

2/2026

Die Welt ist voller Krisen und die Aktienmärkte zeigen Stabilität – Wie kann das sein?

How to Buy a Horse

Ethik, Governance und Regulierung von KI-Systemen

Weshalb sich der Instanzenzug im Steuerrecht manchmal lohnt

Stockwerkeigentum

Stiftungsvermögen: Warum man nicht die Nadel im Heuhaufen suchen sollte

Mangelhafte Organisation: Wie Gesellschaften ohne wirtschaftliche Krise in die Liquidation geraten

Die Zukunftsfähigkeit von Unternehmen im familieninternen Nachfolgeprozess

Was an (Börsen-)Weisheiten dran ist

Medienpreis für
Qualitätsjournalismus
+ Sonderpreis der Suva

27. Jahrgang Fr. 10.–



private.ch

Sind wir in einer Technologieblase?

Immobilienmarkt Schweiz: Qualität setzt sich durch

Komplexität im Vermögen erkennen, analysieren und managen

So werden Familienunternehmen unabhängig vom Standort

Der Willensvollstrecker und die Notare

TINA ist zurück

Wir optimieren unser Portfolio kontinuierlich – für unsere Kunden und die Umwelt.

Bollwerk 15, Bern

PSP Swiss Property gehört zu den führenden Immobiliengesellschaften der Schweiz. Die Lage und Qualität der Büro- und Geschäftshäuser, der umfassende Service für die Mieter sowie die umsichtige und nachhaltige Unternehmensstrategie machen PSP Swiss Property zu einem attraktiven Partner für Mieter und Aktionäre. Die Aktien der PSP Swiss Property AG sind an der Schweizer Börse SIX Swiss Exchange kotiert (Symbol PSPN, Valor 1829415).

Impressum

Private – Das Geld-Magazin
Vordergasse 61 · 8200 Schaffhausen
052 622 22 11 · private.ch



Gründer und Herausgeber:
Dr. Norbert Bernhard
bernhard@private.ch

Einzelverkaufspreis: Fr. 10.–

© Private Medien GmbH.
Sämtliche Rechte vorbehalten.

® «Private» ist eine registrierte
und geschützte Marke der
Private Medien GmbH.

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 wird in der Schweiz auf
nachhaltig produziertem Papier
und ohne Atomstrom gedruckt.

Gegründet 1999.

YouMedia –
Das Kompetenzzentrum
für Jugend und Medien:
youmedia.ch

Medienpreis für
Qualitätsjournalismus:
medienpreis.ch

Inhalt

- 4 Komplexität im Vermögen erkennen, analysieren und managen**
Dr. Tobias Fischer, Frankfurter Bankgesellschaft (Schweiz) AG
- 6 «Nichts ist günstig» – Sind wir mitten in einer Technologieblase?**
Thomas Fischer, Berner Kantonalbank
- 10 TINA ist zurück**
Matthias Geissbühler, Jeffrey Hochegger und Tobias Knoblich, Raiffeisen
- 12 Die Welt ist voller Krisen und die Aktienmärkte zeigen Stabilität – Wie kann das sein?**
Till Christian Budelmann und Frederik Carstensen, Bergos
- 14 How to Buy a Horse**
Agnieszka Kalinowska and Dr. Ariel Sergio Davidoff, Davidoff Law
- 18 Mangelhafte Organisation: Wie Gesellschaften ohne wirtschaftliche Krise in die Liquidation nach den Vorschriften über den Konkurs geraten**
Dr. Timo Fenner und Natalija Jovanovic, Neupert Vuille Partners
- 22 Ethik, Governance und Regulierung von KI-Systemen**
Luisa Lange, Ethius Invest
- 26 Immobilienmarkt Schweiz: Qualität setzt sich durch**
Interview mit Vasco Cecchini, PSP Swiss Property
- 29 Weshalb sich der Instanzenzug im Steuerrecht manchmal lohnt**
Dr. Julian Kläser, MLL Legal
- 32 Der Willensvollstrecker und die Notare**
Prof. em. Dr. Hans Rainer Künzle
- 34 Stockwerkeigentum – Seit 60 Jahren und für die Zukunft**
Prof. Dr. iur. Roland Pfäffli, Von Graffenried Recht
Dr. iur. Mascha Santschi Kallay, Epartners Rechtsanwälte
- 36 Stiftungsvermögen: Die Stecknadel im Heuhaufen – Warum Stiftungen sie nicht suchen sollten**
Beat Locher, Berner Kantonalbank
- 40 Mittelstand ohne Grenzen: So werden Familienunternehmen unabhängig vom Standort**
Thomas A. Zenner, Family Office 360grad
- 42 Die Zukunftsfähigkeit von Unternehmen im familieninternen Nachfolgeprozess**
Edy Fischer, Institut für Wirtschaftsberatung
- 45 Der Schweiz-Fonds**
- 46 Medienpreis für Qualitätsjournalismus 2026**
- 48 Sonderpreis der Suva**
- 50 Was an Weisheiten dran ist**
Jeffrey Hochegger, Raiffeisen Schweiz

Komplexität im Vermögen erkennen, analysieren und managen

Kaum ein grösseres Vermögen besteht lediglich aus einer monolithischen Summe. Das Zusammenspiel aus verschiedenen Assetklassen erfordert massgeschneiderte Lösungen, die dieser Komplexität Rechnung tragen.



Von Dr. Tobias Fischer, Vorsitzender der Geschäftsleitung, Frankfurter Bankgesellschaft (Schweiz) AG

Vermögen entsteht fast nie auf einen Schlag, und es nimmt auch – Lotteriegewinne und manche Erbschaften ausgenommen – selten die Form eines «grossen Haufens Geld» an. Die überwiegende Mehrzahl der Vermögen wächst mit der Zeit, ist die Summe diverser Leistungen und Entscheidungen. Zudem setzt es sich meist aus einer ganzen Reihe von Anlagen zusammen, vom Festgeldkonto bis zum Mehrfamilienhaus, vom Aktiendepot bis zur Weinsammlung.

Gewachsene Vermögen sind einzigartig

Das soll auch nicht heissen, dass der eingangs erwähnte Geldhaufen ein wünschenswerter Zustand wäre – schliesslich ist eine kluge Verteilung auf verschiedene Assetklassen integraler Bestandteil jeder Anlagestrategie. Weil aber Vermögen fast nie auf einen Schlag

entsteht, plant man es ohnehin nicht auf der grünen Wiese. Renditeerwartungen und Risikoaffinität beeinflussen die Strategiefindung ebenso wie bestehende Geflechte aus Anlagehorizonten, Kundenbeziehungen und Verpflichtungen.

Je «älter» das Vermögen ist – über Jahrzehnte hinweg aufgebaut oder seit Generationen in der Familie übertragen –, desto komplexer ist es in der Regel strukturiert. Diese Komplexität kann belastend wirken und im Ernstfall handfeste Nachteile haben. Ist der Besitz nur schwer bis ins Detail durchschaubar, kostet das Zeit, Nerven und Geld:

- *Zeit* muss in erhöhtem Masse aufgewendet werden, um sich um das Vermögen zu kümmern.
- Die *Nerven* werden strapaziert durch ein Gefühl von Kontrollverlust – so nimmt das Vermögen auch jenseits der

aktiven Bewirtschaftung viel Platz auf dem inneren «Arbeitsspeicher» ein.

- *Geld* kostet ein übermässig komplexes Vermögen, wenn komplizierte Strukturen zu teuren Fehlentscheidungen führen oder steuerlich nachteilige Wechselwirkungen nicht erkannt werden.

Besonderes Vermögen, besondere Begleitung

Komplexität im Vermögen belastet – kompetente und vertrauensvolle Begleitung entlastet. Erste Voraussetzung dafür ist, dass ein Vermögensverwalter beim Kennenlernen einer neuen Kundin bzw. eines neuen Kunden absolut ergebnisoffen agiert: keine vorgefertigten Strategien oder gar Produkte, sondern das weisse Blatt Papier. Für uns bei der Frankfurter Bankgesellschaft ist diese Art von Massarbeit der Standard, um den Bedürfnissen unserer anspruchsvollen Kundschaft gerecht zu werden.

Der rein technische Teil der Vermögensverwaltung – Positionen nach vorgegebenen Regeln kaufen und verkaufen oder das Rebalancing eines Depots – macht nur einen Teil unserer Arbeit aus. Dementsprechend gilt: Befindet sich ein Vermögen noch im Aufbau oder sind tatsächlich für die komplette Summe identische Voraussetzungen anwendbar, mag auch eine vollständig automatisierte Vermögensverwaltung via Robo-Advisor geeignet sein. Aber grössere bestehende Vermögen wie jene, um die wir uns kümmern, haben in der Regel auch schon eine gewisse Komplexität erreicht.

Dimensionen der Komplexität

Beispielsweise können die Anforderungen an die Verfügbarkeit für einzelne Tranchen ganz unterschiedlich sein. Auch Immobilien und andere weniger liquide Vermögensbestandteile sollten in eine gesamthafte Betrachtung einbezogen werden. Und nicht zuletzt spielen fast immer auch irrationale Faktoren eine Rolle: Eine geerbte Gemäldesammlung, der erste selbst gekaufte Oldtimer oder das Haus am Geburtsort sind vielleicht rein rechnerisch kein gutes Investment (mehr), aber an ihnen hängt das Herz. Und eine Vermögensstrategie, die sich dauerhaft gut und richtig anfühlt, berücksichtigt auch diese emotionale Ebene. Dafür braucht es menschliches Einfühlungsvermögen in die jeweiligen Bedürfnisse und Prioritäten des Gegenübers.

Auch hinter unseren Investmentstrategien stehen letztlich Menschen, nicht Algorithmen. Exzellentes Handwerk ist für uns selbstverständliche Voraussetzung, assistiert durch modernste datengetriebene Analysemethoden und umgesetzt durch erfahrene Portfoliomanagement-Profis. Aus dieser Kombination entstehen Portfolios, die letztlich Anlagepräferenzen, Ziele und Wünsche der einzelnen Kundin bzw. des einzelnen Kunden passgenau abbilden.

Besonders komplexe Konstellationen

Ganz besonders komplex werden Vermögensfragen natürlich bei Unternehmerinnen und Unternehmern: Hier spielen familiäre Beziehungen eine grosse Rolle, betriebliches und privates Vermögen unterliegen ganz unterschiedli-

chen Voraussetzungen – und doch ist alles Teil des Gesamtvermögens. Dann braucht es oft nicht nur klassisches Wealth Management, sondern auch strategische Begleitung, wie sie etwa unser Family Office leistet. Sonst können Themen wie die Unternehmens- und Vermögensnachfolge zu grossen Problemen führen.

Ohnehin tritt häufig genau zu Beginn der Nachfolgeplanung die Komplexität des Vermögens erstmals zutage. Typische Fragestellungen sind:

- Wer erbt nach aktuellem Stand was, und passt das zu den persönlichen Wünschen?
- Welche bestehenden Werte sind in welchem Masse liquide, und kann das im Erbfall zu akuten Problemen führen?
- Ist das Vermögen für die Erbengeneration überhaupt durchschaubar; können sie es nahtlos weiterbewirtschaften?

Auch diese Aspekte mitzudenken, differenzierte Lösungen dafür zu entwickeln und bei der rechtzeitigen Weichenstellung zu helfen, sind Merkmale einer exzellenten Vermögensbegleitung.

Ganzheitliche Betrachtung:

Aus unserer Praxis

In der Frankfurter Bankgesellschaft Gruppe haben wir unser Leistungsspektrum gezielt auf die Begleitung anspruchsvoller Vermögenssituationen ausgerichtet. Unser gruppeneigenes Family Office hat sich ganz auf die Begleitung komplexer Familienvermögen spezialisiert. Die Expertinnen und Experten analysieren die bestehende Asset-Allokation und übernehmen die Überführung des Vermögens in das gemeinsam erarbeitete Zielbild. Auf Wunsch übernimmt das Family Office die laufende Vermögenssteuerung, erstellt regelmässig entscheidungsfertige Berichte und schafft so dauerhafte Entlastung.

In der Arbeit des Family Offices spielen Umbruchsituationen wie Erbfälle und Unternehmensübergaben naturgemäss eine wichtige Rolle. Um komplexe Vermögen optimal auf diese Ereignisse vorzubereiten, erweitert das Family Office sein Angebot laufend, zuletzt etwa um das Immobilien-Asset-Management: Durch Expertenanalysen

und intelligente Tools entsteht dabei ein «digitaler Zwilling» des Immobilienportfolios. Dieser macht nicht nur Bestände, Risiken und Investitionsbedarfe transparent – die Datenbank erlaubt es auch der Erbengeneration, sich kompakt Überblick über alle Liegenschaften, Besitzverhältnisse und Werte zu verschaffen. So werden lange gewachsene Immobilienbestände übergabefähig.

Fazit: Vermögensverwaltung schafft Klarheit

Komplexität im Vermögen ist kein Schicksal, nicht unveränderlich. Es braucht schlichtweg erfahrene Begleitung, um das volle Potenzial dieser Vermögen zu entfalten. Unsere wichtigste Aufgabe als Vermögensverwalter ist es, Orientierung zu geben. Das beginnt bei der Analyse des Bestandsvermögens und der damit verbundenen Ziele, geht bei der Beurteilung der Kapitalmärkte und der darauf einwirkenden Rahmenbedingungen weiter und mündet in die Auswahl der richtigen Assetklassen, Titel und Instrumente. Und unsere Arbeit endet nicht, wenn das Portfolio steht: Lebenssituationen können sich ebenso ändern wie die Rahmenbedingungen an den Kapitalmärkten. Durch laufende individuelle Vermögensbegleitung schaffen wir Klarheit in einem dynamischen Umfeld.

Die einzelnen Lösungsbausteine aus unserer Gruppe – Wealth Management, Family Office und M&A-Beratung – greifen ineinander, damit insbesondere unternehmerisch geprägtes und damit oft hochkomplexes Vermögen transparent wird und Optimierungspotenziale ausgeschöpft werden. So entlasten wir konkret Vermögensinhaberinnen und -inhaber und helfen, Werte generationenübergreifend zu erhalten.

tobias.fischer@

frankfurter-bankgesellschaft.com

www.frankfurter-bankgesellschaft.com

«Nichts ist günstig» – Sind wir mitten in einer Technologieblase? Eine aktuelle Einordnung



Von Thomas Fischer, CFA, Chief Investment Officer, Berner Kantonalbank BEKB

Die Aktienmärkte scheinen sich nicht aus der Fassung bringen zu lassen. Die aktuelle Bullenphase, die ihren Anfang im Herbst 2022 hat, ist mittlerweile dreieinhalb Jahre alt. Dies entspricht ziemlich genau der durchschnittlichen Dauer, nach welcher Erholungsphasen an Aktienmärkten in der Vergangenheit ins Stocken gerieten.

Es stehen überdies auch enorme Börsengänge bevor von Firmen wie beispielsweise SpaceX. Indizien deuten auf ein ausgesprochen reges Interesse der Anlegergemeinde hin. Die mitunter dürftigen Gewinn- und Cashflow-Ausweise scheinen aktuell wenig zu interessieren. Auch fraglich erscheint der

für die nächsten Jahre angekündigte Kapitalbedarf mancher Firmen im Bereich der Künstlichen Intelligenz.

Überhaupt scheint sich das aktuelle Finanzmarkt-Narrativ stark auf einzelne Firmen zu konzentrieren, wie der Finanzpresse und den Kursentwicklungen zu entnehmen ist. Was für die Geschichtenerzählung hilfreich sein kann, birgt Fallstricke. Einstufungen über Einzeltitle sind greifbarer und sprechen die Emotionen viel stärker an. Doch wie ist die breite Marktlage? Was passiert mit den Zinsen? Kann ich als Anlegerin oder Anleger allenfalls etwas verpassen, falls ich mich im Portfolio von Nvidia & Co. oder von den Mega-Börsengängen fern-

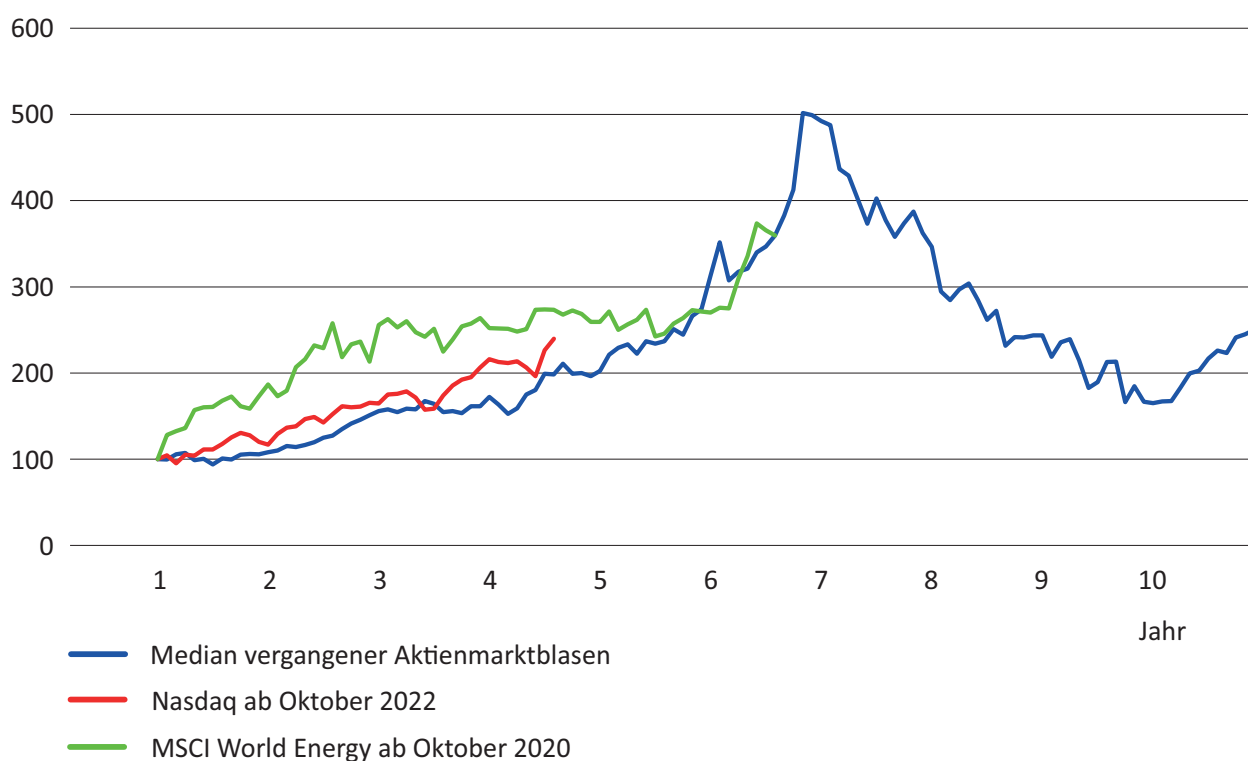
halte? Oder sind wir mitten in einer Aktienblase, die allmählich zu platzen droht? Gerade in einem Umfeld, das kaum mehr günstige Anlagegelegenheiten aufweist und Nullzinsen (in der Schweiz) die Opportunitätskosten erhöhen.

Herausforderungen im Umgang mit Finanzmarkt-Blasen

Während die Kapitalmarktforschung mit quantitativen Kriterien zur Blasen-einstufung hadert und Pragmatiker sich der Diskussion fernhalten mit der Begründung, eine Blase sei erst im Nachgang festzustellen, sind in der Geschichte manche Fälle von spektakulären Kurs-

Vergleich Nasdaq-Index und Erdölaktien mit historischen Aktienmarktblasen seit 1926

Index: Start = 100



gewinnen und Folgeverlusten bekannt. So überrascht es auch nicht, dass im aktuellen Umfeld gerne Parallelen zur Internetblase der späten 1990er Jahre gesucht werden. Im gleichen Atemzug erwähnen die Optimisten denn auch, dass im Vergleich zu damals die Gewinnentwicklung die Kurssteigerung einzelner Firmen deutlich besser rechtfertigen kann. Die Skeptiker hingegen weisen darauf hin, dass sich die Kurs- und Gewinnentwicklung auf wenige Firmen beschränkt und Gewinne auch schnell wieder schwinden können. Überdies seien die gegenseitigen Firmenbeteiligungen (Kreislaufinvestitionen) unter den Superstar-Firmen eine höchst fragwürdige Entwicklung, die überdies durch verkettete Schicksale die Ansteckgefahr einer Abwärtsspirale beträchtlich erhöhe. Sämtliche Argumente vermögen im Einzelnen zu überzeugen. Aus börsenpsychologischer Sicht ist diese Uneinigkeit für Aktieninvestoren immerhin willkommen, wäre doch erst

eine breite Einigkeit ein Indiz für eine bald platzende Blase.

Gerade bei US-Aktien erscheint die Bewertung im historischen Vergleich erhöht. Erhöhte Bewertungen können jedoch über mehrere Jahre andauern, ja gar einen Regimewechsel aufzeigen, wie dies beispielsweise beim Kurs-Gewinn-Verhältnis nach der Methode von Professor Robert Shiller der Fall ist. Das Warten auf einen attraktiven Einstiegszeitpunkt ist kaum zielführend, aus Schweizer Sicht erst recht nicht in Anbetracht der Tiefzins-Situation.

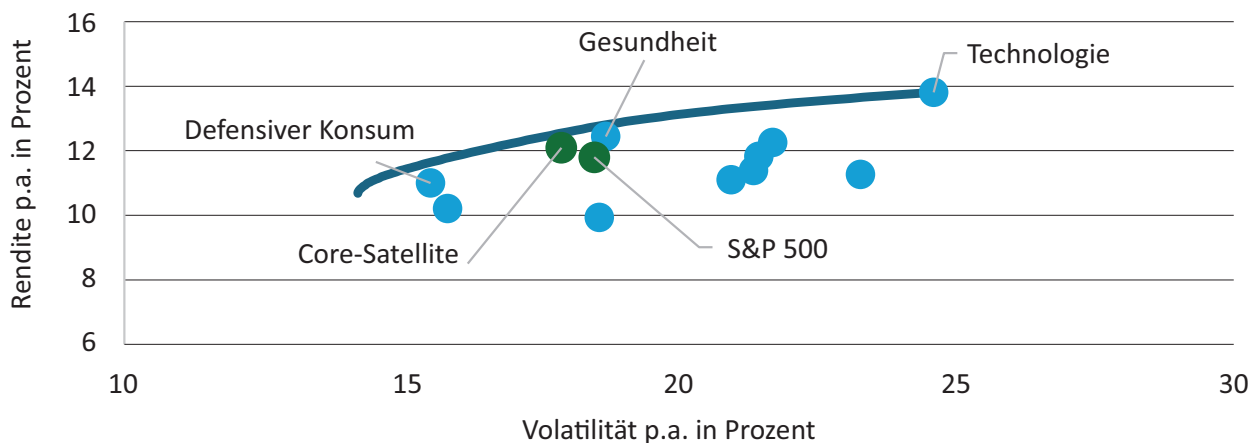
Während die zeitnahe Einstufung einer Blase bereits Schwierigkeiten verursacht, steigt die Herausforderung bei der Bildung von Prognosen zusätzlich. Sollte man eine Blasenbildung prognostizieren? Dies erscheint auf den ersten Blick abwegig. Man solle deshalb in Szenarien denken, so eine verbreitete Auffassung. Doch auch Szenarien stützen sich im Grunde genommen auf (mindestens vage) Prognosen ab, über-

dies sollten sie glaubwürdig sein. Historische Vergleiche können deshalb helfen, allenfalls gar neue Aufschlüsse für aktuelle Einstufungen ermöglichen.

