbeschwerde), wurde das Rechtsmittel im St. Galler Fall gestützt auf die Schweizerische Zivilprozessordnung (Berufung bzw. Beschwerde) angewendet. Es stellt sich nun die Frage, ob diese Entscheide richtig seien. Severin Walz hat sich unter anderem mit dieser Frage in einer Masterarbeit an der Universität Zürich zum Thema «Die Aufsicht über den Willensvollstreckter – Behörden und Verfahren» auseinandergesetzt. Er kommt zum Schluss, dass nach der herrschenden Lehre die Rechtsmittel nach der ZPO zu bestimmen seien, wenn ein Gericht als Aufsichtsbehörde tätig ist. Dies traf in beiden genannten Fällen zu (ZH:

Einzelgericht / SG: Kreisgericht). Somit ist der Entscheid des Zürcher Obergerichts zu beanstanden. Dieses Ergebnis wird in einem neusten Entscheid des Kantonsgerichts Graubünden (ZK1 12 35 vom 21.8.2012) bestätigt, in welchem ebenfalls die Berufung (Art. 308 ZPO) als Rechtsmittel verwendet wurde.

### Prozessstandschaft

Im Urteil 4A\_134/2012 vom 23.5.2013 hat das Bundesgericht einmal mehr zur Prozessstandschaft Stellung bezogen, also zur Frage, wie der Willensvollstreckter die Interessen der Erben am Nachlass im Prozess wahrnehmen müsse. Es bestätigte, dass der Willensvollstreckter «*en son propre nom*» auftreten müsse. Obwohl die üblicherweise verwendete Bezeichnung «als Willensvollstreckter im Nachlass X» eine Fremdbeziehung anzeigt, liegt kein Handeln in fremdem Namen vor, denn der Willensvollstreckter muss die einzelnen betroffenen Erben nicht bezeichnen und handelt deshalb aus eigenem Recht.

### Unentgeltliche Rechtspflege

Bühler hat im neuen Berner Kommentar zur ZPO (Art. 117–123 ZPO N 23) die Frage aufgeworfen, ob der Willensvollstreckter unentgeltliche Rechtspflege in Anspruch nehmen könne. Nach der Feststellung, dass diese Frage noch nicht geklärt sei, vertritt er die Meinung, dass dies *durchaus vorstellbar* sei und zwar dann, wenn der Nachlass nicht über die notwendigen Mittel verfüge. Ein solcher Fall dürfte allerdings nicht allzu häufig vorkommen.

### Betreibungsverfahren

Im Rahmen eines Betreibungsverfahrens hat sich das Bundesgericht (4A\_145/2012 vom 19.9.2012) mit der bisher noch nicht geklärten Frage auseinandergesetzt, ob die *Genehmigung einer Handlung der Erben durch den Willensvollstreckter rückwirkende Kraft* habe. Das Bundesgericht konnte leider nur festhalten, dass die kantonale Instanz dies bejaht habe und das Bundesgericht dies aus prozessualen Gründen nicht überprüfen könne. Eine solche rückwirkende Kraft (welche auch etwa bei Art. 39 OR in anderem Zusam-

menhang vorgesehen ist), wäre zu begrüssen.

### Schiedsfähigkeit

Im neuen Berner Kommentar zur ZPO befasst sich Wenger (Art. 354 ZPO N 12) mit der Schiedsfähigkeit von erbrechtlichen Anordnungen. Dabei vertritt er die Meinung, dass das *Aufsichtsverfahren gegen den Willensvollstreckter* ein Akt der freiwilligen Gerichtsbarkeit sei und es keiner Erörterung bedürfe, dass dieses nicht schiedsfähig sei. Diese Frage wurde in Deutschland kontrovers diskutiert. Das OLG Karlsruhe hat in einem Entscheid vom 28.7.2009 die Entlassung eines Testamentsvollstreckers für nicht schiedsfähig gehalten. Muscheler (ZEV 2009, 317) hat mit überzeugenden Argumenten die gegenteilige Meinung vertreten, welcher ich mich anschliesse.

Sehr wertvoll sind die von Wenger (Berner Kommentar ZPO, Art. 354 ZPO N 12) aufgezeigten Möglichkeiten, wie in Erbsachen *Schiedsvereinbarungen* abgeschlossen werden können: Der Erblasser kann mit den Erben eine solche Vereinbarung abschliessen (im Erbvertrag), der Erblasser mit dem Willensvollstreckter (Erbvertrag), die Miterben unter sich (nach dem Ableben des Erblassers), Erben und Vermächtnisnehmer (wenn es um die Ausrichtung von Vermächtnissen geht) und schliesslich Erben und Dritte (wenn es um Streitigkeiten über Nachlassgüter geht).

Noch nicht ganz geklärt ist die Frage der Bindungswirkung von einseitigen *Schiedsklauseln in Testamenten*. Wenger (Berner Kommentar, Art. 354 ZPO N 12) hält fest, dass solche Klauseln jedenfalls gegenüber Erben (ohne Pflichtteilerben), Vermächtnisnehmern und Willensvollstreckern verbindlich seien. Pflichtteilerben sollte man beim gegenwärtigen Stand der Diskussion durch eine Vereinbarung in ein Schiedsverfahren einbinden. Hier sei einmal mehr darauf hinzuweisen, dass in der Schweiz ein Verein besteht, welcher sich solchen Fragen annimmt: Schweizerischer Verein Schiedsgerichtsbarkeit in Erbsachen (SVSE – [www.schiedsgerichte-erbsachen.ch](http://www.schiedsgerichte-erbsachen.ch)).

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

# Finance 2.0: Nützlich oder schädlich?



Von Dr. Gérard Fischer  
CEO Swisscanto

Wie die meisten von uns haben Sie wahrscheinlich auch schon Bankgeschäfte online getätigt. Das Bezahlen von Rechnungen oder das Aufgeben von Börsenaufträgen online ist praktisch, unabhängig von Schalterzeiten und deshalb schon stark verbreitet. Online Banking wird zunehmend geräteunabhängig und funktioniert auch auf Smart Phones oder Tablets. Zusätzliche Geschäfte, wie der Abschluss von Hypotheken, können heute ebenfalls über das Internet abgeschlossen werden. Mit dem Angebot nimmt auch die Nutzung zu. Der Trend zu Finance 2.0, wie das im Fachjargon heisst, ist da. So zeigt eine Umfrage der Unternehmensberatung Roland Berger zum künftigen Bankgeschäft mit Retail-Kunden, dass in Deutschland mehr als 3/4 der befragten Banken erwarten, bereits im Jahr 2015 mehr als 20% ihrer Erträge aus den digitalen Kanälen generieren zu können. In der Schweiz rechnet die Mehrheit der Befragten damit, dass die neuen Kanäle bis 2015 höchstens 10% der Erträge ausmachen werden.

## Online Banking – Restrisiko bleibt

Im Online Banking haben wir über die Jahre verschiedene Zugriffssysteme mit zunehmender Komplexität kennengelernt, immer mit dem Ziel, die Sicherheit zu er-

höhen. Doch auch ein sorgfältiger Umgang mit Passwörtern bietet keine Schutzgarantie. Die Banken zeigen sich bei offensichtlichen Missbräuchen durch Dritte meistens kulant, aber das Risiko von unbefugten Zugriffen hat zugenommen.

## Soziale Medien

### im Finanzbereich nehmen zu

Eine weitere Chance und gleichzeitig eine Herausforderung für die Banken sind die sozialen Medien wie Facebook oder Twitter. Für das ganze PR- und Reputationsmanagement stellen diese Medien eine neue Herausforderung dar, während sie für die Geschäftsbeziehungen eine Chance bedeuten, näher am «Puls» der Leute und damit der potenziellen Kunden zu sein und auf effiziente Art und Weise mit vielen Kunden gleichzeitig kommunizieren zu können. Bereits gibt es «Mitmachbanken», wo die Web-Community stärker einbezogen wird und zum Teil sogar in Fragen der Strategie und der Produkte mitreden kann. Nutzer entscheiden dann, ob sie ein Produkt gut finden und können «Empfehlungen» mit «I like» abgeben. Die Nutzung der «Schwarmintelligenz» tönt verlockend, verspricht sie doch, «die Weisheit der Vielen» für jeden Nutzer verfügbar zu machen. So faszinierend die Idee solcher «basisdemokratischer» und «unabhängiger» Plattformen auch ist, stellen sich dennoch verschiedene Fragen.

## Social Media in der Beratung

Ein neues Geschäftsmodell, das die «Schwarmintelligenz» nutzen will, nennt sich Social Trading. Die Funktionsweise: Private Trader stellen ihre Handelsstrategie vor. Andere Anleger können diese Strategie dann selbst über ihre Bank umsetzen und die gleichen Titel kaufen bzw. verkaufen. Die Teilnehmer machen ihre Anlageentscheidungen öffentlich, und alle können sehen, welche Strategie am meisten Erfolg hatte. Als Follower kann man auch passiv die Strategien verfolgen und nachbilden. In diesem System sollen nur die besten Handelsstrategien überleben. Soweit die Theorie. In der Praxis gibt es aber Vorbehalte.

## Auch für die neuen Medien wird es Regeln brauchen

Mehrere Missbrauchsmöglichkeiten sind dabei denkbar: Analog wie beim Reiseportal Tripadvisor besteht die Gefahr, dass die Anzahl der Follower künstlich erhöht wird. Auch kann es sein, dass ein Trader mit vielen Followern Titel verkauft mit der Absicht, Gewinne zu erzielen, wenn andere später den gleichen Titel kaufen. Dies dürfte vor allem bei illiquiden Anlagen funktionieren, weil wenige Käufe bereits einen Kurseffekt auslösen können. Ausserdem ist es möglich, dass ein Anleger eine riskante Strategie nachvollzieht, obwohl er die Risiken nicht versteht, weil er weniger Fachkenntnisse und Informationsmöglichkeiten hat.

Ein (guter) Grund, weshalb der Finanzsektor so stark reguliert ist und weiter reguliert wird, sind die Missbräuche, die es immer wieder gegeben hat. Sei dies von Journalisten oder Analysten, die ihre Titelempfehlungen vorher gekauft haben (Front-Running), sei es falsche Aufklärung über Risiken (z.B. Gegenpartei-risiken bei strukturierten Produkten), Empfehlungen für marode oder illiquide Firmen etc. etc.

## Nutzen, aber gezielt

Nutzer solcher Plattformen müssen sich bewusst sein, dass diese Informationsnetzwerke weder reguliert noch überwacht sind, und wie die Erfahrung zeigt, auch die Regulierung nicht vor Missbräuchen schützt. Grundsätzlich sollte man den gesunden Menschenverstand walten lassen. Wie bei den Reisebewertungssystemen gilt: Sie sind nützlich, wenn man sie mit Bedacht einsetzt. So auch bei Finance 2.0 und allen neuen Ideen, die in den nächsten Jahren lanciert werden. Service und Kundenorientierung, darin sind sich Experten einig, werden aber bei den Kunden weiterhin an erster Stelle stehen. So wurden Private-Banking-Kunden in einer Umfrage nach den Gründen für einen Wechsel ihres Finanzdienstleisters gefragt. Der meistgenannte Grund: Die Kunden hatten von ihrer Bank keinen Rückruf erhalten!

[gerard.fischer@swisscanto.ch](mailto:gerard.fischer@swisscanto.ch)  
[www.swisscanto.ch](http://www.swisscanto.ch)

# Fonds & Asset Management

## Von Bundesbrief und Unabhängigkeitserklärung zur AIFMD oder das exponentielle Seitenwachstum

Editorial von Markus Fuchs, Geschäftsführer Swiss Funds & Asset Management Association SFAMA



Der Rütlichschwur ist ein Element einer Erzählung aus dem 15. Jahrhundert, die im Zug der Entstehung moderner Nationalstaaten zu einem Schweizer Nationalmythos ausgebaut wurde. Demnach schlossen Vertreter von Uri, Schwyz und Unterwalden auf dem Rütli, einer Wiese am Vierwaldstättersee, per Eid einen gegen die Habsburger «bösen Vögte» gerichteten Bund. Ab der zweiten Hälfte des 16. Jahrhunderts vermischte sich diese Geschichte einer ersten Verschwörung mit der Vorstellung, der Bund sei schriftlich gefasst und besiegelt gewesen. Ende des 19. Jahrhunderts wurde eine auf Anfang August 1291 datierte Urkunde als «Bundesbrief» in den Rang eines «Gründungsdokuments» der Eidgenossenschaft erhoben.

In der Unabhängigkeitserklärung der Vereinigten Staaten von Amerika proklamierten die 13 britischen Kolonien in Nordamerika am 4. Juli 1776 ihre Loslösung von Grossbritannien und ihr Recht, einen eigenen souveränen Staatenbund zu bilden. Der grösstenteils von Thomas Jefferson verfasste und vom Zweiten Kontinentalkongress verabschiedete Text stellt die Gründungsurkunde der USA dar.

Beide Papiere bestechen durch ihre Kürze: Sowohl der Bundesbrief wie auch die Unabhängigkeitserklärung füllen je eine Seite Text.

Am 30. April 2009 verabschiedete die EU-Kommission einen 54seitigen Entwurf für die Ausarbeitung einer Richt-

linie, welche Hedge Fund Manager in ihren Freiheiten beschränken sollte (AIFM-Richtlinie). Der am 27. Oktober 2010 veröffentlichte finale Entwurf des Rates beinhaltet 210 Seiten, die darauf basierenden Umsetzungsmassnahmen 500 Seiten. Derzeit werden die Umsetzungsmassnahmen in den EU-Mitgliedstaaten in nationales Recht gegossen, was wiederum einige Tausend Seiten beanspruchen dürfte.

Zentraler Unterschied zwischen der AIFM-Richtlinie und den eingangs beschriebenen historisch bedeutsamen Dokumenten ist wohl, dass letztere eine Loslösung von bestehenden Zwängen beabsichtigen und die AIFM-Richtlinie genau das umgekehrte Ziel verfolgt, nämlich die Geldverwalter in eine engere (Zwangs-)Jacke zu stecken. Im Nachgang zur Finanzkrise wurde versucht, die «bösen» Hedge Funds, die im Gegensatz zu den Banken mit Ausnahme von LTCM (1998), nie staatlich unterstützt und gerettet werden mussten, zu zügeln. Möglichst eng und vor allem einheitlich sollten die alternativen Anlagen und deren Manager mit dicken Gesetzesbüchern reguliert werden.

Die Regulierungsbemühungen mögen im Einzelfall berechtigt sein, aber ob das anvisierte Ziel der Reduktion der «Systemrisiken» erreicht werden wird, lässt sich heute noch nicht beurteilen. Auf jeden Fall macht die AIFM-Richtlinie die Anlagestrategien weniger flexibel und damit das System homogener sowie die Modelle einheitlicher. Dadurch mag der Einzelfonds weniger «gefährlich» sein, jedoch wird dadurch das Gesamtsystem eher destabilisiert. Denn eine einheitliche und über Tausende von Seiten regulierte Fondsindustrie führt potenziell zu einem synchronisierten Verhalten, welches im Fall einer falschen Ausrichtung in viel höhere Systemrisiken mündet.

Unbestritten ist, dass die Komplexität und der Umfang der Gesetzesgrundlagen seit dem Rütlichschwur und der Unabhängigkeitserklärung unaufhaltsam und exponentiell gewachsen sind. Es ist zu wünschen, dass Gesetzgeber, Regulatoren, aber auch die Industrie und ihre Interessenverbände inskünftig weniger Wert darauf legen, möglichst umfangreiche Regelwerke zu erstellen, und stattdessen die Energie und die Zeit wieder vermehrt dafür verwenden, langfristige Strategien auszuhandeln, die Anleger und Systeme tatsächlich schützen. Die Vereinheitlichung und Homogenisierung dürfte nicht in jedem Fall der Weisheit letzter Schluss sein.

office@sfama.ch  
www.sfama.ch

# Multi-Asset Total-Return Investing



*By Valentijn van Nieuwenhuijzen  
Head of Strategy, Multi Asset  
ING Investment Management*

In today's environment of low rates and investor behavior that is driven both by fundamentals as well as sentiment, an actively managed multi-asset total-return strategy can help deliver attractive returns while at the same time avoiding large drawdowns. A multi-asset total-return investment approach typically provides diversified exposure and dynamically allocates across assets that behave differently in different market environments. Returns generated by such a strategy are less dependent on single asset classes and often less benchmark oriented. As such, a multi-asset total-return strategy can serve well as the core of investors' portfolios who have the need for attractive and stable total returns and are not concerned with benchmark comparisons,

but focus on achieving a certain target return. The objective of a total-return solution is to generate attractive returns over time and in different market circumstances without being restricted by specific benchmark constraints. Total-return strategies target returns over cash, whereby the targeted excess return being a function of the available risk budget.

#### **Timing skills can add value**

Returns for different asset classes significantly differ over time (see chart). The dispersion in returns implies attractive investment opportunities for multi-asset investors that have the skills to allocate to the performing asset classes at the right time. Dynamic Asset Allocation (DAA) adjusts the asset mix in a portfolio in an attempt to profitably exploit the value-add potential arising from differences between asset classes and markets. In the same

way as investors benefit from diversifying their portfolio over many asset classes, we are convinced that diversification over various alpha-generating strategies (top-down, bottom-up) will increase the return that can be generated for a given amount of risk.

It goes without saying that top-down asset allocation is a challenging task in today's rapidly changing environment which is more interlinked than ever. Responding quickly to changes in fundamentals or behavior is essential to add value by top-down asset allocation.

#### **View generation and the never-ending need to generate new knowledge**

Our knowledge of how the economy and markets work has increased considerably in the past few decades, but new developments always create new uncertainties. The credit crisis impinged on the fundamentals of the market economy. Quantitative models developed to convert uncertainties into measurable risks have created imaginary certainties. Under the influence of human emotions, particularly fear and greed, markets appear to be gripped by herd-like behavior and disruptions. Emotions can have such a radical influence that markets can no longer function. Due to the credit crisis, the results of economic research on efficient market theory as a source of knowledge have come under heavier pressure.

#### **Investor and markets behavior increasingly drives returns**

ING IM's tactical asset allocation approach is different from the way it was before the credit crisis in a number of ways. There are major imbalances in the global economy, so it is consequently less able to absorb any shocks that may occur, such as a financial crisis or a sharp rise in oil prices. Economic cycles have become shorter as a

## Returns for different asset classes significantly differ over time

Yearly Asset Class Performance (in Euro)													
	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Cash	4.3	4.6	3.4	2.4	2.1	2.2	3.0	4.1	4.5	1.0	0.5	1.2	0.4
Corporate Credits	6.2	6.4	8.5	6.8	7.5	4.0	0.5	0.0	-3.8	15.7	4.7	1.5	13.6
EMD (HC)	12.8	-0.4	16.0	22.5	12.0	9.2	7.6	4.7	-13.5	29.4	11.6	7.4	16.8
Global HY	-9.1	1.0	-0.1	30.0	12.3	3.0	8.4	0.2	-28.8	65.4	13.6	2.9	17.7
Euro Treasury (AAA)	7.2	5.4	9.6	4.0	7.3	5.3	-0.2	1.7	11.3	2.8	4.6	7.1	7.5
Global Equities	-7.3	-12.3	-32.0	10.7	6.5	26.2	7.4	-1.7	-37.6	25.9	19.5	-2.4	14.0
Emerging Equities	NA	2.7	-20.4	29.6	16.5	54.4	18.2	25.7	-50.9	72.9	27.1	-15.7	16.4
Commodities	40.9	-15.1	6.7	3.6	0.6	39.9	-8.4	5.1	-32.7	15.8	25.3	-10.6	-2.8
Real Estate (US)	20.1	13.2	-9.5	-8.9	6.1	37.5	4.6	4.8	-2.2	-19.0	21.3	17.8	8.6
Best-Worst	49.9	28.3	48.0	38.9	15.9	52.2	26.6	27.4	62.2	92.0	26.6	33.5	20.5

Source: ING IM, data as of end of December 2012

consequence. If you want to beat the market, you need to be quick to respond to opportunities that arise. Due to the greater vulnerability of the economy, opportunities can soon disappear. Risks can quickly increase. This does not mean that the longer term can be ignored, but that more attention is given in recent years to current dynamics in the market and to factors that explain investor behavior.

Some examples of information which gained more weight in our process are: What are the empirical trends in a market? Which investors operate in a market, are dominant and what is their role? In what direction are global capital flows moving? Are cash holdings larger than average?

Getting to know a market as closely as possible and to understand the emotion that is in the market is essential. Relying largely on innovative proprietary research, both quantitative and qualitative of nature, we have been able to adapt to changing circumstances in global markets and added value to our clients' multi-asset portfolios. Using fundamental analysis remains important, but decision-making processes based on market evolution and behavior need to weigh heavier than in the past.

### Take as many informed positions as possible

The market risks have decidedly increased in recent years, but if we only looked at the risks, we would have little chance of succeeding in adding value for our clients. Of course we keep a close eye on the risks, but we don't ignore the opportunities either. Apart

from paying more attention to behavioral factors, we also include more different tilts in our portfolios. We remain alert and quickly wind down our positions if our analyses suggest that it is necessary. Because the cycles have become shorter and at the same time more vulnerable to shocks, our tactical asset allocation is geared to the shorter term.

An important element of our current tactical allocation is that we can take positions in a much wider range of categories and subcategories than was the case a few years ago. We no longer take only equity positions versus fixed income securities. Depending on our analyses of the market situation and the fundamentals, we also bet on real estate stocks, commodities and commodity subgroups, such as precious metals and industrial metals, and – more specifically – on a particular metal, gold for instance. We can also take positions in equity sectors and equity regions and in the higher risk fixed-income categories, such as (high yield) corporate bonds, and in currencies.

