

# CHECK-UP

KUNDENINFORMATION DER PRIVATBANKIERS REICHMUTH & CO, INTEGRALE VERMÖGENSVERWALTUNG

CH-6000 LUZERN 7 RÜTLIGASSE 1 TELEFON +41 41 249 49 29 WWW.REICHMUTHCO.CH SEPTEMBER 2007

## EDITORIAL

*Zielorientierte Mandate sind unsere Spezialität. Dabei ist die Asset Allocation nicht starr, sondern flexibel je nach Marktumfeld. Wir positionieren die Portfolios zukunftsorientiert, um die Zielrendite mit grösstmöglicher Sicherheit zu erreichen oder zu übertreffen. Welche Szenarien wir da durchdenken und wie wir das in unserem Bausteinkonzept «Portfolio der Zukunft» umsetzen, zeigen wir Ihnen im etwas neu gestalteten Anlagenteil im Inneren des Check-Up.*

*Bessere Rendite mit tieferer Schwankung – das ist die von uns erwartete Wirkung solch zielorientierter Mandate. Sie sind breiter diversifiziert als herkömmliche Portfolios und deshalb auch weniger risikoreich. Dieses Konzept funktioniert seit vielen Jahren in guten wie auch in schwierigen Zeiten. Das erwarten wir auch für die aktuelle Schlechtwetterphase an den Finanzmärkten und fokussieren uns daher bereits heute auf die sich später neu bietenden Chancen.*



*Christof Reichmuth  
unbeschränkt haftender Gesellschafter*

## NORMALISIERUNG – NOCH KEINE KRISE RISIKO HAT WIEDER EINEN PREIS

«Der Krug geht zum Brunnen...» – lautete der Titel des letzten Check Up – «Inflationsgefahr und steigendes Risiko einer Finanzkrise». Ist das bereits die Krise? Nein, noch ist es erst eine Normalisierung der Übertreibung und keine Krise. Allerdings ist die Wahrscheinlichkeit gestiegen, dass es zu einer solchen kommen kann.

### Solide Weltwirtschaft – mit Ausnahme USA

Eigentlich läuft die Weltwirtschaft nach wie vor sehr gut. Die Nachfrage Asiens und Osteuropas, aber auch die Ersatzinvestitionen im Westen füllen die Auftragsbücher. Nur die USA kränkeln und stehen fast still. Wir erwarten keinen dramatischen Weltwirtschaftseinbruch. Aber wir denken über alle möglichen Szenarien nach. Eine Zusammenfassung der aktuellen Denkszenarien finden Sie auf Seite 6. Die Markterwartung – also der Konsens – ist das wahrscheinlichste Szenario auf kurze Frist. Das Risiko einer rezessiven Entwicklung mit vorheriger Finanzkrise ist jedoch nochmals gestiegen.

### Risikoprämien – der Appetit nimmt ab

Die Risikoprämien – das sind die Mehrkosten, die ein Schuldner schlechterer Bonität zahlen muss – sind Ausdruck für die Gier oder die Angst der Anleger. Steigt der Risikoappetit sinken sie und umgekehrt. Die Risikoaufschläge waren

über 3 Jahre sehr tief, ja rekordtief. Ermöglicht hat das die übergrosszügige Geldversorgung der Notenbanken nach dem Aktieneinbruch 2000-2003. Und immer, wenn etwas lange dauert, wird eine an sich gesunde Entwicklung übertrieben und auf die Spitze getrieben. Am deutlichsten war das erkennbar in den USA mit dem immensen Verbriefungsboom (Securitization) von Krediten und Hypotheken tieferer Qualität. Nur dank ihnen ist es überhaupt zum grossen Boom im US Immobilienmarkt und danach auch im «Private Equity» Bereich gekommen. Wie das überhaupt möglich war möchten wir Ihnen am Beispiel «Subprime» im Artikel auf Seite 7 erklären. Übrigens, im Gegensatz zu den meisten Anlegern waren wir auf diese Entwicklung vorbereitet. Unsere Kunden profitieren in Reichmuth Matterhorn gar davon.