Historische Aktien-Blasen und Ableitungen für heute

Vereinzelt wird in der Kapitalmarktfor-schung die Blasenbildung mit einer Kursverdoppelung über ein Jahr definiert. Diese Definition greift jedoch zu kurz. Wie ein Blick in die Vergangenheit zeigt, können Phasen, die von erhöhten Aktienbewertungen geprägt sind, über einen mehrjährigen Zeitraum andauern, weshalb davon abgeleitet auch für Blaseneinstufungen ein längerfristiger (strategischer) Zeithorizont eingenommen werden sollte. Ein solcher langfristiger historischer Vergleich soll hier dargestellt werden. Dabei wurden allgemein anerkannte Aktienblasen der letzten 100 Jahre ausgewertet und gemittelt. Unter den Phasen befinden sich die späten 1920er Jahre, Erd-

Portfolio-Optimierung mit Sektoren



ölk Aktien der 1970er Jahre, japanische Aktien der 1980er Jahre (in US-Dollars), der Nasdaq-Index in den späten 1990er Jahren sowie US-Immobilienentwickler in den 2000er Jahren. Interessanterweise scheinen sie sich sowohl bei der Zeitdauer als auch beim Kurswachstum in den Grundzügen zu decken. Eine Verfünfachung der Kurse innert sechs Jahre (bei einigermaßen normalen Teuerungsraten) kann dabei als strategisches Warnsignal beigezogen werden.

Setzen wir nun den Nasdaq-Index seit Herbst 2022 in den Vergleich, scheint trotz Bewertungen das Kriterium noch nicht ganz zuzutreffen. Für die Szenarienbildung könnte deshalb als Gehstock dienen, dass Technologie-Aktien bis ca. 2028 eine Verdoppelung erfahren könnten, bevor aufgrund allfälliger Finanzierungsengpässe und höherer Zinsen eine Schwächephase einsetzen könnte. Was auf den ersten Blick als sehr gewagte Prognose erscheint, würde sich jedoch mit historischen Blasenbildungen decken. Überdies kann auch abgeleitet werden, dass es noch zu früh ist, Technologie-Werten zu entsagen. Ist es allenfalls gar so, dass der Erdölsektor Blasenrisiken aufweist? Die Kursentwicklung seit 2020 würde dies jedenfalls unterstellen.

Die obigen Ausführungen sollen nicht als Loblied auf den Technologie-Sektor verstanden werden. Vielmehr sollen sie eine Einordnung der aktuellen Entwicklung unterstützen und Anleger

rinnen und Anleger davon abhalten, allfällige ungünstige Allokationen aus eindimensionalen Gründen zu verhindern.

Die (historisch) optimale Sektorallokation

Die Aussage wird erhärtet, wenn man die vergangenen 100 Jahre auf Sektorebene betrachtet (bis 1993: nur USA, ab 1994: globale Aktienmärkte). In diesem vergleichsweise langen Zeitraum haben mehrfach grössere technologische, gesellschaftliche und politische Umbrüche stattgefunden. Die drei Sektoren Lebensmittel, Gesundheit und Technologie wiesen dabei die besten Verhältnisse zwischen Rendite und Risiko auf. Dies ergibt auch finanzökonomisch Sinn: Firmen in den Bereichen Technologie und Gesundheit erweitern das Leistungsspektrum der Menschen, während Lebensmittelwerte in turbulenten Phasen eine erhöhte Krisenresistenz aufwiesen. Alle drei Sektoren haben auch ihre eigenen Blasen erlebt, jedoch nicht gleichzeitig: Gesundheitswerte in den 1950er Jahren, Konsumgüter in den 1980er Jahren und Technologiewerte in den 1990er Jahren. Eine austarierte Mischung dieser drei erwähnten Sektoren lieferte jedenfalls in der Vergangenheit über mehrere Zeitperioden das beste Rendite-Risiko-Verhältnis – wohlwissend, dass sich Einstufungen im Zeitablauf auch markant geändert haben. Weil der Schweizer Aktienmarkt traditionell bei den Lebensmittel- und Gesundheits-Bereichen hohe Gewichte

aufweist, mag dies übrigens mit ein Grund sein für das im internationalen Vergleich überdurchschnittlich starke Abschneiden.

Konsequenzen für heute

Es ist denkbar, dass die bevorstehenden Mega-Börsengänge ein Anzeichen für den Eintritt in eine spätzyklische Bullenphase darstellen. Vor lauter Einzeltitle-Berichten sollte jedoch das Gesamtbild nicht vergessen gehen: Die Gewinne im Technologiebereich sprudeln, insbesondere auch bei etablierten Firmen. Technologiewerte gehören deshalb weiterhin in ein Portfolio. Die Regel der Diversifikation und damit verbundene Gewinnmitnahmen gehören dabei dazu, damit das Wahrnehmen von Chancen nicht in eine Akkumulation von Risiken mündet.

thomas.fischer@bekb.ch
www.bekb.ch

Investieren in Zeiten globaler Herausforderungen.

Die Ethius Invest mit Sitz in Luzern ist ein unabhängiger Vermögensmanager mit der Anlagephilosophie eines konsequenten Nachhaltigkeitsansatzes.

Wir beraten und begleiten ausgewählte Privatpersonen in Vermögensfragen mit einem Schwerpunkt auf Aktien und Obligationen.



Ethius Invest Schweiz GmbH
info@ethius-invest.ch
www.ethius-invest.ch
Tel. +41 41 55 20 255

TINA ist zurück

Steigende Inflation und niedrige Zinsen belasten Sparerinnen und Sparer. Um den damit einhergehenden Kaufkraftverlust auszugleichen, sind Investitionen in Sachwerte wie Aktien, Immobilien und Rohstoffe alternativlos.



Von Matthias Geissbühler
Chief Investment Officer (CIO)
Raiffeisen Schweiz



Jeffrey Hohegger
Anlagestrategie
Raiffeisen Schweiz



und Tobias Knoblich
Anlagestrategie
Raiffeisen Schweiz

«Gold ist Geld, alles andere ist Kredit.» Die Aussage von US-Bankier John Pierpont Morgan bringt die grundlegende Problematik des Papiergeldes auf den Punkt. Dieses basiert im Gegensatz zum Sachwert Gold auf dem Vertrauen des Marktes in dessen Emittenten, also Staaten und Notenbanken. Das macht Papiergeld zu einer Art Kredit. Da es nach Belieben vermehrt werden kann, unterliegt es zudem einem Entwertungsrisiko.

Dieser Umstand könnte aktueller nicht sein. Denn die Staatsverschuldung nimmt weltweit schier ungebremst zu. Sparmassnahmen, ein starkes Wirtschaftswachstum oder gar ein Schuldenschnitt kommen diesbezüglich vielfach nicht als Lösungen in Frage, sie sind unpopulär, unrealistisch respektive untergraben das Vertrauen. Übrig bleibt die schrittweise Entwertung der Schulden durch Inflation und negative Real-

zinsen. Wer sein Geld auf dem Sparkonto liegen hat, sieht sich mit einem schleichenden Kaufkraftverlust konfrontiert. Möchte man diesen vermeiden, kommt man an Investitionen in Sachwerten nicht vorbei, denn Aktien, Immobilien und Rohstoffe bieten Inflationsschutz und positive Realrenditen. Es gilt also: Willkommen zurück im TINA-Szenario («There is no alternative»).

Mit Aktien Vermögen aufbauen

Auf lange Frist gelten Aktien als verlässlicher Renditetreiber im Portfolio. Durch den Kauf einer Aktie beteiligt sich ein Anleger an einem Unternehmen und erwirbt so das Recht, am Gewinn zu partizipieren. Dies erfolgt in Form steigender Aktienkurse oder durch die Ausschüttung von Dividenden. Qualitätsunternehmen mit Preissetzungsmacht können steigende Kos-

ten weitergeben und das investierte Geld so vor Inflation schützen. Der Schweizer Aktienmarkt erzielte beispielsweise in den letzten 100 Jahren durchschnittlich eine Rendite von 7,8% bzw. inflationsbereinigt 5,7%. In 70% der einzelnen Jahre resultierte eine positive Performance. Das zeigt, dass sich auch mit einer Kollektivanlage, die den gesamten Markt abdeckt, eine deutlich über der Teuerung liegende Rendite erzielen lässt.

Kurzfristig können Aktien allerdings stark schwanken. Jüngstes Beispiel dafür sind die Marktbewegungen im Zuge des Ende Februar ausgebrochenen Iran-Krieges. Die Kurse brachen wegen der explodierenden Energiepreise und der daraus resultierenden Unsicherheiten zunächst ein. Die Hoffnung auf eine rasche Verhandlungslösung trieb sie dann im April und Mai aber auf neue Höchststände.

Immobilien stabilisieren das Portfolio

Auch Immobilien gelten traditionell als Inflationsschutz. Gerade in einem unsicheren Umfeld flüchten Anlegerinnen und Anleger gerne in Betongold. Neben dem Teuerungsschutz wirft es auch in einem Tiefzinsumfeld eine attraktive Rendite ab. Aus Anlegersicht gilt es die Mieteinnahmen und die Preisentwicklung gegeneinander abzuwägen. Diese halten sich über die Zeit indes weitgehend die Waage. Während steigende Zinsen zwar die Immobilienpreise belasten, bedeuten sie gleichzeitig höhere Mieteinnahmen. Umgekehrt reduzieren niedrigere Zinsen die laufenden Erträge, kurbeln aber die Bewertungen an. Für den Investor verschiebt sich also lediglich die Herkunft der Rendite.

Neben einer stabilen Rendite kommt Immobilien eine weitere Rolle zu: Im Portfoliokontext verbessern sie die Risiko-Rendite-Eigenschaften, da die Korrelation mit anderen Vermögensklassen sehr gering ist. Das heisst, sie tragen in turbulenten Zeiten zur Stabilisierung der Vermögensentwicklung bei.

Besonders attraktiv ist der Schweizer Immobilienmarkt. Er zeichnet sich durch einen starken Nachfrageüberhang aus, was auch in absehbarer Zeit für stabile und weiter steigende Preise sorgen dürfte. Inwiefern eine mögliche Revision der Lex Koller die Nachfrage dämpfen und Druck auf die Preise ausüben würde, ist derzeit ungewiss.

Anlegerinnen und Anleger können sowohl direkt als auch indirekt am Immobilienmarkt partizipieren. Ersteres, der Kauf eines Hauses oder einer Wohnung, birgt allerdings gewisse Gefahren. Gerade selbstbewohntes Eigentum ist primär ein Konsumgut. Es wirft keinen laufenden Ertrag ab und bindet viel Kapital. Zudem erfordert es zur Werterhaltung respektive -steigerung kostenintensive Unterhalts- und Renovationsarbeiten. Sollte man darüber hinaus einmal gezwungen sein, die Immobilien kurzfristig zu verkaufen, so kann das an der unzureichenden Liquidität scheitern oder nur deutlich unter Wert erfolgen. Dagegen bieten Immobilienfonds den Vorteil, dass sie in der Regel täglich handelbar sind und über ein diversifiziertes Portfolio verfügen.

Gold ist ein bewährter Krisenschutz

Je nach Marktphase bewegt sich der Goldpreis sehr volatil. Das laufende Jahr zeigte dies exemplarisch. Ende Januar trieben spekulative Käufe den Goldkurs auf einen Rekordstand, der nur wenige Tage später in Rauch aufging. Allerdings nur, um sich wieder aufzurappeln. Jüngstes Beispiel ist schliesslich die Korrektur im März: Wegen der im Zuge des Iran-Krieges gestiegenen Kapitalmarktzinsen und des stärkeren US-Dollars sank der Preis für das gelbe Edelmetall innert weniger Tage von über 5'300 auf unter 4'400 US-Dollar pro Unze. Allerdings entwickelt sich der Goldpreis in der Regel nicht parallel zu risikobehafteten Anlageklassen wie Aktien, was sich in der schwachen bis negativen Korrelation zu ebendiesen spiegelt. Infolgedessen stabilisiert Gold die Portfolioentwicklung und reduziert das Gesamtrisiko, weswegen es vor allem in Krisenzeiten von Anlegerinnen und Anlegern verstärkt nachgefragt wird.

Dass es aber auch strategisch sinnvoll ist, Gold zu halten, zeigt sich an vielen Notenbanken, insbesondere aus Schwellenländern, die in den vergangenen Jahren ihre Goldreserven aufgebaut haben. Dadurch soll die eigene Währung gestützt werden. Gleichzeitig reduziert dieser Schritt die Abhängigkeit zum US-Dollar.

Neben der Verbesserung des Risiko-Rendite-Profils können Investoren mit dem Edelmetall aber auch Geld verdienen. So legte sein Preis 2025 beispielsweise um fast 67% zu. Damit war Gold eine der besten Anlageklassen. Aber auch im langfristigen Mittel braucht es sich nicht zu verstecken: Ein Blick in den Rückspiegel zeigt, dass in den vergangenen 20 Jahren die annualisierte Rendite bei etwas mehr als 10% lag, womit Gold den Weltaktienindex klar übertreffen konnte. Der Hauptgrund für diesen stetigen Preisanstieg ist das begrenzte Angebot, kombiniert mit einer steigenden Nachfrage.

Wer nun in Gold investieren möchte, kann das auf vielerlei Weise tun. Die wohl naheliegendste ist der physische Kauf von Barren, Münzen oder Schmuck. Hierfür benötigt man allerdings ein Schliessfach und eine Versicherung, wodurch zusätzliche Kosten

anfallen. Die Lieferung erfolgt in der Regel ebenfalls nicht für lau. Bedeutend einfacher ist der Kauf eines ETF. Diese werden wie andere Wertpapiere an der Börse gehandelt und replizieren 1:1 die Entwicklung des Goldpreises.

Sachwerte sind Trumpf

Anlegerinnen und Anleger tun gut daran, sich mit dem Thema Sachwerte auseinanderzusetzen. Denn in einem Tiefzinsumfeld gibt es mit Staatsanleihen oder Geld auf dem Sparkonto nichts zu verdienen. Im Gegenteil: Unter Berücksichtigung der Inflation resultiert ein schleichender Kaufkraftverlust. Negative Realzinsen dürften inskünftig nicht die Ausnahme bleiben, denn sie sind der einzig plausible Weg, um die überbordende Staatsverschuldung unter Kontrolle zu bringen. TINA ist somit gekommen, um zu bleiben. Eine Lösung des Problems bieten Sachwerte wie Aktien, Immobilien und Gold: Sie generieren langfristig positive Renditen und tragen darüber hinaus zur Diversifikation des Portfolios bei.

matthias.geissbuehler@raiffeisen.ch

jeffrey.hochegger@raiffeisen.ch

tobias.knoblich@raiffeisen.ch

www.raiffeisen.ch

Die Welt ist voller Krisen und die Aktienmärkte zeigen Stabilität – Wie kann das sein?



Von Till Christian Budelmann
Chief Investment Officer und
Mitglied der Geschäftsleitung, Bergos AG



und Frederik Carstensen
Chief Equity Strategist
Bergos AG

Die militärische Pattsituation zwischen den USA und dem Iran blockiert den Öltransport durch die Strasse von Hormus. Energiepreise schießen hoch, die Inflation zieht an, das Verbrauchervertrauen ist im Keller. Und dennoch markiert der S&P 500 neue Allzeithochs jenseits von 7'500 Punkten. US-Aktien und einzelne asiatische Technologiewerte verzeichnen seit Beginn der Krise überdurchschnittliche Renditen. Die Antwort auf das scheinbare Paradox ist ernüchternd simpel: Am Aktienmarkt

geht es nicht um den Milchpreis oder die Stimmung an der Supermarktkasse, sondern um die Geschäftslage der Unternehmen. Und die steht derzeit, trotz allem, ausgesprochen gut da.

Börsen handeln Erwartungen, nicht Schlagzeilen

Der fundamentalste Irrtum im Umgang mit Börsen ist die Verwechslung von Gegenwart und Zukunft. Ein Aktienindex bildet nicht den heutigen Zustand der Welt ab, sondern die Erwartung über

die künftige Ertragskraft der enthaltenen Unternehmen, meist auf Sicht von zwölf bis achtzehn Monaten. Als die Finanzkrise 2008 ihren Höhepunkt erreichte, begannen Aktien Monate vor dem Ende der Rezession zu steigen. Als der Golfkrieg 1990 eskalierte, hatten die Märkte den Einbruch bereits vorweggenommen und stiegen, während die Kämpfe noch andauerten. Die Börse handelt stets die Zukunft, nicht die Gegenwart. Aktuell lässt sich das live beobachten: Der S&P 500 erlitt im

Februar einen Rückgang von rund 10%. Was folgte, war eine der schnellsten Erholungen der jüngeren Marktgeschichte. Die schlechten Nachrichten waren eingepreist; als sie nicht noch schlimmer wurden, kauften die Anleger.

Krisen als Wachstumstreiber

Manche Krisen sind für bestimmte Sektoren schlicht profitabel. Der russische Angriffskrieg auf die Ukraine liess Rüstungsaktien auf Mehrjahreshochs schnellen. Die Iran-Krise treibt die Gewinne von Energiekonzernen, während die Verbraucher an der Tankstelle bluten. Was für die Gesellschaft eine Tragödie ist, kann für die Börse ein Konjunkturprogramm sein. Das ist keine zynische Feststellung, sondern die nüchterne Beschreibung einer Systemlogik, die Investoren kennen sollten.

Ein weiteres Beispiel ist die Nachfrage nach Künstlicher Intelligenz, die derzeit vor allem die US-Aktienmärkte antreibt. Besonders grosse Technologiewerte aus den USA, Taiwan und Südkorea profitieren vom KI-Boom. Für viele Anleger ist die KI-Story längst kein Zukunftsszenario mehr, sondern eine konkrete Erwartung an die nächsten Quartale. Diese Dynamik erklärt, warum selbst geopolitische Krisen den Aktienmarkt kaum aus der Spur bringen: Cloud-Umsätze und KI-Chips werden weltweit nachgefragt, unabhängig von regionalen Konflikten.

Die Berichtssaison über das erste Quartal 2026 lieferte handfeste Argumente: Rund 80% der S&P-500-Unternehmen, die ihre Ergebnisse veröffentlicht haben, übertrafen die Erwartungen der Analysten. Die durchschnittliche Gewinnmarge ist so hoch wie seit 15 Jahren nicht mehr. Für das Gesamtjahr 2026 wird ein Gewinnwachstum von knapp 24% erwartet. Die grossen Analystenhäuser haben zuletzt im Zuge der gestiegenen Gewinnrevisionen ihre Kursziele nach oben korrigiert, und auch der Ausblick auf 2027 stimmt optimistisch. Dabei gilt ein einfaches Grundprinzip: Steigende Gewinnerwartungen ziehen naturgemäss steigende Aktienkurse nach sich. Für grosse Technologiekonzerne gelten dabei andere Bewertungsmaßstäbe als für klassische Industrie- oder Konsumgüterkonzerne. Ihre Kursentwicklung entkoppelt sich

zunehmend von der makroökonomischen Grosswetterlage.

Doch nicht alle Regionen profitieren gleichermassen. Während US-Titel und einzelne asiatische Technologiewerte zulegen, hinken europäische Aktien hinterher. Hohe Energiepreise belasten die europäische Wirtschaft strukturell stärker als die amerikanische.

Was Anleger aus der aktuellen Lage lernen können

Blasen entstehen, Übertreibungen passieren, und Einbrüche von 20 oder 30% gehören zur Realität. Aber die Frage, wie der Markt bei so vielen schlechten Nachrichten steigen kann, ist schlicht die falsche. Die richtige lautet: Was erwartet der Markt für die Zukunft, und ist diese Erwartung realistisch? Wer so denkt, ist als Anleger bereits einen entscheidenden Schritt weiter.

Ohnehin ist Krisenangst ein schlechter Ratgeber. Wer stets auf den nächsten Einbruch wartet, sitzt zu lange an der Seitenlinie und verpasst einen Grossteil der Kursgewinne. Der Aktienmarkt hat jeden Krieg, jede Rezession und jeden politischen Umbruch überstanden und stand danach stets höher als zuvor. Diese historische Erfahrung erzeugt einen strukturellen Optimismus: Solange keine systemische Krise droht, die Unternehmen dauerhaft an der Gewinnerzielung hindert, tendieren Märkte dazu, die nächste Erholung vorwegzunehmen. Die Diskrepanz zwischen Börsenhoch und Volksstimmung ist real. Doch für Aktienkurse zählen die Unternehmensgewinne.

Das erklärt auch das Phänomen der sogenannten Wall of Worry: Märkte steigen oft gerade dann am stärksten, wenn die Stimmung am schlechtesten ist und die Schlagzeilen am düstersten klingen. Wer nach dem Tiefpunkt der Finanzkrise 2009 einstieg, verdreifachte sein Kapital innerhalb weniger Jahre. Wer nach dem Kurseinbruch 2022 kaufte, wurde ebenfalls belohnt. Und wer im März dieses Jahres die Nerven behielt, profitierte von einer der schnellsten Erholungen der jüngeren Marktgeschichte. Wenn Anleger politisches Chaos ignorieren, liegt das nicht an Naivität, sondern an der nüchternen Erkenntnis, dass dieses Chaos die Unternehmensgewinne bislang kaum beeinträchtigt

hat. In diesem Zusammenhang lohnt es sich, stets die Anlegerstimmung als Kontraindikator im Blick zu behalten: Ist sie im Keller, war das in der Vergangenheit meist ein gutes Kaufsignal. Bei zu hoher Euphorie hingegen ist Vorsicht geboten.

Ausblick:

Kommt jetzt die Sommerpause?

Nach der starken Rally seit den März-tiefs mehren sich die Zeichen einer bevorstehenden Konsolidierung oder Seitwärtsbewegung. Hinzu kommt der politische Faktor: Historisch neigen Märkte in US-Zwischenwahljahren zunächst zur Seitwärtsbewegung, bevor sie nach den Midterms wieder an Dynamik gewinnen.