The more positions we take based on our analyses, the greater is the chance that we will outperform our benchmark or our targeted return and thus earn money (or limit the loss) for our clients. All in all, the current investment process offers many more options for focusing on specific sections of the market in order to make use of the opportunities that we see. We can also underweight the parts of a market in which we see above-average risks. That gives us plenty of opportunities to spread the risks and to beat our benchmark or safeguard returns.

### Take risk when you can expect to be rewarded

We all know that in investing there is no way to earn a return without also bearing the risk that goes along with it. In "traditional" investment products that are closely linked to a benchmark, the risk in a portfolio will be mainly driven by the market risk in the benchmark. As such, portfolio risk is a derivative of market risk and fluctuates heavily. We strongly believe it makes more sense to take the risks if you believe the pay-off is attractive. In other words, investors should increase the risk in their portfolios if they believe there are more opportunities around and reduce the risk if they believe opportunities are less abundant. If expectations do not change, the risk budget should be kept constant instead of fluctuating with the market.

Being conscious about risk also needs an acceptance of the uncertainty in your measure of it and a strong objective to be as forward looking as possible. In this respect it is key to realize that underestimating risk is worse than overestimating it. Instead of relying only on historical data, it is essential to realize that all risky assets move south when a crisis breaks loose. The diversification effect that normally lowers portfolio volatility is typically never there when you need it most. A dynamic asset allocation process built around a well defined risk framework can help investors navigate through these challenging times.

valentijn.van.nieuwenhuizen@  
ingim.com  
www.ingim.ch

# Ein quantitativer Ansatz für fundamentale Anlagen



**Von Michael Petersen**  
Head of Private Banking  
Jyske Bank (Schweiz) AG

Vor fünf Jahren stand die Jyske Bank vor einer Entscheidung hinsichtlich der Frage, wie sie ihren institutionellen und Privatkunden die beste Anlageberatung bieten könnte. Damals arbeitete die Jyske Bank mit einer auf den Inlandsmarkt orientierten Recherche-Plattform und wollte ihre Serviceleistungen für Kunden mit globalem Anlagefokus verbessern. Die Frage war, ob die geografische Reichweite der traditionellen Recherche-Plattform erweitert werden sollte, um so mit Global Players im Research in Konkurrenz zu treten, oder ob es vorteilhafter wäre, mit einem gänzlich anderen Ansatz Mehrwert für die Kunden zu schaffen. Die Entscheidung war nicht besonders schwierig, und bald begann die Arbeit an der quantitativen Analyse.

## Vorteile der quantitativen Analyse

Die Kehrseite unserer Informationsgesellschaft ist der Überfluss an Informationen. Dies trifft auch Portfolio Manager und individuelle Anleger. Global orientierte Anleger sind einer ständig wachsenden Menge an Daten,

Nachrichten und Firmenmeldungen ausgesetzt, ganz zu schweigen von Tips und Meinungen von Sell-Side-Analysten und Brokern. Dies erschwert die Aufgabe, sich nur mit den attraktivsten Anlageideen zu befassen, erheblich.

## Der Sirengesang der Geschichten

Die Sirenen in der griechischen Mythologie waren schöne, doch gefährliche Wesen, die vorbeikommende Seefahrer mit ihrer verführerischen Musik an die Felsenküste und damit ins Unglück lockten. Für Anleger ist vielleicht nichts verführerischer als eine gute Geschichte. Geschichten beherrschen unser Denken und verleiten uns, Fakten ausser Acht zu lassen. In seinem Buch *Der Schwarze Schwan* bezeichnet Nassim Taleb dieses Phänomen als «narrative Verzerrung» (narrative fallacy). Er schreibt: «Die Verzerrung hängt mit unserer Anfälligkeit für Überinterpretation und/oder unserer Vorliebe für kompakte Geschichten anstelle rauer Wirklichkeit zusammen. Dies verzerrt unsere mentale Vorstellung der Welt erheblich.» Für dieses Phänomen und seine Auswirkungen gibt es im Anlagebereich zahlreiche Belege. In ihrer Studie von 1999 zeigten Scott et al.<sup>1)</sup> auf, dass sich «Star-Aktien» (Aktien mit gutem historischem und prognostizier-

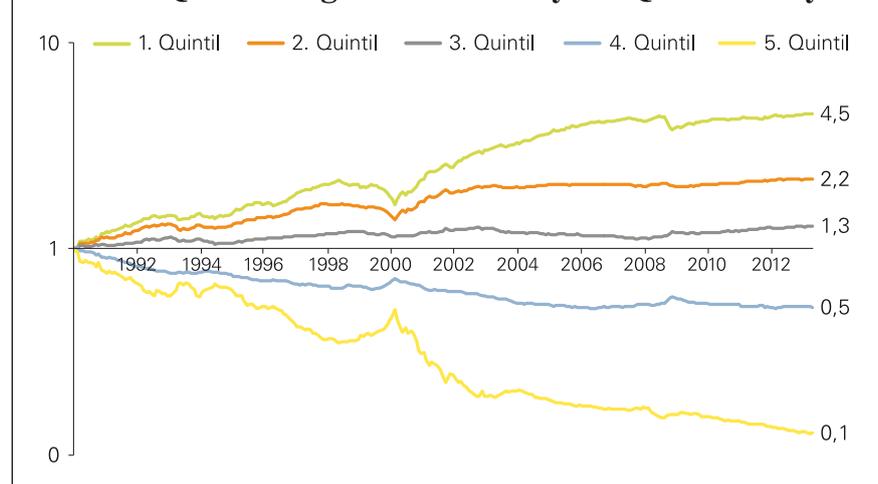
tem Wachstum – im Grunde eben gute Geschichten) um ca. 6% p.a. schwächer entwickelten als «Dogs» (Aktien mit schlechtem historischem und prognostiziertem Wachstum), da Anleger für das Wachstumsversprechen systematisch überbezahlt.

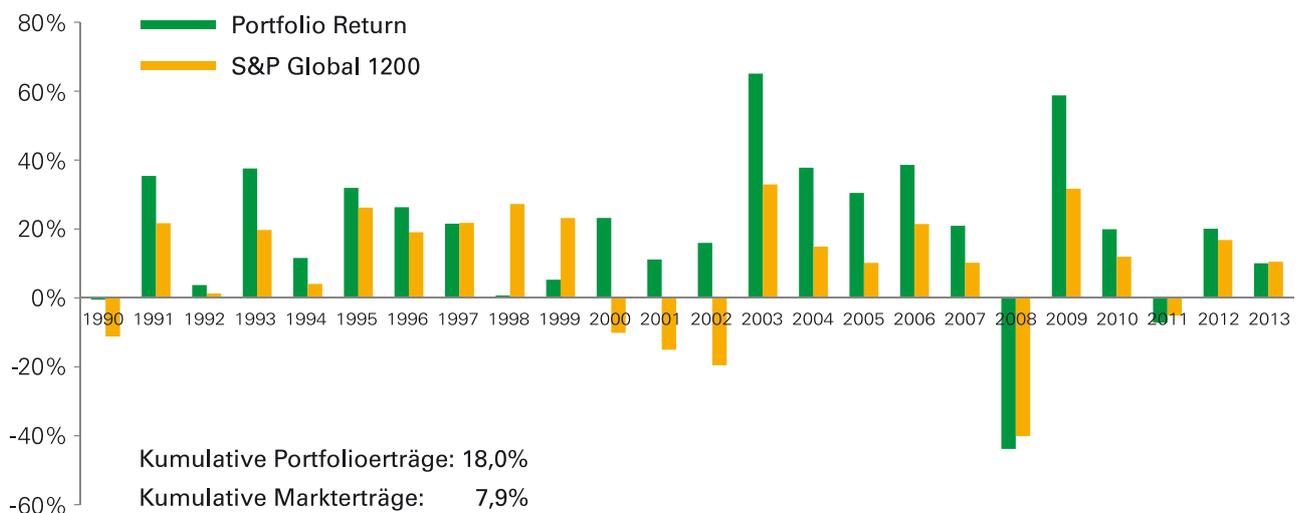
Gute grundlegende Kriterien wie Bewertung, Bilanzstärke usw. sind offenbar weniger verlockend als eine gute Geschichte. Ein rigoroses quantitatives Analyseverfahren kann Anlegern daher helfen, Fallgruben zu vermeiden und nicht dem Sirengesang guter Geschichten zu erliegen.

## Jyske Quant

Das Jyske Quant-Analysewerkzeug nutzt eine Datenbank von mehr als 20'000 globalen Unternehmen, von denen rund 1/3 durch strenge Datenqualitätsanforderungen von vornherein herausgefiltert werden. Die verbleibenden Unternehmen werden anhand von 58 Variablen – von Gewinn und Cashflow-Multiplikator bis zu Kapitalrendite und Momentum – evaluiert und bewertet. Die Parameter des Analysewerkzeugs spiegeln den Ansatz der Jyske Bank für die Aktienselektion. Anders als bei zahlreichen quantitativen Modellen, die lediglich auf Analysen historischer Treiber der Aktienkursrendite beruhen, liegt das Schwergewicht bei der Identifi-

**Chart 1: Quintil-Ergebnisse nach Jyske Quant-Analyse**



**Chart 2: Portfolio-Ergebnisse (100 Aktien Januar 1990 bis April 2013)**

fizierung attraktiver Unternehmen bei der Jyske Quant-Analyse auf Bewertung *und* Momentum. Die Analyseergebnisse werden in einem einzigen, quantitativen Gesamtergebnis gebündelt. So erschliessen sich Anlegern und Beratern zahlreiche Anlagemöglichkeiten, die bis hinunter auf die Stufe der am besten passenden Aktien gefiltert werden können.

Die Resultate der Jyske Quant-Analyse sind überzeugend: In Chart 1 wurden 30% der grössten Unternehmen im Jyske Quant-Kosmos per Quant-Score in 5 Quintile unterteilt, deren Ergebnisse von Januar 1990 bis April 2013 verfolgt wurden. Das beste Quintil übertraf den Markt um einen Faktor von 4,5; das schlechteste Quintil hingegen schnitt 10 Mal schlechter ab als der Markt. Ähnliche Backtests wurden für andere Regionen, Sektoren und Marktkapitalisierungssegmente durchgeführt – mit ähnlichen Ergebnissen.

### Gleicher Ansatz – andere Assetklassen

Die Jyske Bank führt derzeit einen ähnlichen quantitativen Analyseansatz im Bereich der Unternehmensanleihen ein. Die Variablen unterscheiden sich, doch die zugrundeliegende Philosophie ist dieselbe – ebenso wie die Vorteile für die Anleger. Die ersten Ergebnisse sind vielversprechend: Das Analysemodell übertrifft den Markt um 7,7% im High-Yield-Bereich und um 3,6% im Investment-Grade-Bereich.

Die Diskrepanz zwischen den Ergebnissen von Unternehmen mit attraktiven quantitativen Merkmalen und dem Rest ist offensichtlich. Es ist folglich sinnvoll, attraktive «Kapital-Geschichten» in einer relativ grossen Gruppe gut bewerteter Unternehmen zu suchen und sich von schlecht bewerteten Unternehmen fernzuhalten.

Jyske Quant wurde auch in einem operativen Rahmen geprüft. Chart 2 zeigt die Ergebnisse eines Portfolios, das aus den 100 am besten bewerteten Unternehmen besteht. Das Portfolio beschränkt sich auf eine benchmarkartige Exposure hinsichtlich Sektoren und geografischen Regionen. Die Ergebnisse belegen die Fähigkeit von Jyske Quant, die richtigen Aktien innerhalb jedes Sektors und jeder geografischen Region zu selektieren. Die Ergebnisse sind zwar exklusiv Transaktionskosten; die Outperformance von 10% p.a. gegenüber dem S&P Global Index ist jedoch beeindruckend.

### Viel Flexibilität, keine Black Box

Die Jyske Bank bietet ihren Kunden Einblick in alle Modellvariablen und ermöglicht ihnen damit eine kundenspezifische, massgeschneiderte Ausgestaltung des Analysemodells, um

dieses optimal auf ihre persönlichen Investmentphilosophien und -stile auszurichten. Zudem bietet die Jyske Bank Supportleistungen wie beispielsweise das Backtesting spezifischer quantitativer Strategien sowie kompetentes Sparring bei der Umsetzung alternativer Analysestrategien.

### «Geschichte wiederholt sich nicht, aber sie reimt sich...»

Dieses Zitat von Mark Twain findet in der Investment-Community Resonanz. Vergangene Ergebnisse sind bekanntermassen keine Garantie für zukünftige Ergebnisse. Dasselbe gilt für Backtests. Die Tatsache, dass Jyske Quant ausschliesslich auf Parametern basiert, welche den internen Ansatz der Jyske Bank für die Aktienausswahl widerspiegeln, bestärkt die These, dass klassische Faktoren wie Bewertung, Qualität und Momentum auch in Zukunft die führenden Treiber für Kapitalrendite sein werden.

1) Scott, Stumpp and Xu: Behavioral Bias, Valuation and Active Management; Financial Analysts Journal; July/August 1999

[petersen@jyskebank.ch](mailto:petersen@jyskebank.ch)  
[www.jyskebank.ch](http://www.jyskebank.ch)

Weitere Informationen zum Jyske Quant: [www.jyskequant.dk](http://www.jyskequant.dk)

# The Real Market Risk Exposure of Long/Short Hedge Funds



By **Christian H. Kälin**

Chairman

Arnova Investment Research AG, Zug

Despite a dismal reputation and rather poor average returns after fees (with the emphasis on average as, of course, there are exceptions), hedge funds continue to attract large capital inflows, including those funds which employ the most widely applied equity long/short strategies.

All investment strategies that are successful on a long-term basis have one thing in common: they are very good at judging and managing risks. This is, of course, what a hedge fund, as its name suggests, is supposed to do: to provide a hedge for investors. To hedge means to protect against potential losses that may be incurred on investment positions that the fund takes. With equity long/short funds, which are the focus of this article, this can be done in several ways, using a variety of financial instruments or offsetting different investment positions.

Managers of equity long/short funds often take an actual net long position and therefore the market risks, which are the risks primarily looked at here, are only to a certain extent offset by

their short positions or other instruments such as derivatives. One can thus ask the question, if the net long position of a fund is significant and thus the element of hedging is limited, should this really be called a hedge fund?

At the same time, most strategies employed by long/short hedge funds include leverage. To leverage means to invest using borrowed money, and, if successful, to retain the profit made. This requires increased attention on the risk management side, since things do not always turn out as anticipated. Besides the market not behaving in the way you want it to, simple mistakes may also happen on the operational side, such as errors in trading execution, although that is not the focus here. It is fundamentally not possible to hedge all the risks associated with leverage, so one must ask whether long/short hedge funds – which in reality are quite exposed to market risk by using leverage – are really able to hedge the inherent risks that leverage entails. Indeed, it seems that these funds tend to be exposed in a way that would pose a question mark over the use of the word “hedge”.

## Short or long?

Long/short equity funds have a historical range of 35% to 40% net long. What does this mean? A long/short equity fund ought to go short (or take equivalent positions using financial instruments such as derivatives, which produce another set of risks) to offset their long positions. However, if a fund is, say, 40% net long, i.e. if almost half of the fund has exposure to market risk for the majority of the time, then it may be argued that the fund is essentially an equity long fund with an element of hedged market risk.

Probably a key reason why managers are afraid of going short is psychological. It is the fear of everyone else making money while they lose. If everyone loses in a bear market, it is not as problematic as the market going

up and the manager losing on their short positions while not making enough to compensate on their long positions: this is a worst-case scenario for a manager. Yet it is not much of a long/short equity hedge fund if the fund constantly has an actual significant net long exposure. It is rather a standard equity fund with a slightly lower beta, which is probably not what the end investor anticipated and would expect taking into account the high fees.

## Strategies should adapt to changing market conditions

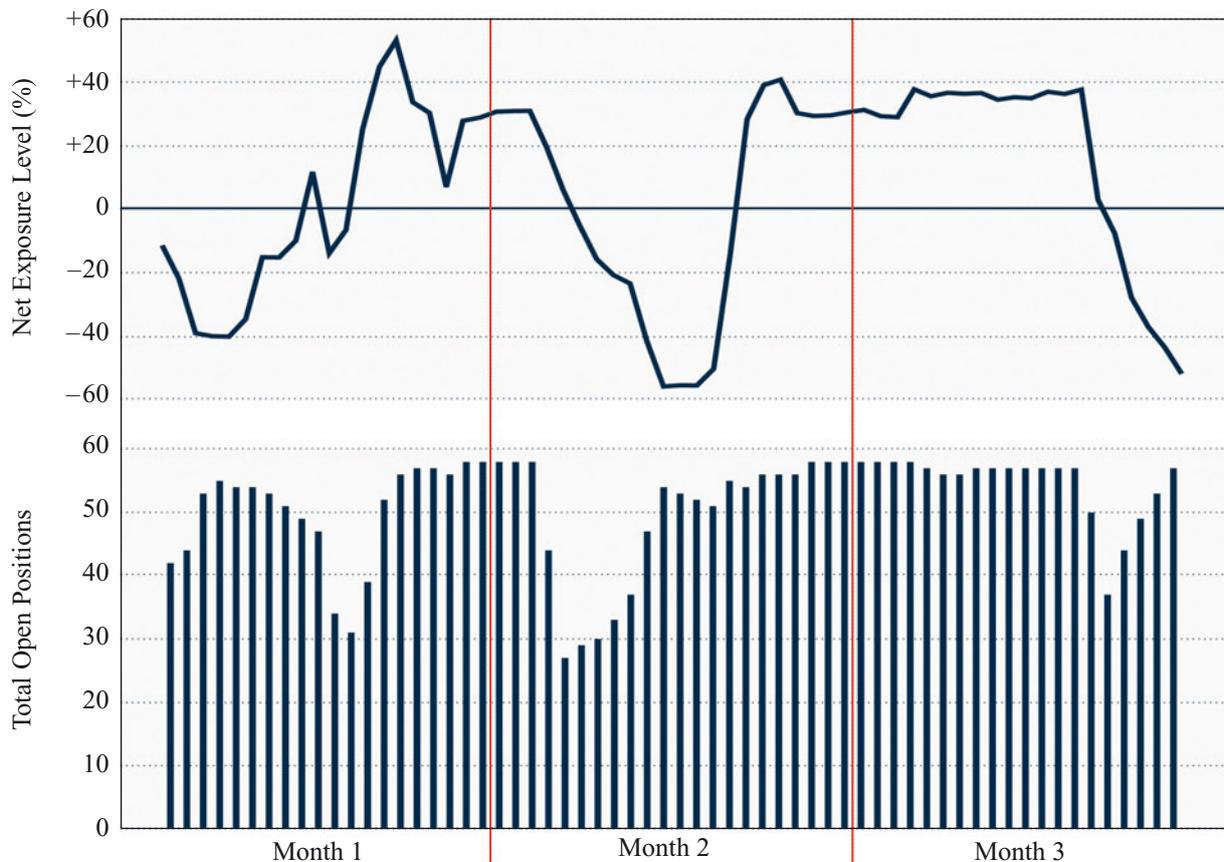
What is clear is that any long/short strategies that are to be successful over longer periods of time need to be able to adapt to changing market conditions. Alas, humans in general, and fund managers in particular, are usually reluctant to give up and change strategy as it can be seen as implying, both to themselves and to the outside world, that they may not really know what they are doing. A reality check is needed. As Churchill once said: “However beautiful the strategy, you should occasionally look at the results.”

Strategies should ideally be capable of adapting swiftly to changing market conditions, for example by going from net long to net short within a brief period of time. This long/short balance can be adjusted to maximize profit opportunities either by taking new positions or closing out existing positions (see illustration).

## Leverage and the unknown unknowns

Leverage is a great tool to substantially increase your profits by investing money which you do not have. It allows you to keep the profit you make with that money, less the cost of borrowing it. Unfortunately, however, it can also work the other way round: rather than keeping a profit if successful, you may incur a loss on your principal or quite quickly end up losing your entire principal (or your shirt – a “blowup” in

## Adjusting Long/Short Strategies



**Long/short strategies should ideally be frequently adapted to changing market conditions and should also frequently be positioned net short, as illustrated in an example above.**

hedge fund terms) and potentially owing money as a result.

Luckily for investment managers, there are now extremely sophisticated facilities and instruments available from a large range of financial institutions to mitigate many of the risks associated with using leverage; always provided, of course, that the financial system does not break down or that counterparties are unable to fulfill their obligations as we saw during the last financial crisis, culminating in the bankruptcy of Lehman Brothers in September 2008, the largest bankruptcy filing in American history. In any case, proper management of leverage requires additional attention to risk management, since occasionally things do not turn out as anticipated, and simple mistakes, both operational and in underlying theories, do happen.

It is inherently not possible to hedge all the risks associated with leverage, due to the fact that, at least

since Nassim Taleb's seminal work, *The Black Swan*, we should be well aware that the main problems we face here are exactly those "unknown unknowns". Now, of course, these phenomena also apply as a general rule if you do not use leverage. If you do use leverage, then the risk of losing everything (the "blowup") is much more likely than many fund managers would like to believe. As Taleb points out, a typical fund manager's definition of "risk" is likely to be a measure that excludes the possibility of Black Swans. The main problem is our ignorance with respect to randomness and our focus on what we do know. The largest risks do not lie with what we know, but with what we do not know, with the unknown. For this fundamental reason, using leverage is fundamentally a risky business, no matter how sophisticated the strategies are.