### Alchemie im Finanzsektor?

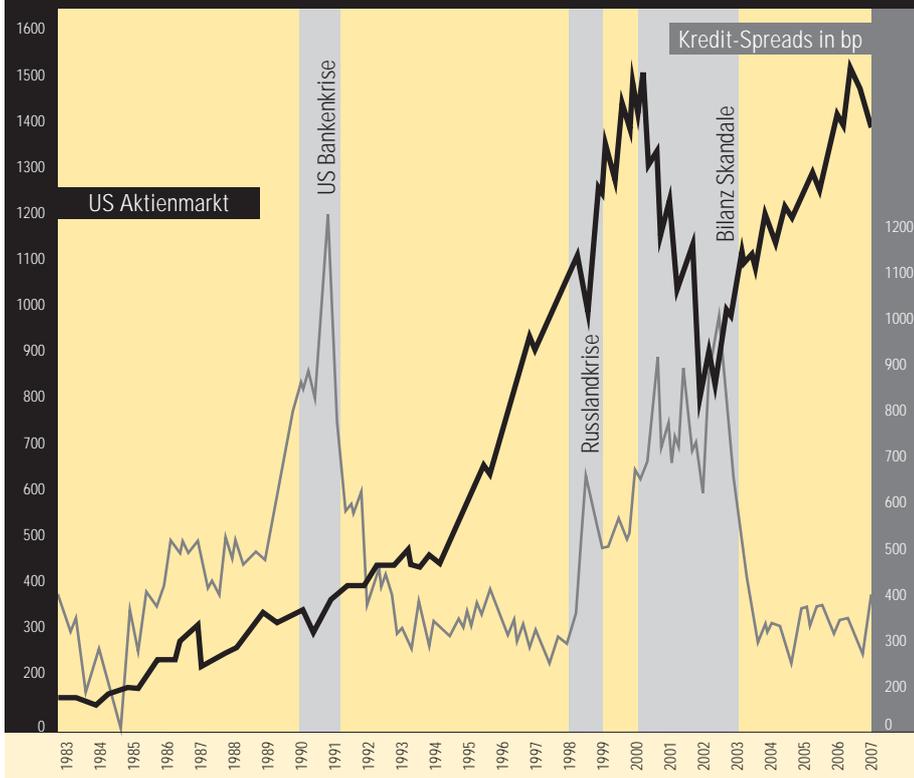
Früher versuchte man Gold chemisch herzustellen, heute erinnern viele reine

Fortsetzung nächste Seite

## I N H A L T

- 3 Marktperspektiven
- 4 Anlagepolitik
- 5 Portfolio der Zukunft
- 6 Denk-Szenarien im Überblick
- 6 Bessere Rendite bei tieferem Risiko
- 7 Wie war die «Subprime-Krise» möglich?
- 8 Das Haben mit dem Sein verbinden

## IN JEDER KREDITKRISE BRECHEN AKTIENMÄRKTE MIN. 25% EIN



Quelle: NDR/Bloomberg

Computer-Modelle an dasselbe Bestreben. Der schier grenzenlose Glaube an quantitative Modelle war und ist für uns nicht nachvollziehbar. Zugegeben, oft funktionieren solche Modelle eine ganze Weile gut. Doch dann geschieht etwas, das nicht in Zahlen und Formeln abzubilden war. Dieser Punkt kommt früher oder später fast immer. Eine Anlage hat immer eine reale Grundlage. Blosser Zahlen und statistische Werte als alleinige Entscheidungsparameter müssen über die Zeit immer zu Fehlentwicklungen führen. Wir vertrauen deshalb mehr ökonomischem Sach- und gesundem Menschenverstand und basieren unsere Investitionen auf fundamentale Überlegungen. Dabei berücksichtigen wir die mittelfristig wichtigen Geldflüsse und die kurzfristig bestimmende Marktpsychologie.

### Was bedeuten höhere Risikoprämien?

Das bedeutet Verschiedenes. So z.B. wird es teurer, Geld aufzunehmen für Unternehmen tieferer Qualität. Damit ist der Private Equity Boom fürs Erste beendet. Zweitens bedeutet das tiefere

Werte, denn die Diskontsätze, mit denen man eine Firma bewertet, sind höher. Deshalb dürfte der Aktienmarkt trotz guter Realwirtschaft weiter wanken. Letztlich – und das macht uns am meisten Sorge – bedeuten höhere Risikoprämien schwindende Risikobereitschaft. Das wiederum hat grossen Einfluss auf die Geldflüsse. Diese Folgen sind noch nicht abschätzbar. Es kann unter Umständen dazu führen, dass die hoch fremdfinanzierte Finanzwirtschaft in eine Phase des Abbaus der Fremdfinanzierung («De-Leveraging») kommt. Das würde die Preise fast sicher unter das faire Niveau drücken. Dann allerdings würden sich später wieder grossartige Investmentchancen bieten.

### Kreditkrise bedeutet mind. 25% Korrektur

In den letzten 20 Jahren hat es 3 grosse Kreditkrisen gegeben. In jeder hat der Weltaktienmarkt zwischen 20 und 50% nachgegeben. Wir erwarten keinen Einbruch wie nach dem Tech-Bubble. Aber eine starke Baisse halten wir durchaus für möglich. Auf diese Möglichkeit gilt es die Portfolios auszurichten.

