Julius Bär

WEALTH REPORT: EUROPE

SEPTEMBER 2014

Sehr geehrte Leserin, sehr geehrter Leser

Grundsätzlich ist unter Vermögen die Anhäufung von Ressourcen sowohl finanzieller als auch nicht finanzieller Art zu verstehen. Um den Wohlstand eines privaten Haushalts einzuschätzen, betrachten wir in der Regel das Nettovermögen, also den Betrag, um den die Vermögenswerte des Haushalts dessen Verbindlichkeiten übersteigen. Besitzt der Haushalt mehr, als er schuldet, ist sein Vermögen positiv – und umgekehrt. Das Vermögen gibt uns also Aufschluss über die aktuelle Finanzlage eines privaten Haushalts.

Zudem ist das Vermögen eine Schlüsselkomponente im Wirtschaftssystem. Steigender Wohlstand hebt nicht nur die Stimmung und kurbelt die Konsumausgaben an, er bietet Familien auch eine persönliche Absicherung für unkalkulierbare Ereignisse wie einen Konjunkturrückgang, den Verlust des Arbeitsplatzes oder andere Notfälle. Und natürlich kann Vermögen auch den Spielraum der unternehmerischen Möglichkeiten erweitern, wenn es direkt oder als Sicherheit für Risikokapital eingesetzt wird. Insofern ist Vermögen auch immer mit Verantwortung verbunden, privater und sozialer gleichermassen, wie unser Chief Investment Officer Dr. Burkhard P. Varnholt in unserer Publikation «CIO Standpunkte» erläuterte.

Doch ungeachtet der wichtigen Rolle, die das Vermögen in unseren Volkswirtschaften spielt, ist dieses Thema nach wie vor verhältnismässig wenig erforscht. Und genau deshalb ist die vorliegende Erstausgabe des Julius Bär «Wealth Report: Europe» aus unserer Sicht interessant. Der Bericht verschafft einen Einblick in die Arten von Vermögensbesitzern, die es heute in Europa gibt, in die Entwicklung ihrer Vermögen und in die Herausforderungen, denen sie gegenüberstehen. Zudem geht er auf verschiedene Spezialthemen ein, die von Überlegungen zum Vererben von Vermögen bis hin zur wichtigen Rolle reichen, die Familienunternehmen beim Aufbau eines nachhaltigen Wohlstands in Europa spielen.

Vieles in diesem Bericht wird für Sie oder Ihr Geschäft unmittelbar relevant sein. Wir zeigen damit, dass wir bei Julius Bär Orientierungshilfe geben wollen, indem wir Trends antizipieren, erstklassige Dienstleistungen bieten und unseren Fokus exklusiv auf unsere Kunden richten. Dieser Bericht ist Teil unseres unermüdlichen Bestrebens, unsere Kunden bei ihren finanziellen oder strategischen Zielen zu unterstützen.

Ich wünsche Ihnen eine spannende Lektüre und bedanke mich für Ihr Interesse an diesem wichtigen Thema.

Boris F. J. Collardi
Chief Executive Officer
President of the Executive Board
Julius Bär Gruppe

INHALTSVERZEICHNIS

Artikel	Seite
Zusammenfassung Was Sie in diesem Bericht erwartet	4
Porträt der Vermögenssituation europäischer Privathaushalte Europa bleibt eine der reichsten Regionen der Welt	6
Vermögensverteilung in Europa Unterschiede im Durchschnittsvermögen nach Ländern	10
Verschiebung der Vermögensverteilung in Europa im Lauf der Zeit Seit der Nachkriegszeit steigt die Vermögenskonzentration wieder	12
Die vermögendsten Milliardäre Europas Top 10 der Männer, Top 10 der Frauen	16
Vermögensverwaltung im Niedrigzinsumfeld Interview mit Dr. Burkhard P. Varnholt, CIO von Julius Bär	20
Expansive Geldpolitik heizt Inflation bei Luxusgütern an Liquidität kurbelt die Märkte an, nicht aber die Wirtschaft	22
Europäische Luxusgüterhersteller Nutzniesser des wachsenden Vermögens	24
Vermögensaufbau durch Familienunternehmen Familienunternehmen als Motor für den Wohlstand	28

Artikel	Seite
Unternehmerische Denkweise fördern Interview mit Sir Richard Branson, Gründer der Virgin Group	32
Die wachsende Bedeutung ererbten Vermögens in Europa Der Einfluss niedriger Erbschaftssteuern und hoher Kapitalrenditen	34
Der Umgang mit den strukturellen Herausforderungen Europas Interview mit Professor Simon J. Evenett, Universität St. Gallen	38
Der Vermögenseffekt von Abwertung und Umschuldung Wirtschaftskrisen können Vermögen vernichten	40
Von der Philanthropie zum Impact Investing Rendite neu definiert	42
In Kunst investieren Wohltat für Kopf und Seele	44
In Wein investieren Wird mit dem Alter besser	46
Die Zukunft des Wohlstands in Europa Interessante Zeiten	48

ZUSAMMENFASSUNG

Die Erstausgabe des Julius Bär «Wealth Report: Europe» verschafft Einblicke in die derzeitige Situation, die historische Entwicklung sowie die künftigen Herausforderungen der Vermögensbildung in Europa. Zudem geht sie auf diverse Spezialthemen im Vermögenskontext ein und gibt den Lesern an verschiedenen Stellen Tipps und Tricks als Orientierungshilfe zu den komplexen Aspekten der Vermögensverwaltung in Europa.

Robert Ruttmann, Julius Bär

Dieser Bericht liefert eine Vielzahl wichtiger Erkenntnisse. 2013 war das Vermögen in Europa gegenüber dem Vorjahr um 1.7% angewachsen und hatte mit EUR 56 Billionen ein neues Allzeithoch erreicht, das über dem Vorkrisenhöchststand lag. Die Vermögensentwicklung ist in den einzelnen Ländern seit der Finanzkrise 2008 jedoch sehr unterschiedlich verlaufen: In der Schweiz und in Deutschland beispielsweise ist das Nettovermögen gegenüber dem Höchststand vor der Krise um mehr als EUR 1 Billion bzw. EUR 2 Billionen angewachsen, während Peripherieländer wie Spanien und Griechenland nach wie vor hohe Vermögensverluste hinnehmen müssen.

Unserem Bericht zufolge entfallen von Europas Gesamtvermögen über zwei Drittel auf die grossen Kernländer Deutschland, Frankreich, Grossbritannien und Italien. Ein etwas anderes Bild ergibt sich bei der Betrachtung des durchschnittlichen Vermögens pro Erwachsenen, wo kleinere Kernländer wie Luxemburg und die Schweiz mit EUR 432 200 bzw. EUR 394 900 an der Spitze stehen. Diese Zahlen liegen deutlich über unserer Schätzung des europäischen Durchschnittsvermögens pro Erwachsenen, das wir für 2013 bei EUR 167 100 angesetzt haben.

Die Vermögensverteilung in Europa ist unterschiedlich. Insgesamt aber können wir sagen, dass den reichsten 10% der europäischen Privathaushalte mehr als die Hälfte des Vermögens des Kontinents gehört, während die unteren 50% der Vermögensbesitzer weniger als 10% des europäischen Gesamtvermögens besitzen. Neue Langzeitdatenreihen deuten darauf hin, dass die Vermögenskonzentration in Europa wieder zunimmt, nachdem im 20. Jahrhundert durch die beiden Weltkriege und die Weltwirtschaftskrise 1929 viel Vermögen vernichtet worden war.

Auch die Rolle familiengeführter Unternehmen beim Vermögensaufbau wird in diesem Bericht beleuchtet. Viele alteingesessene Familienunternehmen in Europa sind gut dafür aufgestellt, auch im 21. Jahrhundert den wirtschaftlichen Fortschritt mitzugestalten und das Familienvermögen zu vermehren. Solange die Kapitalrenditen die Wirtschaftswachstumsraten übertreffen, dürften sich europäische Familien mit Kapitalbesitz weiter einen grösseren Anteil am wachsenden Vermögen in Europa sichern. Dieser Trend dürfte in verschiedener Hinsicht Folgen haben. So wird der Wohlstandseffekt einen Nachfrage- und Preisanstieg bei Luxusgütern bewirken und Erbschaften werden an Bedeutung gewinnen, sowohl im Hinblick auf den Umfang als auch auf die Komplexität.

Neben der Analyse von Vermögenstrends bietet dieser Bericht Tipps und Tricks, die den Lesern Orientierungshilfe geben sollen bei Spezialthemen wie Vermögens- und Steuerplanung und Kapitalanlagen mit sozialer Ausrichtung als Alternative zu Philanthropie sowie dem optimalen Einstieg in Investitionen in Kunst und Wein. Und schliesslich präsentieren wir drei Interviews: eines mit unserem Chief Investment Officer Dr. Burkhard P. Varnholt über optimalen Vermögensschutz im heutigen Marktumfeld, ein zweites mit Sir Richard Branson über die Bedeutung der Förderung des Unternehmertums in Europa und ein drittes mit Professor Simon Evenett zur Frage, wie Europa Herausforderungen wie die hohe Arbeitslosigkeit, Wachstumsschwäche und eine hohe Staatsverschuldung meistern kann.

Wir von Julius Bär hoffen, dass dieser Bericht unseren Lesern interessante neue Perspektiven zum Thema Vermögen in Europa bietet. Auf dem weiteren Weg ins 21. Jahrhundert wird es von entscheidender Bedeutung sein, dass politische Entscheidungsträger, Vermögensbesitzer und Unternehmer an einem Strang ziehen, damit ein Umfeld entsteht, in dem der aktive Ideenaustausch das Fundament für den sozialen Fortschritt in Europa bildet. Wir hoffen, dass dieser Bericht hierzu einen Beitrag leistet.

PORTRÄT DER VERMÖGENSSITUATION EUROPÄISCHER PRIVATHAUSHALTE

Das Gesamtvermögen in Europa hat 2013 mit EUR 56 Billionen ein neues Allzeithoch erreicht, womit der Kontinent nach wie vor eine der reichsten Regionen der Welt ist. Auch das Durchschnittsvermögen pro Erwachsenen steht mit EUR 167 100 auf einer neuen Höchstmarke. Die Ungleichheit bleibt jedoch hoch, da die vermögendsten 10% der Europäer über die Hälfte des europäischen Gesamtvermögens besitzen.