Sollten die Ölpreise dauerhaft hoch bleiben und die Inflation hartnäckig über den Zielwerten verharren, steigt der Druck auf die Konsumenten weiter, und es wird für die Notenbank zunehmend schwieriger, Zinssenkungen zu rechtfertigen. Bislang zeigte sich die US-Wirtschaft bemerkenswert widerstandsfähig: Trotz hoher Energiepreise und eines Leitzinses von 3,75% blieb der Konsum stabil, gestützt durch fiskalische Impulse und steigende Vermögenspreise. Das grösste Risiko wäre eine erneute Straffung der Geldpolitik, die sowohl Unternehmen als auch Verbraucher zusätzlich belasten würde. Derzeit spricht vieles dafür, dass die Federal Reserve an ihrer abwartenden Haltung festhält. Die entscheidende Frage bleibt, ob die hohen Gewinnerwartungen auch 2027 erfüllt werden können. Solange Wachstum und KI-Investitionen robust bleiben, dürfte der Markt geopolitische Risiken weiter ausblenden. Schwächt sich die wirtschaftliche Dynamik ab, wird die Gelassenheit der Anleger schnell auf die Probe gestellt. In jedem Fall bleibt Diversifikation das wirksamste Mittel gegen echte Systemrisiken: Breit gestreute Portfolios bieten Schutz, wenn eine Krise auch die optimistischsten Erwartungen zunichtemacht.

till.budemann@bergos.ch
frederik.carstensen@bergos.ch
www.bergos.ch

How to Buy a Horse

In the constantly evolving world of alternative investments, racehorses represent a unique intersection of passion, prestige, and financial opportunity. For professional investors, family offices, bankers, and lawyers seeking uncorrelated asset classes, the equine investment market offers a distinct – albeit nuanced – avenue for diversification. Beyond potential financial returns, racehorse ownership can open doors to elite networks, exclusive events, and valuable branding opportunities. However, this asset class demands a level of diligence and legal structuring comparable to that required for more conventional investments.



By Agnieszka Kalinowska
Of Counsel Davidoff Law
Equine Law Specialist
Zurich



and Ariel Sergio Davidoff
Founder Davidoff Law
Equine Law Specialist
Zurich

1. The Racehorse Market

The global racehorse industry, particularly within thoroughbred racing, constitutes a significant segment of the wider sports and entertainment economy. Major racing hubs include the United Kingdom, Ireland, France, the United States, Australia, and, increasingly, Japan and the Middle East. Within these markets, racehorses are traded through both public auctions and private transactions. Institutions such as Tattersalls (UK), Keeneland (USA), and Arqana (France) act as key venues for the purchase and sale of racehorses, ranging from yearlings to established racers and broodmares.

Market values are driven by several core factors: pedigree, conformation, race performance, and breeding potential. Horses with elite bloodlines and strong racing records can command prices in the millions, whereas younger or less proven horses may be traded at considerably lower valuations. Notably, racehorses are biological assets whose value may appreciate rapidly following a single win, or depreciate sharply as a result of injury or underperformance.

Prize money and breeding revenues represent the two principal sources of income. Top-tier races offer purses ranging from hundreds of thousands to several millions, and a successful racehorse

may command substantial stud fees upon retirement. Mares, likewise, can become valuable breeding assets, particularly where they produce successful offspring. This dual-income potential enhances the investment case, but also introduces additional layers of complexity and risk.

“Recent international industry reports show that prize money has become one of the key variables shaping investment decisions in racehorses. While rising purses in selected jurisdictions improve the revenue potential of racing careers, they also influence where horses are bought, trained, and campaigned. In-

vestors increasingly look beyond headline figures, focusing instead on the depth and consistency of prize money across race classes, as this determines the sustainability of returns rather than isolated high-value wins.” – Annamaria Sobierajska, a well-known racing and equestrian journalist.

2. Ways to Acquire a Racehorse

There are multiple pathways for investors to enter the racehorse market, each with differing levels of capital exposure, control, and involvement. Legal and tax implications vary significantly by structure, making early-stage legal consultation essential.

2.1 Direct Purchase

Direct acquisition remains the most traditional and transparent route. Under this model, the investor purchases a horse outright, typically at auction or through a private treaty sale. While this approach affords maximum control, it also entails full exposure to the associated costs and risks.

Expenses can be considerable: training fees, veterinary costs, insurance premiums, transportation, and race entry fees must all be incorporated into the investment model. Depending on the jurisdiction, owners may also be subject to VAT, import duties, and registration requirements imposed by racing authorities. Legal due diligence should encompass verification of title, careful review of seller representations, a thorough pre-purchase veterinary examination, and scrutiny of the applicable auction house conditions.

2.2 Co-Investment and Syndication

Syndicates and co-ownership models offer more accessible entry points. Here, a group of investors collectively acquires a horse and shares ongoing costs and proceeds. This reduces individual capital exposure and allows participation in higher-quality bloodstock.

Syndicates may be informal or professionally managed. In either case, it is critical to have a well-drafted co-ownership agreement addressing ownership percentages, decision-making rights, prize-money allocation, exit mechanisms, and dispute resolution. Some

jurisdictions require syndicate registration with racing authorities.

2.3 Corporate Structures (SPVs)

Many professional investors opt to hold racehorse investments via a Special Purpose Vehicle (SPV) or corporate entity. This approach can enhance liability protection, provide tax planning benefits, and facilitate structured partnerships. It also allows the racehorse to be treated as a business asset, potentially enabling depreciation or cost offsetting.

Legal considerations include corporate governance, shareholder agreements, directorship, regulatory filings, and the contractual framework with trainers, veterinarians, and transport providers. Where cross-border transactions are involved, tax residence and withholding obligations should also be analysed.

2.4 Associations and Clubs

Racing clubs and associations operate on a subscription basis, offering members a lifestyle experience with limited or no equity ownership. Members enjoy access to stable visits, race-day hospitality, and updates but do not usually bear operational risks or enjoy financial returns.

While these arrangements are less about financial investment and more about social capital, legal clarity is still essential. Terms of membership, liability disclaimers, and data privacy obligations should be clearly documented. Clubs may also be subject to consumer protection or advertising regulations depending on their structure.

2.5 Leasing Arrangements

Leasing a horse offers a flexible and comparatively lower-risk means of participating in racehorse ownership. Under a lease arrangement, the lessee pays a fee – often on a seasonal or annual basis – in exchange for control over the horse’s racing career, including the selection of trainer and entry into races.

This model is particularly suited to those wishing to experience the benefits of ownership without the need for long-term commitment or significant capital outlay. Lease agreements should clearly delineate the respective rights and obligations of the parties, including performance expectations, insurance cover-

age, veterinary care, and return conditions. In certain jurisdictions, such arrangements must also be registered with the relevant racing authority.

2.6 Digital Platforms and Tokenisation

Technology is reshaping the racehorse investment landscape. Digital platforms now offer fractional ownership through tokenisation, allowing investors to acquire small stakes in high-value horses via blockchain-based tokens.

This model offers unprecedented liquidity, transparency, and access, particularly for a younger demographic. However, it also raises regulatory, custodial, and legal issues. Investors must understand the rights attached to each token, including voting, prize-money entitlement, and exit options. Platforms should be vetted for compliance with financial promotion rules, investor protection standards, and digital asset custody protocols.

“The world of horse racing, along with its evolving forms of ownership and co-ownership, continues to develop. The history of the sport is filled with examples of horses purchased for staggering sums that never achieved spectacular success, as well as those acquired at relatively accessible prices that later delivered outstanding racing performances. Naturally, there are many risks along the way and numerous factors that can influence the outcome, but ultimately there is something that cannot be valued, the profound satisfaction of entering a world where royalty and ordinary individuals compete on the same level and have the chance to stand on the same podium. Moreover, whether one owns 5% or 100% of a horse, the emotions experienced during the race are exactly the same.” – Annamaria.

3. When Is an Escrow Needed?

Escrow arrangements have become an increasingly common feature in racehorse transactions, particularly in private sales and cross-border deals. An escrow mechanism ensures that purchase funds are not released to the seller until specified conditions have been satisfied, such as the completion of a veterinary examination, the transfer of

ownership documentation, or the fulfilment of export or import requirements.

The appointment of an independent escrow agent – typically a law firm – serves to mitigate counterparty risk and provides a structured framework for managing potential disputes. Escrow provisions should be clearly and precisely set out in the sale-and-purchase agreement, including the conditions for release, applicable timelines, dispute resolution procedures, and the governing law. Escrow structures may also be employed in syndicate contributions, leasing arrangements, or digital platform distributions, thereby enhancing overall investor confidence.

4. Can Racehorses Be Used as Collateral?

Racehorses may be used as collateral in secured lending transactions, although lenders typically apply stringent due diligence standards. This will usually include verification of title, confirmation of adequate insurance coverage, independent valuation, and, in many cases, the assignment of control rights over race winnings or breeding income.

In more structured financing arrangements, the racehorse may be held through a dedicated vehicle – such as a trust or corporate entity – whose shares are pledged to the lender. The relevant contractual framework must address enforcement rights, clearly defined events of default, and mechanisms for realisation or liquidation. Owing to the inherent volatility and biological risks associated with the asset class, mainstream financial institutions are often reluctant to accept racehorses as collateral. Instead, specialist lenders or boutique finance providers are more active in this area, particularly where the horse forms part of a broader portfolio that may include breeding rights or associated real estate.

From a legal standpoint, any security interest must be properly perfected and, where applicable, registered in accordance with the relevant jurisdiction. The priority of competing liens should be clearly established. Fluctuations in valuation, mortality risk, and differences in legal recognition across jurisdictions all necessitate careful structuring and comprehensive documentation.

5. Summary

Racehorse investment is both emotionally rewarding and potentially lucrative despite its considerable financial exposure. The market offers a range of entry points, from lifestyle-oriented club memberships to sophisticated SPV structures and tokenised participation. Investors may generate returns through prize money, capital appreciation, and breeding income, but must also contend with significant costs, health-related risks, and regulatory complexity.

For professional investors and institutions, racehorses can provide a tangible diversification opportunity within a broader portfolio. However, as with any alternative asset class, careful structuring and robust governance and risk control are essential. Legal documentation should be comprehensive and precise, and commercial risks should be transparently assessed.

As the industry continues to professionalise, standards of due diligence and investor expectations are rising. This trend is a welcome one: greater transparency, enhanced regulatory frameworks, and the use of digital platforms are contributing to a more accessible, structured, and credible investment environment.

6. Next Steps:

Legal Advice as a Strategic Asset

Racehorse transactions involve a unique blend of commercial, tax, regulatory, and asset-specific considerations. Whether one is acquiring a horse directly, joining a syndicate, leasing a prospect for a season, or investing via a tokenised platform, legal expertise should be engaged from the outset.

Key legal services include:

- Drafting and negotiating sale and lease agreements
- Structuring SPVs and syndicates
- Advising on escrow, collateral, and security structures
- Performing due diligence on title, health, and ownership history
- Navigating racing authority registrations and compliance
- Reviewing tokenisation and digital platform documentation
- Managing tax and cross-border implications

Engaging a law firm with industry-specific experience ensures that investors' interests are protected and transactions are structured optimally. In a high-stakes environment where fortunes can turn on a single race or regulatory decision, sound legal advice is not merely advisable – it is indispensable.

For those prepared to combine passion with prudence, racehorses can offer more than just financial returns: they provide a gateway into an enduring cultural tradition, an emerging investment niche, and a distinctly human pursuit of excellence.

agnieszka.kalinowska@davidofflaw.ch
arielsergio@davidofflaw.ch
www.davidofflaw.ch



VOGELWARTE.CH



Helfen Sie den Vögeln in der Schweiz

Unsere Projekte können wir nur dank der treuen und grosszügigen Unterstützung der Bevölkerung durchführen. Wenn auch Sie mithelfen, bringt dies der einheimischen Vogelwelt viel.

IBAN: CH47 0900 0000 6000 2316 1
www.vogelwarte.ch/spenden



Mangelhafte Organisation

Wie Gesellschaften ohne wirtschaftliche Krise in die Liquidation nach den Vorschriften über den Konkurs geraten.



*Von Dr. Timo Fenner
Rechtsanwalt, MLaw UZH
Neupert Vuille Partners
Zürich*



*und Natalija Jovanovic, LL.M.
Rechtsanwältin, MLaw UZH
Neupert Vuille Partners
Zürich*

1. Ausgangslage

Eine wirtschaftlich gesunde Gesellschaft kann sich plötzlich in einem Verfahren wiederfinden, das im Extremfall mit ihrer Liquidation nach den Vorschriften über den Konkurs endet – und dies, obwohl weder Zahlungsunfähigkeit noch Überschuldung vorliegen. Auslöser sind oftmals unscheinbare organisatorische Versäumnisse: Das einzige Verwaltungsratsmitglied tritt zurück, ohne ersetzt zu werden. Die letzte in der Schweiz wohnhafte zeichnungsberechtigte Person verlegt ihren Wohnsitz ins Ausland. Es

fehlt ein Domizil. Oder ein Aktionärsstreit blockiert die Wahl eines neuen Verwaltungsrats. Wird in einer solchen Situation ein Schreiben des Handelsregisteramts nicht beachtet, kann dies weitreichende Konsequenzen nach sich ziehen.

Stellt ein Aktionär, ein Gläubiger oder das Handelsregisteramt einen solchen Organisationsmangel fest, kann ein Organisationsmangelverfahren eingeleitet werden. Gelingt die Wiederherstellung der gesetzeskonformen Organisation nicht rechtzeitig, droht als Ultima

Ratio die Liquidation der Gesellschaft nach den Vorschriften über den Konkurs. Die Folge ist nicht bloss die Löschung eines Handelsregistereintrags, sondern die Verwertung des Gesellschaftsvermögens nach konkursrechtlichen Grundsätzen. Selbst wirtschaftlich gesunde Unternehmen können dadurch zerschlagen werden, obwohl kein Insolvenzgrund vorliegt. Besonders einschneidend ist, dass nach Eröffnung des Liquidationsverfahrens – anders als bei einem Konkurs infolge Insolvenz – eine nachträgliche Behebung des Or-

ganisationsmangels die Liquidation grundsätzlich nicht mehr verhindern kann. Die Tragweite eines Organisationsmangels wird deshalb häufig unterschätzt.

2. Organisationsmängel

Juristische Personen müssen jederzeit über die gesetzlich vorgeschriebene Organisation verfügen. Für die Aktiengesellschaft regelt Art. 731b Abs. 1 OR die zentralen Fallgruppen von Organisationsmängeln. Ein solcher liegt vor, wenn der Gesellschaft ein vorgeschriebenes Organ fehlt, ein solches nicht richtig zusammengesetzt ist oder die Gesellschaft an ihrem Sitz über kein Rechtsdomizil mehr verfügt (Art. 731b Abs. 1 Ziff. 1, 2 und 5 OR). Praktisch bedeutet das: kein Verwaltungsrat, kein erreichbares Domizil oder eine beschlussunfähige Generalversammlung.

Die richtige Zusammensetzung eines Gesellschaftsorgans umfasst nämlich auch dessen effektive Handlungsfähigkeit. Diese fehlt insbesondere bei dauerhaften Pattsituationen, etwa wenn sich zwei gleichstarke Aktionärsgruppen gegenseitig blockieren und kein neuer Verwaltungsrat gewählt werden kann. Wichtig ist zudem die Pflicht zur schweizerischen Vertretung gemäss Art. 718 Abs. 4 OR: Die Gesellschaft muss stets durch mindestens eine Person mit Schweizer Wohnsitz vertreten werden können. Dies wird in der Praxis teilweise übersehen, wenn Unternehmer ihren Wohnsitz ins Ausland verlegen und keine vertretungsberechtigte Person in der Schweiz zurückbleibt.

Die häufigsten Fälle betreffen Domizilmängel, also Fälle, wo eine Gesellschaft an ihrem Rechtsdomizil nicht mehr erreichbar ist oder es nie war. So etwa, weil ihr keine Post zugestellt oder keine für das Unternehmen verantwortliche Person kontaktiert werden kann. Der Gesetzgeber reagierte damit insbesondere auf die zunehmende Verbreitung rein virtueller oder faktisch funktionsloser Domizilstrukturen. Besondere Risiken können auch dort entstehen, wo der Ort der faktischen Unternehmensleitung nicht zwingend mit dem Rechtsdomizil der Gesellschaft zusammenfällt und dieses durch einen Treuhänder oder Domizilhalter betreut wird, da Versäumnisse des Treuhänders oder

Domizilhalters ihre Konsequenzen letztlich bei der Gesellschaft zeitigen.

Ein Organisationsmangel liegt sodann vor, wenn die Gesellschaft das Aktienbuch oder das Verzeichnis über die wirtschaftlich berechtigten Personen nicht ordnungsgemäss führt oder wenn Inhaberaktien weder börsenkotiert noch als Bucheffekten ausgestaltet sind.

3. Einleitung des

Organisationsmangelverfahrens

Das nichtstreitige Organisationsmangelverfahren nach Art. 939 OR beginnt beim Handelsregisteramt. Stellt dieses fest, dass eine im Handelsregister eingetragene Rechtseinheit einen Organisationsmangel aufweist, hat es die Gesellschaft von Amtes wegen aufzufordern, den rechtmässigen Zustand innert Frist wiederherzustellen. Die Aufforderung muss schriftlich erfolgen, kurz begründet werden und die erforderlichen Handlungen aufführen. Wird der Organisationsmangel nicht fristgerecht behoben, hat das Handelsregisteramt den Fall an das zuständige Gericht zu überweisen. Da ab diesem Zeitpunkt die Verfahrensleitung beim Gericht liegt, sollte die betroffene Rechtseinheit von nun an nicht mehr ausschliesslich mit dem Handelsregisteramt kommunizieren, ohne gleichzeitig auch das Gericht zu informieren. Insbesondere muss der Nachweis über die Mangelbehebung nun gegenüber dem Gericht erbracht werden. Ein typischer Fehler: Die Gesellschaft stellt ihr Domizil wieder her, teilt dies dem Handelsregisteramt mit, informiert jedoch das Gericht nicht darüber und erhält deshalb kurz darauf trotzdem einen Auflösungsentscheid.

Davon zu unterscheiden ist das Streitige Organisationsmangelverfahren nach Art. 731b OR. Dieses wird unmittelbar durch einen Aktionär oder Gläubiger der Gesellschaft mittels Gesuchs beim zuständigen Gericht eingeleitet. Eine vorgängige Aufforderung durch das Handelsregisteramt ist nicht erforderlich. Die Gesuchsteller verfügen dabei über Parteistellung und entsprechende Verfahrensrechte, was insbesondere bei Aktionärskonflikten von Bedeutung sein kann. Das durch das Handelsregisteramt eingeleitete Verfahren stellt hingegen ein Einparteien-

verfahren dar. Partei ist grundsätzlich nur die betroffene Gesellschaft. Weder das Handelsregisteramt noch Gläubiger oder Aktionäre verfügen über Parteistellung. Wenn ein betroffener Dritter von einem solchen Verfahren Kenntnis erlangt, kann er sich unter gegebenen Voraussetzungen als Nebenintervenient nach Art. 74 ZPO konstituieren und sich aktiv am Prozess beteiligen.

4. Folgen des

Organisationsmangelverfahrens

und mögliche Rettungsmassnahmen

Unabhängig davon, auf welchem Weg das Verfahren eingeleitet wird, verfügt das Gericht über die gleichen materiellen Eingriffsmöglichkeiten sowie einen erheblichen Ermessensspielraum. Es kann der Gesellschaft gemäss Art. 731b Abs. 1bis OR insbesondere unter Androhung der Auflösung (erneut) eine Frist zur Wiederherstellung des rechtmässigen Zustands ansetzen oder gegebenenfalls fehlende Organe oder Sachwalter ernennen. Bleiben diese Massnahmen wirkungslos, ordnet das Gericht als Ultima Ratio die Auflösung der Gesellschaft und deren Liquidation nach den Vorschriften über den Konkurs an (Art. 731b Abs. 1bis Ziff. 3 OR). Die Auflösung kann nur angeordnet werden, wenn mildere Massnahmen erfolglos geblieben sind oder offensichtlich aussichtslos erscheinen. Schliesslich kann das Organisationsmangelverfahren für verantwortliche Personen nicht unerhebliche Kostenfolgen mit sich bringen und Bussen verursachen (Art. 940 OR).

Ein häufiger Irrtum besteht darin, die eigentliche Gefahr erst in der Liquidation zu sehen. Tatsächlich liegt der entscheidende Wendepunkt regelmässig bereits mit der Rechtskraft des gerichtlichen Auflösungsentscheids vor. Bis zu diesem Zeitpunkt bestehen grundsätzlich noch Möglichkeiten, den Organisationsmangel zu beheben, gerichtliche Fristen einzuhalten oder Rechtsmittel gegen den Auflösungsentscheid zu ergreifen. Die Beschwerdefrist beträgt nur 10 Tage. Mit Rechtskraft des Entscheids verändert sich die Situation grundlegend, der Handlungsspielraum schränkt sich nun erheblich ein. Die Verfügungsmacht über die Gesellschaftsaktiven geht weitgehend auf die Kon-

kursorgane über und die bisherigen Organe verlieren ihre Kontrolle über die Gesellschaft. Es folgen Inventarisierung, Sicherungsmassnahmen und Verwertungshandlungen. Möglich bleibt dann noch die Beschwerde gegen einzelne Handlungen der Konkursorgane nach Art. 17 SchKG, etwa gegen Sicherungs-, Inventarisierungs- oder Verwertungsmassnahmen.

Im Unterschied zum ordentlichen Konkursverfahren kennt das Organisationsmangelverfahren keine Möglichkeit zum Konkurswiderruf. Gemäss Bundesgericht kann ein rechtskräftiger Auflösungsentscheid nach Art. 731b OR auch dann nicht widerrufen werden, wenn der Organisationsmangel nachträglich behoben worden ist (BGE 141 III 43, E. 2.5.5). Eine analoge Anwendung von Art. 195 SchKG, welcher im ordentlichen Konkursverfahren den Widerruf ermöglicht, wird ausdrücklich abgelehnt. Art. 731b OR wurde primär eingeführt, um eine einheitliche Ordnung für die Behebung organisatorischer Mängel zu schaffen und sogenannte «Registerleichen», d.h. handlungsunfähige oder inaktive Gesellschaften, zu beseitigen. Im Fokus des Gesetzgebers standen nicht wirtschaftlich gesunde und operativ tätige Unternehmen. Die bundesgerichtliche Rechtsprechung führt jedoch dazu, dass auch

solche Gesellschaften, trotz Behebung des Organisationsmangels, endgültig liquidiert werden müssen.

Von besonderer praktischer Relevanz sind Organisationsmangelverfahren in internationalen Konstellationen. Viele Gesellschaften verfügen über Vermögenswerte im Ausland, insbesondere Immobilien, Beteiligungen oder Bankkonten. Die Organisationsmangelliquidation einer Gesellschaft in der Schweiz entfaltet dort jedoch nicht automatisch Wirkung. Besitzt die Gesellschaft beispielsweise Immobilien im Ausland, kann das schweizerische Konkursamt nicht ohne Weiteres darüber verfügen. Seine hoheitlichen Befugnisse sind grundsätzlich auf die Schweiz beschränkt, weshalb Verwertungshandlungen im Ausland regelmässig die Anerkennung oder Mitwirkung der zuständigen Behörden voraussetzen. Hinzu kommt, dass zahlreiche Rechtsordnungen kein funktionales Äquivalent zur schweizerischen Organisationsmangelliquidation kennen. Die Anerkennung des schweizerischen Verfahrens ist deshalb keineswegs selbstverständlich und kann je nach Rechtsordnung verweigert werden. Dies kann den Zugriff auf ausländische Vermögenswerte erheblich erschweren oder sogar verunmöglichen.