### Defensiv diversifizieren

Unser Bausteinkonzept ist seit langem gut diversifiziert (vgl. Seite 5) und innerhalb der Bausteine wählen wir eine defensive Allokation. Im Aktienteil raten wir neben den Schwergewichten in Energie, Basisstoffen und Industrie auch zu Nahrung und Gesundheit. In den Strategiefonds Alpin und Hochalpin ist rund die Hälfte des Aktienteils über Optionen abgesichert, um den möglichen Einbruch zumindest abzuschwächen. Im Alternivanlageteil profitieren wir wie erwähnt in unserem Money Manager Programm Reichmuth Matterhorn dank einer «short credit» Allokation sogar von den derzeitigen Entwicklungen. Dass diese Strategie sich bisher sehr bewährt, zeigt die Rendite bis Ende Juli von +15%. Und auch unsere zielorientierten Strategiefonds liegen mit +6.3% (Alpin) und +8.1% (Hochalpin) erneut stark überdurchschnittlich im Plus.

### Währungsallokation nicht vernachlässigen

Vorerst handelt es sich nur um eine Neubewertung der Finanzwerte. Welchen Effekt das auf die Realwirtschaft haben wird ist noch nicht absehbar. Insbesondere längst notwendige Währungsverschiebungen könnten hier noch eine wichtige Rolle spielen. Deswegen raten wir zu Vorsicht bei der Währungsallokation. Wir mögen die asiatischen Währungen und auch Gold. Der starke EUR hat CHF Anlegern schöne Gewinne gebracht. Es ist Zeit, diese mittels Absicherungen nicht wieder herzugeben. Der USD ist zwar nicht mehr teuer gegenüber den europäischen Währungen, aber wir würden noch immer absichern. Allenfalls darf man gar USD leer verkaufen zu Gunsten von asiatischen Währungen. Diese Frage der Währungsallokation muss im persönlichen Gespräch direkt geklärt werden. Wir freuen uns darauf und auf die vor uns liegenden Herausforderungen.

*Ihr Reichmuth Team*

# MARKTPERSPEKTIVEN

## 3. TRIMESTER 2007

### ZINSEN

**In Europa und Japan steigen die Zinssätze noch weiter, in USA bleiben sie unverändert oder könnten leicht sinken.**

Das gute Wachstum der Weltwirtschaft ist bisher ungebrochen. Das Risiko, dass es durch die Krise im Markt der verbrieften Hypothekarkredite in USA zunehmend negativ tangiert wird, nimmt aber zu. Auch die Konjunkturdämpfungsmaßnahmen in China oder die hohe Abhängigkeit des Booms in Osteuropa von Kapitalimporten werden mit der Zeit zu einer Abschwächung führen. Die Zentralbanken richten ihre Geldpolitik primär auf die Konstanzhaltung des Geldwerts aus. Da sie von steigenden Inflationsgefahren ausgehen werden sie, zumindest in Europa und Japan, noch etwas restriktiver werden. Das US-Fed hingegen könnte zu einer grosszügigeren Geldpolitik übergehen, insbesondere wenn es zu einer Finanzmarktkrise käme. Entsprechend ist in Europa mit einer weiteren Leitzinserhöhung der EZB und der Schweizerischen Nationalbank zu rechnen und auch in Japan sind ähnliche Zinserhöhungen im Geldmarkt zu erwarten.

Die langfristigen Renditen sind zunächst weiter gestiegen, haben in den letzten Wochen aber wieder nach unten korrigiert. Sie werden in den nächsten Monaten dem Zinstrend in den Geldmärkten, allerdings in abgeschwächtem Ausmass, folgen, also leicht steigen in Europa und Japan, und etwa unverändert bleiben in USA.

### AKTIENMÄRKTE

**Die Aktien sind nach den Kursrückgängen in den letzten Wochen fair bewertet. Die steigende Unsicherheit in den Finanzmärkten könnte, falls sie auf die Realwirtschaft übergreift, zu einem längeren Abwärtstrend führen.**

Die Aktienmärkte haben auf die Hypothekarkmarktkrise in USA mit Kursrückgängen, insbesondere für den am meisten betroffenen Finanzsektor, reagiert und sind auch sehr volatil geworden. Nach den fundamentalen Kriterien sind die Aktien gemessen an den Gewinnen und unter der Voraussetzung, dass die Unsicherheit in den Finanzmärkten nicht auf die Realwirtschaft übergreift, im Durchschnitt fair und teilweise günstig bewertet. Der bisherige Optimismus der Marktteilnehmer ist aber einer sehr starken Verunsicherung und einem allgemeinen Vertrauensverlust gewichen. Wegen der schwierigeren Finanzierung werden auch das Volumen von Übernahmen und die daraus resultierende Nachfrage nach Aktien stark zurückgehen. Der bisherige Aufwärtstrend in den Aktienmärkten ist daher wohl für einige Zeit gebrochen und könnte im Gegenteil insbesondere in USA in einen rückläufigen Trend übergehen.