To my mind, the term "hedge fund" when applied to long/short equity

funds is something of a misnomer. Of course, equity long/short hedge funds never made the claim that they would hedge out all market risks all the time (that is something that the market neutral funds do) or that they would never blow up. Nevertheless, most long/short hedge funds are, in reality, more long than they are short and for most of the time use quite a bit of leverage – although much less so in recent years following the lessons learned in the last financial crisis. Both the net long exposure and the use of leverage actually lead to significant market risk exposure for such long/short strategies.

This market risk exposure is fundamentally impossible to properly manage and certainly not to the extent that the word "hedge" would actually suggest in the real sense of the word.

*christian.kalin@arnova.ch*  
*www.arnova.ch*

# Sovereign Wealth Funds



By **Peter Andrew Hottinger**  
La Compagnie Peter Hottinger SA

Sovereign wealth funds or SWFs are government investment funds that are responsible for managing assets usually with a long-term outlook. The assets under management come from many sources, but in most cases, the funds' assets are supplied by oil, gas or mining royalty income or other trade surpluses of owner states.

More than 40 SWFs have been created since 2006. The rising price of oil and other commodities is the prime factor that has forced numerous states to diversify their domestic financial reserves into what are often regarded as more lasting investments. Today, more than 100 SWFs manage assets estimated at over US\$ 5,000 billion in aggregate, accounting for more than 2% of the world bond and equity markets. The assets of SWFs are highly concentrated. Over 2/3 of the assets are held by 6 funds located in the United Arab Emirates (managing US\$ 800 billion), Norway (550 billion), Singapore and Saudi Arabia (400 billion each), Kuwait (over 300 billion) and China (750 billion). Several major categories can be distinguished:

- *Economic stabilization funds.* These are created by states whose budget resources are heavily dependent on



and **Pierre-Emmanuel Iseux**  
La Compagnie Peter Hottinger SA

exports of commodities, and they are designed to guard against price fluctuations (e.g. Angola).

- *Funds managing reserves for transfers between generations.* These are developed in countries with a wealth of commodities, where the state anticipates the depletion of its source of wealth by accumulating reserves for the benefit of future generations and invests in creating its future development model (e.g. Abu Dhabi).

- *Funds to finance pensions.* Certain states create funds to supplement the funding of pensions which is falling short on account of the increasing demographic imbalances within the population (e.g. Norway).

- *Reserve investment funds.* Certain states with high trade surpluses invest part of their foreign-exchange reserves in funds of this kind (e.g. China).

## Defining the objective

Sovereign wealth funds exhibit two main types of profile:

- a political profile to represent the state and its economic interests;
- a financial profile to diversify its sources of income and provide for part of the country's contingent or future financial requirements.

The recent development of these funds in countries that are often emerging has aroused mistrust among industrialized countries owning assets that are potentially for sale. Consequently, the Santiago Principles were developed in 2008 under the leadership of the International Monetary Fund establishing a framework for supervision, with the development of generally accepted principles and practices to govern investments by sovereign wealth funds. These were the main recommendations:

- Establish a robust, transparent governance structure allowing appropriate supervision of operations and management of risk and guaranteeing the accountability of senior managers.
- Ensure compliance with current regulations and transparency requirements applicable in countries in which sovereign wealth funds are invested.
- Guarantee investment by sovereign wealth funds according to economic criteria that take due account of risk and financial performance.
- Have a stake in the stability of the world financial system and ensure the free movement of capital and investments.

SWFs are also required to observe ethical restraints and standards of moral probity and integrity. The same rules cover malpractice, insider dealing, conflicts of interest, the policy for disclosure of portfolio assets and various checks and inspections to deter all unethical or fraudulent activity. Lastly, the separation of duties between the investment committee, the fund-management teams and the custodian banks is designed to curb any untoward or unethical action.

## Income generating resources

No theoretical model exists to determine the level of financial reserves that a country must retain prudentially and above which it may set up a sovereign wealth fund. However, to judge a country's ability to respond to a liquidity crisis, the ratio of reserves to short-term foreign debt is often used. The

level of reserves to retain must be higher if the current-payments balance is heavily in deficit or if the currency parity is overvalued. That level may, conversely, be lower if the foreign-exchange regime is flexible or if the state is capable of borrowing in large amounts at short notice on the international capital markets.

For stabilization funds, dedicated income is usually based on the difference between commodity prices and a benchmark. For savings funds, deposits are usually determined as a proportion of budget receipts or commodity revenues and may differ widely between funds. As an example, that proportion is set at 25% of all oil revenues in the U.S. State of Alaska. On the other hand, the Kuwait Investment Authority, a savings fund dedicated to future generations, receives 10% of (oil or non-oil) budget revenues, together with financial investment income.

### Global governance framework

More than half of the sovereign wealth funds in existence are separate from the state's government and central bank and have legal personality. Some are public-law entities such as KIC in South Korea, KIA in Kuwait, QIA in Qatar or ADIA in Abu Dhabi. Others are private-law companies such as CIC in China, Temasek Corporation and GIC in Singapore. In every case, they are managed by a board of directors comprising 6 to 12 members, appointed by the finance minister and often by another member of the government.

Other sovereign wealth funds have no legal personality and are aggregations of financial assets appearing in the financial statements of the state or central bank. This is the case for the SWFs of Norway, Saudi Arabia, the government of the Province of Alberta in Canada, Russia, Chile and Mexico. As a rule, they are under the supervision of the finance ministry, which directly defines investment policy.

Each state must therefore strike a balance between a sovereign wealth fund's accountability to government and its strategic and operational independence from government. This freedom of action varies among different funds and remains entirely dependent

on the will of the state and on government strategy.

### Investment committee and decisions

Sovereign wealth funds may be of very large size and often have a structure and internal organization enabling them to manage their own portfolios. On the other hand, many funds, some of lesser size, outsource management of their assets to a number of external asset managers. Even though for many years, these assets have been managed mainly by major Western banks, sovereign wealth funds today are increasingly selecting independent management companies with recognized investment processes. Even so, the allocation of the assets placed in the hands of asset managers is still decided by the funds' senior managers through an investment committee. This committee usually consists of representatives of government, the central bank, international financial organizations and risk managers. As an example, 75% of the assets under the management of the Abu Dhabi Investment Authority are outsourced to external asset managers, while that authority's board of directors, drawn exclusively from members of government, develops the strategy and investment policy on the basis of statutory objectives and also supervises the fund's management.

The decisions of the investment committee, whether affecting internal or outsourced investment, are chiefly made to serve three types of objective:

- Seeking a conservative management style to allow virtually immediate availability of assets in the event of budgetary contingencies.
- Seeking attractive performance. The objective is to invest in asset classes with a long-term horizon to achieve an expected return.
- Seeking a strategic result beneficial to the owner country's economic and social development. On similar lines to a private equity fund, the objective is to support the development of private companies in order to contribute to the development of the country's industrial and commercial fabric.

In all three cases the (internal or external) asset managers must always be

sought for their specific expertise, investment processes and consistently good past performance.

### Asset allocation and risk management

When defining objectives, the investment committee automatically adopts an asset-allocation strategy providing the framework for management of the funds outsourced to external asset managers, identifying perception of risk and financial return preferences. Stabilization funds should, however, be distinguished from the other types of funds: The chief concern of stabilization funds is risk management, for example with the aim of protecting a state's budget against commodities price volatility, whereas with the other types of funds, the overriding concern is maximizing wealth and long-term profitability.

For these other funds, the asset-allocation strategy and management processes are totally different. An example of this is a portfolio diversified into several sectors and countries with a predominant share of risky assets, namely listed equities and bonds with varied credit ratings. These funds are evidently managed with a long-term investment outlook, assigning a precise overall risk-premium target in order to increase the potential overall return.

As regards risk management, the closer the possible or probable dates when the fund's capital may be utilized, the lower will be the fund's flexibility in seeking performance; it will then have to reduce its risk in order to guarantee the capital potentially required. It is also essential for risk supervision to be performed by a committee that is dedicated, independent and totally transparent.

SWFs therefore face a number of challenges that will inevitably slow their expansion. The major issues confronting SWFs are the lack of transparency and accountability, particularly in Africa and the Middle East. Ultimately, lack of transparency leads to continuous political squabbling and is liable to result in every form of untoward use or even corruption.

*peter.hottinger@cph1786.ch*

*pierre.iseux@cph1786.ch*

*www.cph1786.ch*

## Portfolio-Diversifikation

# Alternative Anlagen en vogue: Kunst, Uhren, Wein – Wie soll man investieren?



Von Dr. Ariel Sergio Goekmen  
Partner und Head Bank, Kaiser Partner

### Trendanalyse

Die derzeitige Liquiditätsversorgung ist legendär: Die Geldschleusen bleiben weit geöffnet, um grössere Probleme in den grossen Wirtschaftsräumen zu vermeiden. Die Unternehmen horten Geld. Statt es in neue Maschinen oder Mitarbeiter zu investieren, kaufen sie lieber Aktien zurück, um den Aktienpreis zu erhöhen. Damit sind unter anderem Mitarbeiter begünstigt, die von Aktienoptionen als Entschädigung profitieren. Mehrwert im unternehmerischen Sinn wird damit nicht geschaffen, aber höhere finanzielle Entschädigungen winken zum Jahresende.

Das Gleiche gilt für die privaten Investoren. Sie können mit ihrem Geld konsumieren, d.h. in die Ferien gehen, in guten Restaurants essen und vieles Schönes mehr tun. Das so ausgegebene Geld kurbelt zwar die Wirtschaft an, fehlt aber im Portemonnaie. Private Investoren können aber auch überlegen, wie sie sich und ihr Vermögen schützen. Schützen vor dem Zukünftigen, nämlich dem Kappen der Liquiditätszufuhr der Nationalbanken, was viele Auguren, den Vogelflug studierend, stündlich voraussagen.

Ein Weg ist – wie erwähnt – die Investition in die offenbar noch immer im Steigflug befindlichen Aktienmärkte. Viele private Investoren mögen aber die ständigen Fluktuationen nicht. Vor allem seit Gold seinem Waterloo vor einigen Wochen begegnete, sind betroffene Vermögende auf der Suche nach scheinbar sicheren Anlagen. Viele erliegen der Verlockung, in reale Werte zu investieren, und zwar jene, die im Preis scheinbar nicht schwanken. Vor allem deshalb, weil ihr Markt illiquider ist und deswegen nicht ständig ein Auszug nach Hause flattert, der die Wechselbäder von Angebot und Nachfrage in *Real Time* widerspiegelt. Dazu gehören Immobilienanlagen, die sich bekanntlich grossen Zuspruchs auch von Investoren aus China und Übersee erfreuen.

### Alternativen hinterfragt

Wir werden als Bank und Vermögensverwalter oft gefragt, wie es mit weiteren alternativen Anlagen zur Diversifikation des Portfolio-Vermögens steht. Zum Beispiel Anlagen im Kunstmarkt, in Wein oder Schweizer Uhren.

Das Problem liegt in der Transparenz dieser Märkte und dem Herden-Bewusstsein der Investoren. Wie findet der Investor eine Vergleichs- und eine Investitionsmöglichkeit, die ihm genehm ist? Vergleichsmöglichkeiten gibt es auf Stufe der *Securitized Investments* spärlich.

Wie gross ist eigentlich der weltweite Kunstmarkt? Gemäss der Ökonomin Clare McAndrew, die mit der European Fine Art Foundation und der Tefaf (The European Fine Art Fair) im Jahr 2011 eine Studie durchführte<sup>1)</sup>, ist der weltweite Kunstmarkt etwa 61 Mrd. US\$ gross. Das ist eine unscheinbare Grösse, wenn man sie mit dem weltweiten Kapitalmarkt vergleicht, wo rund 212 Billionen investiert sind, davon etwa 75% in Obligationen<sup>2)</sup>. Der weltweite Kapitalmarkt entspricht damit vereinfacht viermal dem Wert des weltweiten Bruttoinlandprodukts.

Von den 61 Mrd. US\$ gehen gemäss dem Bericht je die Hälfte durch Auktions-

häuser und private Händler. Mit global rund 37 Millionen Transaktionen ist der durchschnittliche Betrag sehr tief, rund 1'600 US\$ pro Stück. Die grosse Mehrheit der Transaktionen bezieht sich auf Kunst, die nach 1875 geschaffen wurde. Ebenfalls mehr als die Hälfte der Transaktionen wird über New York und London abgewickelt. Ungefähr ein Drittel der Transaktionen in Auktionen wird über Sotheby's und Christie's abgewickelt. Mit über 13 Mrd. US\$ werden über 40% der Auktionen von chinesischen Investoren absorbiert. Weltweit sind aber die Europäer die grössten Investoren, gefolgt von den USA und dann, fast gleich gross, China (2012).

Das bedeutet, dass der weltweite Kunstmarkt wertmässig 0,03% der weltweit verbrieften Investitionen darstellt. Wenn also ein Investor heute in diesen Markt diversifiziert, muss er sich Folgendes vergegenwärtigen: Es steht dem Kunstmarkt eine fast unermessliche Menge an Liquidität gegenüber in Form von weltweit ausgegebenen Obligationen und Aktien, die theoretisch jederzeit veräussert und in den Kunstmarkt umgelagert werden können. Damit könnten die Preise im Kunstmarkt eigentlich ins Unendliche katapultiert werden. Was wir aber aus dem letzten Tefaf Art Market Report 2013 entnehmen können, mag erstaunen: Der weltweite Kunstmarkt in Euro schrumpfte um 7% im Jahr 2012<sup>3)</sup>. Dies mag mit Wechselkursschwankungen zusammenhängen; der Einbruch ist aber statistisch dem derzeitigen Wertverlust chinesischer Kunst zuzuschreiben. Die Tendenz für den Investor ist klar: Der Kunstmarkt ist ebenfalls keine Einbahnstrasse, auch wenn Kunstwerke nicht jeden Tag bewertet werden.

### Von Rekord zu Rekord

Wie kann das sein, wo doch in den Nachrichten des Öfteren neue Verkaufsrekorde von Christie's und Sotheby's vermeldet werden? Zum Beispiel «Dustheads» (1982) des afroamerikanischen Malers Jean-Michel Basquiat (1960–88). Es wurde

auf etwa 30 Mio. US\$ geschätzt und für 48,8 Mio. US\$ im Mai 2013 in New York an einer Christie's-Auktion gekauft<sup>4)</sup>. Am 2. Mai 2012 wurde ein Weltrekord erzielt, als Sotheby's das Werk «Der Schrei» (1895) von Edvard Munch (1863–1944) für über 119 Mio. US\$ veräussern konnte. Notabene, eine von vier Versionen dieses Werks<sup>5)</sup>. Hier muss man das subkutane Arbeiten des Kunstmarktes verstehen.

Nehmen wir an, ein vermögender Investor mag die Gemälde des expressionistischen Norwegers Munch. Dieser Investor kann auch eine Gruppe von Gleichgesinnten sein oder ein Galerist. Er kauft sich zuerst ein Gemälde, dann eine weitere Grafik und bald hat er eine ergötzliche kleine Sammlung zusammen. Wieso würde er nun geneigt sein, einen Preis für ein weiteres Werk von Munch zu zahlen, der offensichtlich über dem Schätzwert liegt? Ganz einfach: Die Anzahl Kunstwerke eines verstorbenen Künstlers ist limitiert, zeitgenössische Fälschungen einmal ausgeschlossen. Dies im Unterschied zur Unzahl von Aktien, die zudem mit Kapitalerhöhungen verwässert werden können. Indem ein Gemälde gekauft wird, entzieht man es dem weltweiten Spiel von Angebot und Nachfrage, bis es wieder zum Verkauf gelangt. Damit geschieht Folgendes: Mit jedem überhöhten Preis, den ein Besitzer einer Kollektion von beispielsweise Munch für denselben Künstler zahlt, erhöht sich auch der Wert seiner bereits existierenden Sammlung an Kunstwerken von Munch. Ganz genau: Es ist derselbe Mechanismus, den wir eingangs mit dem Rückkauf der eigenen Aktien von Unternehmen gesehen haben.

### Individuelle Perspektiven

Nach diesen ernüchternden Erkenntnissen wenden wir uns wieder dem Kunstmarkt per se zu. Wenn also ein Investor sich dem Kunstmarkt widmen möchte und dabei nicht direkt investieren, sondern sich auf das Wissen von anderen verlassen und insbesondere eine liquidere Anlageform wählen möchte, dann kommen Anlagefonds als Erstes auf den Radar. Deloitte und ArcTactic haben eine Studie über diese Anlageform publiziert, in welcher die Grösse des weltweiten Kunstmarkts in Anlagefonds auf 1,6 Mrd. US\$ geschätzt wird (2013)<sup>6)</sup>. Dies ist ein sehr niedriger Betrag, wenn wir ihn ins

Verhältnis zu unserem «Schrei» von Munch setzen: Gerade 13 dieser Munch-Kunstwerke sind darin wertmässig erhalten. Es sind weniger als 3% des wertmässigen Kunstmarktes.

Machen wir ein Beispiel: Der amerikanische Collectors Fund wurde 2007 gegründet und die eingelegten Gelder belaufen sich nach eigenen Angaben auf über 20 Mio. US\$. Gemäss Verwalter des Fonds wurde eine IRR von 28,5% p.a. erzielt<sup>7)</sup>. Das ist stattlich. Ein interessierter Investor muss sich folgende Frage stellen: Wie wird der NAV dieses Fonds gerechnet? Wie bei Immobilien werden bereits gehaltene Kunstwerke entweder zum Kaufpreis verbucht und wertmässig unverändert gehalten oder von einer Drittpartei regelmässig geschätzt, um auf einen anrechenbaren Wert zu kommen. Das bedeutet, vereinfacht gesagt: Die endgültige Rendite eines solchen Fonds kann erst bestimmt werden, wenn alle Kunstwerke veräussert wurden. Beim Collectors Fund ist dies 2017 der Fall.

### Die zentrale Frage

Damit kommen wir zur Problematik aller Investitionen in den Kunstmarkt oder den Weinmarkt oder irgendeinen anderen Markt in verbriefter Form: Erst bei vollständiger Liquidierung aller Vermögenswerte, die darin enthalten sind, kann die Rendite bestimmt werden. Im Fall des Collectors Fund ist ein Ablaufdatum vorher bestimmt worden und es bleibt das Restrisiko, dass gewisse Wertgegenstände nicht verkauft werden können. Dies auch, weil ein externes Ereignis den Wert beeinflussen kann. Raubkunst kann ein Element sein oder dass ein gesammelter Künstler plötzlich nicht mehr dem Zeitgeschmack entspricht. Dies ist zum Beispiel bei Werken von Damian Hirst der Fall gewesen, der 2008 viele seiner Kunstwerke in einer weit publizierten Auktion zu Rekordpreisen veräussern konnte. Wie wir der Presse entnehmen können, fielen bis heute die Werte bis zu 30%, während ein Drittel der Werke nicht einmal mehr einen Abnehmer fand<sup>8)</sup>.

Was oft von Investoren nicht in die Rendite eingerechnet wird, sind die Kosten des Haltens von Kunstwerken, des Rahmens, der Reparatur im Falle von Uhren, des Unterhalts z.B. der Klimatisierung von Aufbewahrungsräumen, der Versicherung usw. Ebenfalls muss man sich

bewusst sein, dass, wenn Auktionshäuser involviert sind, dort ebenfalls Zuschlagskosten von rund 20% anfallen. Das bedeutet: Ein Kunstwerk, welches 50% Wertsteigerung vom Zuschlagspreis erfahren hat, ist bei Verkauf nach Kosten genau 0% mehr wert.

Das führt uns zur Konklusion dieses Artikels. Investieren in alternative Anlagen wie Kunst, Wein und Uhren ist en vogue. Aber es ist ein *Investment for the Big Boys*. Alle anderen halten sich mit Weisheit an die Regel, dass man direkt in Kunst oder Wein oder Uhren investieren soll, die einem persönlich zeitlos gefallen. Es gibt selbstverständlich eine Reihe von namhaften Experten, die einem Novizen beim Aufbau einer Sammlung helfen können. Diese sind unter anderen die Auktionatoren von entsprechenden Wertgegenständen, bekannte Sammler und Dritte, die über einen respektablen Ruf verfügen. Vermögendere Investoren, die liquide Vermögen von über 100 Mio. US\$ diversifizieren können, sollten unseres Erachtens nicht mehr als 10% ihrer Mittel in diese Form der Anlage legen, die zu den *Afficionado Investments* gehören. Das sind Anlagen, die den Investoren selbst interessieren und ihm eine Zusatzrendite in Form von Vergnügen beim Betrachten, Konsumieren oder Ausstellen der Wertgegenstände geben. Daher sind Anlagen in diesem Bereich grundsätzlich als illiquid zu bewerten und als langfristig anzusehen. Sie sind unseres Ermessens am einfachsten freudig als hedonistisches *Lifestyle Enhancement* zu begrüssen und jeder Gewinn nach Kosten bei allfälligem Verkauf ist als Geschenk zu verbuchen.