Robert Ruttmann, Julius Bär
Dimitri Bellas, Julius Bär

Das Vermögen von Privatpersonen steht zunehmend im Fokus der Aufmerksamkeit

Das Thema persönlicher Wohlstand ist für die Öffentlichkeit von immer grösserem Interesse. Dies liegt nicht zuletzt daran, dass die Zahl der vermögenden Personen steigt, weil die Finanzmärkte immer neue Rekordmarken erreichen. Nach wie vor gibt es jedoch nur sehr wenige verlässliche Daten zum Vermögensbesitz von Privatpersonen, in manchen Ländern sogar fast überhaupt keine. Um hier Abhilfe zu schaffen, haben einige Institute in den vergangenen Jahren internationale Vermögensberichte erstellt, in denen sie versuchen, das private Vermögen weltweit zahlenmässig einzuschätzen und Trends zu erkennen. Im Gegensatz zu bisherigen Studien hat der vorliegende Bericht eine klare regionale Ausrichtung – auf das private Vermögen in Europa. Während frühere Berichte ihre Analysen überwiegend auf das Bruttofinanzvermögen (also liquide Vermögenswerte wie Aktien, Anleihen oder Fonds) beschränkten, berücksichtigt dieser Bericht auch Schätzungen zu Schulden und zum privaten Realvermögen, beispielsweise Immobilien. Wir beziehen diese Variablen ein, um uns ein umfassenderes Bild vom Nettovermögen eines privaten Haushalts machen zu können.

Grafik 1: Definition des privaten Nettovermögens

BRUTTOFINANZVERMÖGEN
– SCHULDEN
+ REALE VERMÖGENSWERTE
= **NETTOVERMÖGEN**

Quelle: Julius Bär

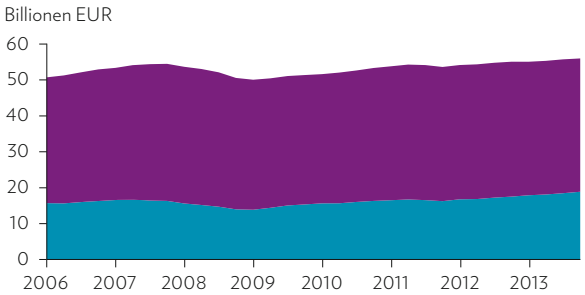
Eine umfassende Betrachtung des Vermögens

Diese umfassendere Betrachtung des Nettovermögens ist besonders in Europa wichtig, da die Verschuldung der privaten Haushalte im Durchschnitt ein Drittel des Bruttofinanzvermögens ausmacht. Dieser Wert darf nicht vernachlässigt werden. Die Tatsache, dass in Europa heute fast 70% der Menschen Wohneigentum besitzen, deutet überdies darauf hin, dass die Berücksichtigung von Realwerten für die Schätzung des Gesamtumfangs des privaten Vermögens von Bedeutung ist. Wir definieren daher Nettovermögen als den Wert des Bruttofinanzvermögens minus Schulden plus reale Vermögenswerte (Grafik 1).

Vermögen in Europa erreicht Rekordmarke

Europa erholt sich weiter von einer langwierigen Rezession. Nach unseren Schätzungen dürfte das Nettogesamtvermögen europäischer privater Haushalte 2013 um 1.7% auf EUR 56 Billionen angewachsen sein und damit seinen Vorkrisenrekord von EUR 54.5 Billionen aus dem Jahr 2007 (Grafik 2) gebrochen haben. Damit bestätigt sich, dass Europa mit einem Allzeithoch beim privaten Nettovermögen nach wie vor eine der reichsten Regionen der Welt ist.

Grafik 2: Vermögen in Europa 2013 auf Rekordhoch



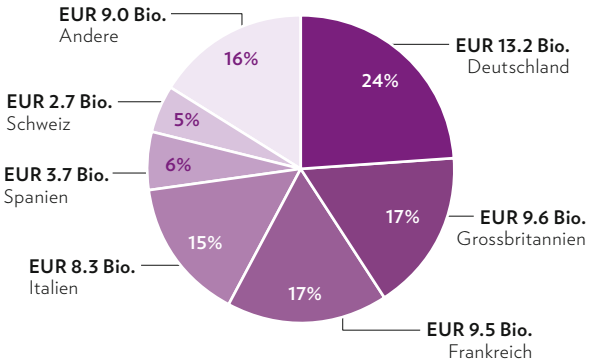
■ Reale Vermögenswerte
■ Nettofinanzvermögen (d. h. Bruttofinanzvermögen minus Schulden)

Quelle: Eurostat, EZB, nationale Statistikämter, OECD, Julius Bär

Vermögen konzentriert sich in Kernländern

Die Durchschnittswerte verschleiern grosse Unterschiede zwischen den einzelnen Ländern, was nicht überrascht. Die Länder, auf die der grösste Anteil des gesamten Nettoprivatvermögens in Europa entfällt, sind Deutschland mit EUR 13.2 Billionen, Grossbritannien mit EUR 9.6 Billionen, Frankreich mit EUR 9.5 Billionen und Italien mit EUR 8.3 Billionen (Grafik 3). Zusammen besitzen diese vier Länder ein Vermögen von über EUR 40 Billionen, also mehr als zwei Drittel des gesamten Nettoprivatvermögens in Europa von EUR 56 Billionen.

Grafik 3: Vermögen konzentriert in Kernländern

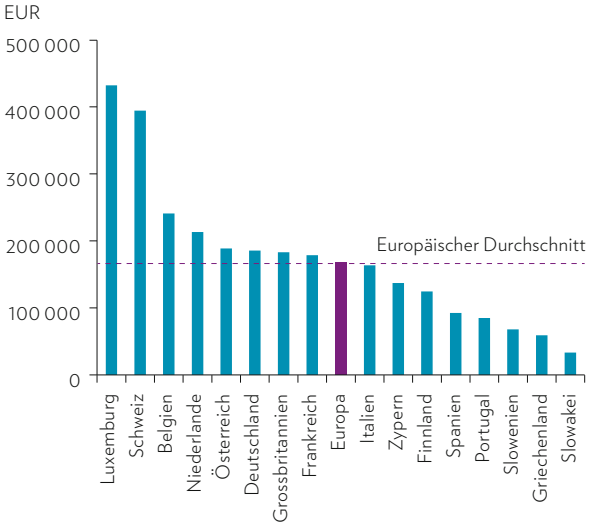


Quelle: Eurostat, EZB, nationale Statistikämter, OECD, Julius Bär

Durchschnittsvermögen in Europa: EUR 167 100

Wenn wir diese Vermögensdaten der Länder auf die erwachsenen Einwohner aufschlüsseln, dann ergibt sich für den durchschnittlichen Erwachsenen in Europa ein Nettovermögen von EUR 167 100. Auch hinter diesem Durchschnittswert verbergen sich grosse Unterschiede zwischen den einzelnen Ländern. So liegt beispielsweise das private Gesamtvermögen pro Erwachsenen in Luxemburg (EUR 432 200), der Schweiz (EUR 394 900) und Belgien (EUR 241 000) weit über dem Durchschnitt, während sich Länder wie Spanien (EUR 92 300), Griechenland (EUR 58 900) und die Slowakei (EUR 33 300) deutlich unter diesem befinden (Grafik 4).

Grafik 4: Höheres Durchschnittsvermögen in Kernländern

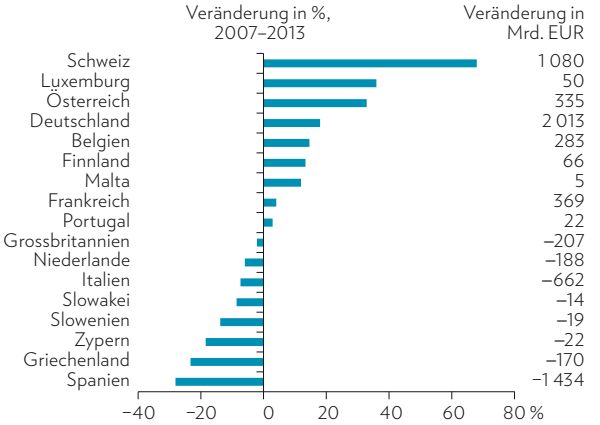


Quelle: Eurostat, EZB, nationale Statistikämter, OECD, Julius Bär

Auswirkungen der Finanzkrise auf das Privatvermögen

Die Finanzkrise wirkte sich auf einige europäische Volkswirtschaften besonders dramatisch aus. Am stärksten betroffen waren Peripherieländer wie Griechenland und Spanien. Beide haben enorme Einbussen beim Bruttoinlandprodukt (BIP) erlitten (Griechenland −22%, Spanien −6%) und kämpfen nach wie vor mit einer Jugendarbeitslosigkeit von über 50%. Angesichts des BIP-Rückgangs, der sinkenden Löhne und der Preiseinbrüche ist in diesen Ländern seit 2007 auch das private Vermögen stark geschrumpft. Grafik 5 zeigt, dass Spanien (−28%) und Griechenland (−23%) die höchsten Verluste erlitten haben. Aus absoluter Sicht schlägt diese Vernichtung privaten Vermögens in Spanien mit insgesamt EUR 1.4 Billionen, in Griechenland mit EUR 170 Milliarden zu Buche.

Grafik 5: Veränderung des Vermögens seit 2007



Quelle: Eurostat, EZB, nationale Statistikämter, OECD, Julius Bär

In Kernländern wächst das Vermögen seit 2007

Allerdings ist das Vermögen privater Haushalte seit 2007 in vielen Ländern auch deutlich gestiegen. In der Schweiz beispielsweise hat sich das Gesamtvermögen aller privaten Haushalte seit 2007 um mindestens 68% vermehrt, was einem Zuwachs von EUR 1.1 Billionen über diesen Zeitraum entspricht. Andere Länder, die Wachstum verzeichneten, sind Luxemburg (+36%), Österreich (+33%) und Deutschland (+18%). In Deutschland liegt der Gesamtanstieg seit 2007 bei EUR 2 Billionen (Grafik 5). Diese starke Entwicklung in den Kernländern ist der Schlüsselfaktor dafür, dass das europäische Gesamtvermögen seit der Finanzkrise angewachsen ist, obwohl viele Peripherieländer gerade erst beginnen, ihr durch die Krise vernichtetes Vermögen wieder aufzubauen.

Unterschiedliche Vermögenskonzentration

Um zu ermitteln, inwiefern sich das Vermögen innerhalb der einzelnen europäischen Länder konzentriert, verbinden wir unsere Schätzungen zur Höhe des Nettovermögens privater Haushalte in den verschiedenen Ländern mit Daten zur Vermögensverteilung innerhalb der Länder. Diese Daten erhalten wir von der Europäischen Zentralbank (EZB), von nationalen Statistikämtern, von der OECD und von Eurostat. Unseren Schätzungen zufolge haben die wohlhabendsten 10% der europäischen Haushalte ein Nettovermögen von mindestens EUR 850 200 und besitzen mehr als die Hälfte des gesamten europäischen Vermögens (Grafik 6). Bei den privaten Haushalten in Österreich und Deutschland liegt die Vermögenskonzentration sogar noch höher: Die obersten 10% der Vermögensbesitzer in beiden Ländern vereinen mindestens 60% des Gesamtvermögens des jeweiligen Landes auf sich (Grafik 6). Am anderen Ende des Spektrums sehen wir in Ländern wie Slowenien, Griechenland und den Niederlanden eine deutlich geringere Vermögenskonzentration. Die vermögendsten 10% der slowenischen Haushalte besitzen weniger als 30% des Gesamtwerts.