Von den einzelnen Märkten favorisieren wir nach wie vor Japan und andere fundamental günstig bewertete asiatische Länder wie Südkorea, Taiwan, Thailand und Singapur; das Kursniveau liegt hier im Gegensatz zu den westlichen Märkten immer noch wesentlich unter früher erreichten Höchstständen. Nach Branchen ist der Finanzsektor am günstigsten bewertet; Banken würden wir aber wegen der ungewissen Auswirkungen der Hypothekarkmarktkrise trotzdem meiden, wohl hingegen ausgewählte europäische Versicherungsgesellschaften für Käufe in

Betracht ziehen. Im Übrigen ergeben sich bei den gegenwärtig sehr volatilen Kursbewegungen ganz generell oft attraktive Einstiegsmöglichkeiten.

### WÄHRUNGEN

**Die Tiefzinswährungen JPY und CHF sind schwach geblieben, aber eine Trendumkehr bahnt sich an. Auf lange Sicht wird der USD abwärts tendieren, vor allem gegenüber dem JPY und den asiatischen Währungen.**

Die aus der weiteren Ausweitung des Volumens der Carry-Trades resultierende Abschwächung der Tiefzinswährungen JPY und CHF hat sich in den letzten Monaten zunächst fortgesetzt. Aufgrund der durch die Hypothekarkmarktkrise in USA ausgelösten erhöhten Unsicherheit in den Finanzmärkten hat sich jetzt aber eine Trendumkehr angebahnt, welche sich in nächster Zeit verstärken könnte. Im Übrigen sind die fundamentalen Ungleichgewichte in den Ertragsbilanzen und den Kaufkraftparitäten unverändert hoch oder haben sich sogar noch verstärkt. Auf lange Sicht ist ein Abbau dieser Ungleichgewichte unumgänglich. Entsprechend ist eine starke Abschwächung des USD, vor allem gegenüber dem JPY und den andern asiatischen Währungen, zu erwarten. Ähnliches gilt, wenn auch in weniger ausgeprägtem Ausmass, in Europa bezüglich CHF und GBP, wo wir auf lange Sicht mit einer deutlichen Aufwertung bzw. Abwertung gegenüber dem EUR rechnen.



*Dr. Max Rössler*

# ANLAGEPOLITIK

3. TRIMESTER 2007

BASIS	CH	EU	UK	USA	J
<b>Kaufkraftparitäten USD</b>					
Ned Davis Research	1.22	1.24	0.64	1.00	106
<b>Konjunktur (BIP)</b>					
heute	2.4%	3.1%	3.0%	1.8%	2.6%
6 Monate	→	→	↘	↘	→
3 Jahre	↘	↘	↘	↘	→
<b>Inflation</b>					
heute	0.7%	1.9%	2.4%	2.7%	-0.2%
6 Monate	→	→	→	↗	↗
3 Jahre	2.0%	2.5%	3.5%	4.0%	1.5%
<b>Aktienmarkt</b>	<b>SPI</b>	<b>DAX</b>	<b>FTSE</b>	<b>S&amp;P 500</b>	<b>TOPIX</b>
Kurs/Umsatz	1.9	0.8	1.4	1.6	0.8
Dividendenrendite	2.1	2.6	3.9	1.9	1.3
Kurs/Buchwert	2.7	1.9	2.3	2.8	1.7
Kurs/Gewinnverhältnis aktuell	14	13	12	17	20
Kurs/Gewinnverhältnis geschätzt	15	13	11	15	18

PROGNOSEN	CH	EU	UK	USA	J
<b>Geldmarkt (3 Monate)</b>					
heute	2.9%	4.7%	6.6%	5.5%	1.0%
6 Monate	↗	↗	→	→	↗
<b>Swapsätze (10 Jahre)</b>					
heute	3.4%	4.7%	5.7%	5.3%	1.8%
6 Monate	↗	↗	→	→	↗
3 Jahre	↗	↗	→	↗	↗
<b>Währungen</b>					
heute		1.64	2.41	1.20	1.03
6 Monate		↘	↘	↘	↗
3 Jahre		↘	↘	↘	↗
<b>Aktienmarkt</b>	<b>SPI</b>	<b>DAX</b>	<b>FTSE</b>	<b>S&amp;P 500</b>	<b>TOPIX</b>
heute	7'130	7'500	6'210	1'465	1'580
6 Monate	→	→	→	↘	↗
3 Jahre	→	→	→	↘	↗
<b>Immobilienmarkt</b>	→	→	↘	↘	→

Legende: ↗ = steigend    → = gleichbleibend    ↘ = fallend    Stichtag: 24. August 2007