1) [www.artnet.com](http://www.artnet.com)

2) [www.mckinsey.com](http://www.mckinsey.com)

3) <http://www.artlyst.com/articles/tefaf-releases-its-annual-art-market-report-for-2013>

4) <http://www.bloomberg.com/news/2013-07-16/christie-s-sales-rise-9-boosted-by-record-auction.html>

5) <http://www.sothebys.com/de/sales-series/2012/impressionist-modern-art-evening-sale/overview.html>

6) <http://www.deloitte.com/lu/whitepaper/art-and-finance-report/2013#.UfgwEjo6nDd>

7) <http://artmarketmonitor.com/2011/08/03/collectors-fund-launches-second-american-investment/>

8) <http://www.telegraph.co.uk/culture/art/art-news/9705338/Works-by-Damien-Hirst-lose-30-per-cent-of-their-value-while-one-third-fail-to-sell-at-all.html>

# Immobilien

## Immobilienmarkt – Wohin die Reise geht

Editorial von Dr. Ronny Haase, Partner bei Wüest & Partner, verantwortlich für «Markt und Research»



Die Schweizer Wirtschaft blickt auf stabile Jahre des Wirtschaftswachstums zurück. Dies war nicht zwingend so zu erwarten, befand sich doch die Weltwirtschaft aufgrund der Schuldenkrise in zahlreichen Ländern in einem sehr unsicheren Umfeld. Auch Ende 2013 bergen die Massnahmen zur Bekämpfung vieler Staatshaushaltsdefizite Risiken in sich, aber tiefe Zinsen und ein stabiles wirtschaftliches Umfeld mit positiven Aussichten für die nahe Zukunft fördern die derzeitige hohe Nachfrage auf dem Immobilienmarkt. Für die mittel- bis langfristige Entwicklung der Immobilienwirtschaft sind insbesondere zwei Aspekte zentral: Erstens kann davon ausgegangen werden, dass der geldpolitische Expansionismus nicht ewig anhalten wird. Zinssätze und Inflationsraten dürften sich früher oder später den langjährigen Mittelwerten annähern. Zweitens muss verstärkt mit politischen Vorstössen – vor allem im Mietwohnungsmarkt – gerechnet werden, um den knappen Grund und Boden möglichst gerecht zu verteilen bzw. um genügend preiswerten Wohnraum zur Verfügung zu stellen.

Dass der Mietwohnungsmarkt aus zwei Welten besteht, hat sich im Jahr 2013 bestätigt. Für Mieter mit bestehenden Verträgen liegt ab Anfang 2014 ein erneutes Senkungspotenzial von knapp 3% drin, da der Referenzzinssatz Anfang September 2013 auf 2% gesenkt wurde. Für jene, die auf der Suche nach einer neuen Wohnung sind, sieht die Situation anders aus: Die durchschnittlichen Mieten der inserierten Wohnungen sind in der Schweiz weiter angestiegen – dies als

Folge des stetigen Bevölkerungswachstums, des höheren Flächenverbrauchs pro Person sowie der verbesserten Qualität der angebotenen Wohnungen. Dennoch verzeichnen einzelne Gemeinden stagnierende Preise, wenn auch vielerorts auf hohem Niveau. Darunter sind vor allem reiche Kommunen, Tourismusgemeinden sowie Gemeinden des äusseren Agglomerationsgürtels der Grossstädte. Die beobachtete Verlagerung der Nachfrage von Miete zu Eigentum dürfte aufgrund der mittlerweile erreichten Preisniveaus für Stockwerkeigentum abnehmen.

Der Markt für Wohneigentum steht nach wie vor unter besonderer Beobachtung. Es gilt, eine allfällige Trendwende möglichst früh zu erkennen; eingestellt hat sich diese bis dato noch nicht. Aber vor allem «preisgünstige» Lagen gewinnen laufend an Boden, während «teure» Gemeinden häufig mit leicht sinkenden Immobilienpreisen für Wohneigentum konfrontiert sind. Diese Situation lässt zwei Schlüsse zu: Erstens entwickeln sich die Immobilienmärkte heute heterogener als früher, was kleinräumige Einschätzungen wichtiger macht. Zweitens ist absehbar, dass es die erreichten Preisniveaus selbst sind, welche die Preise bremsen. Deren viel zitierte sanfte Landung ist nach wie vor wahrscheinlich, sofern die Neubautätigkeit bei einer allfällig zurückgehenden Nachfrage keinen Angebotsüberhang produziert. Bei den Eigentumswohnungen scheint ein Preiswachstum von rund 1% im Jahr 2014 realistisch. Einfamilienhäuser werden zukünftig vor dem Hintergrund der Zersiedlungs- und Verdichtungsdiskussion zu einem knappen Gut. Im Mittel werden für Einfamilienhäuser Preissteigerungen von über 2% erwartet.

Die positiven wirtschaftlichen Aussichten sollten grundsätzlich auch einen positiven Impuls für die Geschäftsflächenmärkte geben. So steigt die Anzahl der Arbeitsplätze im dritten Sektor, allen voran im Gesundheits- und Sozialwesen, bei unternehmensorientierten Dienstleistungen, im Bildungssektor und bei der öffentlichen Hand. Entsprechend steigt die Nachfrage in diesen Branchen nach zusätzlichen Flächen. Und auch wenn sie sich nicht auf klassische Büros beschränkt, befinden sich die gesuchten Flächen zumindest in zentral gelegenen Gebäuden. Der Nachfrage nach Büroflächen steht eine überdurchschnittliche Angebotsausweitung gegenüber, die sicherlich nicht im Gleichschritt vom Markt absorbiert werden kann. Negative Preiskorrekturen um die 2% sind für Büromieten zu erwarten.

*ronny.haase@wuestundpartner.com*  
*www.wuestundpartner.com*

# Stets weniger Gläubigerschutz

Am 11. Dezember 2009 reichte der damalige Nationalrat und heutige Ständerat des Kantons Tessin Fabio Abate die parlamentarische Initiative «Löschung ungerechtfertigter Zahlungsbefehle» ein. Der nun vorliegende Gesetzesentwurf geht über das Geforderte hinaus und schwächt den noch bestehenden Gläubigerschutz weiter ab.



**Von Pavlo Stathakis**  
Rechtsanwalt  
Hauseigentümergeverband Schweiz

Der Vorstoss wurde am 11. Dezember 2009 als allgemeine Anregung im Nationalrat eingereicht. Der Titel der Initiative «Löschung ungerechtfertigter Zahlungsbefehle» mag gewisse Sympathiegefühle wecken. Sie wurde denn auch von der Kommission für Rechtsfragen des National- sowie des Ständerats gutgeheissen. Bei der Ausarbeitung des konkreten Gesetzestexts zeigte sich die zuständige Subkommission jedoch übereifrig. Denn leider stimmt der Inhalt des Vorstosses nicht (mehr) mit dem Titel überein.

Einerseits sieht der Vorstoss vor, dass auch berechtigte Betreibungen nicht mehr für Gläubiger ersichtlich sind, und andererseits geht es bei der Vorlage vorab um das Einsichtsrecht im Betreibungsregister und nicht um die Löschung eines Eintrags. Der Titel ist daher irreführend. Allein schon deshalb ist die Vorlage abzulehnen. Abgesehen davon relativiert der Bericht der zuständigen Kommission den Handlungsbedarf in diesem Bereich gleich

selbst. Heute bestehen diverse Rechtsbehelfe, mit denen sich ungerechtfertigt betriebene Personen zur Wehr setzen können. In Bezug auf die «Betreibungen teilweise oder vollständig bestrittener Forderungen» ist in vielen Fällen zumindest ein Teil der betriebenen Forderung tatsächlich geschuldet. Reine Schikanebetreibungen sind äusserst selten. Aufgrund dieser wenigen Einzelfälle besteht kein akuter Notstand im Bereich Schuldnerschutz und der Handlungsbedarf ist nicht ausgewiesen. Auch aus diesem Grund verdient die Vorlage keine Zustimmung.

Beim Kernstück der Vorlage, nämlich der Beschränkung des Einsichtsrechts ins Betreibungsregister, ist eine Abwägung zwischen dem Interesse von zu Unrecht betriebenen Personen und dem Interesse von (potenziellen) Gläubigern, einen aussagekräftigen Betreibungsregistrauszug zu erhalten, vorzunehmen.

## **Betreibungsregistrauszug bei der Wohnungssuche**

Namentlich bei der Wohnungssuche wird von Vermieterseite zu Recht häufig ein Betreibungsregistrauszug verlangt. Wird der Vorschlag unverändert umgesetzt, so hätte ein Betreibungsregistrauszug noch weniger Aussagekraft als nach geltendem Recht. Angesichts dieser Sachlage ist schlicht nicht nachvollziehbar, wieso die erwähnte Interessenabwägung a priori zugunsten der betriebenen Person vorgenommen werden soll, womit (noch) mehr Schuldner- und weniger Gläubigerschutz geboten wird.

Die Vorstellung, dass neu auch verhindert werden kann, dass gerechtfertigte Betreibungen Dritten nicht mehr mitgeteilt werden, ist nicht tragbar. Dies ist ein weiterer Grund, weshalb die Vorlage abzulehnen ist. Die Gläubiger verlangen den Auszug nicht aus

Neugier, sondern weil legitime geschäftliche Interessen vorliegen. Es besteht mithin ein Rechtsschutzinteresse, das nicht leichtfertig aufgegeben werden darf. Dieses Interesse überwiegt allein schon aufgrund der grossen Anzahl der im täglichen Geschäftsverkehr geforderten Betreibungsregistrauszüge die Interessen der wenigen Einzelfälle von Schikanebetreibungen.

## **Ausschluss des Einsichtsrechts an Voraussetzungen geknüpft**

An der ablehnenden Haltung ändert auch nicht, dass der Ausschluss des Einsichtsrechts an gewisse Voraussetzungen geknüpft wird. Namentlich das «Gesuch» der betriebenen Person dürfte im Rechtsverkehr so standardmässig gestellt werden, wie heutzutage jeweils der Rechtsvorschlag erhoben wird. Auch die Voraussetzung, dass höchstens eine weitere Betreibung vorliegen darf, überzeugt ebenso wenig wie die Tatsache, dass die betriebene Person eine Gebühr bezahlen muss. Letztere Voraussetzung führt, da Geld bezahlt werden muss, insbesondere zur berechtigten Frage, ob dann nicht gerade so gut eine allgemeine Feststellungsklage oder die Feststellungsklage nach Art. 85a SchKG angestrengt werden soll. Auch unter diesen Umständen ist die Vorlage als unausgewogen abzulehnen.

## **Ziel der Initiative wird nicht erreicht**

Das Ziel der Initiative, nämlich ungerechtfertigte Betreibungen rascher und einfacher im Betreibungsregister zu löschen, wird nicht erfüllt. Abzulehnen ist die Vorlage schliesslich auch, weil der Ausschluss des Einsichtsrechts die bisherige Interessensabwägung des Gesetzgebers leichtthin umkehrt, weil sie einseitig ist und Ungerechtigkeiten schafft.

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

Teil 2/4 der Kendris-Serie «Immo-Check»

# Steuerfragen beim Kauf, Halten und Veräussern von Immobilien

Wie bereits im ersten Teil des «Immo-Checks» in der letzten PRIVATE Ausgabe von Dieter Knapp ausgeführt, gilt es die Rentabilität eines Immobilienerwerbs nicht nur aus betriebswirtschaftlicher, sondern auch aus steuerlicher Optik zu betrachten. Denn: Nicht jede Immobilie ist Garant für eine sichere und rentable Investition. Teil 2 des «Immo-Checks» nimmt Steuerfragen beim Kauf, Halten und Veräussern von Immobilien anhand des Fallbeispiels Textil AG genauer unter die Lupe.



*Von Olivier Weber  
Partner  
Kendris AG*



*und Eveline Wildman  
Senior Manager  
Kendris AG*

Die Textil AG mit Sitz in Dietikon (ZH) beabsichtigt, ihre bisherige Produktionsimmobilie zu veräussern. Der aktuelle Buchwert beträgt 45 Mio. Franken. Kaufinteressent der Immobilie ist die Investment AG mit Sitz in Bern, welche der Textil AG ein Kaufangebot zu 40 Mio. Franken unterbreitet hat. Der Kaufpreis soll wie folgt fremdfinanziert werden: a) 50% durch eine Schweizer Bank, b) 30% durch eine ausländische Bank mit Sitz Berlin und c) 15% von einem deutschen Staatsangehörigen mit Wohnsitz in Berlin (Bruder des Hauptaktionärs der Investment AG). Die restlichen 5% werden durch Eigenmittel der Investment AG aufgebracht.

## **Bisheriges Halten**

### **der Immobilie durch die Textil AG**

Vorliegend handelt es sich um eine Immobilie am Hauptsitz und somit auch am Hauptsteuerdomizil der Textil AG. Die Mietzinsträge betragen rund 4,0 Mio. Franken abzüglich jährliche Betriebskosten von rund 400'000 Franken. Im Rahmen des handelsrechtlichen Abschlusses der Textil AG werden diese Erträge und Aufwendungen im Reingewinn der Gesellschaft erfolgswirksam erfasst und sind für die Bemessung des steuerbaren Reingewinnes zu berücksichtigen. Mangels ausserkantonaler Verknüpfungen wird der gesamte Reingewinn der Textil AG an ihrem Hauptsitz Dietikon (ZH) ver-

steuert und unterliegt einer geschätzten Steuerbelastung von rund 21,42% (auf dem Gewinn vor Steuern; Stand 2013). Die Kapitalsteuer von aktuell 0,18% (Stand 2013) wird auf dem Eigenkapital und nicht auf dem Wert der Immobilie erhoben.

## **Fremdfinanzierung durch ausländische Investoren**

Seitens der Investment AG sind sämtliche Kapitalkosten aus der Fremdfinanzierung geschäftsmässig begründeter Aufwand und können vom Reingewinn in Abzug gebracht werden. Aus der Gewährung von finanziellen Mitteln zur Kaufpreisfinanzierung durch die Bank in Berlin sowie den Bruder

des Hauptaktionärs mit Wohnsitz in Berlin werden diese beiden Investoren in der Schweiz beschränkt steuerpflichtig, sofern deren Forderungen durch Grundpfand an der erworbenen Immobilie gesichert sind. In diesem Fall unterliegen sämtliche durch diese beiden ausländischen Investoren aus der Finanzierung erzielten Einkünfte der schweizerischen Besteuerung (auf Ebene Kantons- und Gemeindesteuern 14% sowie für die direkten Bundessteuern 3% der Bruttoeinkünfte).

### Generelle Steuerfolgen der Veräusserung

Der aus einer entgeltlichen Veräusserung einer Immobilie erzielte Kapitalgewinn ist grundsätzlich steuerpflichtig. Bei Kantonen mit monistischem System (z.B. ZH) wird auch bei juristischen Personen die kantonale Grundstückgewinnsteuer erhoben. Dagegen wird bei Kantonen mit dualistischem System (z.B. SG) ausschliesslich die Gewinnsteuer erhoben.

Das monistische System der Kapitalgewinnbesteuerung unterstellt den Wertzuwachsge Gewinn (Differenz zwischen Verkaufserlös und Anlagekosten) der Grundstückgewinnsteuer auf Immobilien unabhängig davon, ob die Immobilie von einer natürlichen Person oder von einer juristischen Person gehalten wurde.

Bei Immobilien, die durch natürliche Personen im Geschäftsvermögen oder durch juristische Personen gehalten wurden, unterliegen die wiedereingebrachten Abschreibungen (Differenz zwischen Erwerbspreis und Buchwert) zusätzlich der ordentlichen Einkommens- respektive Gewinnsteuer. Dabei kann allerdings die geschuldete Grundstückgewinnsteuer in Abzug gebracht werden.

### Steuerfolgen des konkreten Beispiels

Der Verkaufserlös von 40 Mio. Franken deckt in unserem Sachverhalt den aktuellen Buchwert von 45 Mio. Franken nicht. Die Veräusserung der Immobilie zu 40 Mio. Franken belastet die Erfolgsrechnung mit einem Buchverlust von 5 Mio. Franken, welcher im Rahmen der ordentlichen Abschluss-erstellung erfolgs- und steuerwirksam

## Asset Deal versus Share Deal im Allgemeinen

Ein Asset Deal (im Gegensatz zu einem Share Deal als Kauf der Textil AG Aktien) bietet der Käuferschaft limitierte Steuerrisiken und geringe Due-Diligence-Abklärungen; zudem können die Finanzierungskosten von den laufenden Betriebserträgen in Abzug gebracht werden und ein allfälliger Mehrwert der Immobilie kann steuerwirksam abgeschrieben werden. Die realisierten Buchgewinne werden der direkten Bundessteuer unterstellt. Auf Ebene der Kantons- und Gemeindesteuern werden die Wertzuwachsge Gewinne mit der Grundstückgewinnsteuer erfasst und die wiedereingebrachten Abschreibungen der kantonalen Gewinnsteuer unterstellt. Eine spätere Weiterleitung des Veräusserungsgewinns an den Aktionär mittels Dividendenausschüttung wird zusätzlich beim Aktionär mit der Einkommenssteuer erfasst. Diese wirtschaftliche Doppelbelastung wird durch Anwendung der Teilbesteuerung der Dividenden erträge gemildert, und die Verrechnungssteuer kann dem Aktionär gegebenenfalls zurückerstattet werden.

Könnte der Aktionär der Textil AG, der die Anteile im Privatvermögen hält, zwischen einem Asset Deal und einem Share Deal wählen, dürfte er einen Share Deal bevorzugen, weil er damit einen steuerfreien Kapitalgewinn erzielt.

berücksichtigt wird. Decken die ordentlichen Betriebseinnahmen im Veräusserungsjahr diesen Buchverlust nicht, so kann der verbleibende Verlust innert den folgenden 7 Steuerperioden mit erwirtschafteten steuerbaren Gewinnen verrechnet werden.

Seitens der Käuferschaft ist zu erwähnen, dass das mittels Asset Deal erworbene Aktivum bei der Investment AG zum Kaufpreis von 40 Mio. Franken bilanziert wird. Bei einer späteren Weiterveräusserung der Immobilie durch die Investment AG würden tiefe Anlagekosten für die Bemessung der Grundstückgewinnsteuer angerechnet werden. Dies ist nachteilig, da die Steuersätze bei der Grundstückgewinnsteuer regelmässig höher sind als bei der Gewinnsteuer auf Kantons- und Gemeindeebene (v.a. wenn nicht von einer Besitzdauer der Investment AG von über 15 Jahren ausgegangen werden kann). Zudem ist auch das gewinnsteuerliche Abschreibungspotenzial wegen des tiefen Kaufpreises beschränkt. Damit erweist sich der Asset Deal auch für die Investment AG als nachteilig im Vergleich zu einem Share Deal. Denn bei einem Share Deal würde der aktuelle Buchwert der Textil AG von 45 Mio. Franken durch die Investment AG sowie deren Anlagekosten übernommen, und die potenziell höhe-

ren Abschreibungen (wenn das Kaufpreisangebot von 40 Mio. Franken als Marktwert herangezogen wird) würden der ordentlichen Gewinnsteuer unterliegen.

### Fazit

Für die Textil AG entsteht aus der Veräusserung der Immobilie unter dem Buchwert keine Steuerbelastung auf Stufe Kantons-, Gemeinde- und direkte Bundessteuern. Das Aktivum wird ausgebucht und der Verlust kann steuerwirksam vorgetragen werden.

Mit einem Kaufpreisangebot von 40 Mio. Franken besteht für die Investment AG ein latentes Risiko, dass bei einem späteren Weiterverkauf der Immobilie der Wertzuwachsge Gewinn zu einer hohen Grundstückgewinnsteuer führen dürfte (abhängig von Marktbewegungen hinsichtlich eines zukünftig realisierbaren Verkaufserlöses).

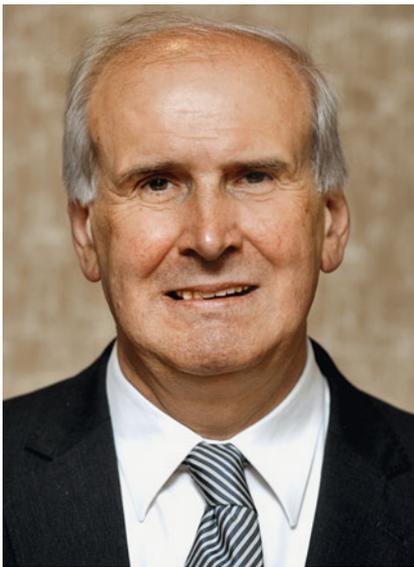
Auch aus steuerlicher Sicht beurteilt lohnt sich der Kauf der Immobilie nur bedingt. Es bleiben jedoch noch die folgenden Teile 3 und 4 des «Immo-Checks» bezüglich mehrwertsteuerlicher und rechtlicher Aspekte eines Immobilienerwerbs abzuwarten, um endgültige Entscheidungen zu treffen.

*o.weber@kendris.com*  
*e.wildman@kendris.com*  
*www.kendris.com*

# Sustainable Finance

## Die Wiederentdeckung der Privatsphäre

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



Die massenhafte Abschöpfung von Daten durch den amerikanischen Geheimdienst NSA sorgt für grosse mediale Empörung und zeigt in erschreckender Deutlichkeit, wie ungenügend Staaten die Intimsphäre ihrer Bürger zu schützen im Stande sind. Denn nicht nur die NSA greifen zu den Praktiken des Ausspionierens, sondern wohl alle Geheimdienste dieser Welt bedienen sich der technischen Möglichkeiten der elektronischen Spionage, um so zu möglichst umfassenden Informationen zu kommen.

Und siehe da, in der Folge des Bekanntwerdens, wie umfassend und ohne jegliche demokratische Kontrolle Daten ausspioniert werden, wird die Bedeutung eines geschützten Bereiches der Privatsphäre wiederum zum Thema. Denn der Schutz der Privatsphäre gehört zu den ersten Forderungen des Bürgers gegenüber dem Staat. Er leitet sich aus dem allgemeinen Persönlichkeitsrecht ab und wird von allen westlichen Demokratien als verfassungsmässiges Recht garantiert. Auch Artikel 12 der UN-Menschenrechts-Charta postuliert diesen Schutz. Und das zu Recht. Privatsphäre ist ein Recht, das für den Erhalt von demokratischen Gesellschaften wesentlich ist. Das Recht auf Privatsphäre verstärkt andere Rechte, wie die Meinungs-, Informations- und Versammlungsfreiheit.