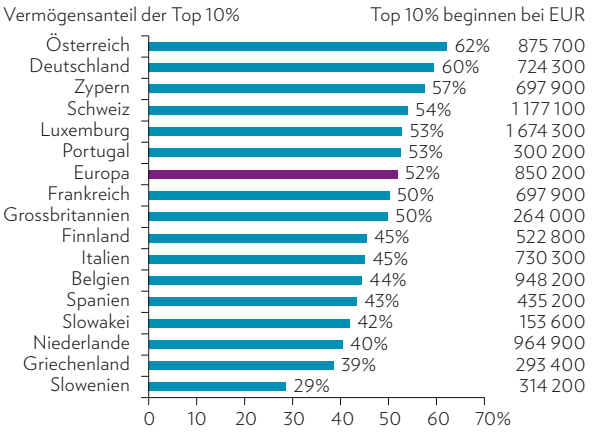
Die vermögendsten 1% besitzen einen grossen Teil

Eine ähnliche Analyse lässt sich für die vermögendsten 1% der Haushalte in Europa vornehmen. Wir sehen dabei, dass die wohlhabendsten 1% der europäischen Haushalte mindestens EUR 1.5 Millionen und damit einen Anteil von 27% besitzen (Grafik 7). Auch hier variiert die Vermögenskonzentration zwischen den europäischen Ländern, wobei die vermögendsten 1% der Haushalte in Österreich und Deutschland 40% bzw. 35% des privaten Gesamtvermögens ihres jeweiligen Landes besitzen. Slowenien, die Niederlande und Griechenland hingegen weisen die geringste Vermögenskonzentration auf. Dort besitzen die Top 1% gerade einmal 11% bzw. 13% des Gesamtvermögens (Grafik 7).

Die meisten Millionäre in den Kernländern

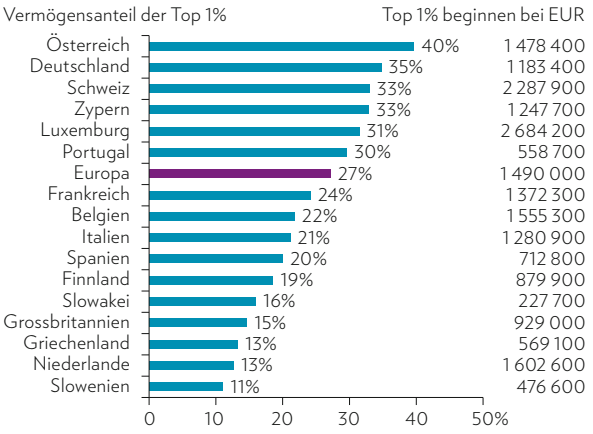
Eine weitere interessante Dimension im Zusammenhang mit dem Grad der Vermögenskonzentration in Europa ist die Zahl der Millionärshaushalte in den einzelnen Ländern. Wir ermitteln den Millionärsstatus anhand des privaten Vermögens eines jeden Haushalts, also des Finanzvermögens plus der realen Vermögenswerte im Besitz des Haushalts (überwiegend Wohneigentum) minus Schulden. Das Ergebnis sollte logischerweise mindestens EUR 1 Million betragen, damit der Haushalt in unserer Schätzung für diese Kategorie berücksichtigt werden kann.

Grafik 6: Top 10% besitzen grossen Teil des Gesamtvermögens



Quelle: Eurostat, EZB, nationale Statistikämter, OECD, Julius Bär

Grafik 7: Top 1% besitzen grossen Teil des Gesamtvermögens



Quelle: Eurostat, EZB, nationale Statistikämter, OECD, Julius Bär

Tabelle 1 zeigt, dass es in Deutschland, Frankreich, Italien und Grossbritannien aus absoluter Sicht die meisten Millionärshaushalte gibt. In Deutschland sind es insgesamt 1.4 Millionen Haushalte mit einem Nettovermögen über EUR 1 Million, in Frankreich 1.3 Millionen und in Italien über 800 000. Da diese Länder in der Regel auch die bevölkerungsstärksten sind, überrascht dieses Ergebnis nicht. Anders verhält es sich jedoch, wenn man die Dichte der Millionärshaushalte betrachtet (also die Zahl der Millionärshaushalte dividiert durch die Gesamtzahl der Haushalte). Zu den Ländern mit der grössten Dichte gehören Luxemburg und die Schweiz. In Luxemburg besitzen mehr als 22% der Haushalte ein Nettovermögen von über EUR 1 Million, in der Schweiz sind es 13% (Tabelle 1). Am anderen Ende der Skala stehen Slowenien und die Slowakei mit der geringsten Dichte von Millionärshaushalten. Hier liegen die Zahlen bei unter 1% oder absolut bei 6 784 bzw. 9 532.

Tabelle 1: Millionärshaushalte in Europa

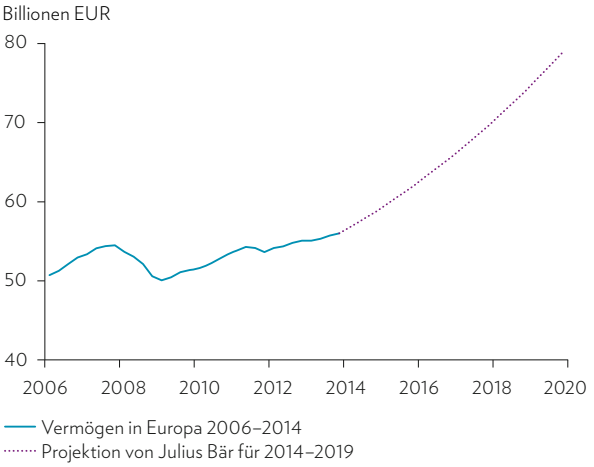
Land	Zahl der Millionärshaushalte	Millionärshaushalte in % der Gesamtzahl der Haushalte
Deutschland	1 433 985	3.5%
Frankreich	1 334 066	4.4%
Italien	818 538	3.4%
Grossbritannien	796 646	2.6%
Niederlande	703 108	9.1%
Schweiz	555 483	13.0%
Belgien	415 117	8.5%
Österreich	200 298	6.3%
Spanien	168 134	1.0%
Luxemburg	50 612	22.7%
Portugal	46 416	0.9%
Griechenland	34 723	0.8%
Finnland	25 995	1.0%
Slowakei	9 532	0.5%
Zypern	7 269	2.3%
Slowenien	6 784	0.8%

Quelle: Eurostat, EZB, nationale Statistikämter, OECD, Julius Bär

Die Zukunft des Vermögens in Europa

Längerfristige Trends beim Haushaltsvermögen sind schwer vorherzusagen. Das liegt vor allem daran, dass das Vermögen privater Haushalte stark abhängig ist von Faktoren, die in der Regel schwer prognostizierbar sind, wie den Preisen für Vermögenswerte, der Bevölkerungsentwicklung und dem allgemeinen Konjunkturzyklus. Dennoch haben wir anhand von Eckdaten, die zur Schätzung finanzieller und nicht finanzieller Vermögenswerte benötigt werden, Projektionen über fünf Jahre erstellt. Als Grundlage hierfür dienten uns aktuelle Daten des Internationalen Währungsfonds. Wir gehen davon aus, dass das private Nettovermögen in Europa in den nächsten fünf Jahren um 40% steigt und bis 2019 insgesamt bei EUR 79 Billionen liegen wird. Dieses Wachstum dürfte überwiegend von den grösseren Volkswirtschaften getragen werden, die sich von der Rezession erholen. Aber auch die Peripherieländer, die das in der Finanzkrise verlorene Vermögen teilweise wieder aufbauen, könnten zunehmend einen Beitrag leisten. Diese Prognosen sind unser Basisszenario für die Vermögensentwicklung in Europa über die kommenden fünf Jahre. Europa kann demnach seinen Platz als eine der reichsten Regionen der Welt behaupten.