# PORTFOLIO DER ZUKUNFT

## UNSER ZUKUNFTSORIENTIERTES BAUSTEINKONZEPT AN EINEM BEISPIEL

BSP.	WAS	WIE	UMSETZUNGSIDEEN	RENDITE*	VOLATILITÄT*
5%	Commodities	Edelmetalle	Gold Termingeschäfte Gold Aktien ETF Gold physisch	8-10%	10%
10%	Immobilien	1/4 Schweiz 1/4 Europa 1/2 Asien	Immobilien-gesellschaften Deutschland/Osteuropa Singapur REITs/Vietnam	5-8%	10%
25%	Alternative Anlagen	Fund of Hedge Funds (diversifizierte Instrumente mit klarem Rendite/Risikoziel)	Reichmuth Matterhorn oder Drittinstrumente Reichmuth Himalaja	8-10% 10-15%	< 5% < 10%
15%	Strukturierte	Makro-Ideen – umgesetzt mit (teilweisem) Kapitalschutz	Japanische Aktien kapitalgeschützt Nebenwerte Japan mit Teilschutz Baisse Strategie auf US Aktien Asiatische Währungen gegen USD	10-15%	8%
20%	Aktien	Diversifiziertes Aktienportfolio mit Schwergewichten in Rückenwindbranchen Umsetzung mit «Scale in – Scale out»-Konzept	Energie (Öl/Gas) Infrastruktur (Strom/Verkehr/Bahn) Basisstoffe (Zement/Bauzulieferer) Asien (Singapur/Taiwan/Korea)	4-6%	15%
25%	Festverzinsliche	Geldmarkt und Obligationen als Sicherheitspolster und Wartegeld	Kurze Laufzeiten in CHF und EUR SGD Obligationen mit Laufzeiten bis 5 Jahre	2-4%	4%

<b>Total</b>	<b>5-9%</b>	<b>ca. 5%</b>
--------------	-------------	---------------

\*Erwartete Durchschnittsrendite, bzw. Volatilität über die nächsten 3-5 Jahre.

## WÄHRUNGSAKLOKATION NICHT VERNACHLÄSSIGEN JPY UND CHF ZU BILLIG – EUR UND GBP ZU TEUER

«Man kann alles richtig machen – wenn man auf den Währungen falsch liegt, ist alles wieder weg». Dies lernten wir schon vor vielen Jahren von einem Kunden und deswegen steuern wir die Währungsallokation seit jeher aktiv und meist mittels Devisentermingeschäften. Wichtig dabei ist, dass diese Termingeschäfte als Asset Allocation Entscheidung gesehen werden und nicht als isolierte Transaktionen.

Die zwei Haupttrends der vergangenen Jahre aus CHF Sicht waren ein sehr schwacher JPY und ein starker EUR. Bei beiden dürfte der Trend zu Ende sein. So hat der JPY von seinem Höchst im Jahr 2000 gegenüber dem CHF rund 40% verloren. Er notiert nahe den histori-

schen Tiefstwerten. So genannte «Hartwährungen» wie der CHF oder der JPY sind immer gegeneinander zu betrachten und sie gehen nie auf Null. Starke Abweichungen vom Mittelwert sind da-

her besonders interessant. Heute ist der JPY so tief, oder der CHF so hoch, dass wir den JPY in unserer Währungsallokation hochattraktiv einstufen.