Wie sieht die Wirklichkeit aus? Die Überwachung der Kommunikation, ein machtvoll Instrument für Geheimdienste und Polizei, scheint ohne jegliche gesetzliche Einschränkungen und demokratische Kontrolle zum Selbstzweck zu verkommen. Daten werden auf Vorrat abgefangen und gespeichert, um, so das Argument, gegen Verbrechen, Terrorismus oder Geldwäscherei-

kartelle vorgehen zu können. Doch findet vor der Datenabschöpfung nicht einmal eine Güterabwägung statt, geschweige denn werden verfassungsrechtliche Schranken beachtet. Jetzt zeigt sich auch, dass der Ankauf gestohlener Daten von Rechtsbrechern durch verschiedene Staaten eben doch rechtsstaatlich äusserst fragwürdig war und ist. Hier kommt der Staat mit Verbrechen ins Geschäft, indem er unrechtmässig erworbene Daten kauft, die wiederum der Bekämpfung einer anderen Straftat dienen sollen. Auch wenn im Strafrecht argumentiert werden kann, dass Daten keine Ware sind und deshalb der Datenkauf nicht den Tatbestand der Hehlerei erfüllt, so hat der Staat doch zur Kenntnis zu nehmen, dass Datenklau mit Geheimnisverrat oder Ausspähen von individuellen Daten zu tun hat. Und er nimmt das billigend in Kauf. Wo bleibt hier der Rechtsstaat? Ist es tatsächlich glaubwürdig, sich medial über die Datenspionage aufzuregen, im Gegenzug aber in finanzieller Hinsicht den gläsernen Bürger zu fordern? Argumente gegen den Schutz der Privatsphäre lassen sich beliebig finden, wenn das hohe Gut der Freiheit demjenigen der Sicherheit untergeordnet wird. Es ist jedoch zu betonen, dass es im Recht keinen Unterschied zwischen gutem und bösem Datendiebstahl gibt.

Den geschützten Bereich der Privatsphäre zu durchbrechen, bedarf strenger gesetzlicher Auflagen und der richterlichen Kontrolle. Ausnahmen darf es keine geben. Staaten und Finanzplätze, die nachhaltig für den Schutz der Privatsphäre einstehen, schaffen Vertrauen. Kunden, deren legitimes Bedürfnis es ist, ihre Familien vor Verfolgung und kriminellen Bedrohungen zu schützen, werden vermehrt auf deren Dienstleistungen zurückgreifen. Ein wirksamer Schutz der Privatsphäre setzt jedoch ein wirksames Regime gegen dessen Missbrauch voraus.

Bekämpfung der Geldwäscherei, Terrorismusfinanzierung und Verbrechen jeglicher Art wie auch die Zusammenarbeit in Steuerfragen in einem rechtsstaatlich gefestigten Rahmen sind deshalb Voraussetzung für einen Finanzplatz, um nachhaltiges Vertrauen in sein Funktionieren zu schaffen.

Die anlasslose staatliche Ausspähung von Menschen darf nicht zur Normalität in unserer Gesellschaft werden. Staaten haben nicht das Recht der schrankenlosen Ausspionierung ihrer Bürger. Die zunehmenden technologischen Möglichkeiten bedürfen einer noch strikteren Kontrolle. So gesehen trägt ein Staat oder ein Finanzplatz, der das Recht auf eine geschützte Privatsphäre respektiert und durchsetzt zum Funktionieren des freiheitlichen Staatswesens in nicht unerheblichem Ausmass bei.

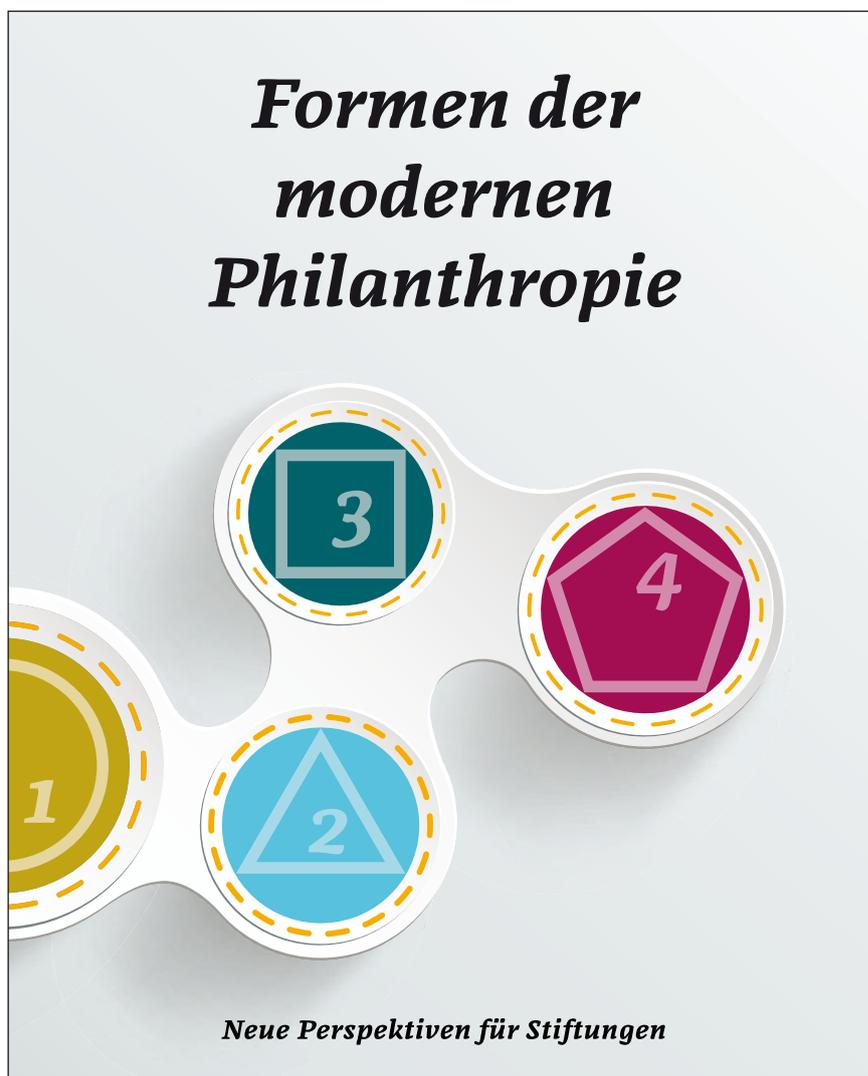
otmar.hasler@kaiserpartner.com  
www.kaiserpartner.com

# Formen der modernen Philanthropie – Neue Perspektiven für Stiftungen



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

Die Welt verändert sich und so hat sich im Wandel der Zeit auch das Verständnis philanthropischen Engagements weiterentwickelt. Im Vergleich zum ursprünglichen Philanthropieverständnis ist das heutige Verständnis von Philanthropie in einem erweiterten gesellschaftlichen Kontext zu betrachten und Ausdruck von Solidarität und bürgerschaftlichen Engagements. Hierzu halten in Ergänzung zu «traditionellen» Formen des Spendens und Stiftens vermehrt auch «neue» betriebswirtschaftlich geprägte Konzepte in den gemeinnützigen Sektor Einzug. Neue Wege werden beschritten und ein erweitertes Philanthropieverständnis etabliert sich. Insbesondere die Art und Weise, wie die heutige Generation von Stifterinnen und Stiftern bzw. Spenderinnen und Spendern ihr Vermögen erwirtschaftet hat, spiegelt sich in der philanthropischen Denkweise des 21. Jahrhunderts wider. So nutzen sie in Ergänzung zur «klassischen» Spende vermehrt auch ihr im Beruf erworbenes Wissen, ihre Kontakte und ihr Know-how, um dies mit Engagement in die von ihnen unterstützten gemeinnützigen Organisationen ein-



zubringen. Auch Ansätze des verantwortungsvollen und nachhaltigen Investierens finden in zunehmendem Masse Anwendung in der Stiftungswelt.

Wie dabei vorgegangen werden kann respektive welcher Methoden sich gemeinnützige Stiftungen heute bedienen können, wird im vorliegenden, umfassenden Gemeinschaftswerk vorgestellt. Mit diesem Handbuch ist ein Werk entstanden, das dem Leser sowohl traditionelle als auch neue Instrumente aufzeigt, um «Gutes» zu bewirken.

#### **Buchinhalte**

- Philanthropie
- Venture Philanthropie
- Impact Investing
- Responsible Investing

Autoren: Oliver Oehri, Christoph Dreher und Christoph Jochum (CSSP) sowie Prof. Dr. Georg von Schnurbein (CEPS).

Das Center for Social and Sustainable Products (CSSP) versteht sich als Navigator und Initiator für zahlreiche Nachhaltigkeitsprojekte mit dem Ziel, das öffentliche und private Rollenverständnis der Philanthropie und des nachhaltigen Investierens zu fördern und zu einer gesteigerten Markttransparenz beizutragen. Das Centre for Philanthropy Studies (CEPS) der Universität Basel ist ein interdisziplinäres Forschungs- und Weiterbildungszentrum für das Schweizer Stiftungswesen.

*Das Handbuch kann  
kostenlos bestellt werden unter  
[www.myImpact.li](http://www.myImpact.li)*

# Investieren, nicht spekulieren

## Unternehmen können durch die Ausgabe von Loyalitäts-Aktien langfristige Investoren belohnen.

**Führende internationale Investoren diskutieren die Idee einer Loyalitäts-Aktie (kurz L-Aktie) neu. Sie ist ein einfaches Mittel für Publikumsgesellschaften, langfristig handelnde Investoren anzuziehen und zu belohnen. Deren Position wird gestärkt; sie werden zu Eigentümern, die ihren Namen verdienen und als solche handeln. Das Instrument der L-Aktie könnte auch von Schweizer Publikumsgesellschaften eingesetzt werden.**



**Von Jakob Höhn**  
Partner  
Pestalozzi Rechtsanwälte AG  
Zürich

Der frühere amerikanische Vizepräsident Al Gore lancierte die Idee der «Loyalitäts-Aktie» oder «Treue-Aktie», kurz L-Aktie, neu. Gore, heute selber erfolgreicher langfristiger und nachhaltiger Investor, sieht in der L-Aktie ein probates Mittel, mehr Balance zwischen kurzfristigen Spekulanten und langfristigen Investoren zu erreichen.

In der Tat ist die zunehmende Kurzfristigkeit an den Kapitalmärkten dramatisch. Während noch 1960 die durchschnittliche Haltedauer von Aktien an der New Yorker Börse bei über 8 Jahren lag, ist sie heute auf unter 1 Jahr gesunken.

Die Ursachen sind bei den sogenannten modernen Anlageinstrumenten und der Atomisierung der Welt der Finanzmarktakteure zu suchen. Komplexe, computergesteuerte Strategien



**und Peter Zollinger**  
Partner und Leiter Impact Research  
Globalance Bank AG  
Zürich

entscheiden über den Kauf und Verkauf von Aktien. Und eine Vielzahl von Finanzmarktteilnehmern mit ihren Eigeninteressen hat sich zwischen die eigentlichen Eigentümer und die Unternehmen geschoben. Das Management von kotierten Gesellschaften kommt unter Druck, sich dem Diktat von kurzfristig denkenden Analysten und Investoren zu unterwerfen. Vergessen geht, dass die fehlende langfristige Perspektive den Unternehmen oft auch die Möglichkeiten verbaut, ihre Strategien und Geschäftsmodelle so radikal zu erneuern, wie es tektonische Umwälzungen in ihren Märkten erfordern. Energiewende, IT-Revolution oder die aufstrebenden Märkte sollen hier stellvertretend als Stichworte genügen. Die Kurzfristigkeit der Märkte limitiert auf gefährliche Weise den Handlungsspiel-

raum der Unternehmen. Die Kosten solcher Kurzfristigkeit tragen alle wirklichen Partner der Unternehmen: Kunden, langfristige Investoren, das Management und die Mitarbeiter, Lieferanten und die betroffenen Gemeinwesen, kurz alle, ausser Spekulanten.

### Belohnung langfristiger Investoren

Eine Trendumkehr ist deshalb von grossem Interesse für viele. Hier setzt die L-Aktie an: Sie ermöglicht es Gesellschaften, diejenigen Investoren zu belohnen, die an der langfristigen Entwicklung ihres Unternehmens ernsthaft interessiert sind und ihre Loyalität (oder besser, ihre Investition) nicht bei jeder Gelegenheit grundsätzlich in Frage stellen. Stellvertretend für relevante akademische Arbeiten sei hier auf eine Studie der Columbia University hingewiesen, welche auch dem erwähnten Vorstoss von Al Gore Pate stand (L-Shares: Rewarding Long-Term Investors, Bolton, Columbia University, 2010).

Viele Ausprägungen sind möglich: Im Kern handelt es sich bei der L-Aktie nicht um eine besondere Aktie, sondern um eine ganz gewöhnliche Aktie, die mit einer Option (genauer einer Call-Option) verbunden wird, die es der kotierten Gesellschaft erlaubt, treue Investoren nach einer bestimmten Haltedauer (Loyalitätsperiode) zu belohnen, bspw. mit der Möglichkeit des Bezugs einer zusätzlichen Aktie zu einem attraktiven Preis. Wird die Aktie vor Ablauf der Loyalitätsperiode verkauft, verfällt die Option wertlos.

Der Preis kann entweder bei Ausgabe der Option auf Basis des aktuellen Aktienkurses fixiert oder mittels einer definierten Formel durch den Marktverlauf bestimmt werden (z.B. der durchschnittliche Aktienkurs wäh-

rend der Loyalitätsperiode). Diese Variante käme u.a. zum Zug, um die Loyalität von Aktionären in unruhigen Zeiten mit volatilen Aktienkursen zu fördern. Aus Sicht der Unternehmensfinanzierung bieten sich hier interessante strategische Gestaltungsmöglichkeiten. Das Management kann seiner langfristigen Strategie und seiner Zuversicht mit der Wahl einer passenden Formel Nachdruck verleihen.

### **Einführung auch in der Schweiz möglich**

Wie steht es mit der Umsetzung in der Schweiz? Das Schweizer Aktienrecht erlaubt die Einführung von L-Aktien bspw. wie folgt: Die Generalversammlung beschliesst die Gratisausgabe von L-Optionen an alle Aktionäre. Eine L-Option berechtigt zum Bezug einer Aktie nach Ablauf einer Haltedauer von 2 bis 3 Jahren zum volumengewichteten Durchschnittskurs während dieser Loyalitätsdauer. Die Aktienlieferung bei Ausübung kann dadurch gesichert werden, dass die Gesellschaft mittels Rückkaufprogramm die benötigten Aktien erwirbt. Auf diese Weise kann sichergestellt werden, dass die Einführung der L-Aktien nicht zu einer Verwässerung führt.

Möglich ist auch die Bereitstellung der benötigten Aktien durch bedingtes Aktienkapital. Zwar ist dies im Gesetz nicht ausdrücklich vorgesehen, doch geht die herrschende Lehre davon aus, dass das bedingte Aktienkapital zur Ausgabe von Aktionärsoptionen verwendet werden kann. Wichtig ist, dass die L-Option allen Aktionären zugeteilt wird.

Sodann müssen die Bedingungen so ausgestaltet sein, dass der Anreiz, die Aktien lange zu halten, nicht dazu führt, dass sinnvolle strategische Alternativen verhindert werden. So muss

Gerade die gewichtigsten Investoren, die unser aller Vorsorgevermögen betreuen, haben ein eminentes Interesse, dass das Finanzsystem wieder vermehrt auf Langfristigkeit ausgerichtet wird.

eine Übernahme oder eine Fusion dennoch möglich sein, indem die Haltedauer in einem solchen Fall vorzeitig endet oder auf die im Rahmen der Übernahme bzw. Fusion erhaltenen Beteiligungspapiere übertragen wird.

Auch die Abwicklung sollte in der Schweiz möglich sein: L-Aktien mit zugeteilten Optionen wird einfach eine eigene Wertschriftenidentifikationsnummer (ISIN) zugewiesen. Wird die Aktie vor Ablauf der Loyalitätsperiode verkauft, verfällt die L-Option und die ISIN-Nummer wechselt automatisch zurück auf diejenige der ordentlichen Aktie ohne L-Option.

Die Grundkonstruktion der L-Aktie ist vergleichbar mit derjenigen der in Verruf geratenen Management-Stock-Option-Programme. Das entbehrt zwar nicht einer gewissen Ironie, ist auf den zweiten Blick jedoch logisch: Sowohl Management wie Eigentümer sollen die gleichen, langfristigen Interessen haben, und ihre Anreizsysteme sollen entsprechend aufeinander abgestimmt sein.

Wir sind davon überzeugt, dass die L-Aktie dazu beitragen könnte, einige der namentlich seit der Finanzkrise georteten Missstände zu beheben. Auf Unternehmensebene kann dank dem finanziellen Anreiz das Gewicht und der Einfluss von langfristigen Investoren gestärkt werden, die es den Un-

ternehmensverantwortlichen erlauben, eine langfristig wertorientierte Unternehmensstrategie zu verfolgen.

### **Langfristig stabilisierend**

Auf den Gesamtmarkt könnten sich L-Aktien gerade in Zeiten grosser Unsicherheit stabilisierend auswirken. Für viele Investoren sind kurzfristige Gewinne gar nicht interessant, wenn langfristig die Werterhaltung nicht gesichert werden kann. Was nützt es dem 30jährigen Angestellten, dass seine Pensionskasse im Jahre 2006 eine ausserordentliche Rendite erzielte, wenn in den folgenden Jahren alles und viel mehr an Wert vernichtet wird?

Gerade die gewichtigsten Investoren, die unser aller Vorsorgevermögen betreuen, haben ein eminentes Interesse, dass das Finanzsystem wieder vermehrt auf Langfristigkeit ausgerichtet wird. Wir meinen, die führenden Schweizer Unternehmen sollten nicht warten, bis diese Investorengruppen Langfristigkeit und ein Entgelt für ihren Beitrag zur Langfristigkeit einfordern, sondern von sich aus vorgehen und den Einsatz von L-Aktien prüfen.

*[jakob.hoehn@pestalozzilaw.com](mailto:jakob.hoehn@pestalozzilaw.com)*

*[www.pestalozzilaw.com](http://www.pestalozzilaw.com)*

*[peter.zollinger@globalance-bank.com](mailto:peter.zollinger@globalance-bank.com)*

*[www.globalance-bank.com](http://www.globalance-bank.com)*

Die L-Aktie ermöglicht es Gesellschaften, diejenigen Investoren zu belohnen, die an der langfristigen Entwicklung ihres Unternehmens ernsthaft interessiert sind und ihre Loyalität (oder besser, ihre Investition) nicht bei jeder Gelegenheit grundsätzlich in Frage stellen.

## Wie die Finanzbranche Vertrauen zurückgewinnen kann

# Verschwiegenheit versus offene Kommunikationskultur

Das Vertrauen in die Finanzbranche bleibt angeschlagen. Trotz Regulierungsflut. Vielleicht sogar gerade deswegen. Die Geldindustrie scheint sich nur unter Druck und zaghaft zum Besseren zu wandeln, nicht aus freien Stücken. Das stimmt die breite Öffentlichkeit misstrauisch. Wer es versteht, in diesem Umfeld eine offene Kommunikationskultur aufzubauen und sich mit neuen, kundenzentrierten Geschäftsmodellen vom Einheitsbrei zu differenzieren, hat die Nase vorn.



Von Ralph Spillmann

Managing Partner, Communicators AG

Das Berufsansetzen im Schweizer Bank- und Versicherungsbereich ist im Keller. Es dürfte in den nächsten fünf Jahren sogar noch weiter abbröckeln. Zu diesem Schluss kam die diesjährige Umfrage des Schweizer Branchenportals *finews.ch* und der Kommunikationsagentur Communicators bei mehr als 500 Beschäftigten der Finanzbranche. Fast ein Drittel der Befragten würden einem Schul-Abgänger nicht mehr empfehlen, ins Banking einzusteigen.

### Privatkunden misstrauen westlichen Bankern

Das Imageproblem scheint insbesondere in der westlichen Hemisphäre zu grasieren: Während in Hongkong erfreuliche 68% der Anleger den Investmentprofis trauen, sind es in den USA nur magere 44% und in Grossbritannien gar nur 39%. Dies ergab eine Umfrage, die der weltweit tätige Berufsverband CFA Institute zusammen mit der PR-Agentur Edelman in den USA, Grossbritannien, Australien und Hongkong unter mehr als 2'000 Anlegern durchführte. Interessant ist, dass institutionelle Anleger durchwegs

ein stärkeres Vertrauen in die Anlageprofis hegen als Privatanleger. Handlungsbedarf besteht also in erster Linie im Privat- und Retailkundengeschäft.

Die Studie des CFA Institute ortet auch, wo der Schuh drückt: An den Kapitalmärkten selbst liegt es nicht. Denn die Befragten glauben durchaus, dass diese faire Chancen bieten. Sie kennen auch die Risiken und wissen, dass sich die Performance ihrer Anlagen nicht unabhängig von den Kapitalmärkten entwickeln kann. Deshalb ist auch nicht die Performance das wichtigste Kriterium zur Vertrauensbildung.

### Kundeninteressen wahrnehmen

Weitaus wichtiger sind gemäss der Studie andere Faktoren. Die Anleger wollen von ihren Finanzberatern verstärkt spüren, dass diese im Interesse der Kunden denken und handeln. Dazu verhilft vor allem eine transparente und offene Geschäfts- und Gesprächskultur. Nicht nur Erfolge, sondern auch Misserfolge sollen offen kommuniziert und diskutiert werden. Das gilt ebenso für Interessenkonflikte und Anreizmodelle. Je besser der Anlagekunde informiert ist, umso mehr Verständnis und Vertrauen bringt er auf.