5. Fazit

Eine Gesellschaft kann aufgrund eines Organisationsmangels liquidiert werden, obwohl sie profitabel ist und keinerlei Schulden aufweist. Wer glaubt, einen eingetretenen Schaden durch die nachträgliche Behebung des Organisationsmangels noch abwenden zu können, irrt: Gemäss Bundesgericht ist der Auflösungsentscheid nach Art. 731b OR grundsätzlich unwiderruflich. Die zugrundeliegenden Organisationsmängel entstehen in der Praxis häufig un bemerkt und werden oft erst erkannt, wenn bereits ein Verfahren eingeleitet worden ist. Die Fristen sind kurz, die Folgen weitreichend und die rechtlichen Zusammenhänge komplex. Gesellschaften sind daher gut beraten, ihre Organisationsstruktur regelmässig zu überprüfen und behördliche Aufforderungen umgehend ernst zu nehmen. Ist bereits ein Organisationsmangelverfahren hängig oder droht ein solches, empfiehlt sich eine frühzeitige rechtliche Prüfung der Handlungsoptionen.

fenner@nplaw.ch
jovanovic@nplaw.ch
www.nplaw.ch

Frühzeitig handeln

Eine Gesellschaft kann aufgrund eines Organisationsmangels liquidiert werden, obwohl sie profitabel ist und keinerlei Schulden aufweist. Wer glaubt, einen eingetretenen Schaden durch die nachträgliche Behebung des Organisationsmangels noch abwenden zu können, irrt.

Gesellschaften sind daher gut beraten, ihre Organisationsstruktur regelmässig zu überprüfen und behördliche Aufforderungen umgehend ernst zu nehmen. Ist bereits ein Organisationsmangelverfahren hängig oder droht ein solches, empfiehlt sich eine frühzeitige rechtliche Prüfung der Handlungsoptionen.



*Das Schweizer Tierschutzrecht ist leider
nicht so gut wie die Schweizer Schokolade.*

Das Schweizer Tierschutzrecht lässt noch immer zu, dass sozial lebende Tiere einzeln gehalten werden. Deshalb kämpfen wir für tierfreundliche Gesetze und ihren konsequenten Vollzug. Für detaillierte Informationen: tierimrecht.org

TIER IM RECHT

Ethik, Governance und Regulierung von KI-Systemen: Eine ungeklärte Machtfrage

Wie lassen sich menschliche Grundwerte – von Inklusion und Transparenz bis hin zu Gerechtigkeit und Menschenwürde – in der Entwicklung und Nutzung von KI-Systemen verankern? Und wie stellen wir sicher, dass KI-Systeme nicht Märkte, Informationsflüsse und Staaten kontrollieren, sondern im Dienst von Demokratie, Nachhaltigkeit und Gemeinwohl stehen? Auf diese komplexen Fragen gibt es keine einfachen Antworten. Klar ist jedoch: Eine starke Governance und ein verlässlicher regulatorischer Rahmen zählen zu den zentralen Schlüsseln.



Von Luisa Lange, Sustainability Management, Ethius Invest

So abstrakt KI-Systeme auch erscheinen mögen, sie können sich auf die physische Welt, das soziale Miteinander, unsere Gesellschaften, Staaten und Demokratien wie auch auf das Leben Einzelner im Zweifel sehr drastisch auswirken. Beginnen wir mit konkreten Beispielen, wie KI-Systeme massiv in das Leben von Individuen eingreifen können:

- Wenn ein KI-System auf Basis vorgelegener Daten darauf trainiert wird, Bewerbungen zu analysieren, und darauf aufbauend über Einstellungen

entschieden wird, bleiben dem Unternehmen möglicherweise nicht nur die besten Fachleute vorenthalten, sondern es werden zugleich auch konkrete Bewerber und Bewerberinnen diskriminiert.

- Wenn KI-Systeme eingesetzt werden, um Sozialbetrug aufzudecken, dabei aber – wie in den Niederlanden geschehen – Grundrechte nicht eingehalten werden (Rachovitsa 2022), kann sich dies für ohnehin besonders vulnerable Menschen als sehr folgenreich erweisen.

- Wenn, wie offenbar in der Praxis bereits geschehen, in Kriegen KI-Systeme über Bombardierungsziele entscheiden, ohne dass dies von Menschen kritisch geprüft wird (Singh 2024), kann sich dies für Zivilisten und Zivilistinnen verheerend auswirken.

Indikatoren für Verantwortungsübernahme

Alle diese Beispiele zeigen, welche Bedeutung Aspekten wie Verantwortlichkeiten, Zuständigkeiten und Haftungsregelungen sowohl in der Entwicklung als auch während der Nutzung von KI-Systemen zukommt. Das IÖW (2021) hat daher neben sozialen und ökologischen Indikatoren auch für den Bereich der Governance Anforderungen entwickelt, die beispielsweise vorsehen, dass Ansprechpersonen für ethische Belange eingesetzt werden, die dann als vermittelnde Instanzen agieren, um Konflikte in Bereichen wie Transparenz, Fairness, Verantwortung, Datenschutz oder Autonomie zu regeln und zu lösen. Dies kann über einen KI-Ethikausschuss operationalisiert werden.

Rollenfragen, Dokumentation und Haftung

Ein weiterer Indikator für gute Governance ist laut IÖW (ebenda), dass Aufgaben, Rollen und Verantwortungsreiche definiert, dokumentiert und klar voneinander abgegrenzt werden – etwa zwischen einsetzender und entwickelnder Organisation. Unterstützend hierfür wirken regelmässige Updates der Dokumentation, die an sich vollständig, detailliert und transparent sein sollte.

Bei Haftungsfragen ist es darüber hinaus wichtig, für Fälle von möglichen Schäden Absicherungen durch finanzielle Rücklagen, Versicherungen und andere Kompensationsformen vorzusehen. Nicht zuletzt wird ein Code of Conduct als sinnvoll erachtet. Dieser soll Prinzipien und Standards umfassen sowie grundlegende Werte definieren, welche Organisationen, die KI-Systeme entwickeln oder nutzen, anleiten und auf ethische Zielsetzungen rückbinden.

Die Beteiligung von Anspruchsgruppen sicherstellen

Ein weiterer zentraler Faktor ist die Einbindung der potenziell von den KI-Systemen Betroffenen. Auch dieser Aspekt ist in die Governance von KI-Systemen zu integrieren (ebenda, S. 34f.). Um dies zu gewährleisten, müssen zunächst die betreffenden Anspruchsgruppen identifiziert und in einem zweiten Schritt sinnvoll klassifiziert werden. Erst dann können sie systematisch eingebunden werden, was allerdings nicht nur im Entwicklungsprozess erforderlich ist, sondern über den gesamten Lebenszyklus der KI-Systeme hinweg erfolgen sollte. Als inhaltlich wichtig für die Einbindung der Anspruchsgruppen wird genannt, dass Abläufe erklärbar sein sollten, die Autonomie des Individuums respektiert wird und Fairness ein Leitmotiv ist.

Risikomanagement

Da der Einsatz von KI-Systemen mit vielfältigen Risiken verbunden ist, sollten Unternehmen darüber hinaus ein umfassendes Risikomanagement etablieren (ebenda). Dieses umfasst insbesondere die Identifikation, Klassifizierung und Bewertung potenzieller Risiken, etwa in den Bereichen Diskriminierung, Datenschutz, IT-Sicherheit und möglicher Angriffe auf KI-Systeme. Darüber hinaus müssen geeignete Massnahmen zur Risikominimierung umgesetzt werden, beispielsweise technische Schutzmechanismen sowie ein kontinuierliches Monitoring. Zudem sollte das Risikomanagement fest in bestehende Unternehmensprozesse integriert werden – nicht zuletzt auch, um regulatorische Anforderungen und Nachhaltigkeitsziele zuverlässig sicherzustellen.

Wem KI-Systeme nutzen, ist eine Machtfrage

Damit sind wesentliche Aspekte genannt, die dazu beitragen können, dass KI-Systeme sowohl in der Entwicklung als auch in der Anwendung ethische Grundwerte berücksichtigen und Risiken für Mensch und Gesellschaft minimieren. Doch das allein greift zu kurz. KI-Systeme rühren weit darüber hinaus an ökonomische Machtfragen, können Demokratien gefährden und gewinnen in geopolitischen, strategischen Entscheidungen zunehmend an Bedeutung. Dabei liegt das Problem nicht in der Technologie selbst, sondern im Umgang mit ihr. Der deutsche Ökonom Marcel Fratzscher (2026) bringt dies wie folgt auf den Punkt: «Nicht die KI selbst bedroht die Demokratie, sondern die politische Ökonomie ihrer Entwicklung (...). Wenn sich KI-Ressourcen bei wenigen privaten Akteuren konzentrieren, dann verschiebt sich Macht aus demokratisch kontrollierten Räumen in intransparente Sphären. Wer KI kontrolliert, kontrolliert Märkte, Informationsflüsse und staatliche Handlungsfähigkeit.»

Big Tech, Informationsmonopole und Geopolitik

Wenn KI-Systeme dem Gemeinwohl, der Demokratie und der Nachhaltigkeit dienen sollen – statt Märkte, Staaten und Informationsflüsse zu dominieren –, müssen wir diesen Machtfaktor gezielt analysieren und gegensteuern. Ein zentraler Punkt der Analyse: Die ohnehin seit Jahren kritisierte Macht von Big Tech verschärft sich im KI-Sektor aktuell drastisch (vgl. Böff 2026). Die Allianzen zwischen Amazon, Anthropic, Microsoft und Co. werden immer tiefer. Während diese Kooperationen für die Konzerne strategisch sinnvoll sein mögen, entstehen gesellschaftlich gefährliche Abhängigkeiten. Mögliche Folgen sind wirtschaftliche Instabilitäten und Informationsmonopole von globaler und geopolitischer Tragweite.

China als aufstrebende Tech-Macht

Beispielsweise erweitert China über eine digitale Seidenstrasse systematisch seinen globalen Einfluss (Dachwitz und Hilbig 2024). Ein Hauptaugenmerk liegt auf Afrika: Die dortige junge, digitalisi-

sierungsaffine Bevölkerung bietet Tech-Unternehmen enorme Chancen für künftige Absatzmärkte. Es steht allerdings weit mehr auf dem Spiel als ausschliesslich ökonomische Opportunitäten – Peking geht es vielmehr um eine neue digitale Weltordnung, wie Kritiker meinen (ebenda). Nachgewiesene Spionageaktivitäten im Zuge afrikanischer Infrastrukturprojekte sind dabei nur ein Nebenschauplatz. Im Zentrum steht das massive Macht- und Manipulationspotenzial, das durch den Zugriff auf Daten entsteht. Eine entscheidende Frage der Zukunft ist daher, wer die Kontrolle über diejenigen Daten erhält, die durch digitale Dienste und KI-Systeme generiert werden.

Der Kampf um Datensouveränität

Daher kämpfen zivilgesellschaftliche Organisationen um Datensouveränität. Sie wollen verhindern, dass Daten aus Ländern wie Bangladesch, Kenia oder Guatemala unkontrolliert auf den Servern der grossen Tech-Konzerne landen (ebenda). Auch Regierungen in Indien, Nigeria oder Südafrika setzen sich zunehmend für digitale Souveränität ein, zu der ganz zentral die Speicherung von Daten auf lokalen Servern zählt. Eine interessante Rolle nehmen in diesem Kontext die USA ein: Die Grossmacht agierte zunächst ganz im Sinne der heimischen Tech-Branche und stellte sich gegen jegliche Beschränkungen. Unter der zweiten Präsidentschaft von Joe Biden änderte sich diese Position jedoch – mit der offiziellen Begründung, dass innenpolitisch regulatorischer Spielraum benötigt werde (Congress.gov 2025). Gleichwohl spielte dabei auch die strategische Konkurrenz zu China eine entscheidende Rolle (Mok 2025).

Die widersprüchliche Politik der Europäischen Union

Interessanterweise unterstützte die Europäische Union (EU) das Engagement vieler Länder für Datensouveränität weitaus weniger, als zu erwarten gewesen wäre. Die Ursache dafür könnte Lobbyismus sein (Dachwitz und Hilbig 2024). Denn einen offensichtlichen Grund gibt es nicht, da in dem Staatenverbund keine Big-Techs und kaum KI-Unternehmen angesiedelt sind. Auch zu den eigenen Regulierungsmassnahmen

im Bereich der KI-Systeme scheint dies im Widerspruch zu stehen. Denn als wegweisend gilt hierbei etwa das europäische KI-Gesetz (EU AI Act), das 2024 in Kraft trat und dessen Durchsetzung und Umsetzung von einem eigens eingerichteten «Amt für künstliche Intelligenz» überwacht wird (EU-Kommission o.D.). Zentrale Elemente des EU AI Act umfassen Verbote bestimmter, etwa manipulativer, Anwendungen, strenge Vorgaben für Hochrisiko-KI, beispielsweise in den Bereichen Gesundheit und Bildung, sowie Transparenzpflichten und Prüf- oder Sicherheitsvorkehrungen (European Parliament 2023). Über die Transparenzforderungen des EU AI Act dürfte zudem auch das Problem der Deepfakes, KI-Systeme, die sich als Menschen ausgeben, adressiert werden. Ein Verbot, welches auch zunehmend in den USA gefordert wird (Gary 2026).

Europa als «führende Grossmacht» der Digitalregulierung

Die EU gilt über die Regulierung von KI-Systemen hinaus in ihrer Digitalpolitik als fortgeschritten. So schreiben Dachwitz und Hilbig (2024, S. 275): «In Sachen Digitalregulierung ist Europa die führende Grossmacht.» Keine Region der Welt habe grössere Anstrengungen unternommen, die unkontrollierte Macht der Digitalkonzerne einzuhegen und Bürgerinnen und Bürger vor deren Einfluss zu schützen (ebenda). Von diesem Privileg profitierten allerdings nur die Menschen im EU-Binnenraum, lautet die Kritik. Zudem gebe der Staatenbund strategischen Belangen Vorrang vor wertegestütztem Handeln – etwa mit Blick auf den Schutz Oppositioneller in repressiven Regimen. Ihr «Dritter Weg der Digitalisierung» (ebenda, S. 276) sei daher wenig altruistisch motiviert. Vielmehr habe auch die EU – wie China – die geopolitische Relevanz erkannt und entwickle sich selbst immer mehr zum «Akteur des digitalen Kolonialismus» (ebenda).

Märkte zwischen Euphorie, Angst und vorsichtigem Optimismus

Welche geopolitische, gesellschaftliche und ökonomische Relevanz KI-Systemen künftig tatsächlich zukommen wird, lässt sich allerdings schwer ab-

schätzen. Aus Investorensicht verweisen Milmo und Down (2026) darauf, dass grosse Technologiekonzerne zwar enorme Summen in KI-Infrastruktur investieren, zugleich aber Zweifel angebracht sind, ob sich diese Investitionen kurzfristig rentieren werden. Einige Analysen sehen Anzeichen für eine mögliche Überbewertung oder sogar eine Spekulationsblase rund um KI-Systeme. Während einige Fachleute glauben, dass die Auswirkungen von KI-Systemen aktuell überschätzt werden, meinen andere, die langfristigen Veränderungen würden noch unterschätzt. Die Stimmung schwankt zwischen Euphorie, Angst und vorsichtigem Optimismus.

Wichtige Rolle verantwortlich handelnder Investoren

Fest steht jedoch, dass KI-Systeme unsere Lebensrealitäten weiter verändern werden. Wir müssen daher Wege finden, wie KI-Systeme nachhaltig werden und in den Dienst einer nachhaltigen Entwicklung gestellt werden können. Verantwortlich auch und gerade im Sinne der treuhänderischen Pflichten handelnde Investoren können hierzu einen wichtigen Beitrag leisten, wenn sie die relevanten ökologischen, sozialen und Governance-bezogenen Aspekte in ihre Analysen einbeziehen. Und zwar sollten hierbei sowohl die regulatorisch-politische als auch die institutionelle und individuelle Ebene Berücksichtigung finden. Gerade letztere kann sich als besondere Herausforderung, aber auch als Chance erweisen.

Von Personal, Talenten und «Figuren»

Laut dem Wissenschaftler Xiong (2026) lassen sich vor dem Hintergrund von KI-Systemen drei Schichten unterscheiden: Personal, Talente und «Figuren»: Das Personal verrichtet routinemässige und vorhersehbare Arbeiten, weswegen es künftig durch KI-Systeme ersetzt wird. Talente besitzen eine tiefe Expertise, verbunden mit der Bereitschaft zum lebenslangen Lernen. Sie werden laut dem Wissenschaftler aus Hongkong aber dann verdrängt werden, wenn sie ihre eigene Produktivität nicht durch KI-Systeme steigern. Besonders aber kommt es laut Xiong auf die «Fi-

guren» an, die über bloss fachliche Meisterschaft hinaus tiefgreifende strategische Weitsicht und Führungskraft in sich vereinen und daher Aufgaben wahrnehmen, die Algorithmen nicht abdecken können.

Vom Mut, alte Denkmuster

zu zerschlagen, zur digitalen Utopie Zweifellos besteht somit die Gefahr, dass sich durch KI-Systeme bestehende gesellschaftliche Schichtunterschiede verstärken oder neu entstehen. Und es ist eine Aufgabe, einem solchen Trend entgegenzutreten – etwa durch geeignete Bildungsmassnahmen. Zugleich ist mit KI-Systemen aber auch das grosse Potenzial verbunden, dass sie unsere originär menschlichen Fähigkeiten und damit uns alle indirekt stärken. Xiong formuliert dies so: Wenn die Routine-Aufgaben durch KI-Systeme erledigt werden, verbleiben zutiefst menschliche Eigenschaften wie die Neugier auf das Unbekannte, emotionale und moralische Tiefe sowie der Mut, alte Denkmuster zu zerschlagen. Und vielleicht benötigen wir gerade Letzteres auch in Bezug auf KI-Systeme und die Digitalisierung. Wenn dies so ist, sollten wir uns für die positiven Visionen wie derjenigen von Renata Ávila Pinto, Anwältin für Menschenrechte und Technologie, öffnen, die eine digitale «Utopie wider den digitalen Kolonialismus» formuliert (Dachwitz und Hilbig 2024).

*luisa.lange@ethius-invest.ch
www.ethius-invest.ch*

Literaturverzeichnis zu «Ethik, Governance und Regulierung von KI-Systemen: Eine ungeklärte Machtfrage»

- Böff, Melanie (2026): Boom bei Künstlicher Intelligenz. Die riskanten Allianzen der Big-Tech-Konzerne. Erschienen am 23. April 2026 auf tagesschau.de. <https://www.tagesschau.de/wirtschaft/digitales/allianz-der-techkonzerne-100.html>
- Chee, Foo Yun und Hummel, Tassilo (2024): Europe Sets Benchmark for Rest of the World with Landmark AI laws. <https://www.reuters.com/world/europe/eu-countries-back-landmark-artificial-intelligence-rules-2024-05-21/>
- Congress.gov (2025): Digital Trade and Data Policy: Key Issues Facing Congress. <https://www.congress.gov/crs-product/IF12347>
- Dachwitz, Ingo und Hilbig, Sven (2024): Digitaler Kolonialismus. Wie Tech-Konzerne und Grossmächte die Welt unter sich aufteilen. C.H.Beck, München.
- EU-Kommission (o.D.): Governance und Durchsetzung des KI-Gesetzes. <https://digital-strategy.ec.europa.eu/de/policies/ai-act-governance-and-enforcement>
- European Parliament (2025): EU AI Act: First Regulation on Artificial Intelligence. <https://www.europarl.europa.eu/topics/en/article/20230601STO93804/eu-ai-act-first-regulation-on-artificial-intelligence>
- Fratzscher, Marcel (2026): Einfluss von KI: Künstliche Intelligenz bedroht die Demokratie, aber anders als gedacht. Erschienen in Die Zeit am 24. April 2026. <https://www.zeit.de/wirtschaft/2026-04/einfluss-ki-macht-verteilung-oekonomie>
- IÖW (2021): Nachhaltigkeitskriterien für Künstliche Intelligenz. Entwicklung eines Kriterien- und Indikatorensets für die Nachhaltigkeitsbewertung von KI-Systemen entlang des Lebenszyklus. https://www.ioew.de/fileadmin/user_upload/Bilder_und_Downloaddateien/Publikationen/2021/IOEW_SR_220_Nachhaltigkeitskriterien_fuer_Kuenstliche_Intelligenz.pdf
- Marcus, Gary (2026): We Urgently Need a Federal Law Forbidding AI from Impersonating Humans. <https://garymarcus.substack.com/p/we-urgently-need-a-federal-law-forbidding>
- Milmo, Dan and Down, Aisha (2026): AI is Indeed Coming – But there is also Evidence to Allay Investor Fears. Erschienen in The Guardian vom 13.02.2026. <https://www.theguardian.com/technology/2026/feb/13/ai-effects-on-business-industry-evidence-to-allay-investor-fears>
- Mok, Charles (2025): China Picked Up the Ball on Data Trade Where the US Dropped It in 2024. <https://www.techpolicy.press/china-picked-up-the-ball-on-data-trade-where-the-us-dropped-it-in-2024/>
- Rachovitsa, Adamantia et al. (2022): The Human Rights Implications of the Use of AI in the Digital Welfare State: Lessons Learned from the Dutch SyRI Case. <https://academic.oup.com/hrlr/article/22/2/ngac010/6568079>
- Singh, Kanishka (2024): U.S. Looking at Report that Israel used AI to Identify Bombing Targets in Gaza. Erschienen in Reuters am 5. April 2024. <https://www.reuters.com/world/middle-east/us-looking-report-that-israel-used-ai-identify-bombing-targets-gaza-2024-04-04/>
- Xiong, Hui (2026): Mensch gegen Maschine: Silizium-Kolosse gegen Kohlenstoff-Leben. Erschienen in der Frankfurter Allgemeinen Zeitung vom 04.05.2026. <https://www.faz.net/aktuell/wirtschaft/unternehmen/mensch-gegen-maschine-wo-ki-an-ihre-grenzen-stoesst-accg-200777081.html>

Immobilienmarkt Schweiz: Qualität setzt sich durch

PSP Swiss Property ist eine der führenden Immobiliengesellschaften der Schweiz. Vasco Cecchini, Chief Communications Officer und Head Investor Relations, im Interview über den Immobilienmarkt Schweiz und das Erfolgsrezept von PSP Swiss Property.



Interview mit Vasco Cecchini, Chief Communications Officer & Head Investor Relations, PSP Swiss Property

Herr Cecchini: Sie sind hauptsächlich auf dem Büro- und Geschäftsflächenmarkt tätig. Wie läuft das Geschäft?

Cecchini: Es läuft gut. Die Nachfrage nach Büroräumlichkeiten an zentralen Lagen ist intakt. Besonders gesucht sind hochwertige und nachhaltig ausgebaute Flächen speziell in den Innenstädten von Zürich und Genf, aber auch in Bern und Lausanne. Gleichzeitig setzt sich die qualitative Segmentierung des Marktes fort: Erstklassige Lagen in den Zentren profitieren von einer soliden Nachfrage, während periphere Standorte, ältere Büroobjekte und das Non-Food-Retail-Segment vor strukturellen Herausforderungen stehen. Auf dem Investitionsmarkt gibt es eine rege Nachfrage nach erstklassigen Objekten, dies bei einem

begrenzten Angebot. Das moderate Zinsniveau und stabile Finanzierungsbedingungen wirken unterstützend, auch wenn die weitere Zinsentwicklung mit Unsicherheiten behaftet bleibt.