Grafik 8: Vermögen in Europa dürfte bis 2019 um 40% steigen

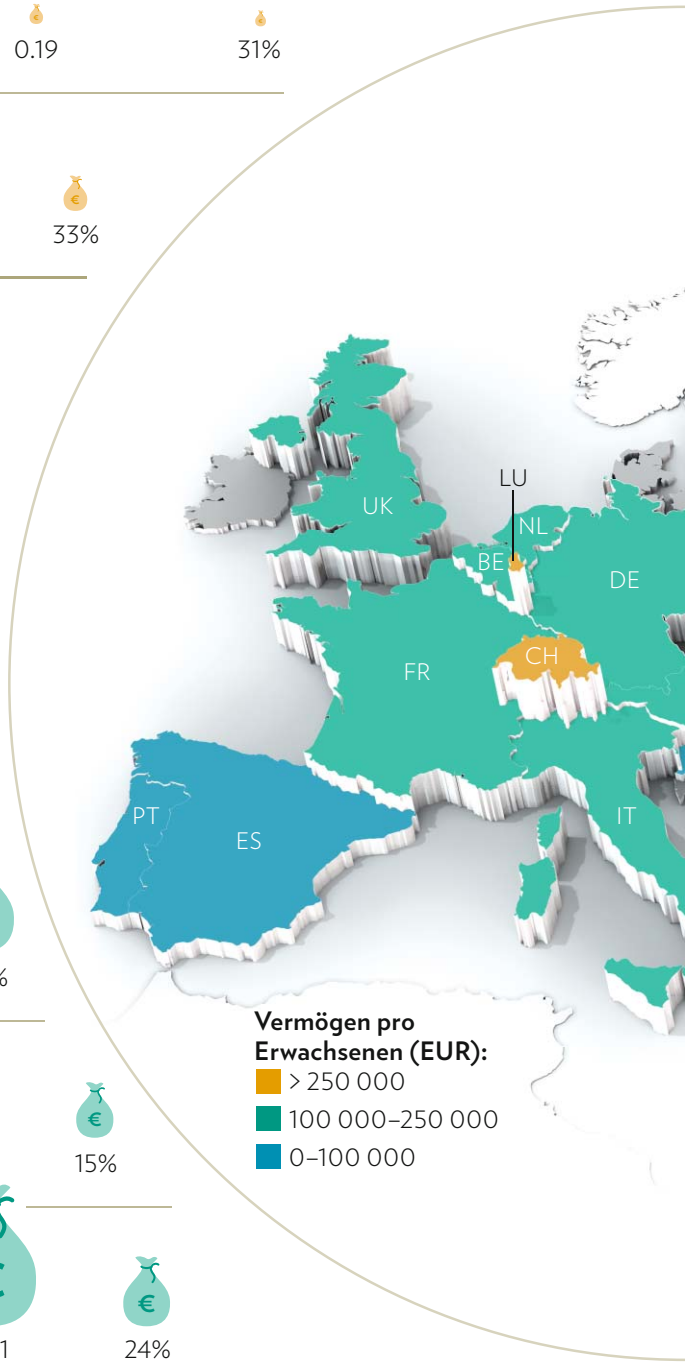


Quelle: Eurostat, EZB, nationale Statistikämter, OECD, Julius Bär

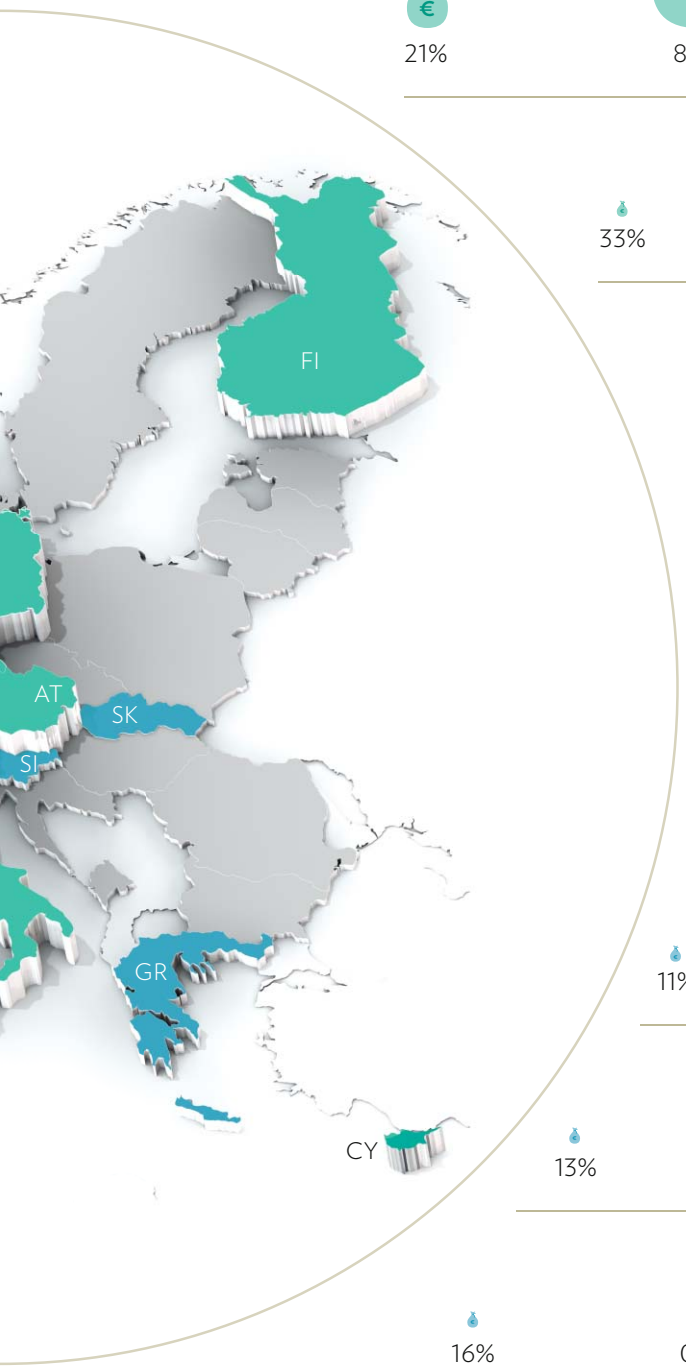
VERMÖGENSVERTEILUNG IN EUROPA

Die Vermögensverteilung in Europa ist heterogen. Das nachstehende Diagramm gibt einen illustrativen Überblick über die Unterschiede zwischen den einzelnen Ländern im Hinblick auf das Durchschnittsvermögen pro Erwachsenen. Eindeutig weisen die europäischen Kernländer mit den niedrigsten Bevölkerungszahlen tendenziell das höchste Durchschnittsvermögen pro Erwachsenen auf.

	Vermögen pro Erwachsenen (EUR)	Erwachsene Bevölkerung (Millionen)	Gesamtvermögen (Billionen EUR)	Anteil der reichsten 1% der Bevölkerung am Gesamtvermögen des Landes
Luxemburg (LU)	432 221	0.4	0.19	31%
Schweiz (CH)	394 917	6.8	2.67	33%
Belgien (BE)	240 928	9.3	2.22	22%
Niederlande (NL)	213 365	13.9	2.95	13%
Österreich (AT)	188 552	7.2	1.35	40%
Deutschland (DE)	185 857	71.3	13.2	35%
Gross-britannien (UK)	183 325	52.7	9.59	15%
Frankreich (FR)	178 862	53.4	9.51	24%



Quelle: Eurostat, EZB, nationale Statistikämter, OECD, Julius Bär



	Anteil der reichsten 1% der Bevölkerung am Gesamtvermögen des Landes	Gesamtvermögen (Billionen EUR)	Erwachsene Bevölkerung (Millionen)	Vermögen pro Erwachsenen (EUR)
Italien (IT)	21%	8.35	51.3	163 493
Zypern (CY)	33%	0.10	0.7	137 298
Finnland (FI)	19%	0.56	4.5	124 285
Spanien (ES)	20%	3.67	39.6	92 341
Portugal (PT)	30%	0.76	8.9	84 847
Slowenien (SI)	11%	0.12	1.8	67 878
Griechenland (GR)	13%	0.56	9.4	58 877
Slowakei (SK)	16%	0.15	4.6	33 295

VERSCHIEBUNG DER VERMÖGENS-VERTEILUNG IN EUROPA IM LAUF DER ZEIT

Neue Langzeitdatenreihen deuten darauf hin, dass die Vermögenskonzentration in Europa wieder zunimmt, nachdem im 20. Jahrhundert durch die beiden Weltkriege und die Weltwirtschaftskrise 1929 viel Vermögen vernichtet worden ist. Da das Vermögen schneller wächst als die Wirtschaft, haben die Vermögensbesitzer einen grösseren Anteil am wachsenden Wohlstand in Europa.

Robert Ruttmann, Julius Bär
Dimitri Bellas, Julius Bär

Alle sprechen von Ungleichheit

Die Verteilung des Privatvermögens ist eines der am häufigsten diskutierten und kontroversesten Themen der heutigen Zeit. Die zunehmenden Meinungsunterschiede in diesem Zusammenhang sind zum Teil darauf zurückzuführen, dass sich die Debatte nach wie vor eher auf Vermutungen und Ideologien stützt als auf verlässliche, mehrere Jahrzehnte umspannende Datenreihen. Tatsächlich argumentieren die meisten Kommentatoren nach wie vor wie der Nobelpreisträger und Ökonom Simon Kuznets in den 1950er Jahren, dass ein wachsendes Gesamtvermögen unweigerlich auch zum Abbau der Ungleichheit in einem Land führt.

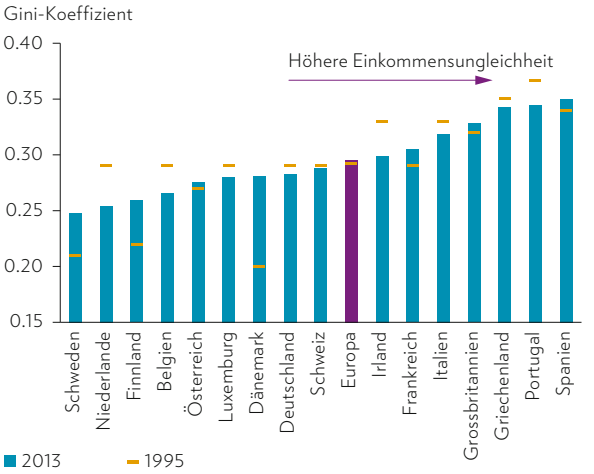
Der Gini-Koeffizient als unzulängliches Substitut

Mangels verlässlicher Daten zur Entwicklung der Vermögensverteilung ziehen viele Ökonomen Einkommensunterschiede als Substitut für die Vermögensverteilung heran, beispielsweise den Gini-Koeffizienten. Dieser ist eine Kennzahl der Einkommensverteilung in einem Land, deren Wertspanne von 0 (alle haben das gleiche Einkommen) bis 1 (eine Person hat das gesamte Einkommen) reicht. Für Europa deutet Grafik 1 darauf hin, dass der Grad der Ungleichheit in Spanien, Portugal und Griechenland am höchsten und in Schweden, den Niederlanden und Finnland am geringsten ist. Allerdings ist der Gini-Koeffizient lediglich eine Momentaufnahme. Er gibt keinen Aufschluss darüber, warum sich diese Lücken aufgetan haben oder wie sich die Vermögens- oder Einkommenskonzentration über längere Zeiträume entwickelt hat.

Neue Datenreihen zur Vermögensverteilung

Im Bestreben, diese Datenlücken zu verringern, veröffentlichte der französische Wirtschaftswissenschaftler Thomas Piketty die bislang umfassendste und konsistenteste Datenreihe zur Einkommens- und Vermögensentwicklung, die vor allem Europa und die USA abdeckt. Die Arbeit von Thomas Piketty ist insofern bahnbrechend, als er anhand von Steuerstatistiken penibel genau die Veränderungen der Konzentration von Einkommen

Grafik 1: Gini-Koeffizient schätzt Einkommensungleichheit



Quelle: Eurostat, nationale Statistikämter, Julius Bär

und Vermögen über einen Zeitraum von 300 Jahren dokumentiert. Diese Daten sind in seinem Buch «Das Kapital im 21. Jahrhundert» (2014[1]) dokumentiert, das es auf die Bestsellerliste der «New York Times» geschafft hat – eine bemerkenswerte Leistung für einen wirtschaftlichen Fachtext.

Pikettys umfassende Datenreihen ermöglichen es, alle Vermögenswerte und Verbindlichkeiten eines Landes zu messen und nicht nur die gewöhnlich aus nationalen Rechnungslegungsstatistiken verfügbaren Ströme von Einkommen, Wirtschaftsleistung und Konsum. Insofern verschaffen uns die neuen Datenreihen über weite Zeiträume Einblick in das private Vermögen, das in einem Land vorhanden ist, einschliesslich Immobilien, Finanz- und Industriekapital.