Diesbezüglich hapert es allenthalben noch, auch in der Schweiz. Ein gutes Beispiel liefert die Handhabung der Retrozessionen, die vom Bundesgericht im Oktober 2012 als unrechtmässig verurteilt wurde. Seither können zumindest Vermögensverwaltungsklienten Retrozessionen zurückfordern. Grundsätzlich muss also der Kunde aktiv werden. Nur ein Institut hat bisher diese Chance kompromisslos und publikumswirksam genutzt. Die Migrosbank zahlte von sich aus allen Kunden, auch den kleinen, die in den vergangenen zehn Jahren einbehaltenen Retrozessionen zurück. Künftig werden alle Vertriebsentschädigungen automatisch jährlich entrichtet. Damit werden Interessenkonflikte bei der Produktvermittlung zum vornherein vermieden. Die Kunden müssen also erst gar nicht

aktiv werden. Solch spontanes Entgegenkommen bringt nicht nur Sympathien beim breiten Publikum, sondern auch erfreuliche Neugelder, wie das Wachstum der Bank zeigt.

### Neuorientierung als Chance nutzen

Die frühere Strategie vieler Banken, die auf vornehmer Verschwiegenheit, Diskretion und Zurückhaltung baute, hat ausgedient. Sie hinterlässt bei Aussenstehenden ein diffuses Bild und schürt eher Misstrauen. Ähnliches gilt für vollmundige Versprechen. Die Anleger werden zunehmend mündiger und fordernder. Sie schätzen Offenheit, Transparenz und realistische Einschätzungen. Dies sollte durch eine wohldefinierte, proaktive Kommunikation unterstützt werden. Gut durchdachte Botschaften tragen dazu bei, sich vom Einheitsbrei abzuheben. Die Neuorientierung der Anleger bietet nicht nur grossen Unternehmen neue Chancen. Auch kleinere, flexibel agierende Marktteilnehmer mit interessanten Geschäftsmodellen können im heutigen Positionierungsgerangel mit proaktiver Kommunikation besser auf sich aufmerksam machen.

Kundenorientiertes Handeln und Denken muss höchste Priorität haben, um das Vertrauen zurückzugewinnen. Es soll jedoch authentisch sein und von innerer Überzeugung getragen werden. «The Future of Finance Starts With You», heisst denn auch die neueste Kampagne des CFA Institute. Die Berufsorganisation geht mit gutem Beispiel voran und nimmt ihre weltweit mehr als 120'000 Mitglieder in die Pflicht: «Professionalität, Transparenz und die Einhaltung klarer ethischer Grundsätze werden immer wichtiger. Diese Werte und Inhalte vertreten die CFA-Berufsorganisation und deren Mitglieder proaktiv. Damit tragen sie ihren Teil zur Vertrauensbildung bei», erklärt Christian Dreyer, CFA und CEO der CFA Society Switzerland.

[ralph.spillmann@communicators.ch](mailto:ralph.spillmann@communicators.ch)

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

# Recht & Steuern

## Revision der Rechnungslegungsvorschriften für Banken

Von *Stephanie Lorenz, Wissenschaftliche Mitarbeiterin, Schweizerische Bankiervereinigung*



Am 29. Oktober haben das Eidg. Finanzdepartement (EFD) und die Eidg. Finanzmarktaufsicht (Finma) je eine Anhörung zur Revision der Rechnungslegungsvorschriften für Banken (Stufe Bankenverordnung (BankV) bzw. Finma-Rundschreiben 2008/2 «Rechnungslegung Banken» (Finma-RS)) eröffnet. Die Überarbeitung dieser Vorschriften wurde einerseits durch die Ende 2011 verabschiedete Revision des Rechnungslegungsrechtes im Obligationenrecht (OR) und andererseits durch Entwicklungen im Bankgeschäft sowie Anpassungen bei nationalen (Swiss GAAP FER) und internationalen Rechnungslegungsstandards (IFRS und US GAAP) während der letzten Jahre notwendig. Parallel zur Erstanwendung des revidierten OR sollen die überarbeitete BankV und das Finma-RS am 1. Januar 2015 in Kraft treten.

Die Vorlage sieht zum Teil signifikante Änderungen an verschiedenen, für die Bankenrechnungslegung zentralen Themen vor. Dieser Artikel stellt eine Auswahl dieser Anpassungen vor. Eine wichtige Neuerung betrifft die Pflicht zur Erstellung eines *Lageberichtes*, wie ihn auch das OR (Art. 961c) vorsieht. Dieser Bericht wird künftig zusätzlich zur Jahresrechnung von den Banken zu erstellen sein und Auskunft zu Risikobeurteilungen, aussergewöhnlichen Ereignissen und Zukunftsaussichten geben.

Weitere geplante Änderungen betreffen die Abschaffung bzw. Abänderung von bisher gültigen *De-Minimis-Ausnahmen* für kleine Banken. So soll es – in Übereinstimmung mit den neuen Vorschriften des OR und des Bankengesetzes (BankG) – künftig keine Ausnahmen mehr von der Erstellung einer Konzernrechnung (Art. 23a Abs. 3 BankV) oder eines Zwischenabschlusses (Art. 23b Abs. 1 BankV) geben. Des Weiteren ist geplant, als Kriterium für die Erstellung einer Geldflussrechnung (bisher «Mittelflussrechnung») nicht mehr auf Bilanzsumme und Bilanzgeschäft abzustellen, sondern auf die Art des Abschlusses. Demnach würden Banken, die keine Jahresrechnung nach dem True-and-Fair-View-Prinzip erstellen, künftig von der Erstellung einer Geldflussrechnung befreit sein.

Während die oben genannten Anpassungen grundsätzlich sinnvoll erscheinen, gibt es andere Neuerungen, die aus Sicht der Banken problematischer sind. So soll beispielsweise in Abweichung vom neuen Art. 960 OR die *Einzelbewertung* anstelle der *Sammelbewertung* für Beteiligungen, Sachanlagen und immaterielle Werte uneingeschränkt gelten, während das OR hier eine weitaus flexiblere Lösung vorschlägt.

Ebenfalls vorgesehen ist, dass *Wertberichtigungen* künftig nicht mehr unter einer entsprechenden Passivposition bilanziert werden sollen, sondern direkt vom jeweiligen Aktivum in Abzug gebracht werden müssen. Diese Abkehr vom Bruttoprinzip wird für die Banken mit einem grossen Umstellungsaufwand verbunden sein, der unserer Ansicht nach in einem schlechten Verhältnis zum Nutzen steht.

Hingegen positiv hervorzuheben gilt es, dass die Gelegenheit der Revision der Rechnungslegungsvorschriften auch für eine Neustrukturierung und teilweise Umformulierung des Finma-Rundschreibens 2008/2 genutzt wurde. Dadurch sollte das Rundschreiben künftig übersichtlicher und einfacher verständlich sein.

Die Schweizerische Bankiervereinigung wurde, zusammen mit der Treuhänderkammer, bereits zu einem frühen Zeitpunkt in die Arbeiten von Finma und EFD involviert. Durch diesen frühzeitigen und intensiven Dialog konnte sichergestellt werden, dass die neuen Vorschriften nicht nur auf dem Papier gut aussehen, sondern auch in der Praxis sinnvoll sind und von den Banken mit vernünftigem Aufwand umgesetzt werden können. Das Ergebnis ist in unseren Augen eine grundsätzlich ausgewogene und, in den meisten Bereichen, gut abgestützte Vorlage.

*stephanie.lorenz@sba.ch / www.swissbanking.org*

# Kendris Jahrbuch 2013/2014

## Manuel Kendris 2013/2014

Die jeweils 8. Auflage des Kendris Jahrbuchs und des Manuel Kendris erscheinen Ende 2013. Im Bereich der Steuern werden die sich ständig verändernden Steuerzahlen nachgeführt und im Bereich Recht die Gesetzestexte.

Von Prof. Dr. Hans Rainer Künzle  
Rechtsanwalt  
Partner, Kendris AG

### Einkommens- und Vermögenssteuern

Was hat sich geändert? In verschiedenen Kantonen sind Steuergesetzrevisionen beschlossen worden (AG, AR, BE, GR, SG, TG). Im Kanton Aargau traten 2013 Reduktionen bei der Einkommens- und Vermögenssteuer und Erhöhungen der Kinderabzüge in Kraft. Im Kanton Appenzell Ausserrhoden wurde 2013 die kalte Progression ausgeglichen. Im Kanton Bern wird die Revision 2014 in Kraft treten und überwiegend zwingendes Bundesrecht umsetzen (Besteuerung nach Aufwand, Steuerbefreiung des Feuerwehrsolds, Besteuerung von Mitarbeiterbeteiligungen usw.). Im Kanton Graubünden sind 2013 ebenfalls Anpassungen an das Bundesrecht in Kraft getreten.

2013 wurde sodann eine Verlängerung der absoluten Veranlagungsverjährung beschlossen. Im Kanton St. Gallen traten 2013 Anpassungen an das Steuerharmonisierungsgesetz und Korrekturen aufgrund von Bundesgerichtsentscheidungen in Kraft. Im Kanton Thurgau wurde 2013 eine Revision beschlossen, welche unter anderem eine Abschaffung der ergänzenden Vermögenssteuer vorsieht.

Die Besteuerung in den Kantonen ist immer noch sehr unterschiedlich. Das soll das nachfolgende Beispiel der Besteuerung von 10 Mio. Franken Vermögen in den Kantonshauptorten zeigen, mit Genf (95'524 Franken) als höchster und Nidwalden (12'525 Franken) als tiefster Steuer.

### Sozialversicherungen

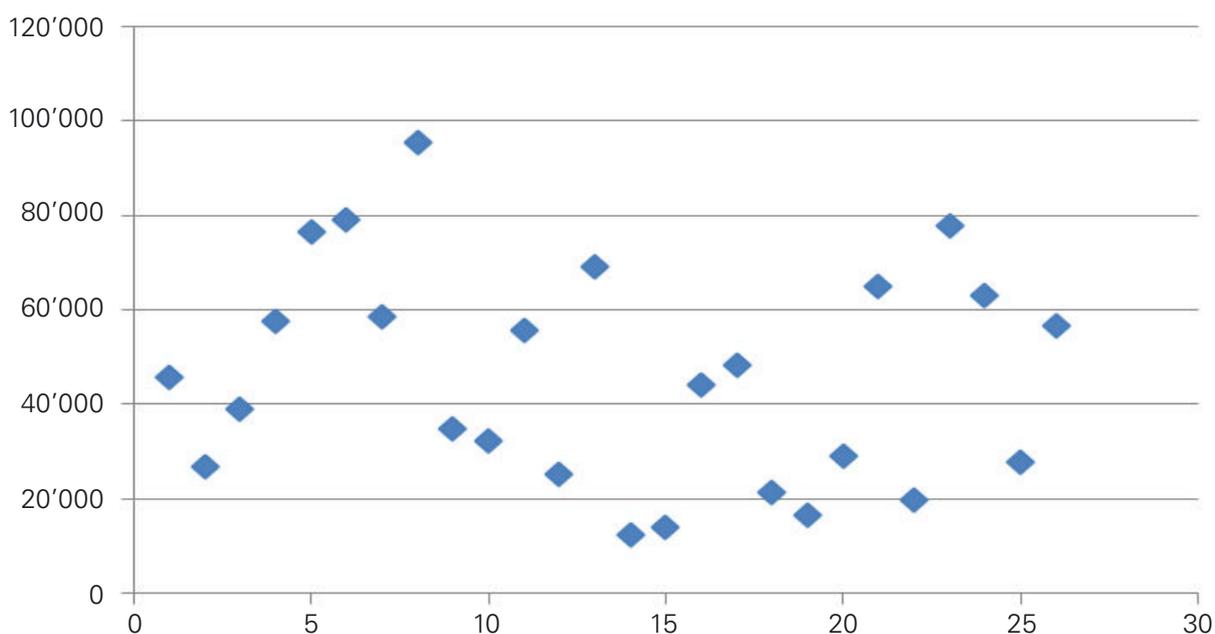
Ab 2014 wird der Solidaritätsbeitrag auch auf Lohnbestandteilen über 315'000 Franken erhoben. Vom Bei-

trag trägt der Arbeitnehmer 50% und der Arbeitgeber 50%.

### Erbschafts- und Schenkungssteuern

Bei den kantonalen Erbschafts- und Schenkungssteuern gibt es gegenwärtig kaum Bewegung. Die Eidgenössische Erbschaftssteuer-Initiative, welche Ende 2012 zu einer Lawine von Schenkungen an die nächste Generation führte, wurde am 20. März 2013 eingereicht und ist zustande gekommen. Eine Motion von Nationalrat Christoph Blocher vom 17. April 2013 mit dem Titel «Ruinöse Erbschaftssteuer rasch behandeln», welche vom Bundesrat eine Behandlung der Initiative bis Ende Juni 2013 verlangte, wurde vom Bundesrat abgelehnt, weil dieser Zeitplan nicht realistisch sei. Am 13. September 2013 hat der Bundesrat sich gegen die Erbschaftssteuer ausgesprochen und das Finanzdepartement mit der Ausarbeitung einer Botschaft be-

### Vermögenssteuern in den Kantonshauptorten bei 10 Mio. Fr. Vermögen



Von links nach rechts: AG, AI, AR, BE, BL, BS, FR, GE, GL, GR, JU, LU, NE, NW, OW, SG, SH, SO, SZ, TG, TI, UR, VD, VS, ZG, ZH

auftragt. Es ist zu erwarten, dass das Parlament sich im Lauf des Jahres 2014 mit der Vorlage beschäftigen wird.

### Doppelbesteuerungsabkommen zur Erbschaftssteuer

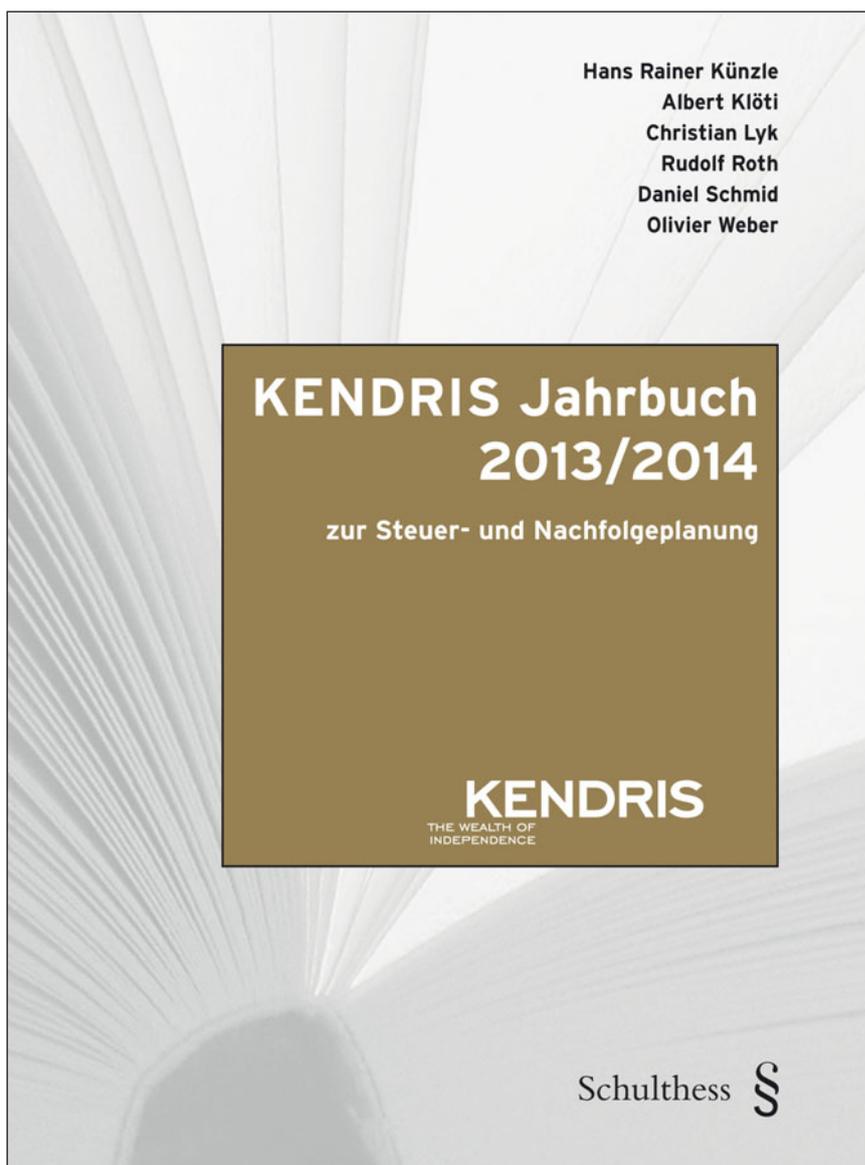
Am 11. Juli 2013 haben die Schweiz und Frankreich das neue französisch-schweizerische Abkommen zur Vermeidung der Doppelbesteuerung auf dem Gebiet der Erbschaftssteuern *unterzeichnet*. Die nationalen Parlamente der beiden Staaten müssen dieses Abkommen noch genehmigen, bevor es in Kraft treten kann, was frühestens 2014 der Fall sein dürfte. Gegen die Ratifizierung ist aber von verschiedenen Seiten Widerstand angemeldet worden.

Die drei Hauptpunkte der Revision sind: 1) *Immobilien*: Immobilien, die indirekt über eine Gesellschaft gehalten werden, müssen neu am Ort der gelegenen Sache besteuert werden, über eine Société immobilière gehaltene französische Grundstücke also in Frankreich. 2) *Wohnsitz der Erben*: Leben die Erben eines Erblassers mit Wohnsitz in der Schweiz zum Zeitpunkt seines Todes in Frankreich, werden sie in Frankreich besteuert, sofern sie in den 10 Jahren vor dem Empfang des Erbes während mindestens 8 Jahren in Frankreich Wohnsitz hatten (ohne das Abkommen würde die Frist gemäss aktuellem französischem Recht 6 Jahre betragen). 3) *Körperliche bewegliche Sachen*: Mit dem revidierten Abkommen können die französischen Steuerbehörden weitere in Frankreich gelegene, körperliche bewegliche Sachen eines Erblassers mit Wohnsitz in der Schweiz besteuern. Zum bisher schon besteuerten «Hausrat» (Tisch, Bett, Bilder usw.) kommen beispielsweise Goldbarren, Schmuck und Edelsteine hinzu.

### Einkommens- und Erbschaftssteuern (international)

Die *Quellensteuerabkommen* mit Grossbritannien und Österreich sind per 1. Januar 2013 in Kraft getreten, während dasjenige mit Deutschland am Widerstand des deutschen Parlaments gescheitert ist. Weitere Abkommen werden mit Italien und Griechenland verhandelt.

In den einzelnen Ländern wurden die Steuern umfangreich verändert.



Grössere Revisionen wurden in Belgien (Quellensteuer), Frankreich (Besteuerung von sehr hohen Einkommen) und England (neue Definition der Steuerpflicht bzw. Ansässigkeit) vorgenommen.

### Fatca-Abkommen Schweiz–USA

Mit dem «Foreign Account Tax Compliance Act» (Fatca) wollen die USA erreichen, dass sämtliche im Ausland gehaltenen Konten von Personen, die in den USA steuerpflichtig sind, besteuert werden können. Fatca ist eine unilaterale US-Regelung, die weltweit für alle Länder gilt. Sie verlangt von ausländischen Finanzinstitutionen, dass sie den US-Steuerbehörden Informationen über US-Konten weitergeben oder eine hohe Steuer erheben. Am 14. Februar 2013 haben die Schweiz und die USA ein Abkommen zur verein-

fachten Umsetzung von Fatca unterzeichnet. Dieses wurde ebenso neu ins Jahrbuch aufgenommen wie der Entwurf zu einem BG über die Umsetzung dieses Abkommens.

### Erbrecht: Gesetzestexte

Im Teil Recht wurden die Abkommen der Schweiz mit anderen Staaten zum internationalen Erbrecht aufgenommen. In Belgien wurde die Ersatzerbschaft neu geregelt, in Liechtenstein das Erbrecht des überlebenden Ehegatten und des eingetragenen Partners und in Kalifornien (per 1.1.2014) das Erbrecht der Eltern.

*Bestellungen des Jahrbuchs / Manuel*  
Beim Schulthess Buchshop  
[www.schulthess.com/buchshop](http://www.schulthess.com/buchshop)  
oder über die Homepage von Kendris  
[www.kendris.com/news/kendris-yearbook/](http://www.kendris.com/news/kendris-yearbook/)

## Die Notensteiner: Ein Stück Schweizer Bankengeschichte

Mit der Gründung der Notenstein Privatbank schreibt das traditionsreiche St. Galler Bankhaus ein neues Kapitel. Gleichzeitig schliesst sich der Kreis: Der Name des Bankhauses geht auf eine einflussreiche Gesellschaft von St. Galler Kaufleuten zurück, die sich die «Notensteiner» nannten und im Haus «Nothveststein» am Rand der St. Galler Altstadt ihre Versammlungen abhielten. Damit ist die Entstehung des St. Galler Bankhauses aufs Engste mit der Geschichte der Notensteiner verbunden.

Rolf E. Kellenberg schildert in diesem reich bebilderten Buch die Geschichte eines der ältesten Schweizer Bankhäuser von dessen Wurzeln bis in die Gegenwart. Er beschreibt die Anfänge als Speditions- und Handelshaus unter der Kaufmannsdynastie der Zyli und die Weiterführung als Bank durch die Familie Wegelin. Ab den 1990er Jahren, in der Ära der neuen Teilhaber Konrad Hummler und Otto Bruderer, entwickelte sie sich zum schweizweit tätigen Vermögensverwalter. Das abrupte Ende von Wegelin & Co. führte im Januar 2012 zur heutigen Notenstein Privatbank.