Nach dem Home-Office-Trend scheint der Büromarkt vor einer neuen Herausforderung zu stehen: Künstliche Intelligenz. Erwarten Sie, dass die Nachfrage nach Büroflächen deshalb schrumpfen wird?

Cecchini: Wir beobachten die Entwicklung genau, aber auch mit einer Portion Gelassenheit. Wir erwarten eher einen qualitativen Wandel als einen quantitativen Rückgang bei der Nachfrage nach Büroflächen. KI wird zu Effizienzgewinnen und Prozessoptimierungen im Büroalltag führen und entsprechend den

Platzbedarf pro Mitarbeitende verringern; gleichzeitig dürfte aber die Qualität der Büroumgebung noch mehr an Bedeutung gewinnen. So werden aus klassischen Einzel- oder Grossraumbüros zunehmend «Collaboration Hubs», was sich positiv auf die Interaktion und Innovation auswirken wird. So gesehen sind wir mit unserem Portfolio mit qualitativ hochstehenden, modernen Objekten an besten Lagen bestens positioniert, um von dieser Entwicklung zu profitieren.

Welche Branchen treiben die Nachfrage?

Cecchini: Da wäre einmal, auch nach der Konsolidierung im Bankensektor, die Finanzbranche zu nennen. Es kommen aber auch immer wieder neue Ak-



Rue de la Confédération 2 in Genf: Eine der vielen Perlen im Portfolio von PSP Swiss Property.

teure hinzu, die Büroflächen benötigen, vom Technologie- und dem Dienstleistungssektor über Anwaltskanzleien, Ausbildung und Gesundheit bis zur Lifestyle-Branche mit Wellnessangeboten und Schönheitskliniken.

Wie sieht es bei den Detailhandelsflächen aus?

Cecchini: Wir fokussieren uns auch hier seit jeher auf erstklassige Innenstadtlagen. Hier braucht man sich um die Nachfrage wenig Sorgen zu machen: Diese Lagen waren schon immer begehrt und die Mieter sind bereit, gute Mieten zu bezahlen. Wenn ein Luxusbrand an der Bahnhofstrasse in Zürich oder an der Rue du Rhône in Genf präsent ist, «muss» die Konkurrenz fast automatisch auch mitziehen. Wir haben im Highstreet- und Luxusmarkt jedenfalls keine nennenswerten Leerstände. Erst letzten Dezember haben wir zwei grössere, langfristige Mietverträge unterzeichnet, die einmal mehr zeigen, dass unsere Strategie, auf qualitativ hochstehende Objekte an Top-Lagen zu setzen, aufgeht.

Sie haben angekündigt, dass Sie das Bürogebäude Löwenbräu Red in Zürich in ein Hotel umwandeln wollen. Wieso haben Sie sich zu dieser Umnutzung entschieden?

Cecchini: Vorab vielleicht ein paar Worte zu diesem Hotel: Die deutsche Hotel-Gruppe Althoff hat unter dem Namen «Urban Loft» ein neues Hotel-Konzept entwickelt, das sich in Köln und Berlin bereits etabliert hat. Mit dem Hotel in Zürich fasst die Gruppe nun auch in der Schweiz Fuss. Das Urban Loft versteht sich als integrativer Bestandteil des urbanen Umfelds und will ein Treffpunkt für Gäste und Einheimische werden. Das Hotel wird somit unserem Anspruch gerecht, dass wir mit unseren Umbauten und Umnutzungen immer auch die unmittelbare Nachbarschaft bereichern und aufwerten wollen.

Aber zurück zu Ihrer Frage: Nachdem der Mieter im Löwenbräu Red ausgezogen ist, haben wir festgestellt, dass sich das Gebäude aufgrund seiner Mikrolage und der Marktentwicklung nicht mehr optimal für eine grossflächige Büronutzung eignet. Wir haben darauf-

hin diverse Optionen geprüft und uns für die Hotelnutzung entschieden. Die Um- und Ausbauarbeiten werden rund zwei Jahre dauern, die Eröffnung des Urban Loft ist somit für 2028 geplant.

Man kann sich vorstellen, dass die Umnutzung von Büroflächen in ein Hotel mit hohen Kosten verbunden ist – man muss Badezimmer und Toiletten einbauen, eine Reception einrichten und vieles mehr. Und dann gilt es, je nach Objekt, auch noch Vorgaben des Denkmalschutzes einzuhalten. Lohnt sich das?

Cecchini: Initial müssen wir natürlich entsprechende Investitionen tätigen. Langfristig zahlen sich die Umbauten aber aus, da wir attraktive Neumieten erzielen können. Das heisst, dass wir einen Best-use-Ansatz für unsere Liegenschaften verfolgen, Opportunitäten nutzen und Umnutzungen je nach Nachfrage und Lage in Betracht ziehen. Zuerst müssen wir aber in jedem Fall einen Hotelbetreiber an Bord haben, der das Projekt mit uns gemeinsam realisieren will. Letztlich wollen wir mit jedem einzelnen Projekt einen Mehrwert erzielen.

Können Sie uns etwas zu Ihrer Bilanzstruktur sagen?

Cecchini: Wir haben eine robuste, konservative Bilanzstruktur. Insbesondere haben wir eine starke Eigenkapitalbasis. Der Loan-to-Value liegt knapp über 30%. Moody's bestätigt uns ein Single-A-Rating mit stabilem Ausblick. Per Ende Q1 2026 hatten wir ein Eigenkapital von 5,7 Mrd. Franken, entsprechend einer Eigenkapitalquote von 54,9%. Zudem verfügten wir über ungenutzte zugesicherte Kreditlinien in der Höhe von 915 Mio. Franken. Wir sind also, sollten sich Kaufopportunitäten ergeben, jederzeit vorbereitet.

Sie treten allerdings eher selten als Käufer auf dem Transaktionsmarkt auf. Wieso das?

Cecchini: Wir besitzen schweizweit 148 Anlageliegenschaften und 11 Entwicklungsliegenschaften. Das ist ein grosses Portfolio. Aber unser Ziel ist nicht prioritär Quantität, sondern Qualität – Qualität der Liegenschaften, Qualität der Standorte und Qualität der Erträge. Grundsätzlich sehen wir alle relevanten Objekte, die auf den Markt kommen und prüfen diese entsprechend. Oft kommen wir zum Schluss, dass die angebotenen Liegenschaften zu teuer sind oder kein Upside bieten. Wenn wir kaufen, wollen wir eine Ver-

wässerung der bestehenden Portfoliorendite möglichst vermeiden, die aktuell bei rund 3% liegt. Das macht es mit Blick auf das, was derzeit an Toplagen angeboten wird – teils zu netto 2% oder gar darunter –, schwierig zuzukaufen. Wir stehen mit unserer Portfoliogrösse nicht unter Anlagedruck. Wenn sich eine gute Gelegenheit ergibt, packen wir sie, sonst lassen wir es sein.

Wie generieren Sie Wachstum, wenn nicht durch Zukäufe?

Cecchini: Wir wachsen organisch, indem wir Bestandesliegenschaften sanieren, umnutzen, neu positionieren und neu vermieten. Das funktioniert gut und hat sich über die Jahre bestens bewährt. Wir verfügen aktuell, wie erwähnt, über 11 Entwicklungsliegenschaften – darunter mehrere prominente Umnutzungs- und Sanierungsprojekte in Zürich, Basel und Bern –, die in den kommenden Jahren sukzessive an den Markt kommen und unser Ertragspotenzial steigern werden.

Wollen Sie nicht in andere Geschäftsfelder oder ins Ausland expandieren?

Cecchini: Nein. Wir sind in jeder Beziehung ein «Pure Play» für die Anleger. Wer bei uns investiert, weiss, dass er sich an einem Unternehmen beteiligt, das in einem präzise umrissenen Markt-

segment tätig ist, das es bestens kennt: hochwertige Büroräumlichkeiten und Geschäftsflächen an besten Lagen, ausschliesslich in der Schweiz.

Wie geht es auf dem Immobilienmarkt 2026 weiter?

Cecchini: Für den Schweizer Immobilienmarkt, insbesondere unser Hauptmarktsegment, bleiben wir, allen internationalen Verwerfungen zum Trotz, positiv gestimmt. Der Vermietungsmarkt in diesem Segment floriert, die Nachfrage nach hochwertigen Flächen an zentralen Lagen dürfte deshalb stabil bleiben. Die hohe Nachfrage von Investorenseite stützt den Transaktionsmarkt. Für PSP Swiss Property bleibt das Angebot an Liegenschaften, die unseren strategischen Anforderungen entsprechen, allerdings begrenzt.

Wie positionieren Sie sich in diesem Umfeld?

Cecchini: Wir lassen uns auf keine Experimente ein, sondern bleiben unserer seit über 25 Jahren bewährten Strategie treu. Das heisst, dass wir nicht in Aktivismus verfallen und keine unkalkulierbaren Risiken eingehen. Demzufolge werden wir auch weiterhin nur selektiv am Markt auftreten und uns auf Opportunitäten mit mittel- bis langfristigem Wertsteigerungspotenzial konzentrieren. Unser Fokus liegt unverändert auf organischem Wachstum und Objektoptimierungen, Qualität an zentralen Lagen und attraktiven, gut vermietbaren Liegenschaften. Dank unserer starken Stellung in den führenden Schweizer Wirtschaftszentren sehen wir uns gut gerüstet, auch 2026 ein solides Ergebnis zu erzielen und unsere konsistente, aktionärsfreundliche Dividendenpolitik fortzuführen.

vasco.cecchini@psp.info
www.psp.info

PSP Swiss Property

PSP Swiss Property ist eine der führenden Immobiliengesellschaften der Schweiz. Das Unternehmen besitzt Büro- und Geschäftshäuser im Wert von rund 10 Mrd. Franken. Die Liegenschaften befinden sich in den wichtigsten Schweizer Städten, vorab Zürich, Genf, Basel, Bern und Lausanne. Die hervorragende Lage und hohe Qualität der Liegenschaften prägen die Anlagestrategie der Gesellschaft. Dank einer konservativen Finanzierungspolitik und einer daraus resultierenden hohen Eigenkapitalquote von über 50% 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 an der Schweizer Börse SIX Swiss Exchange kotiert (PSPN).

Weshalb sich der Instanzenzug im Steuerrecht manchmal lohnt – Lehren aus dem Bundesgerichtsurteil 9C_126/2024



Von Dr. Julian Kläser
MLaw, Partner, MLL Legal

1. Einleitung

Mandanten stellen in steuerrechtlichen Verfahren regelmässig dieselbe Frage: «Lohnt es sich überhaupt zu rekurrieren?» Gemeint ist damit der Weg des Instanzenzuges – von der Veranlagungsbehörde über Einsprache- und Rekursverfahren bis manchmal letztlich hin vor Bundesgericht. Die Frage ist nachvollziehbar. Denn die Verfahren dauern oft mehrere Jahre, verursachen hohe Verfahrenskosten. Hinzu kommt die Unsicherheit, ob die nächsthöhere Instanz die Sache tatsächlich anders beurteilen wird.

In der Praxis zeigt sich jedoch immer wieder, dass gerade komplexe steuerrechtliche Sachverhalte von höheren

Gerichten differenzierter gewürdigt werden als im erstinstanzlichen Verfahren. Besonders deutlich wird dies in Fällen, in denen die Steuerbehörden wirtschaftliche Aktivitäten vorschnell als selbständige Erwerbstätigkeit oder als Geschäftsvermögen qualifizieren. Die finanziellen Konsequenzen einer solchen steuerlichen Einordnung sind oftmals erheblich.

Ein aktuelles Beispiel hierfür ist das Urteil des Bundesgerichts 9C_126/2024 vom 9. Februar 2026. Das Verfahren zeigt exemplarisch auf, weshalb sich Hartnäckigkeit im Steuerverfahren auszahlen kann – und weshalb sich ein Weiterzug trotz zunächst negativer Entscheidung unter Umständen lohnen kann.

Das Bundesgericht hatte zu beurteilen, ob eine über Jahre gehaltene und vermietete Liegenschaft dem Privatvermögen oder dem Geschäftsvermögen eines Steuerpflichtigen zuzuordnen war. Während die kantonalen Behörden und die Vorinstanz von gewerbsmässigem Liegenschaftshandel ausgingen, gelangte das Bundesgericht letztlich zu einer gegenteiligen Würdigung. Entscheidend war dabei die Gesamtbetrachtung sämtlicher Umstände.

Der Entscheid verdeutlicht zweierlei: Erstens ist die Abgrenzung zwischen privater Vermögensverwaltung und gewerbsmässigem Liegenschaftshandel häufig schwierig. Zweitens zeigt der Fall, dass sich ein konsequentes Ausschöpfen des Instanzenzuges insbesondere dann lohnen kann, wenn die tatsächlichen Verhältnisse von den Behörden nur unvollständig gewürdigt wurden.

2. Der Instanzenzug im Steuerrecht – eine Einordnung

Das schweizerische Steuerverfahrensrecht ist mehrstufig aufgebaut. Gegen Veranlagungsverfügungen der Steuerbehörden steht den Steuerpflichtigen zunächst die Einsprache offen. Wird diese abgewiesen, kann je nach Kanton Rekurs / Beschwerde an eine kantonale Rechtsmittelinstanz erhoben werden. Anschliessend steht regelmässig der Weg an ein Verwaltungsgericht offen. Erst danach kann die Angelegenheit ans Bundesgericht weitergezogen werden. In der Praxis endet ein grosser Teil aller Verfahren bereits auf Ebene der Steuerverwaltung oder der ersten steuergerichtlichen Instanz. Dies ist nachvollziehbar. Viele Steuerpflichtige scheuen den zusätzlichen Aufwand oder wollen die Angelegenheit möglichst rasch hinter

sich bringen. Gerade bei hohen Streitwerten oder bei grundsätzlichen Rechtsfragen kann ein Weiterzug jedoch zielführend sein.

Dabei ist zu beachten, dass höhere Instanzen häufig eine vertiefte rechtliche Analyse vornehmen. Während Veranlagungsbehörden naturgemäss eine grosse Anzahl von Fällen (sog. «Massenverfahren») effizient bearbeiten müssen, können gerichtliche Instanzen einzelne Sachverhalte detaillierter würdigen. Hinzu kommt, dass das Bundesgericht regelmässig Praxisleitlinien entwickelt und damit für eine einheitliche Anwendung des Bundesrechts sorgt.

Insbesondere bei der Frage des gewerbmässigen Liegenschaftshandels zeigt sich, wie stark die Würdigung vom konkreten Einzelfall abhängt. Die bundesgerichtliche Praxis stellt auf eine Vielzahl von Indizien ab. Dabei ist kein einzelnes Kriterium für sich allein ausschlaggebend. Entscheidend ist vielmehr die Gesamtheit aller Umstände des jeweiligen Einzelfalls.

3. Der Sachverhalt des Urteils

9C_126/2024

Dem Urteil lag folgender Sachverhalt zugrunde: Der ursprüngliche Steuerpflichtige hatte im Jahr 2016 verschiedene Vermögenswerte – darunter Liegenschaften und Unternehmensbeteiligungen – im Rahmen einer gemischten Schenkung auf seine Kinder übertragen. Eine der übertragenen Liegenschaften wurde später für rund 11 Mio. Franken veräussert. Der Verkaufserlös diente unter anderem dazu, Schulden des Familienunternehmens zu tilgen.

Die Zürcher Steuerbehörden vertraten die Auffassung, bei der betreffenden Liegenschaft habe es sich nicht um Privatvermögen, sondern um Geschäftsvermögen gehandelt. Entsprechend qualifizierten sie den erzielten Gewinn als steuerbaren Liquidationsgewinn aus selbständiger Erwerbstätigkeit. Die steuerlichen Folgen für die Erben waren erheblich.

Aus Sicht der Steuerbehörden sprachen verschiedene Indizien für gewerbmässigen Liegenschaftshandel. Insbesondere wurde auf die Höhe des Gewinns, die wirtschaftliche Verbindung zum Familienunternehmen sowie einzelne Transaktionen verwiesen.

Die Steuerpflichtigen bestritten diese Sichtweise. Sie argumentierten, die Liegenschaft sei über Jahre hinweg primär als Vermögensanlage gehalten und vermietet worden. Ziel sei nie ein kurzfristiger Weiterverkauf gewesen. Vielmehr habe die Liegenschaft der langfristigen Altersvorsorge gedient.

Nachdem die kantonalen Instanzen die Sichtweise der Steuerbehörden im Wesentlichen bestätigt hatten, gelangte der Fall schliesslich ans Bundesgericht.

4. Die bundesgerichtliche Würdigung

Das Bundesgericht erinnerte zunächst an seine langjährige Praxis zum gewerbmässigen Liegenschaftshandel. Danach liegt eine selbständige Erwerbstätigkeit insbesondere dann vor, wenn An- und Verkäufe von Liegenschaften systematisch und planmässig erfolgen, mit der Absicht, Gewinne zu erzielen.

Zur Beurteilung zieht die bundesgerichtliche Rechtsprechung verschiedene Indizien heran. Dazu zählen unter anderem:

- die Häufigkeit der Liegenschaftstransaktionen;
- die kurze Besitzdauer;
- der Einsatz spezieller Fachkenntnisse;
- der Umfang fremdfinanzierter Mittel;
- die enge Verbindung zur beruflichen Tätigkeit;
- planmässiges Vorgehen;
- die Entwicklung oder Parzellierung von Grundstücken;
- die Wiederanlage erzielter Gewinne in neue Immobilienprojekte.

Das Bundesgericht betonte erneut, dass keines dieser Kriterien für sich allein entscheidend ist. Massgeblich ist stets eine Gesamtwürdigung.

Im konkreten Fall kam das Gericht zum Schluss, dass die Vorinstanzen die vorhandenen Indizien zu einseitig gewichtet hatten. Zwar bestanden gewisse Elemente, die auf eine geschäftsmässige Tätigkeit hindeuten konnten. Insgesamt überwogen jedoch die Merkmale einer privaten Vermögensverwaltung.

Von besonderer Bedeutung war dabei die langfristige Haltedauer der Liegenschaft. Das Objekt wurde über viele Jahre vermietet und diente primär der Vermögensanlage. Das Bundesgericht

hielt ausdrücklich fest, dass umfangreiche Vermietungstätigkeiten nicht automatisch zu gewerbmässigem Liegenschaftshandel führen. Ebenso entscheidend war, dass keine eigentliche Handelstätigkeit nachgewiesen werden konnte. Die Liegenschaft war nicht mit der Absicht erworben worden, sie kurzfristig mit Gewinn weiterzuveräussern. Auch fehlte ein systematisches An- und Verkaufsmuster.

Der spätere Verkauf allein genügte nach Auffassung des Bundesgerichts nicht, um rückwirkend auf eine gewerbmässige Tätigkeit zu schliessen. Das Bundesgericht hiess die Beschwerde daher gut und korrigierte die vorinstanzliche steuerrechtliche Qualifikation des Sachverhalts.

5. Weshalb der Entscheid praxisrelevant ist

Der Entscheid ist aus mehreren Gründen von grosser Bedeutung für die steuerliche Praxis.

a. Abgrenzung bleibt schwierig

Zunächst bestätigt das Urteil einmal mehr, wie anspruchsvoll die Abgrenzung zwischen privater Vermögensverwaltung und gewerbmässigem Liegenschaftshandel in der Praxis ist.

Gerade bei vermögenden Privatpersonen oder Unternehmerfamilien besteht häufig die Gefahr, dass umfangreiche Immobilienaktivitäten vorschnell als geschäftsmässig qualifiziert werden. Steuerbehörden tendieren mitunter dazu, aus einzelnen Indizien weitreichende Schlussfolgerungen zu ziehen.

Das Bundesgericht erinnert demgegenüber daran, dass eine isolierte Betrachtung einzelner Elemente unzulässig ist. Selbst hohe Gewinne oder komplexe Vermögensstrukturen genügen für sich allein nicht.

b. Langfristige Vermögensanlage bleibt geschützt

Besonders relevant ist die Klarstellung, dass langfristig gehaltene und vermietete Immobilien grundsätzlich weiterhin dem Privatvermögen zugeordnet werden können.

Dies ist wirtschaftlich bedeutsam. Die Vermietung von Immobilien gehört klassischerweise zur privaten Vermö-

gensverwaltung. Würde bereits eine professionelle Organisation oder ein grösseres Immobilienportfolio automatisch zur Annahme einer selbständigen Erwerbstätigkeit führen, hätte dies erhebliche steuerliche Konsequenzen für zahlreiche private Investoren.

Das Bundesgericht setzt hier ein wichtiges Signal zugunsten der Rechtssicherheit.

c. Gesamtwürdigung statt schematische Betrachtungsweise

Der Entscheid verdeutlicht ausserdem, dass das Bundesgericht schematische Betrachtungsweisen ablehnt. In der Steuerpraxis der zuständigen Behörden besteht allerdings die Gefahr, dass einzelne Kriterien zu stark gewichtet werden.

Beispielsweise wird häufig argumentiert, eine hohe Fremdfinanzierung oder eine besonders gewinnbringende Veräusserung spreche zwingend für gewerbmässigen Handel. Das Urteil verdeutlicht jedoch, dass wirtschaftliche Realitäten differenzierter betrachtet werden müssen.

Gerade bei Unternehmerfamilien überschneiden sich private und geschäftliche Interessen oftmals. Hieraus sollte nicht automatisch auf Geschäftsvermögen geschlossen werden.

6. Wann sich ein Weiterzug typischerweise lohnt

Der vorliegende Entscheid illustriert auch, wann sich ein konsequenter Weiterzug eines strittigen Verfahrens lohnen kann.

a. Grundsatzfragen oder ungeklärte Rechtslage

Ein Weiterzug kann sinnvoll sein, wenn zentrale Rechtsfragen ungeklärt sind oder die Behördenpraxis uneinheitlich erscheint.

Gerade im Steuerrecht entwickeln sich viele Rechtsfragen durch die Rechtsprechung weiter. Wer bereit ist, einen Fall bis vor Bundesgericht zu ziehen, kann unter Umständen zur Klärung einer offenen Rechtsfrage beitragen.

b. Hohe wirtschaftliche Tragweite

Je höher der Streitwert, desto eher rechtfertigt sich eine vertiefte Analyse sowie gegebenenfalls die Beschreitung des Rechtswegs.

c. Sachverhaltsfragen mit Interpretationsspielraum

Viele Steuerverfahren hängen stark von der tatsächlichen Würdigung ab. Gerade dort lohnt sich ein Weiterzug oft besonders. Denn während die gesetzlichen Grundlagen häufig relativ abstrakt formuliert sind, entscheidet letztlich die konkrete Interpretation des individuellen Sachverhalts.

d. Unvollständige Würdigung durch Vorinstanzen

Ein Weiterzug sollte insbesondere dann geprüft werden, wenn relevante Tatsachen oder wirtschaftliche Zusammenhänge von den Vorinstanzen nicht ausreichend berücksichtigt wurden. Das Urteil 9C_126/2024 zeigt beispielhaft auf, dass genau dieser Aspekt entscheidend sein kann.