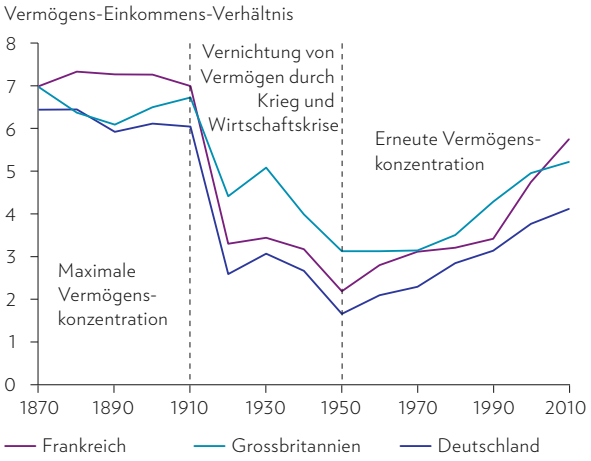
Vermögens-Einkommens-Verhältnis als Schlüsselindikator

Diese Daten zum privaten Volksvermögen sind von besonderem Interesse, wenn man ihre Entwicklung im Verhältnis zur jährlichen Wirtschaftsleistung (oder

[1] Die französische Originalversion wurde 2013 veröffentlicht, die deutsche Übersetzung 2014.

Einkommen) eines Landes betrachtet. Das daraus hervorgehende Vermögens-Einkommens-Verhältnis gibt Aufschluss über die Bedeutung des akkumulierten Vermögens in der Gesellschaft. Ein hohes oder steigendes Verhältnis lässt somit darauf schliessen, dass Kapitalbesitzer gegenüber Einkommensempfängern unverhältnismässig stark von der Schaffung von Vermögen profitieren und damit dessen Konzentration unter den bestehenden Kapitalbesitzern erhöhen. Anhand dieser Daten kann Thomas Piketty die langfristige Entwicklung des Verhältnisses von privatem Volksvermögen zum Einkommen in Deutschland, Frankreich und Grossbritannien seit Beginn der industriellen Revolution im 18. Jahrhundert skizzieren, als Europas Gesellschaft von starker Ungleichheit geprägt war. Zwischen 1870 und 1910 war das private Volksvermögen in allen drei Ländern etwa sechs Mal so gross wie die nationale Wirtschaftsleistung (Einkommen), da es in den Händen einiger weniger reicher Familien konzentriert blieb, die an der Spitze einer scheinbar undurchdringbaren Klassenstruktur standen (Grafik 2).

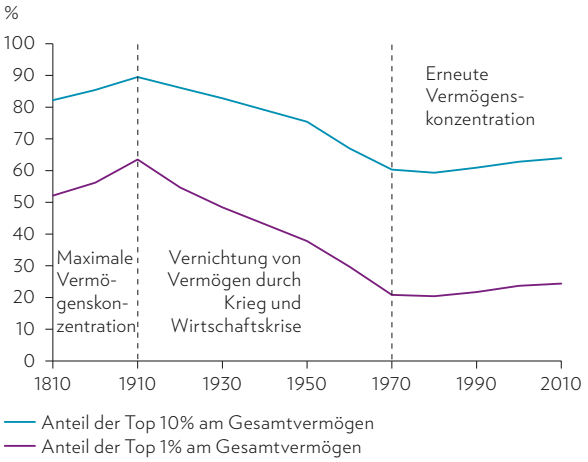
Grafik 2: Vermögenskonzentration nimmt wieder zu



Quelle: «Das Kapital im 21. Jahrhundert» (T. Piketty, 2014), Julius Bär

Grafik 3 zeigt ferner, dass im Jahr 1910 die wohlhabendsten 10% der europäischen Haushalte nahezu 90% des Gesamtvermögens kontrollierten (wobei die Top 1% im Besitz von 65% des gesamten Vermögens waren), da die Miet- und Dividendeneinnahmen zu einem sehr deutlichen Einkommensunterschied zwischen Erwerbstätigen und Kapitalbesitzern beitrugen. Thomas Piketty bezeichnet diese Periode als Ära des «patrimonialen Kapitalismus», da es keinerlei meritokratische Vermögensverteilung gab.

Grafik 3: Wachsender Anteil der reichsten Bevölkerung am Gesamtvermögen



Quelle: «Das Kapital im 21. Jahrhundert» (T. Piketty, 2014), Julius Bär

Die Vernichtung von Vermögen begann 1914

Diese eklatante soziale Ungleichheit im Hinblick auf den Vermögensbesitz hielt bis zum Ausbruch des Ersten Weltkriegs 1914 an. Danach wurde das private Volksvermögen im Kriegschaos durch die Vernichtung physischen Kapitals, drastische Steuererhöhungen und die Verstaatlichung von Privatbesitz erodiert. Mit der Weltwirtschaftskrise im Jahr 1929 setzte sich die Vernichtung von Reichtum fort, dieses Mal in Form von Kapitalverlusten und Konkursen. Das führte zu einem weiteren Rückgang des Vermögens-Einkommens-Verhältnisses, der Ende des Zweiten Weltkriegs 1945 am stärksten zu spüren war, als das Verhältnis in Deutschland noch lediglich 1.6 betrug (Grafik 2). Es muss darauf hingewiesen werden, dass diese Verringerung der Ungleichheit mehr mit den wirtschaftlichen und politischen Schocks im 20. Jahrhundert als mit einer progressiven Politik zu tun hatte, die soziale Mobilität fördern sollte.

Erneute Vermögenskonzentration nach 1945

Die Nachkriegszeit zwischen 1945 und 1975, in Frankreich als die «Trente Glorieuses» und in Deutschland als das «Wirtschaftswunder» bezeichnet, war gekennzeichnet von einem rapiden Wiederaufbau von Kapital, durch den das Verhältnis von Vermögen zu Einkommen wieder stieg. In den 1980er Jahren beschleunigte es sich sogar noch weiter, da die Kapitalbesitzer von einer weitreichenden Deregulierung der Finanzmärkte, sinkenden Zinsen und steigenden Preisen für Vermögenswerte profitierten. Heute nähert sich das Vermögens-Einkommens-Verhältnis wieder dem Vorkriegsniveau des

Jahres 1910 (Grafik 2). Das lässt darauf schliessen, dass die Schockwirkung der Ereignisse des 20. Jahrhunderts nachgelassen hat, und signalisiert eine erneute Vermögenskonzentration in Europa.

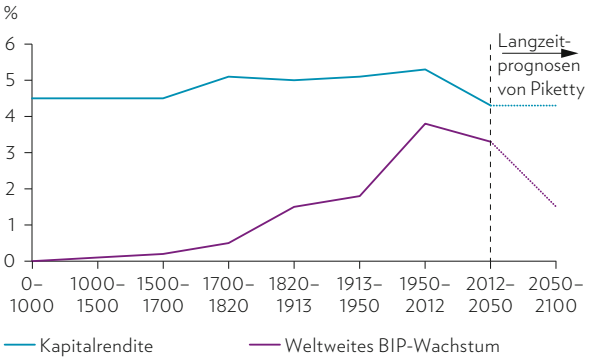
Erklärung für steigende Vermögenskonzentration

Thomas Pikettys Erklärung für diese zunehmende Ungleichheit ist simpel: Das Vermögen wächst in der Regel schneller als die Wirtschaft. Im Wesentlichen läuft es auf eine einfache mathematische Gleichung hinaus: Wenn der Zähler des Vermögens-Einkommens-Verhältnisses (Vermögen) schneller wächst als der Nenner (Einkommen), dann steigt das Verhältnis, was darauf hindeutet, dass die Kapitalbesitzer ihr Vermögen schneller vermehren als Einkommensempfänger. Dadurch erhöht sich die Vermögenskonzentration in der Gesellschaft, was durch Daten bestätigt zu sein scheint. Grafik 4 zeigt, dass die Kapitalrendite (auf Sach- und Finanzanlagen) seit 1700 bemerkenswert stabil geblieben ist und konsistent die Wirtschaftswachstumsrate übertroffen hat. Erst im 20. Jahrhundert führten das rapide Bevölkerungswachstum und der freie Handel kurzzeitig dazu, dass das Wirtschaftswachstum zunahm und eine Annäherung an die Kapitalrendite stattfand. Der technologische Fortschritt führt zu höheren Renditen, weil Menschen durch Maschinen ersetzt werden. Angesichts dessen und der rückläufigen Bevölkerungswachstumsraten dürften die Kapitalrenditen weiterhin über den Wirtschaftswachstumsraten liegen, sodass die Vermögenskonzentration weiter zunimmt.

Die Zukunft der Vermögensverteilung in Europa

In Anbetracht der weitreichenden strukturellen Herausforderungen in Europa, die von hoher Arbeitslosigkeit bis hin zu schwachem Bevölkerungswachstum reichen, bleiben die Aussichten für das europäische Wirtschaftswachstum wenig erfreulich. Unsere Analysten rechnen für 2014 mit einem Wachstum von knapp unter 1% und für 2015 mit 1.3%. Geht man gleichzeitig davon aus, dass die Kapitalrendite weiter auf ihrem 200-Jahres-Durchschnitt von 4% bis 5% verharrt, dann liegt die Vermutung nahe, dass die Vermögenskonzentration in Europa in den nächsten Jahren kontinuierlich zunimmt. Anders gesagt: Der Anteil der Reichen am wachsenden privaten Vermögen dürfte sich noch weiter vergrössern.

Grafik 4: Kapitalrenditen übertreffen Wirtschaftswachstum



Quelle: «Das Kapital im 21. Jahrhundert» (T. Piketty, 2014), Julius Bär

Folgen der zunehmenden Vermögenskonzentration

Die zunehmende Vermögenskonzentration in Europa hat für unsere Anlagestrategien, unsere Volkswirtschaften und das soziale Gefüge unserer europäischen Gesellschaften bedeutende Folgen. Eine klare Konsequenz besteht darin, dass Vermögensbesitzer bei der Bewältigung der strukturellen Herausforderungen der Volkswirtschaften in Europa eine wichtige Rolle spielen dürften – sei es durch Förderung des Unternehmertums in Europa (siehe Interview mit Sir Richard Branson auf Seite 32), durch Investitionen in Bildung oder durch den direkten Einsatz von Kapital im Rahmen von Impact Investing (siehe Seite 42) zur Bekämpfung von sozialen und Umweltproblemen. In der Summe würden diese Massnahmen nicht unbedingt die Ungleichheit verringern, jedoch dazu führen, dass Vermögensunterschiede meritokratischer und weniger statisch werden.