### Die Notensteiner

#### Von der Handelsgesellschaft zur Privatbank

Von Rolf E. Kellenberg

140 Seiten, 80 Abb., gebunden

Fr. 49.–, € 39.– / ISBN 978-3-03919-286-1

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



## Handbuch des Vermögensverwaltungsrechts

Die Finanz-, Währungs- und Schuldenkrise, verschiedene Skandale sowie der Druck ausländischer Behörden auf den Finanzplatz Schweiz haben die Vermögensverwaltung nachhaltig verändert. Die Umwälzungen haben auch im Recht der Vermögensverwaltung ihre Spuren hinterlassen.

Dieses Handbuch behandelt das Vermögensverwaltungsrecht aus schweizerischer Optik. Nach einer Darstellung historischer und ökonomischer Aspekte werden vorab die schuldrechtlichen Grundlagen analysiert. Dabei steht der Vermögensverwaltungsvertrag mitsamt der vertragstypischen Klauseln und der AGB-Problematik im Fokus. Ein weiterer Schwerpunkt ist die Haftung des Vermögensverwalters (inkl. Schadenspraxis) mitsamt zivilprozessualer Aspekte. Einlässlich erörtert werden ausserdem das Aufsichtsrecht der Vermögensverwaltung sowie das Strafrecht.

### Handbuch des Vermögensverwaltungsrechts

Von Dr. iur. Jean-Marc Schaller, Rechtsanwalt

386 Seiten, gebunden

Fr. 98.– / ISBN 978-3-7255-6877-2

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



# 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

# Trusts – and they lived happily ever after



By **Oliver Arter**  
Attorney-at-law

*Froriep Attorneys-at-Law, Zurich*

“Once upon a time...” Of course, everyone remembers this introduction to fairy tales and legends. Indeed, legends are often the way in which trusts are perceived. By the same token, the beginnings of trusts go back as far as the historical roots of fairy tales. They trace their origins back to the feudal system of medieval England. As proprietor of the entire country, the king would grant to the members of his entourage the use of his property as long as they provided designated services and paid the taxes due. Meanwhile, these latter would lend a part of the freehold property to their subjects. During the Crusades of the 12<sup>th</sup> and 13<sup>th</sup> centuries, many vassals would transfer their properties under civil ownership to trustees while retaining their beneficial use for their wives and children until their return. The advantages of the transfer of ownership to a person of trust, usually a member of the family or a friend, are easily demonstrated and remain convincing even today: the trusted third party tends to the tedious management of the transferred property which the other party would be incapable of taking care of, while benefiting the family members.

Although the most profuse development of the trust occurred during the period of the Crusades, its true origin remains obscure. There are indications that its roots can be traced back to the Germanic Salmann, a sort

of trust administration. Other sources indicate that it was the Islamic endowment system (Waqf) that, over time, found its way to England. Entities resembling trusts can be found as early as 2500 B.C. under the name of the Egyptian Pharaoh Menkaure, the builder of the third Pyramid of Giza. Entailed estates were to be found under Roman law; a sort of instruction in the will, they outlined the release to a third party of an inheritance for the heirs, after a certain period of time, in whole or in part, and thus display features similar to those of trusts.

While it may be impossible to conclusively determine the historical roots of trusts, the sheer number of possible origins shows that the essence of trusts arises from a universal need. Today, this is also evidenced by the fact that not only do England and a multitude of Caribbean and Pacific Island countries have their own trust laws, but so do the United States, Canada, Australia, New Zealand, Japan, China or South Africa. Moreover, trusts are recognised as such in many other countries as well.

## On the nature of trusts

A trust is a legal relationship created – inter vivos or on death – by a person, the settlor, when assets have been placed under the control of a trustee for the benefit of a beneficiary or for a specified purpose. The rights in respect of the trust’s assets are in the trustee’s name. The trustee has the power and the duty to administer, to use or beyond that, to dispose of trust assets in accordance with the special trust provisions imposed upon him by law.

Notwithstanding the transfer of assets to a trustee and the conclusion thereby of the founder’s power of disposition, the founder is allowed to retain certain rights and powers under trust law. Especially because of the fact that the founder of a trust can retain rights, trusts have encountered increasing criticism in recent times. It is often assumed that trusts disguise the actual disposition of property relationships to provide instruments for fiscal fraud, money laundering or for undermining divorce and legal claims to property of spouses, inheritance claims from heirs to a statutory share and insolvency rules for claims from creditors.

Such reservations regarding trusts do no justice to the essence of the trust. There are three reasons why a trust is usually estab-

lished. Firstly, assets require long-term management in the hands of a qualified person in a position of trust. Secondly, these assets should be preserved and not fall apart in the face of strokes of fate – such as death, divorce, bankruptcy and illness. Thirdly, the parties benefitting from the assets shall be determined. Fiscal considerations are rarely decisive when establishing a trust. Trusts thereby combine functions which often exist in countries that are unfamiliar with the trust as well – asset management contracts, marriage and testamentary contracts, missions of preparedness, setting up companies. It is however characteristic for trusts to combine the elements of professional asset management, long-term wealth preservation and the flexible provision of a property to the beneficiaries. Trusts thus facilitate nothing other than that which national legislators in non-trust countries provide as well.

In order to ensure the legal validity of trusts as well as their recognition in the place of residence of spouses, heirs to a statutory share or creditors, the “trust must be played out” and control of assets surrendered to a trustee. Those who would transfer assets to a third party whom they would continue to control will be disappointed – trusts are not suitable for such. A large number of decisions by the courts indicate that undue control of the trustee by the founder is being sanctioned and actual or effective recognition of the trust is lacking. This explains why trusts in which a founder pulls the strings of a trustee as though he were a simple marionette with the trustee merely acting as a front man are useless for asset planning.

## Requirements for a trust to be valid

In order for trusts not to be qualified as invalid, the following must be avoided:

- The settlor must not have any *control* or *influence* over trust assets, and thereby (I) the settlor is authorised to transfer trust assets to himself, even when the formal acceptance of the trustee is required to do so, (II) the trustee can transfer trust assets to the settlor under omission of the safeguarding of the interests of the beneficiaries, (III) the trustee in the meantime needs the settlor’s consent for essential management and investment decisions, (IV) the settlor is authorised to appoint an investment advisor and the trustee; in the event he complies with the investment

advice, he is himself released from any responsibility for the success of the investments, (V) the trustee requires the settlor's consent for the appointment of an investment advisor, (VI) the trustee sets up a bank account for the trust and (a) the settlor has the possibility of making direct investment decisions regarding assets at the bank, (b) the settlor negotiates the costs of administration mandates of the trust with the bank and determines the investment strategy, (c) the settlor submits investment decisions directly to the bank, thus circumventing the trustee or (d) the bank makes itself directly available to the settlor or their representatives and the trust portfolio is considered as belonging to the settlor, (e) the settlor directly conducts banking business, (VII) the settlor wants the trustee to transfer the assets of the trust to another bank and the trustee does not ask any further questions and simply complies, (VIII) the settlor negotiates a bonus arrangement with the bank, (IX) large sums are added by the settlor via the bank to trust assets or have been withdrawn from it, particularly within a short period of time, without the trustee's knowledge, (X) the settlor more generally designates the trust assets as his own, (XI) the settlor designates the trust as a testamentary disposition, (XII) the settlor's wishes have absolute priority and in no way form an apparent independent basis for decision on the trustee's part, (XII) the trust is deemed "private", (XIII) different "Letters of Wishes" exist for various purposes and (XIV) more broadly, the trustee gives the settlor free rein in his dealings while maintaining a purely passive relationship.

- A trust is not a matter of a disguised testamentary disposition, and this is reflected by the fact that (I) the settlor continues to exert control over the assets and treats the trustee as his representative, (II) the settlor can relieve the trustee of his responsibilities, (III) the beneficiaries have no rights to demand accountability from the trustee regarding his activities or information on the trust's assets, (IV) the trust shares are held by a company and the trustee has been refused any influence over the company without the consent of the settlor, (V) the settlor can cancel the rights of his spouse or his offspring.

- The trustee shall not require the consent of the primary beneficiaries prior to making an investment decision and, conversely, should he obtain it, be held harmless.

- The beneficiaries of a discretionary trust shall not readily have the right to request dis-

bursements from the trustee for themselves.

- The trustee shall not be replaced at any time by a protector that has been appointed by primary beneficiaries.

- The trustee's remuneration shall not form the object of an agreement with the primary beneficiaries.

- The trustee's task shall not automatically be finished upon the occurrence of certain events, as for instance when official or legal measures find fault with the trust or threaten to wind it up or the transfer of trust assets may be limited; in this case the trust assets must be immediately transferred to other trusts.

- The settlor shall not exert *considerable and effective control* over the trustee; *de facto control* does not however suffice, as when the trustee seeks to include the beneficiaries' wishes when making a decision.

- Where applicable, transactions with third parties must be made "at arm's length" and trust transactions are sufficient for capitalising.

- The businesses controlled by a trust shall distribute dividends to the trustee and not directly to the settlor of the trust.

- The trust assets must not be mixed in with those of the settlor.

- No contract of mandate shall be concluded between the settlor of the trust and the trustee containing supervisory authority or prescriptions regarding any future preferential treatment.

- The trust deed must not contain any provisions by which the founder of the trust may amend the trust deed at any time without prior notice.

In addition the assets of a trust should not be ultimately qualified as *available resources* for a beneficiary since he may expect that the trustee will always exercise his powers of asset allocation in his favour. The danger that trust assets will be assigned to the settlor on this basis is particularly present in divorce procedures. Long-term asset planning is necessary in order to avoid exposure to attack, and this provides a good example of why a trust should not be established shortly before an upcoming divorce. Furthermore, it is necessary to ensure that all asset transactions are neatly documented and that the trustee's powers are respected.

#### The significance of trusts today

The basic principles of trusts are the same today as they were at their beginnings. However, a few things have changed. While ini-

tially, friends and family members, in particular, fulfilled the function of trustee, it is primarily professional third parties or special trust companies that do so today. While formerly trusts were primarily concerned with holding property, today a multitude of assets – liquid assets, stocks, complex financial instruments, interest in family and publicly listed companies, real estate, works of art etc. – are transferred to trusts.

Yet one of the major advantages of trusts today is the painstaking management and investment of these assets by the trustee. On the one hand, the trustee is under an obligation to administer the assets according to the founder's instructions, while on the other hand, in many trust jurisdictions, precise and modern guidelines exist by which the trustee must invest the assets according to such principles. Thus, it is not surprising that it was first clearly prescribed in U.S. trust law that when the trust invests assets, it shall take into consideration the principles of modern theory of capital markets. It is thus purported that speculation is forbidden, there is a requirement that investment must be diversified according to the latest findings of theory of financial markets and the assets must be aged in a productive manner.

Thus, when someone transfers assets to a trustee, they can be sure that the trustee will be under obligation to uphold the highest standards regarding the investment and management of the assets and that he will be held responsible for any breach of duty. In combination with regulations regarding preferential treatment, for example, family members who themselves do not have sufficient aptitude or knowledge in the management of assets or who simply have no interest for such, while they are pursuing other activities, have a largely carefree indulgence, and at the same time they have the guarantee that the substance of the assets is neither squandered nor carelessly invested.

Anyone who creates a trust and respects its essential nature can therefore skirt adverse financial consequences of strokes of fate, avoid disputes within the family and safeguard the continued existence of assets, for oneself, one's family and future generations. This always was and still is the main advantage of creating a trust. And after the creation of a trust and the appointment of a suitable trustee, just like in fairy tales, the trust beneficiaries will then live happily ever after.

[ortner@froriep.ch](mailto:ortner@froriep.ch) / [www.froriep.com](http://www.froriep.com)

## Das Private Banking der Berner Kantonalbank BEKB

# Die Stärken einer kundennahen Anlagebank

Das Private Banking ist neben dem Privat- und Firmenkundengeschäft das zweite Standbein der Berner Kantonalbank. In den vergangenen Jahren konnten die betreuten Vermögenswerte auf 20 Mrd. Franken gesteigert werden. Eine zunehmend wichtigere Rolle spielen das Asset Management und die Finanzberatung. Externe Tests zeigen, dass die Berner Kantonalbank punkto Servicequalität, Fachkompetenz und Verständlichkeit der vorgeschlagenen Lösungen in der Vermögensberatung zu den am besten bewerteten Banken der Schweiz zählt. Dazu kommen überdurchschnittliche Performance-Werte in der Vermögensverwaltung. Mit ihrer elektronischen OTC-Plattform für nicht kotierte Aktien von kleinen und mittleren Unternehmen hat die BEKB eine innovative Anlagealternative geschaffen. Sie ist heute Schweizer Marktführerin im Handel mit Nebenwerten.



**Von Hanspeter Rüfenacht**  
Vorsitzender der Geschäftsleitung  
der Berner Kantonalbank BEKB

Die 1834 gegründete Berner Kantonalbank ist seit 1998 eine privatrechtliche Aktiengesellschaft und gehört mit 65'000 Miteigentümerinnen und Mit-

eigentümern in Bezug auf die Breite des Aktionariates zu den zehn bedeutendsten Schweizer Publikumsgesellschaften. Heute sind 48,5% der Aktien im Publikum platziert, 51,5% hält der Kanton Bern. Die Geschäfts- und Kreditpolitik unserer Bank konzentriert sich auf zwei Kerngeschäftsfelder, das

Privat- und Firmenkundengeschäft einerseits und das Private Banking andererseits. Das Anlagekundengeschäft konnte in den vergangenen Jahren deutlich ausgebaut werden, die betreuten Vermögenswerte betragen heute rund 20 Mrd. Franken. 70 kompetente und erfahrene Vermögensberaterinnen und -berater stehen in 17 Niederlassungen der BEKB in den Kantonen Bern und Solothurn für individuelle Beratungen im Private Banking zur Verfügung. Eine erfolgreiche Onlinebank und ein eigenes Handelszentrum für Wertschriften und Devisen lassen die Kundinnen und Kunden von einer modernen und innovativen Infrastruktur profitieren. Ein weiteres wichtiges Markenzeichen der Bank ist ihre Servicequalität. In den Private-Banking-Tests des Wirtschaftsmagazins «Bilanz» hat die BEKB seit Beginn des Wettbewerbs vor fünf Jahren Mal für Mal einen Spitzenplatz belegt. Mit dem ersten Rang in der Kategorie «Universalbanken regional» hat unsere Bank in diesem Jahr erneut unter Beweis gestellt, dass sie auch im Private Banking zu den besten Schweizer Banken zählt.

### Von Erde bis Feuer

Der Aufbau bei den betreuten Vermögenswerten geht mit einer Zunahme der Verwaltungsmandate einher, mit denen die Kundinnen und Kunden uns ihre Guthaben zur umfassenden Betreuung anvertrauen. Die BEKB arbeitet mit fünf verschiedenen Portfoliotypen, die den unterschiedlichen indi-

viduellen Anlagestrategien und persönlichen Renditeerwartungen Rechnung tragen und sich nach der Risikobereitschaft des einzelnen Kunden richten. Die zur Wahl stehenden Anlagestrategien unterscheiden sich bezüglich Aktienanteil und Anlagen in Fremdwährungen und werden mit den Symbolen Erde, Wasser, Luft, Energie und Feuer veranschaulicht. Die Portfolios werden von unseren Portfoliomanagern aktiv verwaltet. Sie orientieren sich dabei an den Entscheidungen der Anlagekommission der BEKB, die monatlich den aktuellen politischen und wirtschaftlichen Entwicklungen angepasst werden. Während das Portfolio «Erde» auf den Zinsertrag abzielt und zu 90% aus Obligationen besteht, setzt die auf den Kapitalgewinn orientierte «Feuer»-Strategie vorwiegend auf Aktien von Unternehmen aus der Schweiz, Europa und Nordamerika. In allen fünf Portfolios liegt die in den letzten fünf Jahren erzielte Performance über den jeweiligen Benchmark-Werten.

#### **Wachstumsmarkt Asset Management**

Der Bereich Institutionelle Kunden, das Asset Management, hat in den letzten Jahren den Umfang der verwalteten Vermögen praktisch verdoppelt und betreut heute Anlagen im Umfang von mehr als 7 Mrd. Franken. Die BEKB stuft diesen Bereich als Wachstumsmarkt ein, weil das Vermögen der Pensionskassen in den nächsten Jahren weiter ansteigen wird. Ausserdem ist von einer Zunahme der regulatorischen Anforderungen auszugehen, was zu einer grösseren Nachfrage nach Fachwissen führen dürfte. Die BEKB hat sich auf diese Entwicklung vorbereitet. Ihr Asset Management bietet kleinen und grösseren Pensionskassen, Stiftungen und Unternehmen individuelle und bedürfnisgerechte Anlagelösungen an. Die beiden hauseigenen Fonds «Aktien Value Schweiz» und «Aktien Schweiz

Mit einer elektronischen Handelsplattform für Aktien von nicht kotierten kleinen und mittleren Unternehmen ist die Berner Kantonalbank Schweizer Marktführerin im ausserbörslichen Handel.

Small and Mid Cap Value» haben den SPI-Index in den vergangenen Jahren übertroffen.

#### **Finanzberatung aus *einer Hand***

Ein umfassendes Dienstleistungsangebot stellen wir unseren Kundinnen und Kunden auch in der Finanzberatung zur Verfügung. Altersvorsorge, Frührentenplanung, Steuerberatung oder Nachfolgeplanung sind Bereiche, in denen unsere Spezialisten ganzheitliche, aufeinander abgestimmte Lösungen anbieten. Ziel der persönlichen Beratung und Betreuung ist es unter anderem, allfällige Deckungslücken bei der Vorsorge auszumachen, Optimierungspotenzial bei den Steuern zu nutzen, die finanziellen Auswirkungen des Ruhestandes aufzuzeigen oder Nachlassregelungen zu erarbeiten. Die BEKB begleitet ihre Kundinnen und Kunden bei der Umsetzung der gemeinsam festgelegten Massnahmen und unterstützt sie bei der periodischen Aufdatierung des individuellen Finanzplans. Eine gründliche Prüfung der finanziellen Situation kann sich auch im Zusammenhang mit dem geplanten Erwerb eines Eigenheims als nützlich oder gar notwendig erweisen. Auch hier kann die BEKB mit ihrer grossen Erfahrung bei der Immobilienfinanzierung eine kompetente Beratung und Lösungen aus *einer Hand* anbieten.

#### **Marktführerschaft bei den Nebenwerten**

Die BEKB betreibt ein eigenes Handelszentrum für Wertschriften und Devi-

sen. Mit einer elektronischen Handelsplattform für Aktien von nicht kotierten kleinen und mittleren Unternehmen ist unsere Bank Schweizer Marktführerin im ausserbörslichen Handel. Im Angebot sind Titel von mehr als 300 regional ausgerichteten Firmen. Dazu gehören unter anderem Bergbahnen und weitere Tourismusanbieter, Bau- und Immobiliengesellschaften, Regionalbanken, Medienunternehmen sowie zahlreiche kleine und mittlere Industriebetriebe. Mit der Einführung einer elektronischen Handelsplattform ist es gelungen, die Liquidität und Transparenz im ausserbörslichen Handel wesentlich zu verbessern und damit das Interesse an diesem Segment zu erhöhen. Dank der Lancierung von verschiedenen Indizes und der regelmässigen Veröffentlichung von Unternehmensstudien stellen die nicht kotierten Aktien von kleinen und mittleren Firmen auch für Investoren immer mehr eine attraktive und valable Anlagealternative oder Portfolioergänzung dar. Volumina, Anzahl Abschlüsse sowie bezahlte Kurse sind in den bekannten Informationssystemen wie Reuters und Telekurs sowie auf unserer Internetseite [www.bekb.ch](http://www.bekb.ch) jederzeit abrufbar.

#### **Fachwissen, Beratungskompetenz, Servicequalität**

Die BEKB setzt im Private Banking auf Fachwissen, Beratungskompetenz und Servicequalität. Als Ausbildungsbank legt sie grossen Wert auf die permanente Weiterbildung ihrer Vermögensberaterinnen und -berater. Diese sind lokal verankert und global vernetzt. Sie kennen die Märkte und können ihr Wissen in einer verständlichen Sprache an ihre Kundinnen und Kunden weitergeben. Diese Stärken einer kundennahen Anlagebank will die BEKB im Private Banking auch in Zukunft ausspielen und weiter ausbauen.

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

Ein umfassendes Dienstleistungsangebot stellt die BEKB ihren Kundinnen und Kunden auch in der Finanzberatung zur Verfügung, von der Altersvorsorge und Fragen der Frührentenplanung bis zu Steuerberatung und Nachfolgeplanung.

# Ein starkes Bildungsangebot für den Kanton Bern und die Schweiz

Der Kanton Bern verfügt über ein breites, qualitativ hochstehendes Bildungsangebot. Es reicht von der familienfreundlichen Volksschule mit Blockzeiten über die Sekundarstufe II, die 19 von 20 junge Menschen mit einem Lehrdiplom oder der Maturität abschliessen, bis hin zu drei national bedeutenden Hochschulen. In den vergangenen Jahren hat der Kanton Bern wesentliche Reformen umgesetzt. Von seinen Bildungsinstitutionen, in die der Kanton mehr als einen Viertel der Staatsmittel investiert, profitieren auch viele Menschen aus anderen Kantonen.