7. Grenzen des Weiterzugs

Selbstverständlich ist nicht jeder Weiterzug sinnvoll. Steuerpflichtige sollten stets eine «Kosten-Nutzen-Analyse» vornehmen. Verfahren verursachen nicht nur direkte Kosten, sondern auch erheblichen Zeitaufwand. Zudem besteht stets das Risiko, dass höhere Instanzen die vorinstanzliche Sichtweise bestätigen.

Zu berücksichtigen ist ausserdem, dass das Bundesgericht grundsätzlich an die Sachverhaltsfeststellungen der Vorinstanz gebunden ist, sofern diese nicht offensichtlich unrichtig erscheinen.

Entscheidend ist deshalb eine frühzeitige und sorgfältige Verfahrensstrategie. Relevante Tatsachen und Beweismittel müssen möglichst bereits im Einsprache- oder Rekursverfahren vollständig vorgebracht werden.

8. Praktische Lehren für Steuerpflichtige und ihre Berater

Das Urteil liefert mehrere praktische Erkenntnisse.

a. Dokumentation ist zentral

Die Abgrenzung zwischen Privat- und Geschäftsvermögen hängt stark von der konkreten Ausgestaltung ab. Steuerpflichtige sollten daher ihre Investitionsabsichten und wirtschaftlichen Überlegungen sorgfältig dokumentieren. Gerade bei Immobilien empfiehlt sich

eine klare Trennung zwischen privater Vermögensverwaltung und allfälligen geschäftlichen Aktivitäten.

b. Verfahrensstrategie frühzeitig planen

Viele Fehler entstehen bereits im Anfangsstadium eines strittigen Verfahrens. Unvollständige Sachverhaltsdarstellungen oder unpräzise Argumentationen lassen sich später nur schwer korrigieren.

c. Nicht vorschnell aufgeben

Die vielleicht wichtigste Erkenntnis des Urteils ist jedoch: Ein negativer erstinstanzlicher Entscheid bedeutet nicht, dass man am Ende nicht doch Recht erhalten kann.

Gerade komplexe steuerrechtliche Fälle entwickeln sich über den Instanzenzug hinweg oft erheblich weiter. Höhere Gerichte betrachten wirtschaftliche Zusammenhänge teilweise differenzierter.

9. Fazit

Das Bundesgerichtsurteil 9C_126/2024 zeigt auf, weshalb sich der Instanzenzug im Steuerrecht manchmal lohnt. Steuerpflichtige sollten sich mit einem negativen steuerlichen Entscheid der Behörden nicht vorschnell abfinden. Bereits die Bereitschaft, ein Verfahren konsequent weiterzuführen, kann die Position von Steuerpflichtigen gegenüber den zuständigen Steuerbehörden stärken. Es ist daher empfehlenswert, rechtzeitig eine individuelle Analyse des vermeintlichen Streitfalls als Entscheidungsgrundlage in Anspruch zu nehmen, ob ein Weiterzug des strittigen Verfahrens angestrebt werden sollte.

julian.klaeser@mll-legal.com
www.mll-legal.com

Der Willensvollstrecker und die Notare

Im nachfolgenden Artikel wird die Stellung der Notare in der Willensvollstreckung beleuchtet.



Von Prof. Dr. Hans Rainer Künzle
Emeritierter Titularprofessor
Universität Zürich

Ernennung

a) Der Erblasser kann eine bestimmte oder bestimmbare Person zum Willensvollstrecker ernennen, etwa «Herrn André Keller, Notar von Turbenthal», «den Notar von Zürich-Hottingen», «den zu gegebener Zeit amtierenden Notar des Kreises X.», den (Rechts-)nachfolger eines Notars. Probleme ergeben sich, wenn Notar Keller vom Notariat Turbenthal bereits pensioniert ist, wenn er nun auf einem anderen Notariat arbeitet oder wenn der Notariatskreis aufgehoben wurde. Dann stellt sich die Frage, ob ein persönlicher Bezug zum Notar bestand und ein Verlust seiner (in der letztwilligen Verfügung erwähnten) Stellung unbedeutend ist, oder ob bei geringem Bezug zur Person das Amt des Notars im Vordergrund stand und deshalb der heutige Amtsinhaber gemeint ist bzw. die Ernennung ins Leere läuft. Ent-

scheidend ist der Wille des Erblassers, die Gerichtspraxis ist uneinheitlich.

b) Der (beurkundende) Notar ist grundsätzlich nicht ausgeschlossen, als Willensvollstrecker ernannt zu werden, es bestehen aber gewisse Ausstandspflichten, und er darf sich nicht aktiv als Willensvollstrecker anbieten. In einigen Kantonen darf der Notar ausdrücklich als Willensvollstrecker ernannt werden (Art. 9 Abs. 2 GE-LN; Art. 36 Abs. 1 lit. a VS-NG). Soweit Notare Beamte und Angestellte des Staates sind, können sie an einer Tätigkeit als Willensvollstrecker insofern gehindert sein, als sie zu (entgeltlichen, zeitraubenden) Nebenbeschäftigungen einer Bewilligung bedürfen und diese nicht ohne weiteres erhalten werden.

Ersatz-Willensvollstrecker

a) Diskussionen ausgelöst hat die Formulierung zur Ernennung eines Ersatz-Willensvollstreckers «à défaut son successeur». Im Kanton Waadt können Notare nach Art. 37 Abs. 2 VD-LNo durch Akt unter Lebenden oder Verfügung von Todes wegen einen Nachfolger bezeichnen. Nimmt der Nachfolger diese Funktion an, hat das zuständige Departement eine Genehmigungsverfügung zu erlassen. Der «notaire successeur» gemäss der oben erwähnten Einsetzung ist somit bestimmbar und eine derartige Ernennung eines Ersatzes wird als zulässig angesehen. Wenn kein derart bestimmter Nachfolger vorhanden ist, gibt es dagegen keinen Ersatz-Willensvollstrecker, wenn der Erblasser nicht durch eine Klausel vorbeugt, etwa mit Wortlaut «Als Ersatz bestimme ich den Amts-Nachfolger des Notars und für den Fall, dass kein solcher existiert, den bisherigen, im Ruhestand befindlichen Notar». Teilweise wurde versucht, das Willensvollstrecker-

mandat für den pensionierten Notar zu retten, indem man darauf hingewiesen hat, dass der pensionierte Notar zum «notaire honoraire» ernannt wurde. Dies scheint mir jedoch nicht das richtige Argument zu sein, vielmehr ist darauf abzustellen, ob zum Notar eine persönliche Beziehung bestand (womit die Ernennung auch nach Beendigung des Notariats weiterbesteht) oder ob dies nicht der Fall war (womit der Nachfolger-Notar als Ersatz zum Zug kommt).

b) Die Praxis hat gezeigt, dass die Beschreibung der Fälle, wann ein Ersatz-Willensvollstrecker eingesetzt werden sollte, oft zu eng ist. Der Ausdruck «à défaut» oder in der deutschen Sprache «im Verhinderungsfall» deckt nicht alle Fälle ab, ebenso wie «das Mandat nicht angenommen oder niedergelegt hat». Angesichts der vielfältigen Gründe für ein Ende der Willensvollstreckung empfehle ich (auch den beurkundenden Notaren) folgende Formulierung: «Für den Fall, dass der Willensvollstrecker sein Amt nicht annimmt oder die Willensvollstreckung endet, bevor alle Aufgaben erledigt sind ...»

Verwaltung des Nachlasses

a) Der Notar darf Verträge (wie den Verkauf eines Grundstücks), welche er als Willensvollstrecker für den Nachlass abschliesst, nicht gleichzeitig beurkunden. Es ist ihm aber erlaubt, solche Geschäfte dennoch zu beurkunden, wenn er auf die Mitwirkung als Willensvollstrecker im Einzelfall verzichtet und somit die Erben selbst handeln lässt.

b) Der Notar und der Grundbuchverwalter sind nicht verpflichtet, die Kompetenz des Willensvollstreckers zum Verkauf einer Liegenschaft zu überprüfen. Beim Kauf einer Liegenschaft für den Nachlass kann der Notar dagegen die

Zustimmung der Erben und den Nachweis verlangen, dass die Mittel zum Kauf vollständig aus dem Nachlass stammen, weil dieses Geschäft üblicherweise nicht zu einer Erbteilung gehört.

Teilung des Nachlasses

a) Die Mitwirkung eines Notars (und Willensvollstreckers) ist auch bei der öffentlichen Beurkundung eines *Erbteilungsvertrags* nicht ausgeschlossen, soweit er selber *weder Partei (Erbe) noch Vertreter einer Partei* (eines Erben) ist.

b) Stephan Wolf hält es für möglich, dass *der Willensvollstrecker bezüglich einer Nachlassliegenschaft Stockwerkeigentum begründen kann*, wenn der Erblasser im Testament oder einem Erbvertrag dafür die notwendigen Voraussetzungen schafft. Diese Ansicht teilt auch René Biber. Ein Notar ist besonders geeignet, als Willensvollstrecker eine solche letztwillige Verfügung zu vollziehen.

c) Ein Notar-Willensvollstrecker kann eine Nachlassliegenschaft nicht selbst *im Grundbuch eintragen*, was Paul Henri Steinauer so beschreibt: «Rappe-lons cependant qu'un exécuteur notaire n'est pas en droit d'instrumenter lui-même le transfert d'un immeuble de la succession.»

Honorar

a) *Auf das Honorar des Willensvollstreckers wird immer Art. 517 Abs. 3 ZGB angewendet*, also Zivilrecht, auch wenn der Willensvollstrecker ein Notar ist. Für das Honorar des Notar-Willensvollstreckers gelten somit keine Sonderregeln, auch bei überschuldetem Nachlass. Von einem Notar als Willensvollstrecker kann verlangt werden, dass er das Amtsblatt liest und somit erfährt, dass ein neues Testament des Erblassers publiziert wurde, welches seine Tätigkeit beendet.

b) Welcher *Stundensatz* für einen Notar als Willensvollstrecker (noch) angemessen ist, wurde höchstgerichtlich soweit ersichtlich noch nicht geklärt. Immerhin erwähnt das Bundesgericht den Satz von 375 Franken in einem Entscheid, ohne ihn aber materiell zu beurteilen.

Aufsicht

a) *Die Aufsichtsbehörde über die Willensvollstrecker ist grundsätzlich auch dann zuständig, wenn ein Notar als Willensvollstrecker tätig ist*. Die Aufsicht über die Notare kommt grundsätzlich nicht zum Zug, es sei denn, es liege gleichzeitig ein berufswidriges Verhalten vor. Gegen einen Notar kann als Willensvollstrecker die notariatsrechtliche Beschwerde erhoben werden, «wenn dieser durch sein Verhalten Würde und Ansehen des Notariats gefährdet».

b) Das Bundesgericht hat es abgelehnt, für die Aufsicht über den Willensvollstrecker die *verfahrensrechtlichen Bestimmungen* anzuwenden, welche bei der Notariatsaufsicht gelten.

Berufsrecht

a) Die Aufsichtsbehörde über die Notare greift (zusätzlich) ein, wenn die *Tätigkeit des Willensvollstreckers gleichzeitig mit den Berufsregeln eines Notars unvereinbar ist*, weil das Disziplinarrecht auch nebenberufliche Tätigkeiten wie die Willensvollstreckung erfasst. Die Abgrenzung mag im Einzelfall schwierig sein. In diesem Sinne wird vom Notar-Willensvollstrecker erwartet, dass er seine Aufgabe «mit besonderer Sorgfalt und Sachkenntnis» ausführt.

b) Notare unterstehen auf Bundesebene (Art. 321 StGB) und in den meisten Kantonen einem notariatsrechtlichen *Berufsgeheimnis* (z.B. Art. 36 BE-NotG, Art. 57 Abs. 1 VD-LN). Wenn ein Notar als Willensvollstrecker tätig wird, darf er sich für Tatsachen, welche ihm als Willensvollstrecker bekannt geworden sind, nicht auf das Berufsgeheimnis stützen, weil diese Tätigkeit nicht der Geheimhaltungspflicht untersteht. Wenn dem Willensvollstrecker aber Tatsachen aufgrund seiner früheren Tätigkeit als Notar des Erblassers bekannt geworden sind (etwa im Zusammenhang mit der Beurkundung eines Testaments), muss er diese grundsätzlich nicht offenbaren, weil der Erblasser sich auf die Vertraulichkeit verlassen können muss und die Erben (obwohl Rechtsnachfolger) nicht die neuen Geheimnisherren geworden sind, welche vom Berufsgeheimnis befreit könnten. Dabei ist auf die Art der Information abzustellen:

Persönliche Informationen dürfen sowohl der Anwalt wie der Notar geheim halten, während bei Finanzdaten das Berufsgeheimnis vor dem höheren «Interesse der Erben an einer gleichmässigen und gerechten Verteilung der Erbschaft» zurückzutreten hat. Nach Antoine Eigenmann hat der Notar nach seiner Befreiung durch die Aufsichtsbehörde den Erben umfassend Auskunft zu geben, im Gegensatz zum Anwalt. Ich teile diese Ansicht nicht, da der Erblasser beiden Berufsgruppen ein vergleichbares Vertrauen entgegenbringt, welches geschützt wird.

c) *Interessenkonflikte* des Notars können zur Verletzung von Berufspflichten führen. Eine Interessenkollision zwischen notarieller und anwaltlicher Mandatierung ist nur in Kantonen zu prüfen, in denen es überhaupt zulässig ist, beide Funktionen auszuüben. Dort gilt der Grundsatz, dass man entweder nur als Notar oder nur als Anwalt tätig sein darf. Interessenkonflikte entstehen etwa: (1) wenn der Notar einen Erben-Willensvollstrecker berät; (2) wenn der beurkundende Notar bei einer Ungültigkeitsklage gegen eine spätere letztwillige Verfügung, in welcher er nicht mehr als Willensvollstrecker eingesetzt war, als Anwalt eine Partei vertritt; (3) wenn der Notar bei einer Herabsetzungsklage gegen das von ihm beurkundete Testament als Anwalt eine Partei vertritt; (4) wenn der als Willensvollstrecker ernannte Notar nach der Beurkundung eines Erbvertrags gegen einen Erben eine Forderungsklage erhebt. Kein Interessenkonflikt liegt dagegen vor, wenn ein Erbe in einem Aufsichtsverfahren gegen den Willensvollstrecker zuerst ein Verbot zum Verkauf einer Villa beantragt und anschliessend ein Absetzungsbegehren stellt, weil beide Vorbringen im gleichen Verfahren abgehandelt werden und nicht (wie vom Erben geltend gemacht) zwei unterschiedliche Materien behandelt werden, und zwar sowohl aus der Sicht des Willensvollstreckers und Notars als auch aus der Sicht des ihn vertretenden Anwalts.

Der ganze Artikel mit allen Fussnoten ist kürzlich in der Festschrift für Stephan Wolf erschienen.

hrkuenzle@bluewin.ch

Stockwerkeigentum – Seit 60 Jahren und für die Zukunft

Das Stockwerkeigentum wurde im Jahr 1965 eingeführt und prägt heute die Wohnsituation vieler Menschen in unserem Land. Fachleute schätzen, dass es in der Schweiz rund eine Million Stockwerkeinheiten gibt. Es lohnt sich daher, dieses verbreitete Eigentumsmodell etwas näher zu betrachten.



*Von Prof. Dr. iur. Roland Pfäffli
Notar, Thun
Konsulent, Von Graffenried Recht
Bern*



*und Dr. iur. Mascha Santschi Kallay
Rechtsanwältin, Meggen
Konsulentin, Epartners Rechtsanwälte
Zürich*

Einführung

Stockwerkeigentum ist der Miteigentumsanteil an einem Grundstück, der dem Miteigentümer das Sonderrecht gibt, bestimmte Teile eines Gebäudes ausschliesslich zu benutzen und innen auszubauen. Der Stockwerkeigentümer ist im Rahmen seiner Wertquote Miteigentümer an den Bauten und Anlagen des im Stockwerkeigentum aufgeteilten Grundstücks. Jede Stockwerkeinheit bildet einen Miteigentumsanteil,

der selbständig veräussert und verpfändet werden kann.

Horizontales und vertikales Stockwerkeigentum

Der Gesetzgeber ging vom horizontalen Stockwerkeigentum aus, bestehend aus einem einzigen Gebäude, das waagrecht in Stockwerkeinheiten aufgeteilt ist. Dieses Modell bildet auch heute noch den Normalfall. Es ist aber auch möglich, dass verschiedene Gebäude

auf einem Grundstück erstellt werden, wobei jedes Gebäude für sich eine Stockwerkeinheit bildet. Hier liegt vertikales Stockwerkeigentum vor. Dieses kommt dort vor, wo wegen öffentlich-rechtlicher Bau- oder Raumplangvorschriften eine Parzellierung des Grundstücks nicht möglich oder nicht sinnvoll ist. Auch ist eine Kombination beider Möglichkeiten denkbar: Das kombinierte Stockwerkeigentum besteht aus mehreren voneinander unab-

hängigen Gebäuden (vertikales Stockwerkeigentum), die je horizontal in mehrere Stockwerkeinheiten (horizontales Stockwerkeigentum) aufgeteilt sind.

Stockwerkeigentum im Baurecht

Es ist möglich, ein Gebäude auf einem fremden Boden zu bauen, nämlich mittels eines Baurechts. Diesfalls stellt ein Grundeigentümer gegen Entschädigung (Baurechtszins) sein Grundstück einem Dritten für eine Überbauung zur Verfügung. Wenn das Baurecht als selbständiges und dauerndes Recht ausgestaltet sowie als eigenes Grundstück im Grundbuch eingetragen ist, kann an ihm auch Stockwerkeigentum begründet werden.

Zu beachten ist, dass der Käufer den Boden nicht (mit-)kaufen muss, weshalb die Stockwerkeinheit günstiger zu erwerben ist. Allerdings muss jeder Stockwerkeigentümer dem Bodeneigentümer einen Anteil am Baurechtszins – im Verhältnis seiner Wertquote – entrichten. Zudem muss der Erwerber einer Stockwerkeinheit im Baurecht stets vor Augen zu haben, dass das Baurecht auf einen bestimmten Zeitpunkt hin ablaufen wird (die gesetzliche Höchstdauer beträgt 100 Jahre). Ein Baurecht kann zwar verlängert werden, doch bedarf dies der Zustimmung sämtlicher Stockwerkeigentümer.

Gemeinschaftliche Teile und Sonderrechte

Zum einen gelten als gemeinschaftliche Teile alle Gebäudeteile, Anlagen und Einrichtungen, die der alleinigen Herrschaft eines einzelnen Stockwerkeigentümers entzogen sind. Sie stehen im Miteigentum sämtlicher Stockwerkeigentümer im Verhältnis der Wertquoten der einzelnen Stockwerkeinheiten.

Zum anderen können Gegenstand des Sonderrechts einzelne Stockwerke oder Teile von Stockwerken sein, die als Wohnungen oder als Einheiten von Räumen zu geschäftlichen oder anderen Zwecken mit eigenem Zugang in sich abgeschlossen sind. Getrennte Nebenräume, die sie mitumfassen, sind möglich. Es ist ausserdem zulässig, dass mehrere Wohnungen eine Stockwerkeinheit bilden, auch wenn sich diese Wohnungen auf mehreren Etagen befinden.

Ein «eigener Zugang» wird nur anerkannt, wenn die Räumlichkeiten über

gemeinschaftliche Anlagen (z.B. Treppenhaus) erreichbar sind. Ein Durchgangsrecht durch im Sonderrecht stehende Räumlichkeiten ist unzulässig. Bei den Nebenräumen ist der «eigene Zugang» nicht gleich streng zu beurteilen wie bei den eigentlichen Stockwerkeinheiten. Hier ist eine flexible Sturheit, insbesondere seitens der Grundbuchführung, angebracht, beispielsweise wenn die Kellerabteile nur über eine im Sonderrecht ausgestaltete Einstellhalle erreichbar sind.

Reglementarische Sondernutzungsrechte

Neben dem Sonderrecht und den gemeinschaftlichen Teilen kann man beim Stockwerkeigentum in einem Reglement den einzelnen Stockwerkeigentümern besondere Nutzungsrechte an gemeinschaftlichen Teilen zuweisen. Das Reglement lässt sich im Grundbuch anmerken. Es ist demzufolge möglich, dass dem jeweiligen Eigentümer einer bestimmten Stockwerkeinheit das ausschliessliche Benützungsberechtigung an einem bestimmten gemeinschaftlichen Teil (z.B. Autoeinstellplatz, Gartensitzplatz) zugewiesen wird.

Wird ein reglementarisches Sondernutzungsrecht geändert, bedarf es neben des Beschlusses der Stockwerkeigentümergeinschaft (mit dem doppelten Mehr nach Wertquoten und nach Köpfen) auch der Zustimmung des direkt betroffenen Stockwerkeigentümers. Dieser kann somit verhindern, dass gegen seinen Willen sein Sondernutzungsrecht geändert oder gar aufgehoben wird.

Veräusserungsbeschränkungen

Von Gesetzes wegen haben die Stockwerkeigentümer kein Vorkaufsrecht, wenn eine Stockwerkeinheit einem Dritten verkauft wird. Es ist aber möglich, ein solches bei der Begründung des Stockwerkeigentums zu errichten. Ein Vorkaufsrecht kann zudem auch noch durch spätere Vereinbarung mit der Zustimmung sämtlicher Stockwerkeigentümer eingeführt werden. Für das Vorkaufsrecht der Stockwerkeigentümer gilt die gesetzliche Höchstdauer von 25 Jahren nicht. Vielmehr besteht es für die gesamte Dauer des Stockwerkeigentums. In der Praxis wird das

Vorkaufsrecht in kleineren (familiären) Gemeinschaften vereinbart.

Das Gesetz erlaubt es zudem, ein Einspracherecht gegen bestimmte Rechtsgeschäfte eines Stockwerkeigentümers einzuführen (Vermietung, Veräusserung der Stockwerkeinheit bzw. deren Belastung mit einer Nutzniessung oder einem Wohnrecht). Dieses Einspracherecht kann ebenfalls auf die Dauer des Stockwerkeigentums im Grundbuch vorge­merkt werden. Es wird in der Praxis jedoch nur mit grösster Zurückhaltung vereinbart. Eine allfällige Einsprache ist unwirksam, wenn sie ohne wichtigen Grund erhoben wird.