Meine Philosophie besteht darin, dass ich mein Geld in neue Projekte investiere und nicht untätig herumliegen lasse.

Sir Richard Branson, Gründer der Virgin Group

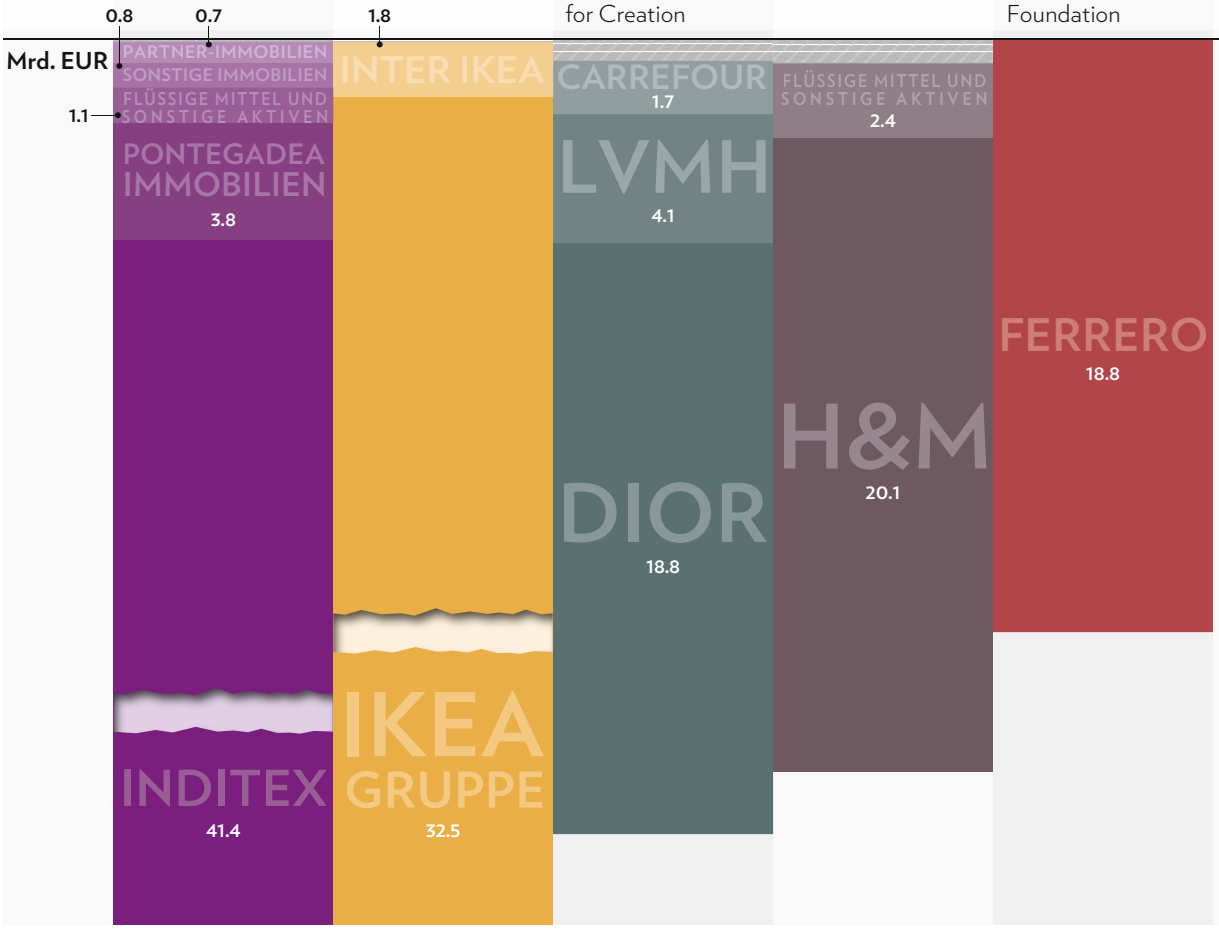
Quelle: Interview in «The Sunday Mirror», 16. Januar 2000

DIE VERMÖGENDSTEN MILLIARDÄRE EUROPAS: TOP 10 DER MÄNNER[1]

Die Preisanstiege bei Vermögenswerten in den letzten Jahren haben sich auf die wohlhabendsten Bürger Europas positiv ausgewirkt. Die nachstehenden Informationen geben einen Überblick über die zehn vermögendsten Männer Europas. Interessanterweise haben sich acht dieser zehn ihr Vermögen selbst erarbeitet und nur zwei haben es ererbt.

Andreas Bächli, Julius Bär

	1	2	3	4	5
	AMANCIO ORTEGA GAONA	INGVAR KAMPRAD	BERNARD ARNAULT	STEFAN PERSSON	MICHELE FERRERO
Land	Spanien	Schweden	Frankreich	Schweden	Italien
Alter	78	88	65	67	89
Quelle	Selbst erwirtschaftet	Selbst erwirtschaftet	Selbst erwirtschaftet	Selbst erwirtschaftet	Selbst erwirtschaftet
Unternehmen	**Inditex**	**Ikea**	**LVMH**	**Hennes & Mauritz**	**Ferrero**
Branche	Einzelhandel	Einzelhandel	Einzelhandel	Einzelhandel	Nahrungsmittel
Wert	**EUR 48 Mrd.**	**EUR 34.3 Mrd.**	**EUR 24.9 Mrd.**	**EUR 23.2 Mrd.**	**EUR 18.8 Mrd.**
Stiftung	Amancio Ortega Foundation	Stichting Ikea Foundation	Louis Vuitton Foundation for Creation	Mentor Foundation	Piera, Pietro & Giovanni Ferrero Foundation

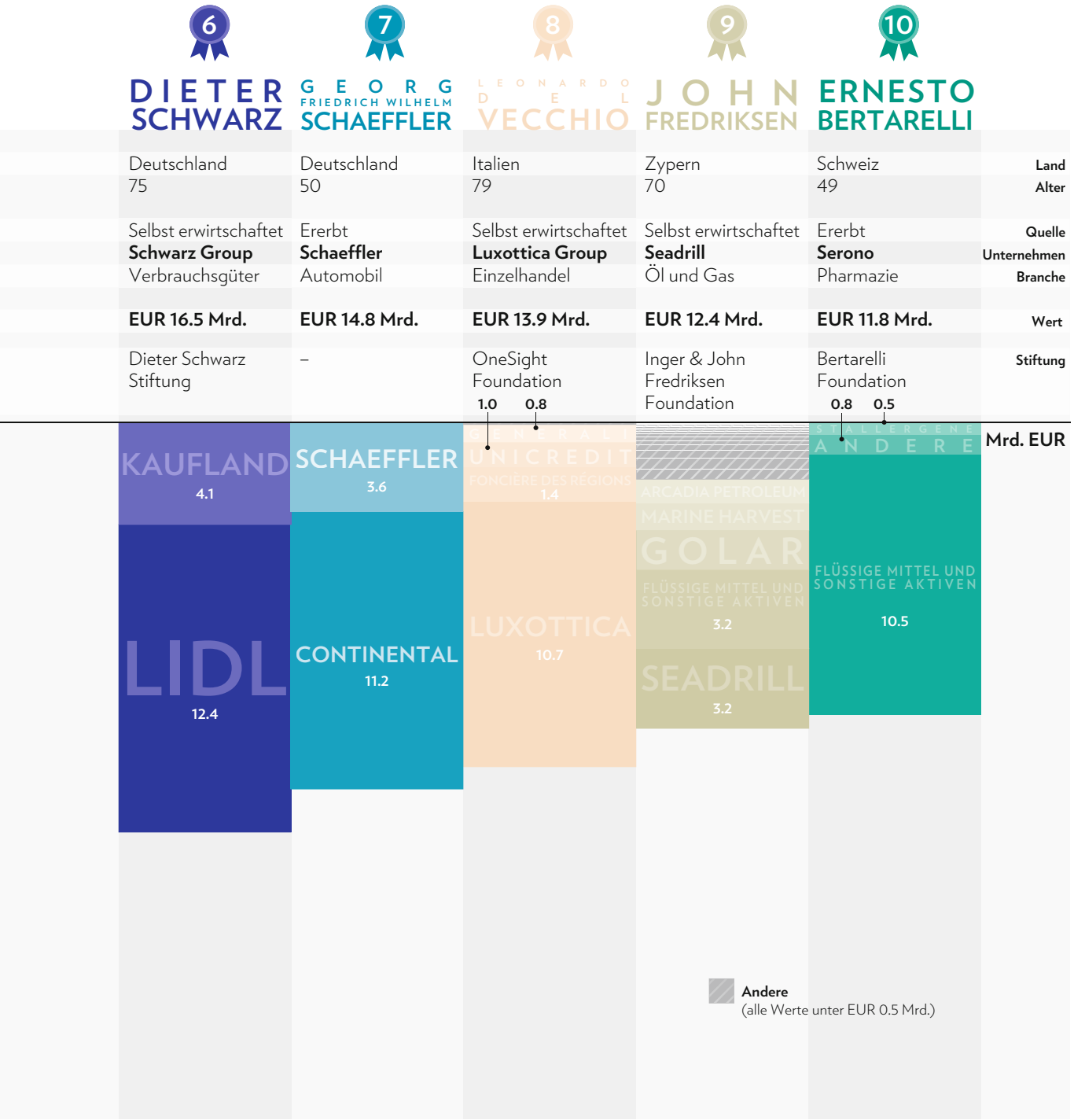


Quelle: Bloomberg Finance L.P., Julius Bär

[1] Vermögen gemessen anhand der Marktwerte im Juli 2014.

Geschäftserfolg bedeutet Mut zur Führung und Innovation.