**Von Peter Stämpfli**

Vorsitzender der Geschäftsleitung  
Stämpfli Publikationen AG, Bern

Ein hochstehendes Bildungssystem ist die Grundlage für die Wettbewerbsfähigkeit der Berner Wirtschaft und Industrie. Die Berner Bildungsinstitutionen bereiten aber nicht nur Bernerinnen und Berner auf das Berufsleben vor. Sie werden von Menschen aus der ganzen Schweiz besucht und tragen so wesentlich zu einem starken Bildungsstandort Schweiz bei. Von den 2012 an der Universität Bern immatrikulierten Studierenden kamen 42,2% aus dem Kanton Bern, 44,8% aus anderen Kantonen und 13% aus dem Ausland. Das gut ausgebaute Bildungssystem hat für den Kanton Bern allerdings seinen Preis: Er investiert mehr als einen Viertel seiner Staatsausgaben in die Ausbildung der Bevölkerung.

## **Bildungsstrategie als Grundlage für eine gezielte Entwicklung**

Mit seiner vom Grossen Rat genehmigten Bildungsstrategie verfügt der Kanton Bern über ein wirksames Instrument, um sein Bildungssystem laufend zu modernisieren und den neuen Herausforderungen anzupassen. In den letzten Jahren wurden verschiedene wichtige Projekte umgesetzt. In der Volksschule wurden Blockzeiten und Tagesschulen, der zweijährige obligatorische Kindergarten und der Fremdsprachenunterricht ab der dritten Klasse eingeführt. Im Herbst 2005 nahm die Pädagogische Hochschule ihren Betrieb auf. Ein weiterer Meilenstein war der Zusammenschluss der Veterinärmedizinischen Fakultäten Bern und Zürich zur Vetsuisse-Fakultät.

## **Universität Bern: Forschen und Lehren auf höchstem Niveau**

Der Kanton Bern ist der wichtigste Hochschulstandort zwischen Zürich und dem Genferseeraum. Bern gehört zum kleinen Kreis der Kantone, die selber eine Volluniversität, eine Fachhochschule und eine Pädagogische Hochschule betreiben. Zentrum des Hochschulstandorts Bern ist die Universität mit ihren acht Fakultäten und rund 160 Instituten. Mit rund 16'000 Studierenden behauptet sie ihre Position unter den grössten Universitäten der Schweiz. Die Universität Bern liegt damit etwa gleichauf mit der Universität Genf und hinter der ETH Zürich und der Universität Zürich. Bei der Zahl der Studierenden aus der Schweiz liegt sie sogar an zweiter Stelle. Weltweit gehört die Universität Bern zu den Top-200. Dies hat vor kurzem eine der

wichtigsten Universitätsranglisten, erhoben vom renommierten Hochschulmagazin «Times Higher Education», erneut bestätigt.

In verschiedenen Fachbereichen erbringt die Universität Bern absolute *Spitzenleistungen*. Das «Oeschger Centre for Climate Change Research» befasst sich mit Klimarekonstruktion und den Klimasystem-Wissenschaften. Es genießt Weltruf und erforscht die Folgen des Klimawandels für Wirtschaft und Gesellschaft. Internationale Bedeutung hat die Universität Bern in der Weltraumforschung, in der Zahnmedizin und der Zahnimplantologie. Grosse Beachtung findet das Inselspital als Universitätsklinik. Bern ist führend in der Herzmedizin und der Behandlung von Pankreas-Erkrankungen. Die Universität Bern leitet ausserdem vier Nationale Forschungsschwerpunkte zu den Themen «Climate» (Klimawissenschaften), «North-South» (Nachhaltigkeit), «International Trade Regulation» (Welthandel) und «Trans-Cure» (Membranbiologie).

## **Fachhochschule und PH Bern sind wichtige Pfeiler des Hochschulstandorts Bern**

Die Berner Fachhochschule und die Pädagogische Hochschule PH Bern vervollständigen das Berner Hochschulangebot. Die Berner Fachhochschule bietet 28 Bachelor und 21 Masterstudiengänge sowie zahlreiche Weiterbildungsangebote an. Die Studiengänge Sport, Agronomie, Holztechnik, Automobiltechnik, Ernährung und Diätetik sowie Literarisches Schreiben und Medizininformatik sind in der Deutschschweiz und teilweise gar in der ganzen Schweiz einzigartig.

Als Brückenkanton ist der Kanton Bern auch an der Hochschule Arc und

der Haute Ecole Pédagogique (HEP) BEJUNE beteiligt. Diese werden von den drei Kantonen Bern, Jura und Neuchâtel getragen. Die Hochschule Arc ist eine Institution der Fachhochschule Westschweiz mit mehr als 19'000 Studierenden.

«Jüngstes Kind» der drei Hochschulen ist die Pädagogische Hochschule PH Bern. Sie wurde 2005 gegründet und hat sich bereits national etabliert. Mit mehr als 600 verliehenen Lehrdiplomen jedes Jahr ist die PH Bern mit 2'400 Studierenden eine der grössten pädagogischen Hochschulen der Schweiz. Ausgebildet werden Lehrkräfte für die Volksschule, für Gymnasien, Fachmittelschulen und Berufsmaturitätsschulen, aber auch Heilpädagoginnen und Heilpädagogen. Die PH Bern bietet ebenfalls Weiterbildungskurse für Lehrpersonen und Schulleitungen an.

### **Spitzenwerte bei den Abschlüssen auf der Sekundarstufe II**

Neben den Hochschulen sind die Berufsfachschulen und Gymnasien für den Wirtschaftsstandort Bern von zentraler Bedeutung. Auf der Sekundarstufe II schliessen mehr als 95% aller Jugendlichen mit einem Lehr- oder Maturadiplom ab. Das ist ein schweizerischer Spitzenwert. Gemeinsam mit den Lehrbetrieben und den Berufsorganisationen sorgen die Berufsfachschulen für qualitativ hochwertige Berufsleute. Sie führen eine breite Palette von Ausbildungsgängen in der höheren Berufsbildung (höhere Fachschulen, Meisterdiplome) und in der Weiterbildung.

Die Kaderleute mit Abschlüssen in der höheren Berufsbildung sind das Rückgrat der kleinen und mittleren Unternehmen im Kanton. Der Kanton Bern führt über das ganze Kantonsgebiet verteilt zwölf kantonale Gymnasien. Zusätzlich gibt es in Bern drei private subventionierte Gymnasien und ein privates Gymnasium.

### **Gezielte Massnahmen gegen den Fachkräftemangel in den technischen Berufen**

Der Kanton Bern ist der bedeutendste Industriekanton der Schweiz. Deshalb sind seine Unternehmen ganz beson-

ders auf qualifizierte technische Fachkräfte angewiesen. Gerade im mathematisch-naturwissenschaftlichen und technischen Bereich, den sogenannten MINT-Berufen, fehlt es jedoch an Nachwuchs. Mit dem von der Erziehungs- und der Volkswirtschaftsdirektion gemeinsam lancierten Projekt «Bildung und Technik» gibt der Kanton Bern Gegensteuer, um nun für genügend Nachwuchs zu sorgen.

### **Partnerschaften zwischen Schulen und Unternehmen**

Das Projekt setzt auf Partnerschaften zwischen Schulen und Unternehmen. Die jungen Menschen besuchen Betriebe und lernen die MINT-Berufe in Gesprächen mit Mitarbeitenden und Lernenden praxisnah kennen. Von den Besuchen profitieren auch die Unternehmen: Sie erhalten einen Einblick in den Schulalltag der Jugendlichen, können ihnen ihr Tätigkeitsfeld vorstellen und die jungen Menschen dafür begeistern.

Die Sensibilisierung für die MINT-Berufe beginnt schon in der Volksschule. Ein besonderes Augenmerk gilt dabei den Mädchen und jungen Frauen. Von den jährlich 20'000 Lehrstellen in technischen Berufen werden in der Schweiz nur gerade 1'000 von jungen Frauen besetzt. Auch die Gymnasien beteiligen sich aktiv an der Förderung der MINT-Berufe. An drei Pilot-Gymnasien wird die MINT-Kultur auf verschiedene Weise gestärkt. Seit Sommer 2013 führt das Gymnasium Künzler-Lerbermatt zwei MINT-Klassen. Die Schülerinnen und Schüler erleben so die Naturwissenschaften in zwei zusätzlichen Lektionen pro Woche lebendig und unmittelbar.

### **Mit einer modernen Volksschule in die Zukunft**

Oft sorgen im Bildungswesen universitäre Höchstleistungen oder andere «Leuchtturmprojekte» für Schlagzeilen. Die Grundlage für ein qualitativ hochstehendes Bildungswesen legt jedoch nach wie vor die Volksschule. Der Kanton Bern hat sie in den letzten Jahren schrittweise und massvoll reformiert und modernisiert. Mit dem Beitritt zum HarmoS-Konkordat (Interkantonale Vereinbarung über die

Harmonisierung der obligatorischen Schule) hat sich die Berner Bevölkerung für die Harmonisierung der Volksschule in der deutschsprachigen Schweiz ausgesprochen. Der französische Kantonsteil beteiligt sich ebenfalls aktiv an der Harmonisierung des Schulwesens in der frankophonen Schweiz.

Viele Anliegen von HarmoS sind im Kanton Bern bereits Realität. So sind beispielsweise die familienfreundliche Schule mit Blockzeiten und Tagesschulen ein gewichtiges Argument für Familien, sich im Kanton Bern niederzulassen. Die Tagesschulen sind eine Erfolgsgeschichte: Heute führen bereits gut 158 Gemeinden 219 Tagesschulen. Rund 12'000 Kinder und Jugendliche, 15% aller Schülerinnen und Schüler, besuchen ein Angebot der schulergänzenden Betreuung. Über 90 Tagesschulen bieten mittlerweile täglich Mittags- und Nachmittagsbetreuung an. Damit unterstreicht der Kanton Bern seine Pionierrolle in diesem Bereich. Schliesslich hat der Kanton Bern mit dem zweijährigen obligatorischen Kindergarten eine weitere wesentliche Forderung von HarmoS umgesetzt.

### **Das Bildungswesen im Kanton Bern ist gerüstet für die Zukunft**

Die Vielfalt des Kantons Bern zeigt sich nicht nur bei der Industrie, der Landwirtschaft und seinen unterschiedlichen Regionen, sondern auch im Bildungswesen. Neben den Hochschulen, Berufsfachschulen und Gymnasien existiert auch die mehrklassige Schule auf dem Land oder in den Berggebieten immer noch und erfüllt dort jeweils eine wichtige Aufgabe.

Stetige, aber massvolle Reformen haben das Berner Bildungssystem für die Zukunft fit gemacht. Dieses qualitativ hochstehende, breite und dezentrale Angebot bei den Hochschulen, der Berufsbildung und der Volksschule hat seinen Preis. Dieser ist aber sowohl für den Bildungsstandort Bern als auch für den Bildungsstandort Schweiz keineswegs zu hoch und eine wichtige Investition in die Zukunft.

*peter.staempfli@staempfli.com*  
*www.staempfli.com*  
*www.fokus-bern.ch*

## ING Investment Management

ING Investment Management ist ein führender globaler Asset Manager, der Vermögen für institutionelle Investoren und Privatanleger rund um den Globus verwaltet. Die Erfolgsgeschichte von ING reicht bis ins Jahr 1845 zurück, zu den Wurzeln als niederländische Versicherungsgesellschaft und Geschäftsbank. Die Kunden in Europa können auf über 40 Jahre Erfahrung bei der Verwaltung von Pensionsfondsvermögen in den Niederlanden zurückgreifen, einem der am höchsten entwickelten Pensionsmärkte der Welt. ING setzt auf aktives Management und bietet Leistungen in über 25 Ländern in Europa, Nordamerika, Asien und dem Nahen Osten an. Die Anlageentscheide stützen sich auf eigenes Research zu Märkten und Titeln. Um dieses effizient umzusetzen, setzt ING auf Finanz-Boutiquen als Investment-Plattformen, welche globale Ressourcen gemeinsam nutzen. ING verfügt über Grösse, Reichweite, Präsenz und lokale Expertise, um den Kunden eine breite Palette von Investmentprodukten und -lösungen über alle Anlageformen, Regionen und Anlagestile hinweg anbieten zu können.

ING Investment Management (Schweiz) AG  
Schneckenmannstrasse 25  
CH-8044 Zürich  
Tel. +41 58 252 55 50  
switzerland@ingim.com  
www.ingim.ch

## 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

## Bernhard's Animals First & Only Foundation



*«Charakter und Niveau  
eines Menschen erkennt  
man daran, wie er die  
Tiere behandelt.»*

### Wir setzen uns ein

- für Tierschutz im In- und Ausland
- gegen Tierversuche und Tiertransporte
- gegen Tierquälerei in jeder Form

Bernhard's Animals First & Only Foundation  
untersteht der Aufsicht der Eidgenössischen Stiftungsaufsicht.

Bernhard's Animals First & Only Foundation  
Postfach · CH-8200 Schaffhausen · animalfoundation.ch

## PRIVATE: Impressum

Auflage 37'500 Ex. / 6 Mal jährlich

© AAA Publications. Sämtliche Rechte vorbehalten.  
Wiedergabe nur mit schriftlicher Genehmigung.

® «PRIVATE» ist eine registrierte und geschützte Marke  
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.

PRIVATE  
Vordergasse 61  
CH-8200 Schaffhausen  
Tel. +41 52 622 22 11  
verlag@private.ch  
www.private.ch

Herausgeber und Chefredaktor:  
Dr. Norbert Bernhard · bernhard@private.ch

Medienpreis für Finanzjournalisten:  
bernhard@private.ch · www.private.ch

## Advokaturbüro Dr. Seeger 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

## Kendris AG

Kendris AG ist die führende unabhängige Schweizer Anbieterin von Family-Office-, Trust- und Treuhand-Dienstleistungen, nationaler und internationaler Steuer- und Rechtsberatung, Art Management sowie Buchführung 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

## PSP Swiss Property AG

PSP Swiss Property ist eine der führenden Immobiliengesellschaften der Schweiz. Das Unternehmen besitzt mehr als 160 Büro- und Geschäftshäuser mit einem Marktwert von rund 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.

Mehr noch als die Grösse zählt für PSP Swiss Property aber die Qualität der Liegenschaften. Aus diesem Grund verfolgt das Unternehmen eine zurückhaltende Akquisitionsstrategie. Dank einer konservativen Finanzierungspolitik und einer daraus resultierenden hohen Eigenkapitalquote von über 50% und einer entsprechend geringen Verschuldung verfügt PSP Swiss Property über eine ausgesprochen solide Bilanz.

Die PSP Swiss Property Aktie ist seit dem Initial Public Offering (IPO) des Unternehmens im März 2000 mit grossem Erfolg 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

## Notenstein Privatbank 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 12 Standorten in der Schweiz vertreten, beschäftigt rund 700 Mitarbeiter und verwaltet Vermögen in der Höhe von über 20 Mrd. Franken. Notenstein 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).

Basel · Bern · Chur · Genf · Lausanne · Locarno  
Lugano · Luzern · Schaffhausen · Winterthur  
Zürich · St. Gallen

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

# UBS und CS – Die leidgeprüften Giganten



**Von Claude Baumann**  
Journalist und Buchautor

Kaum zu glauben – aber wahr: Im Oktober 2008 musste die UBS nach ihren waghalsigen Exzessen in den USA mit Steuergeldern gerettet werden, und heute steht sie da, stärker denn je. Die Credit Suisse, als ihre direkte Konkurrentin, hat sie dabei weit hinter sich gelassen. Doch wer nun meint, das bliebe für immer so, der irrt, wie ein Blick in die Geschichte zeigt. Die beiden letzten Schweizer Grossbanken haben ihre Führungsrollen in den vergangenen zwei Dezennien etwa alle vier Jahre abgetauscht.

Die heutige UBS, entstanden 1998 aus dem Schulterchluss der Schweizerischen Bankgesellschaft und dem Schweizerischen Bankverein, vermochte anfänglich kaum zu überzeugen. Erst geriet sie in den Strudel eines Derivate-skandals, und dann riss das Debakel mit dem US-Hedge-Fund Long-Term Capital Management (LTCM) ein Riesenloch in die Kasse. Darüber hinaus gelang es der fusionierten UBS zunächst kaum, die Vorteile ihrer neuen Struktur herauszustreichen. In der Konsequenz notierte der Aktienkurs lange Zeit unter den Erwartungen.

## Haarscharf am Ruin vorbei

Anders die CS. Kurz vor der Jahrtausendwende befand sie sich im Zenit ihres Erfolgs. CEO Lukas Mühleman trieb seine Bank munter voran und feierte im Zuge der New Economy in den USA Erfolg um Erfolg. Im Jahr 2000 wies die CS eine höhere Börsenkapitalisierung aus als die bis dahin führende

UBS. Doch auch dieser Erfolg war nicht von Dauer. Als die Internet-Blase platzte und die Terroranschläge vom 11. September 2001 den Crash an der Börse beschleunigten, geriet die CS unter die Räder. Nur haarscharf entging sie dem Ruin. Es war Oswald Grübel, den man aus dem Ruhestand zurückbeordert hatte, der die Bank wieder auf Kurs brachte.

## Ohne Altlasten

Währenddessen setzte die UBS zu ihrem grössten Erfolg an. Ohne Altlasten aus der New Economy setzte sie sich als leistungsstarker Finanzkonzern in Szene und entwickelte sowohl in der Vermögensverwaltung als auch im Investment Banking globale Ambitionen. Gerne erklärte der damalige CEO Peter Wuffli, dass eine Grossbank eine Börsenkapitalisierung von mindestens 100 Mrd. Franken aufweisen sollte, um an vorderster Front mitzumischen. Tatsächlich durfte sich die UBS zum damaligen Zeitpunkt damit brüsten. Doch nicht für lange.

Anzeichen, dass einiges bei der UBS nicht im Lot war, gab es bereits im Frühjahr 2007. Die Bank musste ihren Hedge Fund Dillon Read Capital Management (DRCM) nach hohen Verlusten schliessen; und im Frühsommer des gleichen Jahres ging Konzernchef Wuffli nach Meinungsdivergenzen mit dem Verwaltungsrat von Bord. Wenige Monate später gab das Unternehmen seine ersten Abschreiber im Geschäft mit verbrieften US-Hypotheken bekannt. Der Rest ist Geschichte.

Bei der CS übernahm 2007 der Amerikaner Brady Dougan die Führung und lenkte die Bank in der Folge souverän durch die Finanzkrise. So befreite sich das Unternehmen definitiv aus den Problemen nach der Jahrtausendwende. Die CS-Topmanager leisteten so gute Arbeit, dass der Verwaltungsrat sie mit überaus grosszügigen Lohnpaketen honorierte. Allein CEO Dougan kam so über ein paar Jahre in den Genuss von Cash und Bonus-Aktien im Wert von 70 Mio. Franken – eine Summe, von der sich zwischenzeitlich sowohl CS-Präsident Urs Rohner als

auch CS-Verwaltungsrat Walter Kielholz distanziert haben. Warum eigentlich?

Doch Hochmut kommt bekanntlich vor dem Fall. Der Credit Suisse gelang es nicht, ihren Erfolg aus der Zeit der Finanzkrise zu «kapitalisieren». Vielmehr geriet sie zwischen die Fronten des schweizerisch-deutschen Steuerstreits, musste sich von der Schweizerischen Nationalbank sagen lassen, dass sie unterkapitalisiert sei, und sie steht bis heute unter dem Druck der US-Justiz. Zudem lähmen zahlreiche interne Reorganisationen das geschäftliche Vorwärtkommen. Eine konsistente Strategie ist schwer zu erkennen.

Anders die UBS. Seit der Rettung im Oktober 2008 und vor allem seit dem Antritt von Axel Weber als Verwaltungsratspräsident hat es das Institut verstanden, in allen Geschäftsparten, in denen die Reputation gelitten hatte, sich neu zu positionieren – sei es im Schweiz-Geschäft, im Wealth Management, wo die UBS durchaus wieder eine erstklassige Adresse ist, namentlich in Asien und im Nahen Osten, oder im Investment Banking, das zwar gemessen an seinen risikogewichteten Aktiven weiter schrumpft, aber in der Beratung bei Fusionen und Übernahmen Erfolge feiert.

## Mehr Risiken drohen

Es wäre nun aber fahrlässig, zu glauben, es bliebe alles so, wie es ist. Die Geschichte der vergangenen 15 Jahre illustriert eindrücklich, wie wechselvoll sich die beiden grössten Geldinstitute der Schweiz entwickelt haben. Was sagt uns das?

Die Dimensionen einer Bank sind kein Garant für nachhaltigen Erfolg. Eher lässt die Grösse eines Instituts darauf schliessen, dass mehr Risiken drohen, besonders seit die Aufsichts- und Justizbehörden verschiedener Länder einen ausgeprägten Hang entwickelt haben, die Grossbanken für ihre Vergehen in der Vergangenheit mit milliardenhohen Bussen zu belangen. Diese Entwicklung setzt die betroffenen Institute enormen Unwägbarkeiten aus.

[claud.baumann@finews.ch](mailto:claud.baumann@finews.ch)  
[www.finews.ch](http://www.finews.ch)

# KENDRIS

THE WEALTH OF  
INDEPENDENCE



Unabhängigkeit und Kompetenz für vermögende Privatpersonen, Familien und Unternehmen.

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



## Stabilität für Ihr Vermögen Eine Spur persönlicher

Die Frankfurter Bankgesellschaft ist eine Privatbank mit Hauptsitz in Zürich, Schweiz, und einer Tochtergesellschaft mit Sitz in Frankfurt am Main, Deutschland. Zur Unternehmensgruppe gehören das Family Office Nötzli, Mai & Partner und die Fondsleitungsgesellschaft LB Swiss Investment, beide mit Sitz in Zürich, Schweiz.

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!