Aktuelle Gesetzesrevision

Gestützt auf eine Motion von Ständerat Andrea Caroni (FDP/AR) schlägt der Bundesrat vor, einzelne Aspekte des Stockwerkeigentumsrechts zu modernisieren und zeitgemäss anzupassen. Nach Auswertung der Ergebnisse des Vernehmlassungsverfahrens hat der Bundesrat am 13. Mai 2026 die Botschaft zu einer Änderung des Zivilgesetzbuchs zuhanden des Parlaments verabschiedet.

roland.pfaeffli@graffenried-recht.ch
mascha.santschi@epartners.ch

Stiftungsvermögen

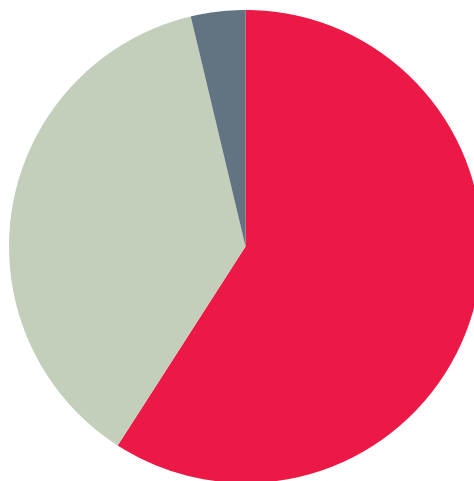
Die Stecknadel im Heuhaufen: Warum Stiftungen sie nicht suchen sollten

Langfristige Aktienmarktrenditen werden von einer verschwindend kleinen Minderheit von Titeln erwirtschaftet. Wer die falsche Aktie hält oder die richtige verpasst, zählt statistisch zur grossen Mehrheit der Verlierenden. Stiftungen mit sehr langem Anlagehorizont können sich dieses Risiko strukturell kaum leisten. Die Forschung von Hendrik Bessembinder liefert das empirische Fundament für eine klare Folgerung: Breite Kollektivgefässe sind für Stiftungen in der Regel die überlegene Wahl.



Von Beat Locher, CFA, CAIA, CFP, Leiter Stiftungen, Berner Kantonalbank BEKB

Verteilung der Netto-Vermögensschöpfung im US-Aktienmarkt von 1926 bis 2016



- Wertvernichter: 17'197 Unternehmen
- Kompensatoren (Netto-Null): 10'802 Unternehmen
- Gesamte Netto-Vermögensschöpfung: 1'082 Unternehmen

Quelle: Bessembinder, H. (2018): *Do Stocks Outperform Treasury Bills?*

1. Studienerkenntnisse

Das Berechnungskonzept: Was Prof. Hendrik Bessembinder unter Netto-Vermögensschöpfung versteht

Dass Aktienmärkte langfristig höhere Renditen erzielen als risikoarme Anlagen wie Staatsanleihen, ist für den US-Aktienmarkt ebenso wie für viele andere Länder empirisch gut belegt. Diese Evidenz stützt sich jedoch stets auf breit diversifizierte Aktienmarktportfolios. Professor Hendrik Bessembinder hat diesbezüglich in seinen Untersuchungen wertvolle Erkenntnisse geliefert, die für die langfristige Vermögensbewirtschaftung des Stiftungsvermögens in Bezug auf die Umsetzung der Aktienquote von essenzieller Bedeutung sind.

Bevor man Bessembinders Befunde einordnen kann, muss man verstehen, was er eigentlich misst. Der Begriff der Netto-Vermögensschöpfung ist das Herzstück seiner Methodik.

Bessembinder fragt nicht, wie hoch die durchschnittliche Aktienrendite war.

Er fragt: *Welche Titel haben gegenüber der risikolosen Anlage tatsächlich Vermögen geschaffen, und welche haben es nicht geschafft, Mehrwert für den Anleger zu erzielen oder haben sogar Wert vernichtet?* Der Vergleichsmaßstab ist also nicht null, sondern die Rendite, die ein Anleger ohne Risiko erzielen kann. Ein Titel, der 3 Prozent pro Jahr liefert, während Staatsanleihen 4 Prozent abwerfen, liefert aus dieser Perspektive eine negative Vermögensschöpfung, auch wenn er nominell im positiven Bereich liegt.

Das klingt streng. Es ist aber die einzig sinnvolle Messgrösse für den Mehrwert von Aktienanlagen. Wer Risiko eingeht, muss dafür entschädigt werden. Gelingt das nicht, war die Risikoübernahme ökonomisch nicht gerechtfertigt.

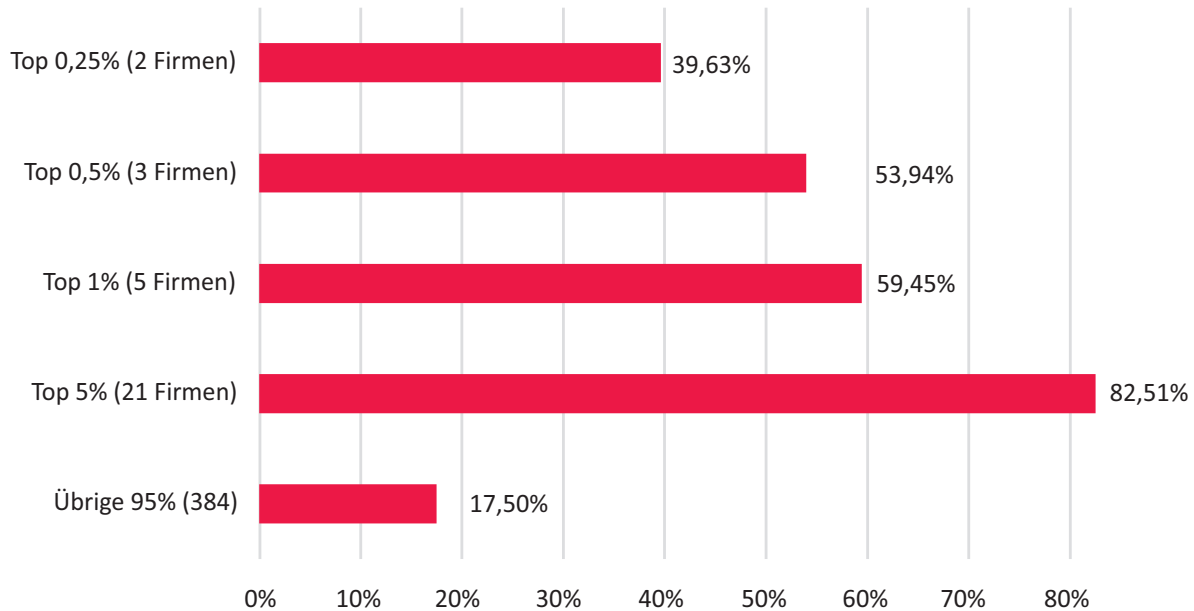
Nur wenige Aktienwerte tragen zur Netto-Vermögensbildung bei
Bessembinder untersuchte über einen Zeitraum von 100 Jahren knapp 30'000 US-Aktien. Was er herausfand, ist er-

nüchternd: Gerade einmal 4 Prozent aller Titel waren für die gesamte Netto-Vermögensbildung des US-Aktienmarkts verantwortlich.

Um diese Zahlen einzuordnen, hilft folgendes Gedankenexperiment: Man ordne alle Unternehmen nach ihrem Beitrag zur Netto-Vermögensschöpfung, von den stärksten Vernichtern bis zu den grössten Schöpfern.

Die ersten 17'197 Unternehmen, entsprechend 59,13 Prozent des Gesamtuniversums, vernichteten Vermögen im Umfang von insgesamt 10,67 Billionen US-Dollar (s. Grafik oben). Die nächsten 10'802 Unternehmen (37,15%) schufen Vermögen in exakt demselben Umfang, genug, um die Verluste der Underperformer vollständig zu kompensieren. Zusammen waren das somit 27'999 Unternehmen, was 96,28 Prozent aller untersuchten Titel darstellt, die per saldo null zur Netto-Vermögensschöpfung beitrugen. Ihr kollektives Ergebnis entsprach schlicht der risikolosen US-Staatsanleihenrendite.

Konzentration der Netto-Vermögensschöpfung im Schweizer Aktienmarkt von 1990 bis 2020 (405 Firmen)



Quelle: Bessembinder et al. (2023): Long-Term Shareholder Returns: Evidence from 64,000 Global Stocks, Table 8.

Die verbleibenden 1'082 Unternehmen, gerade 3,72 Prozent des Universums, erklären den gesamten Nettomehrwert des Aktienmarkts von 90,96 Billionen US-Dollar.

Wer nun denkt, dass es sich hierbei um eine spezielle Eigenheit des US-Aktienmarktes handelt, täuscht sich. In der globalen Erweiterung seiner Studie dehnte Bessembinder die Analyse auf 64'000 Aktien aus 40 Ländern für den Zeitraum von 1990 bis 2020 aus. Das Ergebnis ist noch konzentrierter als in den USA. Gerade einmal 1,41 Prozent der Unternehmen waren für die gesamte Netto-Vermögensschöpfung von insgesamt 30,7 Billionen US-Dollar verantwortlich.

Was Bessembinder direkt über den Schweizer Markt sagt

Die globale Erweiterung der Bessembinder-Studie (2023) liefert direkte Daten für 405 Schweizer Aktien von 1990 bis 2020 und zeigt, wie extrem die Netto-Vermögensschöpfung konzentriert ist (s. Grafik oben). Die drei besten Firmen erklären 53,9 Prozent der ge-

samten Schweizer Netto-Vermögensschöpfung, die Top-5-Prozent (rund 20 Firmen) bereits 82,5 Prozent. Den übrigen 385 Firmen, entsprechend 95 Prozent des Universums, verbleiben 17,5 Prozent. Hinter den Spitzenwerten stehen konkrete Namen: Nestlé schuf von 1990 bis 2020 478 Mrd. US\$, Roche 377 Mrd., Novartis 309 Mrd. Diese drei Unternehmen allein erklären rund 54 Prozent der gesamten Schweizer Netto-Vermögensschöpfung aus einem Universum von 405 Firmen.

2. Implikationen für das Stiftungsvermögen

Das strukturelle Dilemma beim Einzeltitelansatz

Es könnte nun aus den oben dargelegten Erkenntnissen gefolgert werden, dass über eine geschickte Selektion der richtigen Einzelwerte mit einem konzentrierten Aktienportfolio eine überdurchschnittliche Aktienrendite für das Stiftungsvermögen erzielt werden kann. Die Wahrscheinlichkeit, jene 3 bis 4

Prozent an Titeln im Portfolio zu halten, die langfristig die gesamte Vermögensschöpfung erklären, darf jedoch gerade bei einem langfristigen Anlagehorizont als gering bezeichnet werden. Denn selbst wer die richtigen Titel selektionierte, muss sie über den entscheidenden Zeitraum durchgehend halten, ohne zu früh zu verkaufen.

Kollektivanlagegefässe als überlegene Lösung

Die Historie zeigt uns zudem, dass die für die Aktienmärkte so wichtigen Superperformer ex ante nicht zuverlässig erkennbar sind. Gerade aus dieser Perspektive bieten breit diversifizierte Kollektivanlagen, die sich an einem Index orientieren oder diesen abbilden, enorme Umsetzungsvorteile für die langfristigen Aktienanlagen einer Stiftung.

Häufig wird in Bezug auf Kollektivanlagen die hohe Gewichtung einzelner Titel in kapitalgewichteten Indizes als Gefahr bezeichnet. Sie ist jedoch meistens, wie die Studien von Bessembinder belegen, das mathematisch zwingende Resultat aus einer kleinen Zahl

an Firmen, welche für die gesamte Vermögensschöpfung verantwortlich sind. *Nvidia hat deshalb einen historisch hohen Anteil am S&P 500, weil die Aktie eine der grössten Wertsteigerungen der Indexgeschichte verzeichnete.* Der Index übergewichtet die Gewinner retrospektiv, automatisch, ohne Kosten und ohne Prognose.

Der entscheidende Vorteil liegt nicht darin, dass der Index heute auf die gestrigen Gewinner konzentriert ist. Er liegt darin, dass er bereits heute alle Titel hält, aus denen die Superperformer von morgen entstehen werden. Wer 2010 einen breiten Globalindex hielt, war in Nvidia investiert, bevor irgendjemand wusste, wie bedeutend diese Position werden würde.

Kollektivgefässe bieten Stiftungen über den renditestrategischen Vorteil hinaus eine Reihe praktischer Vorteile. Stiftungen erhalten Zugang zu institutionellen Anteilsklassen mit minimalen laufenden Kosten. Kollektivanlagen mit Domizil Schweiz sind zudem von der Umsatzabgabe befreit, was bei regelmässigem Rebalancing spürbar ins Gewicht fällt. Die aufwendige Rückforderung ausländischer Quellensteuern wird professionell übernommen und steuer-technisch optimiert. Wenige Kollektivanlagen statt viele Einzeltitel vereinfachen die Wertschriftenbuchhaltung erheblich. Besonders gewichtig ist der letzte Punkt für Stiftungen: Professionell geführte Fonds üben Stimmrechte an Generalversammlungen systematisch aus und ermöglichen koordiniertes Engagement zu Themen wie Klimastrategie, Vergütung oder Diversität. Für Stiftungen, die ihrem Zweck entsprechend oft klare Wertvorstellungen vertreten, aber nicht die Ressourcen haben, Hunderte von Generalversammlungen zu verfolgen, ist das keine Nebensache. Gebündeltes Kapital erzeugt ein echtes Stimmgewicht, das eine einzelne Stiftung allein nie erreichen würde, und macht Wirkung dort möglich, wo sie zählt: direkt bei den Unternehmen im Portfolio.

Handlungsempfehlungen für Stiftungsverantwortliche

- *Globale Streuung konsequent umsetzen:* Aktive oder passive Kollektivanlagen basierend auf breiten, kapitalge-

wichteten Globalindizes als Kernanlagen priorisieren. Nur so ist sichergestellt, dass die wenigen marktprägenden Superperformer statistisch im Portfolio vertreten sind.

- *Einzeltitelmandate kritisch hinterfragen:* Die statistische Wahrscheinlichkeit, mit einem konzentrierten Aktienportfolio langfristig den Markt zu schlagen, ist gering, unabhängig von der Qualität der Titelanalyse.

- *Spezifische Fonds-Tranchen nutzen:* Stiftungen haben Zugang zu kostenminimalen Anteilsklassen, die über lange Anlagehorizonte einen messbaren Renditevorsprung liefern.

- *Stimmrechtspolitik einfordern:* Bei der Mandatierung von Kollektivanlagegefässen eine publizierte und konsequent umgesetzte Abstimmungspolitik als Auswahlkriterium einbeziehen.

Quellen

Bessembinder, H. (2018): Do Stocks Outperform Treasury Bills? *Journal of Financial Economics*, 129 (3), 440-457

Bessembinder, H. et al. (2023): Long-Term Shareholder Returns: Evidence from 64,000 Global Stocks. *Financial Analysts Journal*, 79(3), 33-63

Bessembinder, H. (2026): One Hundred Years in the U.S. Stock Markets. Arizona State University

beat.locher@bekb.ch
www.bekb.ch

Fazit

Für Stiftungen sind Kollektivanlagegefässe in der Regel die beste Wahl

Die Bessembinder-Forschung ist kein akademischer Randaspekt. Sie liefert ein direktes Argument für die Portfoliostruktur von Stiftungen. Aktienmarktrenditen sind schief verteilt, die grosse Mehrheit der Einzeltitel schafft keinen Mehrwert oder vernichtet langfristig Vermögen. Wer in Einzelaktien investiert, trägt das volle Selektionsrisiko ohne ausreichende statistische Basis. Breite Kollektivanlagegefässe lösen dieses Problem strukturell. Sie kombinieren die statistische Notwendigkeit, die wenigen Superperformer zu halten, mit handfesten Vorteilen: Kosteneffizienz durch spezifische Fonds-Tranchen, Vermeidung der Stempelsteuer durch Schweizer Domizil, systematische Stimmrechtswahrnehmung und gebündeltes Engagement. Für Stiftungen mit sehr langem Anlagehorizont sind sie daher in der Regel die beste Wahl.

Mittelstand ohne Grenzen

So werden Familienunternehmen unabhängig vom Standort



Von Thomas A. Zenner, Geschäftsführender Gesellschafter, Family Office 360grad

Es gibt Momente, in denen Unternehmer innehalten und sich fragen, ob der Standort, an dem ihr Unternehmen historisch gewachsen ist, wirklich auch derjenige ist, der es in die Zukunft tragen wird. Diese Frage entsteht selten aus spontanen Impulsen, sondern reift über Jahre, genährt durch politische Unsicherheiten, steigende Belastungen oder die Erkenntnis, dass globale Märkte mehr Flexibilität verlangen als früher. Doch der Blick ins Ausland ist kein Selbstläufer. Zwischen Standortvorteilen und realen Risiken liegt ein Span-

nungsfeld, das sorgfältig ausgelotet werden muss. Im nachfolgenden Beitrag soll erklärt werden, wie Familienunternehmen durch kluge Vorbereitung neue Handlungsräume jenseits des Heimatstandorts gewinnen.

Standortunabhängigkeit als langfristige strategische Entscheidung
Standortunabhängigkeit bedeutet nicht automatisch Wegzug. Vielmehr beschreibt sie die Fähigkeit eines Unternehmens, unabhängig von lokalen politischen oder wirtschaftlichen Entwick-

lungen handlungsfähig zu bleiben. Für Familienunternehmen eröffnet dieser Gedanke einen wichtigen Spielraum: Die Standortfrage wird nicht mehr nur als geografisches, sondern als strategisches Zukunftsthema verstanden, das eng mit den Zielen der Unternehmerfamilie, der Entwicklung der Next Generation und der Sicherung des Familienvermögens verbunden ist.

Wer langfristig flexibel bleiben möchte, sollte frühzeitig klären, welche Strukturformen dafür geeignet sind. Internationale Holdings, Zweitzentralen

oder hybride operative Modelle können dazu beitragen, Risiken zu streuen und Chancen breiter zu nutzen. Zugleich entsteht für die Familie ein Sicherheitsnetz, das nicht an eine einzige nationale Entwicklung geknüpft ist.

Attraktive Standorte

und ihre oft unterschätzten Risiken

Die Internationalisierung wird häufig von steuerlichen Vorteilen oder unternehmerischen Freiräumen getrieben. Länder wie Dubai, Paraguay oder Brasilien werben mit günstigen Rahmenbedingungen, niedrigen Steuern oder weniger Regulierung. Doch aktuelle Entwicklungen zeigen: Was auf dem Papier attraktiv erscheint, kann sich schnell relativieren. Politische Stabilität, Rechtssicherheit, Kapitalverkehrskontrollen oder geopolitische Abhängigkeiten sind Faktoren, die in der Praxis entscheidend werden. Das Beispiel Dubai verdeutlicht, wie externe Einflüsse – etwa internationale Regulierungsinitiativen oder geopolitische Spannungen – plötzlich neue Unsicherheiten schaffen können.

Für Familienunternehmen gilt daher: Nicht jeder attraktive Standort ist automatisch ein sicherer Standort. Wer international denkt, muss Risiken genauso systematisch analysieren wie Chancen. Standortdiversifikation kann ein Schutz sein, eine einseitige Verlagerung hingegen ein Klumpenrisiko.

Rechtliche und steuerliche

Weichenstellungen frühzeitig angehen

Der Weg in die Standortunabhängigkeit beginnt nicht im Ausland, sondern am Schreibtisch in Deutschland. Gerade für Kapitalgesellschaften kann ein später Einstieg in die Planung erhebliche finanzielle Belastungen mit sich bringen. Wer Standortflexibilität langfristig ernst nimmt, sollte deshalb schon Jahre im Voraus simulieren, welche Konstruktionen sich eignen, um internationale Optionen offen zu halten, ohne dabei die steuerliche Fairness innerhalb der Familie oder die Unternehmenssubstanz zu gefährden.

Auch das Aufenthalts- und das Unternehmensrecht der möglichen Zielregionen spielen eine zentrale Rolle. Viele Länder bieten attraktive Modelle, verlangen aber bestimmte Voraussetzungen

– von Mindestinvestitionen über operative Präsenz bis zu Beschäftigungsaufgaben. Solche Regelungen müssen nicht abschreckend wirken, sie müssen nur früh genug bekannt sein.

Häufiger Fallstrick:

Wegzugsbesteuerung beachten

Ein besonders sensibler Punkt wird in der Praxis häufig übersehen: die steuerlichen Konsequenzen bei der Internationalisierung der Familie selbst. Viele Unternehmerfamilien planen, die Next Generation schrittweise einzubinden – oft auch über internationale Erfahrungen oder dauerhafte Aufenthalte im Ausland. Was dabei unterschätzt wird: Sobald Familienmitglieder Anteile am Unternehmen halten, kann ein Wegzug erhebliche steuerliche Folgen auslösen.

Bereits ab einer Beteiligung von mehr als einem Prozent greift die deutsche Wegzugsbesteuerung. Das bedeutet: Auch ohne tatsächlichen Verkauf der Anteile wird ein fiktiver Veräußerungsgewinn besteuert, wenn der Lebensmittelpunkt dauerhaft ins Ausland verlagert wird. Gerade bei frühzeitiger Einbindung der Kinder in die Gesellschafterstruktur kann dies zu erheblichen Liquiditätsbelastungen führen. Für Unternehmerfamilien ist das ein kritischer Punkt: Die Internationalisierung über die Next Generation – oft als naheliegender Schritt gedacht – muss steuerlich sauber vorbereitet werden. Ohne frühzeitige Gestaltung drohen finanzielle Nachteile, die sich im Nachhinein kaum korrigieren lassen.

Organisatorische Anpassungen

als Schlüssel zur echten Flexibilität

Standortunabhängigkeit ist nicht ausschliesslich eine juristische oder steuerliche Frage. Sie verlangt ebenso eine organisatorische Offenheit, die im Alltag spürbar ist. Unternehmen, die Prozesse digitalisieren, Verantwortung verteilen und Führung breiter aufstellen, schaffen die Strukturen, die internationale Beweglichkeit erst ermöglichen. Für Familienunternehmen spielt dabei die Next Generation eine besondere Rolle. Wer bereits heute Verantwortlichkeiten und Kompetenzen auf verschiedene Schultern verteilt, mehrere Standorte ins Spiel bringt und internationale Erfahrungen fördert, stärkt die künftige

Handlungsfähigkeit der gesamten Familie. Zugleich entsteht ein Miteinander über Ländergrenzen hinweg, das nicht nur das Unternehmen, sondern die gesamte Familie resilienter macht.

Häufig unterschätzt:

der Faktor Familie

Die grösste Herausforderung liegt oft nicht in der juristischen Komplexität, sondern im familiären Gefüge. Deshalb braucht es klare Kommunikation, gemeinsame Ziele und ein Verständnis dafür, was langfristig im besten Sinne der Familie ist. Werden alle relevanten Fragen frühzeitig besprochen, lassen sich Konflikte vermeiden und tragfähige Lösungen finden, die Fairness und Harmonie sichern.

Gerade Familienunternehmen profitieren davon, wenn solche Schritte nicht allein aus einer Risikoperspektive, sondern aus einer Zukunftsperspektive betrachtet werden. Der Aufbau internationaler Strukturen schafft Chancen für die Next Generation, eröffnet neue Märkte und stärkt letztlich das Potenzial des gesamten Familienunternehmens.