Dieter Schwarz

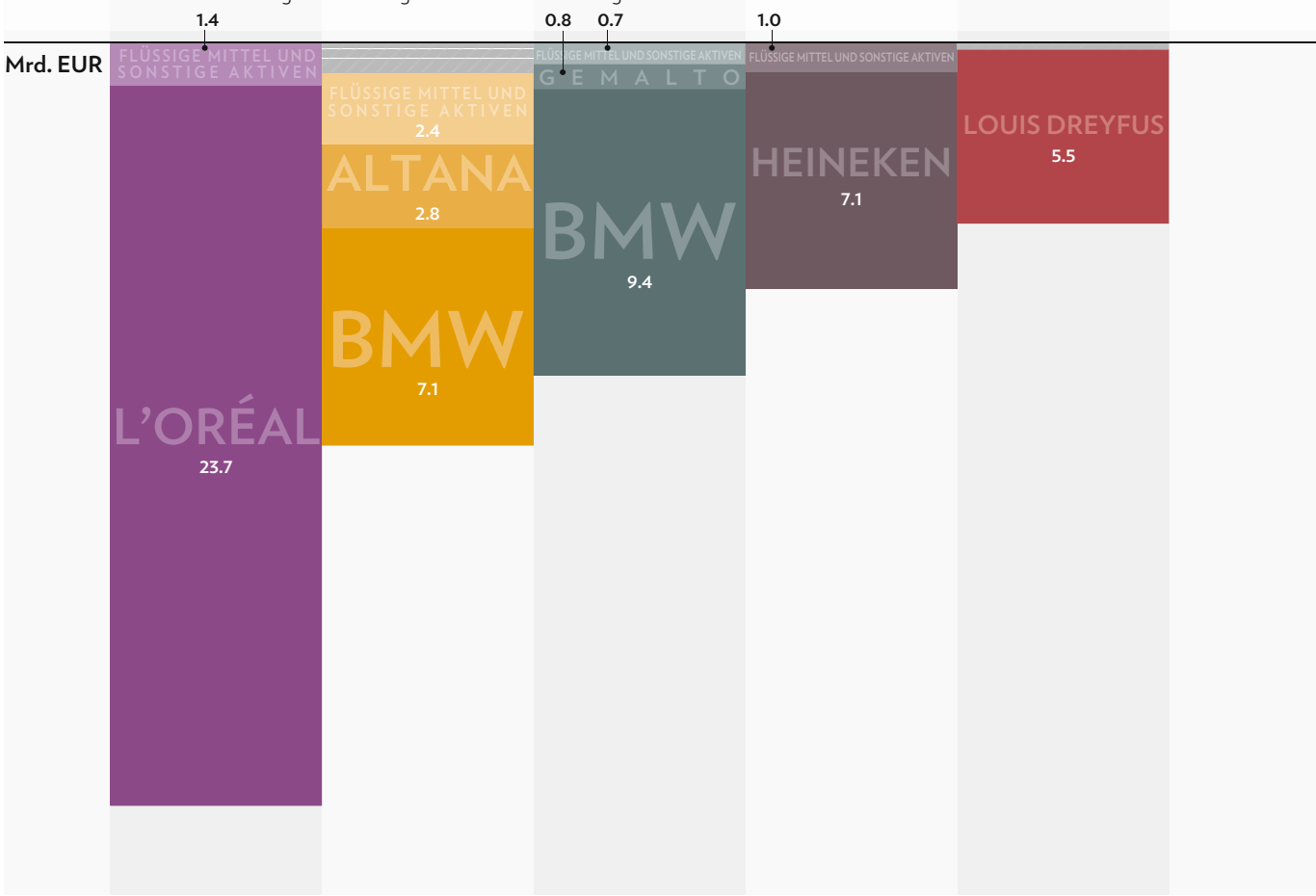


DIE VERMÖGENDSTEN MILLIARDÄRE EUROPAS: TOP 10 DER FRAUEN[1]

Auch die zehn wohlhabendsten Frauen Europas besitzen erhebliches eigenes Vermögen. Bemerkenswert ist in diesem Zusammenhang, dass es sich bei allen hier vorgestellten Frauen um ererbtes Vermögen handelt. Hingegen hat die überwiegende Mehrheit der zehn wohlhabendsten Männer in Europa ihr Vermögen selbst aufgebaut. Mit der Verschiebung der sozialen Normen im 21. Jahrhundert ist es aber durchaus möglich, dass es künftig mehr Selfmade-Milliardärinnen geben wird.

Andreas Bächli, Julius Bär

	1 LILIANE BETTENCOURT	2 SUSANNE KLATTEN	3 JOHANNA QUANDT	4 CHARLENE DE CARVALHO-HEINEKEN	5 MARGARITA LOUIS-DREYFUS
Land	Frankreich	Deutschland	Deutschland	Niederlande	Schweiz
Alter	92	52	88	60	52
Quelle	Ererbt	Ererbt	Ererbt	Ererbt	Ererbt
Unternehmen	**L'Oréal**	**BMW**	**BMW**	**Heineken**	**Louis Dreyfus**
Branche	Einzelhandel	Automobil	Automobil	Getränkeindustrie	Grundstoffindustrie
Wert	**EUR 25.1 Mrd.**	**EUR 13.1 Mrd.**	**EUR 10.7 Mrd.**	**EUR 8.1 Mrd.**	**EUR 5.6 Mrd.**
Stiftung	Bettencourt-Schueller-Stiftung	Herbert Quandt-Stiftung	Johanna-Quandt-Stiftung	Alfred Heineken Fondsen Foundation	Louis Dreyfus Foundation



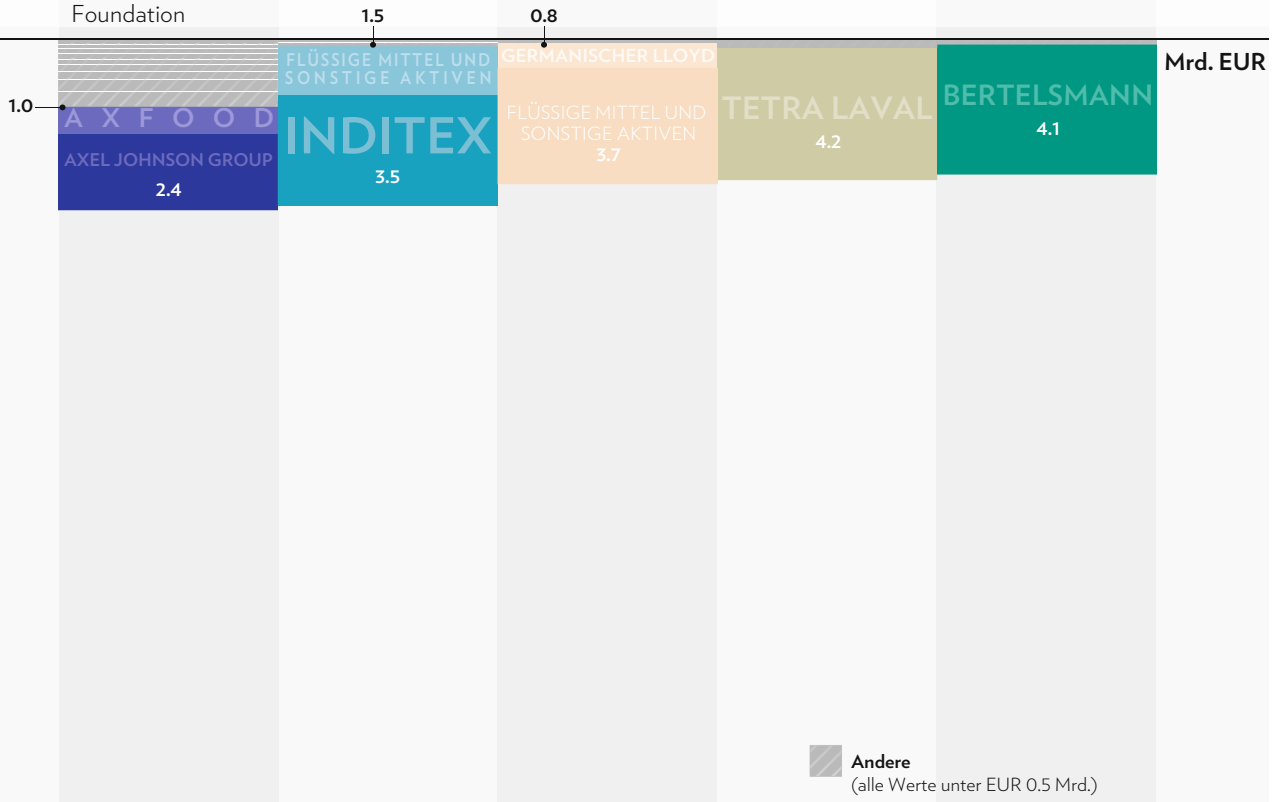
Quelle: Bloomberg Finance L.P., Julius Bär

[1] Vermögen gemessen anhand der Marktwerte im Juli 2014.

Die Welt gehört den Männern, und die meiste Zeit nehmen Männer Frauen nicht ernst.

Margarita Louis-Dreyfus

	6	7	8	9	10	
	ANTONIA AXSON JOHNSON	SANDRA ORTEGA MERA	DANIELA HERZ	KIRSTEN RAUSING	ELISABETH MOHN	
	Schweden	Spanien	Deutschland	Schweden	Deutschland	**Land**
	71	44	60	62	73	**Alter**
	Ererbt	Ererbt	Ererbt	Ererbt	Ererbt	**Quelle**
	Axel Johnson Group	**Inditex**	**Mayfair**	**Tetra Laval**	**Bertelsmann**	**Unternehmen**
	Industrie	Einzelhandel	Finanzwesen	Logistik	Medien	**Branche**
	EUR 5.6 Mrd.	**EUR 5.2 Mrd.**	**EUR 4.6 Mrd.**	**EUR 4.5 Mrd.**	**EUR 4.3 Mrd.**	**Wert**
	Axel and Margaret Axson Johnson Foundation	Paideia Galicia Foundation	Joachim Herz Stiftung	–	Bertelsmann Stiftung	**Stiftung**



VERMÖGENSVERWALTUNG IM NIEDRIGZINSUMFELD

Vor dem Hintergrund des weiteren Wachstums privater Vermögen in Europa spricht Dr. Burkhard P. Varnholt darüber, wie die Verwaltung von privatem Vermögen beeinflusst wird durch künstlich niedrig gehaltene Anleihenrenditen, die hohe Staatsverschuldung in Europa und die Täuschungen, die durchschnittliche Inflationsraten hervorrufen.

Interviewer: Andreas Bächli, Julius Bär

DR. BURKHARD P. VARNHOLT

ist Head of Investment Solutions Group, Chief Investment Officer und Member of the Executive Board der Bank Julius Bär. Zuvor war er CIO und Member of the Group Executive Board der Bank J. Safra Sarasin sowie Member of the Group Executive Council der CS Group. Burkhard P. Varnholt besitzt einen Doktortitel der Universität St. Gallen und war Dozent am Massachusetts Institute of Technology sowie an der Stern School of Business, New York University.

Das private Vermögen in Europa wächst weiter. Gleichzeitig werden die Anleihenrenditen durch aussergewöhnliche geldpolitische Anreize künstlich niedrig gehalten. Was bedeutet dies für Sparer in Europa?
Die künstlich niedrigen Anleihenrenditen sind für Sparer von grosser Bedeutung, nicht zuletzt deshalb, weil es auf Staatsanleihen keine ordentlichen nominalen Renditen mehr gibt. Bereinigt man diese historisch niedrigen Nominalrenditen um die Auswirkungen der Inflation, stellt man fest, dass die meisten Anleger auf das investierte Geld tatsächlich eine negative Realrendite erhalten. Das läuft auf die Übertragung des realen Vermögens von Sparern auf Schuldner hinaus.