# UNSERE DENK-SZENARIEN IM ÜBERBLICK

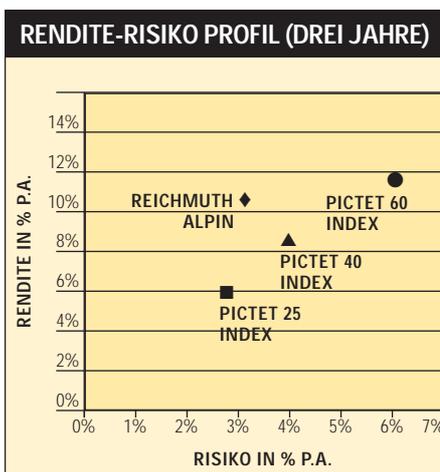
## WIE WIR DIE ZUKUNFT EINSCHÄTZEN

MARKT	FINANZKRISE	REZESSION	INFLATION	EUPHORIE
Das Wachstum der Wirtschaft bleibt weltweit gut, am höchsten in Asien, am tiefsten in USA. Die Ertragsbilanzgleichgewichte bleiben hoch. JPY und CHF bleiben unterbewertet wegen der Carry-Trades. Die Zinsen in Europa und Japan steigen noch weiter, in USA bleiben sie unverändert. Die Aktienmärkte tendieren seitwärts.	Mögliche Auslöser: 1) Kreditkrise Ein Anstieg bei den Ausfallraten wird die Risikoprämien sprunghaft ansteigen lassen. Mögliche Kettenreaktionen, insbesondere bei den Kreditderivaten und Kreditstrukturen drohen. 2) USD Krise Ungleichgewichte führen zu starker Abwertung des USD (Ertragsbilanzen, Carry-Trades, Devisenreserven). 3) Externer Schock Terrorismus, Nahostkrieg, Naturkatastrophen.	Die restriktivere Geldpolitik zusammen mit den stagnierenden oder sinkenden Immobilienpreisen in den angelsächsischen Ländern schwächt das Wachstum und führen in USA und später auch in andern Ländern zu einer milden Rezession. Die Zinsen steigen nicht mehr. Die Aktienmärkte bröckeln ab.	Die Notenbanken bauen den in den letzten Jahren entstandenen Liquiditätsüberhang nicht ab, die Löhne steigen immer stärker. Das Wachstum steigt zwar nominal, geht aber real zurück. Die Zinssätze steigen. Die Aktienmärkte stagnieren. Immobilien, Edelmetalle und allgemein Substanzwerte sind gesucht. Nominelle Verpflichtungen (z.B. Alterssicherung) können besser erfüllt werden.	Das Wachstum in den Emerging Markets wirkt als Lokomotive, in den Industrieländern, inkl. USA, bleibt es auf gutem Niveau. Die Ungleichgewichte in den Ertragsbilanzen werden etwas kleiner. Die Aktienmärkte und Immobilienpreise steigen wieder, Die Zinssätze steigen. Die Energie- und Rohstoffpreise steigen. Übertreibungen und Spekulationen nehmen überhand.
Cash: Neutral Bonds: Neutral Aktien: Neutral Japan: Long Energie: Long Emma: Long Rohstoffe: Neutral USD: Neutral Asien FX: Long Gold: Neutral	Cash: Long Bonds: Long (AAA) Aktien: Short Japan: Short Energie: Short Emma: Short Rohstoffe: Short USD: Short Asien FX: Neutral Gold: Long	Cash: Long Bonds: Long Aktien: Short Japan: Neutral Energie: Short Emma: Short Rohstoffe: Short USD: Short Asien FX: Long Gold: Neutral	Cash: Short Bonds: Short Aktien: Short Japan: Short Energie: Long Emma: Short Rohstoffe: Long USD: Short Asien FX: Long Gold: Long	Cash: Short Bonds: Short Aktien: Long Japan: Long Energie: Very Long Emma: Very Long Rohstoffe: Very Long USD: Neutral Asien FX: Long Gold: Neutral
Wahrscheinlichkeit: 40%	Wahrscheinlichkeit: 25%	Wahrscheinlichkeit: 20%	Wahrscheinlichkeit: 10%	Wahrscheinlichkeit: 5%

## BESSERE RENDITE BEI TIEFEREM RISIKO

### ERFOLGREICH DANK ZIELORIENTIERTER STRATEGIE

Reichmuth Alpin ist unser zielorientierter Anlagestrategiefonds, der



die Reichmuth Anlagepolitik konservativ umsetzt. Als Restriktionen gelten die Pensionskassenvorschriften. Damit eignet sich der Fonds für zielorientierte Privatinvestoren und für Pensionskassen als BVG Mischvermögen.

Reichmuth Alpin ist breiter diversifiziert als herkömmliche Strategien. Zudem ist die Asset Allocation nicht starr, wir steuern sie markt- und zukunftsorientiert. So wollen wir Chancen nutzen und Risiken meiden. Als Resultat erwarten wir eine tiefere Schwankung und eine bessere Rendite

als bei herkömmlichen Portfolios. Die Grafik zeigt das Rendite-/ Risikoprofil im Vergleich zu den Pensionskassenindizes mit 20, 40 oder 60% Aktienanteil. In den letzten drei Jahren konnten wir unsere These mit Resultaten erneut erhärten.



Sergio Hartweger CFA

# WIE WAR DIE «SUBPRIME-KRISE» MÖGLICH?

## VERBRIEFTE HYPOTHEKEN BEWEGEN DIE WELTFINANZMÄRKTE

Das aktuelle Problem hat viele Väter. Die überaus grosszügigen Notenbanken gehören dazu wie auch die konsumfreudigen Hauseigentümer. Die modellgläubigen Rating-Agenturen ebenso wie die aggressiven Hypothekenverkäufer. Aber auch die renditegierigen Anleger rund um den Globus darf man nicht in Schutz nehmen. Nur in der Kombination war es möglich, aus einer einfachen Sache wie z.B. einer Hypothek mittels mehrfacher Verbriefung ein Instrument zu machen, in welchem niemand mehr am ursprünglichen Grundgeschäft interessiert war!