Fazit: Flexible Strukturen sind die beste Versicherung für die Zukunft

Standortunabhängigkeit ist kein Trend, sondern eine strategische Notwendigkeit für viele Unternehmerfamilien, die langfristig im internationalen Wettbewerb bestehen wollen. Sie entsteht nicht über Nacht, sondern durch vorausschauende Planung, durchdachte Strukturen und ein gemeinsames Verständnis innerhalb der Familie. Wer heute bereits prüft, wie steuerliche und rechtliche Rahmenbedingungen aussehen, welche alternativen Standorte in Frage kommen und wie das Unternehmen organisatorisch aufgestellt sein muss, schafft sich wertvolle Spielräume. Und er sorgt dafür, dass das Familienunternehmen auch dann stabil bleibt, wenn sich Bedingungen im Heimatmarkt verändern. Mit der richtigen Vorbereitung und einer unabhängigen, umfassenden Beratung lässt sich dieser Weg Schritt für Schritt gestalten und die Zukunft der Familie nachhaltig sichern.

t.zenner@familyoffice-360grad.ch
www.familyoffice-360grad.ch

Die Zukunftsfähigkeit von Unternehmen im familieninternen Nachfolgeprozess



Von **Edy Fischer**, IfW Niggemann, Fischer & Partner

In Familienunternehmen steht etwa alle 25 bis 30 Jahre ein Generationenwechsel an. Damit dieser erfolgreich verläuft, sollten Übergeber und Nachfolger den Übergang frühzeitig planen. Dabei spielen nicht nur wirtschaftliche Aspekte eine Rolle, sondern auch persönliche Erwartungen, Ziele und Belastungen.

Wenn Nachfolgepläne scheitern

Nicht jede Nachfolge verläuft wie geplant. Ein Unternehmer bereite seinen Sohn über Jahre auf die Unternehmensübernahme vor. Als der Vater jedoch unerwartet schwer erkrankte, musste der Sohn kurzfristig die Führung übernehmen. Erst in dieser Situation erkannte er, dass die Unternehmensleitung nicht seinen persönlichen Vorstellungen entsprach. Nach gemeinsamer

Beratung entschied sich die Familie schliesslich für den Verkauf des Unternehmens.

Das Beispiel zeigt, wie wichtig es ist, potenziellen Nachfolgern ausreichend Zeit zu geben, ihre eigene Motivation und Eignung kritisch zu hinterfragen. Die Übernahme eines Unternehmens sollte eine bewusste Entscheidung sein und nicht allein aus familiären Erwartungen entstehen.

Persönliche Voraussetzungen des Nachfolgers

Die Bereitschaft, ein Unternehmen langfristig zu führen, ist eine Grundvoraussetzung für eine erfolgreiche Nachfolge. Fachliche Qualifikationen allein reichen nicht aus. Entscheidend ist, ob die unternehmerische Verantwortung zum eigenen Lebensentwurf passt.

Dabei sollte auch das private Umfeld einbezogen werden. Unternehmerische Verantwortung geht häufig mit hoher Arbeitsbelastung und erheblichem Entscheidungsdruck einher. Ein stabiles familiäres Umfeld kann deshalb ein wichtiger Erfolgsfaktor sein.

Hilfreich ist eine ehrliche Analyse der eigenen Stärken und Schwächen. Dabei sollten unter anderem folgende Fragen beantwortet werden:

- Habe ich eine klare Vision für das Unternehmen?
- Verfüge ich über Führungs- und Entscheidungsstärke?
- Kann ich mit Belastungen und Unsicherheiten umgehen?
- Bin ich bereit, Verantwortung für Mitarbeiter und Unternehmen zu übernehmen?

- Passt die Unternehmerrolle langfristig zu meinen persönlichen Zielen?

Erst wenn diese Fragen überwiegend positiv beantwortet werden können, sollte die Übernahme ernsthaft in Betracht gezogen werden.

Prüfung der Zukunftsfähigkeit des Unternehmens

Neben der persönlichen Eignung muss auch das Unternehmen selbst kritisch bewertet werden. Der Nachfolger sollte die Situation ähnlich analysieren wie ein externer Investor oder Käufer. Dazu gehören insbesondere eine Strategie- und Risikoanalyse sowie eine umfassende Bewertung des Geschäftsmodells. Ziel ist es festzustellen, ob das Unternehmen auch künftig erfolgreich am Markt bestehen kann. Wichtige Fragestellungen sind:

- Ist das Unternehmen innovativ und anpassungsfähig?
- Verfügt es über ausreichende finanzielle Ressourcen?
- Wie stark ist seine Marktposition?
- Bestehen Wachstumschancen?
- Sind die notwendigen Technologien und Fachkräfte vorhanden?

In einer zunehmend dynamischen Wirtschaft wird die Fähigkeit, schnell auf Veränderungen zu reagieren, immer wichtiger. Die Zukunftsfähigkeit eines Unternehmens hängt daher nicht nur von aktuellen Kennzahlen, sondern auch von seiner Flexibilität und Widerstandsfähigkeit ab.

Der Businessplan als Entscheidungsgrundlage

Ein Businessplan hilft dabei, die zukünftige Entwicklung des Unternehmens systematisch zu beurteilen. Er beschreibt die Geschäftsidee, die strategischen Ziele sowie die geplanten Massnahmen zu deren Umsetzung. Für Nachfolger bietet ein Businessplan eine wichtige Grundlage, um Chancen und Risiken realistisch einzuschätzen. Gleichzeitig dient er als Kommunikationsinstrument gegenüber Banken, Investoren und weiteren Geschäftspartnern.

Markt- und Umfeldanalyse

Unternehmen agieren in einem sich ständig verändernden Umfeld. Deshalb sollte der Nachfolger die Markt- und Wettbewerbssituation genau analysieren. Von besonderer Bedeutung sind:

- Marktgrösse und Wachstumspotenzial
- Entwicklung der Marktanteile
- Kundenbedürfnisse und Markttrends
- Aktivitäten von Wettbewerbern
- Technologische Entwicklungen

Ein gutes Marktverständnis ermöglicht es, Chancen frühzeitig zu erkennen und innovative Produkte oder Dienstleistungen erfolgreich zu entwickeln.

SWOT-Analyse als Bewertungsinstrument

Ein bewährtes Instrument zur Beurteilung der Zukunftsfähigkeit ist die SWOT-Analyse. Sie untersucht die Stärken (Strengths), Schwächen (Weaknesses), Chancen (Opportunities) und Risiken (Threats) eines Unternehmens.

Stärken

Stärken sind Eigenschaften, die dem Unternehmen Wettbewerbsvorteile verschaffen. Dazu können qualifizierte Mitarbeiter, effiziente Prozesse, besondere Marktkenntnisse oder einzigartige Ressourcen gehören.

Schwächen

Schwächen sind interne Faktoren, die die Wettbewerbsfähigkeit beeinträchtigen. Sie können beispielsweise in veralteten Prozessen, fehlenden Kompetenzen oder organisatorischen Defiziten liegen.

Chancen

Chancen entstehen meist durch Entwicklungen im Marktumfeld. Technologische Innovationen, neue Kundenbedürfnisse oder gesellschaftliche Veränderungen können neue Wachstumsmöglichkeiten schaffen.

Risiken

Risiken umfassen externe Einflüsse, die den Unternehmenserfolg gefährden können. Dazu zählen etwa Lieferengpässe, Fachkräftemangel, neue Wettbewerber oder veränderte Marktanforderungen.

Eine realistische SWOT-Analyse unterstützt Nachfolger dabei, fundierte strategische Entscheidungen zu treffen und die langfristige Wettbewerbsfähigkeit des Unternehmens einzuschätzen.

Wissenstransfer als Erfolgsfaktor

Das im Unternehmen vorhandene Wissen stellt eine zentrale Ressource dar. Häufig ist es eng mit einzelnen Mitarbeitern oder dem bisherigen Unternehmer verbunden. Für einen erfolgreichen Generationenwechsel sollte daher geprüft werden:

- Ist das vorhandene Know-how aktuell?
- Finden regelmässige Weiterbildungen statt?
- Wird Wissen systematisch dokumentiert und weitergegeben?
- Unterstützt die Unternehmenskultur den Wissensaustausch?

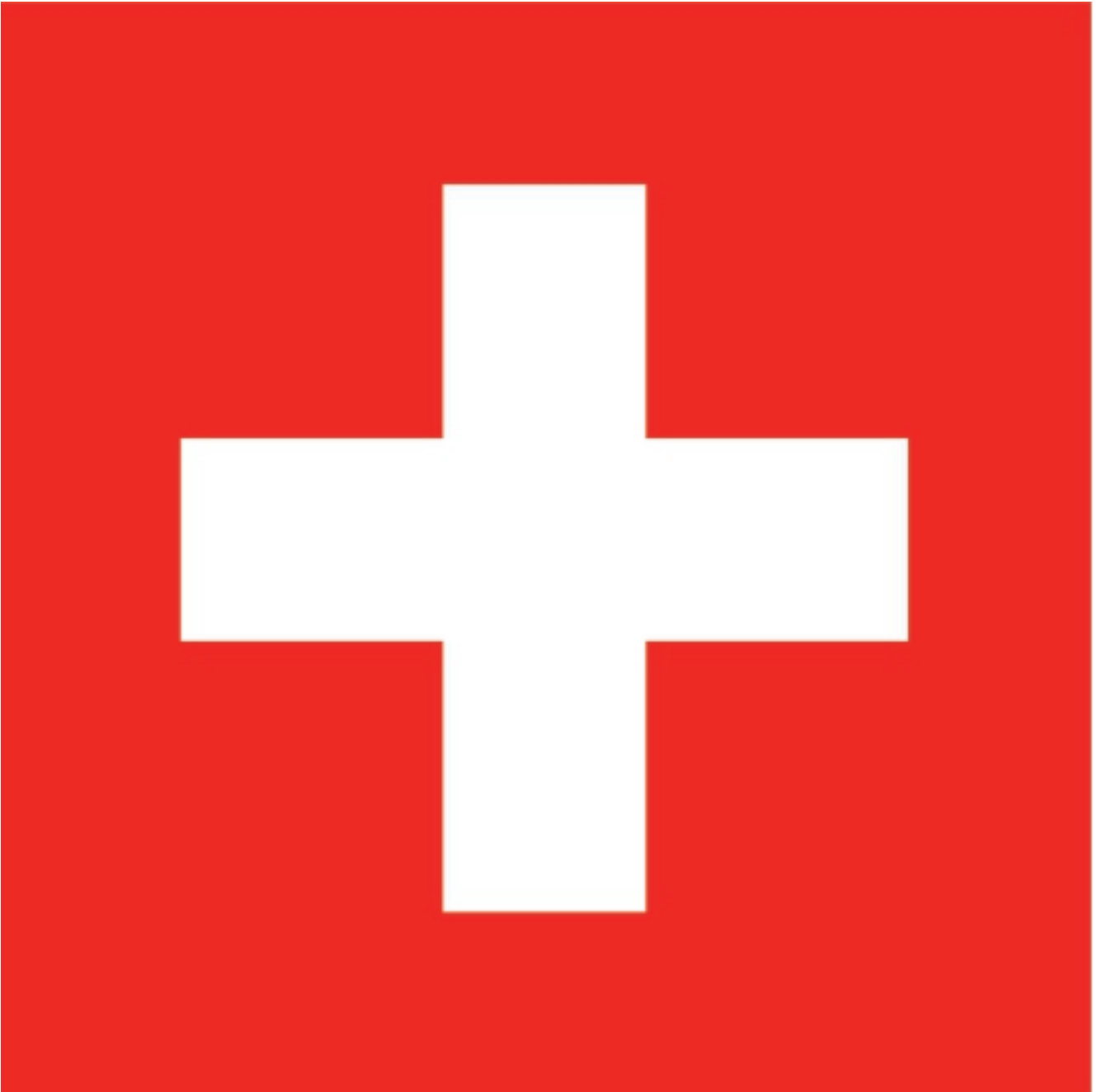
Ein strukturierter Wissenstransfer erleichtert die Übergabe und reduziert Risiken während des Führungswechsels.

Fazit

Die familieninterne Unternehmensnachfolge stellt sowohl für den Übergabegeber als auch für den Nachfolger eine anspruchsvolle Aufgabe dar. Neben der persönlichen Motivation und Eignung des Nachfolgers ist vor allem die Zukunftsfähigkeit des Unternehmens entscheidend.

Eine sorgfältige Analyse der eigenen Fähigkeiten, des Geschäftsmodells, der Marktposition sowie der Chancen und Risiken schafft die Grundlage für fundierte Entscheidungen. Wer diese Aspekte realistisch bewertet und gleichzeitig Offenheit für Innovationen und Veränderungen mitbringt, erhöht die Wahrscheinlichkeit einer erfolgreichen Unternehmensnachfolge erheblich.

e.fischer@ifwniggemann.ch
www.ifwniggemann.ch



Nicht verpassen: Sonderausgabe 3/2026

Anlageland Schweiz

**Mit Präsentation des
neuen Anlagefonds
Der Schweiz-Fonds**

Heft gratis bestellen:

info@schweiz-fonds.ch

Medienpreis für Qualitätsjournalismus 2026

2026 werden wir zum 25. Mal den Medienpreis für Qualitätsjournalismus verleihen – eine der renommiertesten internationalen Auszeichnungen für Journalistinnen und Journalisten von Print, TV, Radio und Online. Alle Informationen zum Medienpreis (Einsendefrist, Kategorien, Preisgelder usw.) finden sich auf www.medienpreis.ch.

Die Jury setzt sich aus Medienvertretern und Medienkonsumenten zusammen:



Franz Fischlin
Jurypräsident
Langjähriger Moderator
der SRF-Tagesschau
Gewinner des Schweizer
Fernsehpreises in der
Sparte Information



Dr. Norbert Bernhard
Gründer und Stifter
des Medienpreises
für Qualitätsjournalismus



Simonetta Sommaruga
Ehemalige Bundesrätin
(u.a. Medienministerin)
und Bundespräsidentin
Dozentin Universität Bern
Präsidentin der Kommission für
historisch belastetes Kulturerbe



Vasco Cecchini
Chief Communications Officer
PSP Swiss Property



Martina Fehr
CEO
Medienausbildungszentrum MAZ
Mitglied des Stiftungsrats
des Schweizer Presserats



Dr. Tobias Fischer
Vorsitzender der
Geschäftsleitung Frankfurter
Bankgesellschaft (Schweiz)



Dr. Alexander Fleischer
Bereichsleiter
Kundenmanagement
und Kommunikation
Suva



Fabienne Kinzelmann
Journalistin



Prof. Dr. Hans Rainer Künzle
Emeritierter Titularprofessor
Universität Zürich



Luisa Lange
Sustainability Management
Ethius Invest



Andreas Stuber
Leiter Kommunikation
SBB AG



Jean François Tanda
Langjähriger Journalist
Stiftungsrat Medialex



Jan Vonder Mühl
Head
Corporate Communications
Bank Julius Bär & Co. AG



Thomas A. Zenner
Geschäftsführender
Gesellschafter
Family Office 360grad

Medienpreis für Qualitätsjournalismus 2026 Sonderpreis der Suva

Im Rahmen des Medienpreises für Qualitätsjournalismus verleiht die Suva dieses Jahr erstmals einen Sonderpreis zum Thema «Prävention und Rehabilitation».

Mit dem Sonderpreis der Suva werden herausragende Beiträge zu Themen rund um die Prävention von Unfällen und Berufskrankheiten und um Rehabilitation und Wiedereingliederung ausgezeichnet.

Die Suva (Schweizerische Unfallversicherungsanstalt) ist der grösste Unfallversicherer der Schweiz. Das selbständige Unternehmen des öffentlichen Rechts mit Hauptsitz in Luzern versichert rund zwei Millionen Berufstätige gegen Berufsunfälle, Berufskrankheiten und Freizeitunfälle. Ebenso können sich Selbständige mit der Unternehmerversicherung gegen die Folgen von Unfällen absichern.

Alle Informationen zum Medienpreis für Qualitätsjournalismus und zum Sonderpreis der Suva (Einsendefrist, Kategorien, Preisgelder usw.) finden sich auf www.medienpreis.ch.

Norberts Tierstiftung



*«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*
- *gegen Tiertransporte*
- *gegen Jagd und Fischerei*
- *gegen Tierquälerei in jeder Form*

Was an Weisheiten dran ist

Für Erfahrung gibt es keine Abkürzung. Sie beruht auf Kompetenzen, Erlebnissen, Erfolgen und Niederlagen. Das bedeutet aber nicht, dass man möglichst viele Fehler selber machen muss. Weisheiten und Zitate helfen, den Lernprozess zu beschleunigen.



Von **Jeffrey Hochegger, CFA**
Anlagestrategie
Raiffeisen Schweiz

«Kräht der Hahn auf dem Mist, ändert das Wetter, oder es bleibt, wie es ist.» Weisheiten wie die genannte zeichnen sich dadurch aus, dass immer etwas Wahres dran ist. Schliesslich muss man sich den Weg zur Weisheit verdienen. Es sind jahrelange Erfahrungen, die als Wegweiser dienen, die Mut und Trost spenden sollen und zum Nachdenken anregen. Das gilt nicht nur für das Wetter, sondern auch an der Börse.

Damit Zitate oder Weisheiten ihren Erfolg untermauern können, stammen sie oft von erfolgreichen Menschen. An der Börse sind das in der Regel bekannte Anlegerinnen und Anleger. Warren Buffett ist so ein Beispiel. Eines seiner bekanntesten Zitate lautet: «Seien Sie ängstlich, wenn andere gierig sind, und seien Sie gierig, wenn andere ängstlich sind.» Gerade in turbulenten Phasen kann dieser Rat helfen.

Die Richtung stimmt

Wer ihn befolgt, handelt antizyklisch. Das heisst er investiert langfristig zu tiefen Kursen und realisiert Gewinne bei hohen. Man wird deshalb zwar nicht zum Tiefpunkt kaufen und auf Rekordständen verkaufen, aber die Richtung stimmt. Damit lässt sich Geld verdienen. Anders sieht es aus, wenn Investorinnen und Investoren von der Sorge getrieben sind, etwas zu verpassen. Angst ist beim Investieren ohnehin ein schlechter Ratgeber. Werden Aktien in die Höhe gejagt, blähen sich dadurch die Bewertungen auf. Und wer an der Börse einen zu hohen Preis bezahlt, dessen Rendite leidet. Der Spekulant und Börsenexperte André Kostolany hat dies einmal wie folgt zusammengefasst: «Einer Strassenbahn und einer Aktie darf man nie nachlaufen.» Es ist belegt, dass es viel wichtiger ist, «im Markt investiert zu sein, als dem geeigneten Einstiegszeitpunkt hinterher zu jagen».

Dennoch hört man in Boomphasen immer wieder das Argument, dass «dieses Mal alles anders sei». Da ist Vorsicht angezeigt, denn diese Aussage gilt als eine der teuersten Börsenweisheiten. Sie wird oft herangezogen, wenn Anlegerinnen und Anleger in der Euphorie Warnsignale ignorieren. Dazu gehören in erster Linie Bewertungen und Gewinnschätzungen. Dass sich Gewinne in Boomphasen verdoppeln, kommt vor. Wer aber die Reiskornlegende kennt, weiss, dass dies nur in den wenigsten Fällen während den nächsten zehn Jahren geschieht. Schlicht weil es den Gewinn von einer Million auf eine Milliarde anheben würde. Es ist deshalb ratsam, Prognosen stets kritisch zu hinterfragen. Und wenn sich ein Aktienkurs innert zwölf Monaten vervielfacht hat, dürfte ein grosser Teil des positiven Ausblicks im Kurs enthalten sein.

Diversifikation ist Trumpf

Und sollte man sich doch für ein solches Überflieger-Investment entscheiden, gilt es unbedingt, nicht «alle Eier in einen Korb» zu legen. Dabei geht es schlicht darum, die Risiken in einem Portfolio zu streuen. Ob dies über Kollektivanlagen wie aktive Fonds, passive ETFs oder eine ausreichende Anzahl Aktien und Vermögensanlagen geschieht, ist letztlich weniger wichtig. «Alle Wege führen nach Rom» – oder zu einem diversifizierten Portfolio.

Ist das Portfolio einmal aufgesetzt und das Geld investiert, empfiehlt sich, mittels einer ruhigen Hand an der langfristigen Anlagestrategie festzuhalten. Eine zu aktive Anlagestrategie ist selten zielführend. Vielmehr sagt der Volksmund: «Hin und her macht Taschen leer.» Neben unnötig hohen Gebühren steigt die Gefahr, dass man sowohl bei Käufen und Verkäufen nicht den optimalen Zeitpunkt erwischt. Wer seine Erfahrungen an der Börse gesammelt hat weiss, dass Investoren, die bei sinkenden Märkten nicht investiert sind, es auch bei steigenden nicht sind – und das kostet Rendite.

Wer sich also beim Investieren an Börsenweisheiten hält, macht schon vieles richtig. «Die Geschichte wiederholt sich zwar nicht, aber sie reimt sich.» Und wenn Albert Einstein den Zinseszinsseffekt als «achtes Weltwunder» bezeichnet, darf man das ernst nehmen. Gerade deshalb sollte man früh mit Anlegen beginnen. Denn nur so stellt man sicher, dass man langfristig erfolgreich ist. Sein Wissen wird man auf der Reise als Anleger erweitern, denn dass «der Weg das Ziel ist», sagte schon Konfuzius – und zwar vor rund 2500 Jahren. Scheint also etwas dran, an den Weisheiten.

jeffrey.hochegger@raiffeisen.ch
www.raiffeisen.ch

Moderne Geschäfts- immobilien bieten mehr als Arbeitsplätze.

Bärenplatz 9/11/27, Bern

PSP Swiss Property gehört zu den führenden Immobiliengesellschaften der Schweiz. Die Lage und Qualität der Büro- und Geschäftshäuser, der umfassende Service für die Mieter sowie die umsichtige und nachhaltige Unternehmensstrategie machen PSP Swiss Property zu einem attraktiven Partner für Mieter und Aktionäre. Die Aktien der PSP Swiss Property AG sind an der Schweizer Börse SIX Swiss Exchange kotiert (Symbol PSPN, Valor 1829415).

PSP Swiss Property AG · Kolinplatz 2 · 6300 Zug · 041 728 04 04 · www.psp.info



Zuverlässige Exzellenz im Wealth Management

Hervorragende Vermögensbegleitung darf kein Zufallstreffer sein – nur wer zuverlässig beste Ergebnisse liefert, rechtfertigt Vertrauen. Mit konstant hoher Qualität überzeugt die Frankfurter Bankgesellschaft: Zum achten Mal in Folge erhielten wir im «Elite Report»-Markttest für 2026 von der Jury das Prädikat «summa cum laude». Für die Fachjury zählen wir zu den zehn besten von 386 getesteten Vermögensverwaltern im deutschsprachigen Raum.

Als Privatbank der Sparkassen-Finanzgruppe kombinieren wir, wie es die Elite-Report-Jury formuliert, «regionale Nähe und persönliche Betreuung mit internationaler Expertise». Dieser 360-Grad-Blick auf privates und unternehmerisches Vermögen sucht am Markt seinesgleichen – im Einklang mit unserer Betreuungsphilosophie natürlich stets «eine Spur persönlicher».



© www.elitereport.de