### Am Anfang stehen Hypotheken

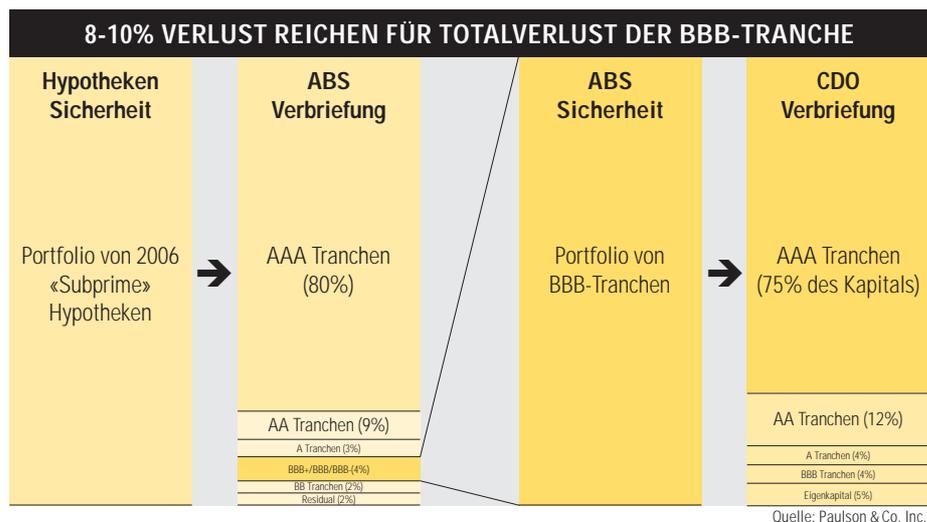
Diese werden vergeben an Hauseigentümer mit zweitklassiger Bonität (sog. «Subprime»). Die Banken wollen diese Hypotheken von Anfang an nicht auf die eigene Bilanz nehmen, sondern an den Wertchriftenmarkt verkaufen. Dann trägt der Markt das Risiko und nicht mehr die Bank.

### Struktur von «Asset Backed Securities» (ABS)

Eine Vielzahl von Hypotheken wird in einem Pool zusammengefasst (siehe Grafik). Dieser Pool wird dann von Rating-Agenturen beurteilt und mit Ausfallwahrscheinlichkeiten eingestuft. Denn der Pool soll mit möglichst günstigen Fremdmitteln (Obligationen) finanziert werden. Je höher diese Obligationen in der Kapitalstruktur sind, desto sicherer sind sie und umgekehrt. Wir zweifeln, ob die historischen Modelle der Rating-Agenturen der ökonomischen Gegebenheit genügend Rechnung tragen. Vielmehr scheint uns solcher Glaube in Modelle und deren Resultate totalitäre – und damit gefährliche – Züge anzunehmen.

### Aus einem ABS wird ein CDO

Jetzt wird es spannend. Denn während man die AAA-Obligationen aus dem ABS



noch gut bei Investoren platzieren kann, sind die tieferen Qualitätstranchen etwas schwieriger zu verkaufen. Oft tauchen diese Tranchen in so genannten «Collateralized Debt Obligations» (CDOs) auf. Das ist eine weitere Verbriefungsform, bei der aber keine Sachwerte finanziert werden, sondern Schuldpapiere. Es ist das gleiche Spiel, nur diesmal mit einer viel höheren Konzentration an schlechterer Qualität. Das ist in der Grafik dargestellt mit den BBB-Tranchen. Eine Vielzahl dieser BBB-Tranchen wird zusammengefasst in einem Pool und wieder in neue Tranchen aufgeteilt und so finanziert! So kann man aus tiefer Qualität wieder AAA-Obligationen kreieren. Ökonomisch kaum verständlich, statistisch mit historischen Daten aber modellierbar.

### Und darauf kauft man CDS

CDS steht für Credit Default Swaps. Diese wirken wie eine Versicherung. Man zahlt eine jährliche Prämie, dafür kriegt man den Nominalbetrag der Obligation ausbezahlt, wenn der Schuldner nicht mehr zahlen kann. Und genau diese helfen uns heute in den «short credit» Strategien, wo wir diese Versicherung kaufen. Interessant ist zu hören, wer diese Versicherungen auf diese ABS oder CDO-Vehikel verkauft – also wer die Gegenpartei ist. Oft sind es so genann-

te synthetische CDOs! Diese Vehikel bilden einen konzentrierten Pool von Schuldpapieren synthetisch via Derivate ab.

### Wo ist das Risiko des CDO?

Wenn nur ca. 8-10% aller ursprünglichen Hypotheken in der Grafik ausfallen, ist der gesamte CDO wertlos – auch die AAA-Obligationen! Natürlich werden nicht alle CDOs total ausfallen – aber durch die Übertreibung doch einige. Der wirkliche Test der Märkte kommt aber erst, wenn die «versicherten» Beträge aus den CDS nicht nur neu bewertet, sondern auch tatsächlich bezahlt werden müssen!

### Wer kauft diese Papiere?

Das fragten wir uns oft und verstehen noch heute nicht, wie diese Papiere nun überall auf der Welt auftauchen und Verluste auslösen. Voraussichtlich wird dies eine gewaltige Vermögensvernichtung von mehreren USD 100 Mrd. zur Folge haben. Die Reaktion darauf wird zeigen, ob es zu einer echten Krise kommen wird oder nicht.



Patrick Erne

# DAS HABEN MIT DEM SEIN VERBINDEN

KARL REICHMUTH ÜBER EINE LÖSUNG DER UNTERNEHMENSNACHFOLGE

Vermögen ist immer etwas Persönliches. Die Bedürfnisse der Kunden zu erkennen und eine zielgerichtete Struktur vorzuschlagen ist eine Kernaufgabe der integralen Vermögensverwaltung. Dazu gehört auch die rechtzeitige Erbschaftsplanung – gerade für Unternehmer.

## Unternehmensnachfolge und Gerechtigkeit

Bereits der Vater eines Kunden gab vor vielen Jahrzehnten ein überzeugendes Beispiel. Als Firmeninhaber übergab er sein Unternehmen frühzeitig in die Verantwortung seines Sohnes. Das jedem Elternpaar wichtige Postulat der Gerechtigkeit erfüllte er gegenüber der einzigen Tochter durch frühzeitiges Ansparen separater Vermögenswerte.

## Nachfolge für die vierte Generation

Seit Anfang der 70er Jahre führte der damals sehr junge Unternehmer die traditionsreiche deutsche Firma in eine neue Dimension. Er hat vier Kinder, drei Söhne und eine Tochter. Zwei seiner Söhne sind interessiert und fähig, das Unternehmen weiterzuführen. Dem Beispiel seines Vaters folgend bildete auch er für seine Tochter separate Vermögenswerte. Die grösste aller Herausforderungen für ihn jedoch war, für seinen seit Geburt behinderten Sohn zeitlebens höchste Sicherheit der Für- und Vorsorge einzurichten.

## Individuelle und zielorientierte Lösung

Sein Unternehmen ist inzwischen umsatz- und ertragsmässig börsenfähig. Damit könnte dem Postulat einer gerechten Aufteilung des Vermögens unter den Kindern am einfachsten gedient werden. Als echter mittelständischer Unternehmer wollte er dies jedoch

nicht. Uns, als integrale Vermögensverwalter und dadurch auch Begleiter in solchen Fragen, gab er folgendes Ziel: «Gerechtigkeit für alle, Sicherheit für den benachteiligten Sohn und Erhaltung des Unternehmens als Familienunternehmen».

## Wege legen

Noch unter seiner Führungsverantwortung als CEO leitete er die mit seinem Steuer- und Familienanwalt erarbeitete Lösung als Prozess ein. In Ergänzung zu seinen zwei Söhnen, die im Unternehmen tätig sind, nahm er Profis von Aussen in die Unternehmensleitung. Damit kann die nächste Generation – sofern sie möchte und die Firma in kaum noch «familienübliche» Grösse wachsen sollte – den Börsengang tätigen. Weiter wurden durch Ausgliederung des grossen Immobilienbestandes in eine Liechtensteiner Stiftung sowohl die Vorsorge-Sicherheit für seinen benachteiligten Sohn als auch steigende Vermögenswerte für die Tochter erreicht.

## Steuerfragen

Wie bei jeder Erbschaftslösung in Deutschland spielen Steuerfragen eine wichtige Rolle. Es gilt die für das Unternehmen potenziell tödlichen Erbschaftssteuern zu vermeiden. Deshalb übertrug man die Immobilien in eine gläserne Stiftung. Das ist eine den Steuerbehörden bekannte Konstruktion nach liechtensteinischem Recht. Einmal übertragen kann die deutsche als auch die schweizerische Steuerbehörde keine Erbschaftsteuer verlangen. Selbstverständlich werden die Ertragsausschüttungen aus der Stiftung mit Einkommenssteuern belastet bleiben, unabhängig davon, wo die Erben wohnen.

## Grosse Gestaltungsfreiheit der Wege

Mit der frühzeitigen Planung möglicher

Erbschaftsvorgänge und mit der Öffnung verschiedener Wege konnten alle Ziele erreicht werden.

1. Der behinderte Sohn ist Erstbegünstigter für die seinem heutigen Lebensstil entsprechende Fürsorge inkl. Inflationsschutz aus den Mieten des umfangreichen Immobilienbestandes.
2. Die Zweitbegünstigte, seine Tochter, kann aufgrund der gut gelegenen Immobilien auch für sich und ihre Familie einen gesicherten Mietertrag erwarten. Das hilft der kapitalmässigen Gerechtigkeit für alle Erben.
3. Durch frühzeitige Einbeziehung in die unternehmerische Verantwortung und die frühzeitige Schenkung grosser Minderheitspakete sind die beiden Söhne bereits am von ihnen erarbeiteten Mehrwert in den Unternehmen beteiligt.
4. Durch Rückzug auf die legislative Ebene des Aufsichtsrates sowie durch Schaffung entsprechend neutraler Gremien mit Erweiterung der Führung durch einen aussenstehenden Geschäftsführer wird das Geschick seiner Unternehmung familienunabhängiger.

Der Seniorchef kann so mit etwas Distanz die verdienten Früchte seiner Langzeitplanung betrachten und der jungen Generation beratend zur Seite stehen. Solche Gewissheiten sind die echten Ziele von «Haben mit dem Sein verbinden».



*Karl Reichmuth  
unbeschränkt haftender Gesellschafter*