Darüber hinaus muss den Sparern bewusst sein, dass Teuerungsraten für verschiedene Menschen eine unterschiedliche Bedeutung haben. Für meine Kinder gilt beispielsweise eine andere Inflationsrate als für meine Eltern. Das liegt daran, dass meine Kinder überwiegend Dinge konsumieren, die im Preis gefallen sind, wie T-Shirts oder Handys. Meine Eltern hingegen kaufen Waren und Dienstleistungen für ältere Bürger, deren Preise in den letzten Jahren gestiegen sind. Dazu gehören das Gesundheitswesen oder das eine oder andere Luxusprodukt. Infolgedessen sind die inflationsbereinigten Anleihenrenditen, die Senioren in Europa auf Staatsanleihen erhalten, deutlich negativ. Die historisch niedrigen Nominalzinsen bedeuten in anderen Worten, dass ältere Bürger im Wesentlichen Geld verlieren, korrigiert man die magere Rendite von Staatsanleihen um die starke Preisinflation bei den Waren und Dienstleistungen, die sie konsumieren. Was lehrt dieser Trend europäische Sparer? Dass der nominelle Schutz ihres Kapitals nicht unbedingt ausreicht, um die Kaufkraft ihres Vermögens zu erhalten.

Die Kehrseite dieser säkularen Tiefstände bei den Anleihenrenditen besteht darin, dass die Aktienmärkte immer neue Höchstmarken erreichen. Kann sich diese Haussephase aus Ihrer Sicht fortsetzen?
Meine Vorahnung ist, dass die Aktienhausse noch mindestens weitere fünf Jahre anhält. Warum? Weil es die politische und institutionelle Logik der Geld- und Fiskalpolitik so diktiert. Angesichts der mässigen Inflation und des trägen Wachstums liegt das wirkliche Hauptaugenmerk der Zentralbanken heute verstärkt auf der Schaffung von Arbeitsplätzen sowie der Erzeugung von Wirtschaftswachstum und weniger auf der Preisstabilität. Und da viele Staaten überschuldet sind, besteht die einzige Möglichkeit zur Ankurbelung der Realwirtschaft darin, die Zinsen nahe bei null und die Geldpolitik ultralocker zu halten, und von beidem profitieren die Aktienmärkte. Bequemerweise helfen künstlich niedrige Zinsen auch den überschuldeten Regierungen beim Sanieren ihrer Bilanzen. Somit besteht eine

Interessengemeinschaft zwischen den überschuldeten Staaten und den Zentralbanken, da Letztere wiederum ihre Bilanzen durch den Ankauf von Staatsanleihen aufgebläht haben. Es gibt also allen Grund, die Anleihenrenditen auf längere Zeit niedrig zu halten.

Wer davon überzeugt ist, dass die Zinsen noch eine gute Weile auf niedrigem Niveau verharren dürften, der sollte auch die Aktienbewertungen mit den Anleihenrenditen vergleichen. Das liegt daran, dass bei längerfristig niedrigen Anleihenrenditen auch die relative Bewertung von Aktien gegenüber Anleihen attraktiver wird. Ein Beispiel: Wenn die Renditen deutscher Staatsanleihen bei niedrigen 1% stehen, beträgt das implizite Kurs-Gewinn-Verhältnis (KGV) 100. Vergleicht man diesen Wert mit dem KGV des deutschen Aktienmarkts von 16, und addiert man dazu eine Dividendenrendite von über 2% für denselben Index (also die zweifache Rendite der Staatsanleihe), dann erscheinen Aktien gegenüber Anleihen besonders interessant. Diese Kluft – die Risikoprämie bei Aktien – ist nach wie vor ausserordentlich breit. Bereits eine geringfügige Verengung würde einen deutlichen Anstieg der Aktienkurse bewirken. Insofern glaube ich, dass die säkulare Hausse intakt bleibt, wobei zwischendurch die Möglichkeit einer kurzfristigen Kursvolatilität besteht.

Welche Auswirkungen hat dies auf die Entscheidung der europäischen Sparer hinsichtlich der Anlagestrategie?
In diesem komplexen Umfeld, in dem die Liquidität der Zentralbanken für niedrige Anleihenrenditen und hohe Aktienpreise sorgt, sehe ich Sparer am besten beraten, wenn sie die Anlagestrategie in die Hände eines Vermögensverwalters ihres Vertrauens legen. So können sie sicher sein, dass sie an der säkularen Hausse der Realwerte diszipliniert und diversifiziert teilhaben.

In Europa hat ein Haushalt mit über EUR 850 000 genügend Nettovermögen, um zu den Top 10% gezählt zu werden. Diese Gruppe besitzt mehr als die Hälfte des europäischen Gesamtvermögens. Welche Folgen hat diese Vermögenskonzentration?
Das grosse Problem ist hier nicht nur der Umstand, dass 10% der Bevölkerung 50% des Vermögens besitzen, sondern vielmehr die Tatsache, dass die unteren 10% erheblich zu wenig haben. Selbst ohne eine normative Meinung zu diesem Thema zu haben, halte ich es für wichtig, zu verstehen, dass eine übermässige Ungleichheit das Wirtschaftswachstum eines Landes bremst und seine Gesamtnachfrage schwächt. Das hat sich auch in Studien des Internationalen Währungsfonds bestätigt. Jede Gesellschaft und jede Generation muss sich mit diesem Problem befassen. Darum ist es zwingend erforderlich, dass sich die politischen Entscheidungsträger, Wirtschaftsführer, Unternehmer und vermögende Privatleute mit der allgemeineren Zivilgesellschaft zusammentun, um einen Beitrag dazu zu leisten, mehr Chancen für mehr Menschen zu schaffen. Das Interview mit Sir Richard Branson (siehe Seite 32) über die Förderung einer lebendigen Unternehmenskultur in Europa gibt wichtige Hinweise darauf, wie sich diese Entwicklung optimal fördern lässt.

Welche Rolle können Vermögensbesitzer bei der Bewältigung einiger der dringlichsten Probleme Europas spielen, beispielsweise bei der Bekämpfung der hohen Jugendarbeitslosigkeit?
Die hohe Arbeitslosigkeit in Europa gehört ebenso wie die Ungleichheit zu den grössten Problematiken unserer Zeit. Besonders schwierig ist die Situation in Spanien und Griechenland, wo die Jugendarbeitslosigkeit nach der Finanzkrise auf über 50% stieg. Wirtschaftsführer, politische Entscheidungsträger und Inhaber von Vermögen müssen an einem Strang ziehen, um zum Aufbau eines sozialen Kontexts beizutragen, der einen fruchtbaren Nährboden für die Schaffung neuer Arbeitsplätze bildet. Dazu können vermögende Menschen Chancen im Bereich Impact Investment wahrnehmen, um Kapital für Projekte mit einem sehr klaren und messbaren sozialen Vorteil bereitzustellen (Näheres hierzu auf Seite 42). Eine weitere Möglichkeit, mehr Chancen zu schaffen, besteht für politische Entscheidungsträger in Steuersenkungen und in der Liberalisierung der Arbeitsmärkte, wie es Deutschland getan hat, das heute eines der wettbewerbsfähigsten Länder ist.

Wenn die Politik pragmatisch bleibt, wo sehen Sie Europa dann in zehn Jahren?
Jeder kann und sollte zuversichtlich sein, dass die Europäische Währungsunion Zukunft hat, und zwar nicht nur für die nächsten zehn, sondern sogar für die nächsten 100 Jahre. Durch sie wird Europa letzten Endes stärker zusammenwachsen, was den Politikern aber leider nur durch Krisen klar wird. In einer Weltwirtschaft, an der zunehmend regionale Handelszonen wie Asien und Nord- und Südamerika teilhaben, muss der Kontinent mehr Einigkeit zeigen. Er hat jede Chance, auch in Zukunft eine der beherrschenden Wirtschaftszonen der Welt zu bleiben.

EXPANSIVE GELDPOLITIK HEIZT INFLATION BEI LUXUSGÜTERN AN

Die historischen geldpolitischen Impulse nach der Finanzkrise 2008 haben den Märkten für Vermögenswerte zu Allzeithochs verholfen und bei Besitzern solcher Werte zu einem signifikanten Anstieg des Bruttofinanzvermögens beigetragen, auch wenn die Erwerbstätigen nach wie vor unter den Nachwehen der Rezession leiden. Dieser Vermögenseffekt hat dazu geführt, dass die Preise von Luxusgütern gestiegen sind, während die Preise für Allgemeingüter gedämpft bleiben.

Robert Ruttmann, Julius Bär
Dimitri Bellas, Julius Bär

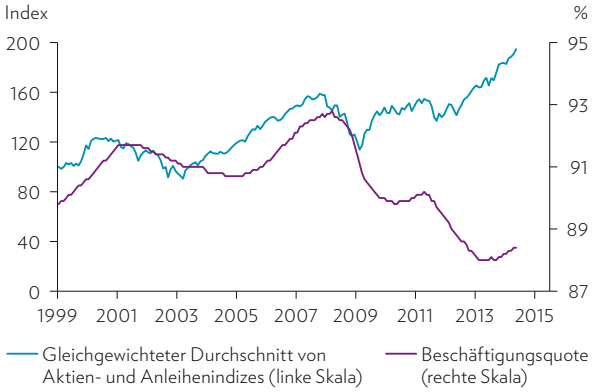
Liquidität kurbelt die Märkte an, nicht aber die Wirtschaft

Fünf Jahre nach der weltweiten Finanzkrise haben die geldpolitischen Impulse im Finanzsystem nach wie vor ein beispielloses Ausmass. Diese Extremreaktion der Geldpolitik hat dazu geführt, dass die Zentralbankliquidität seit 2009 weltweit um rund USD 10.3 Billionen zugenommen hat und die Zinssätze auf globaler Ebene mindestens 357 Mal gesenkt wurden (Tabelle 1). Die historischen geldpolitischen Massnahmen sorgen weiter dafür, dass die Märkte für Vermögenswerte immer wieder neue Rekordmarken erreichen. So ist beispielsweise seit 2009 die globale Börsenkapitalisierung um USD 40.5 Billionen (+159%) und die Kapitalisierung der Anleihenmärkte um USD 16.4 Billionen (+61%) gestiegen. Interessanterweise jedoch hatte diese ausserordentlich hohe Liquidität auf die Realwirtschaft bislang nur begrenzte Auswirkungen und die globale Wirtschaftsleistung hat seit 2009 um nur USD 14.6 Billionen (+25%) zugelegt (Tabelle 1). Und je länger es dauert, bis die Liquidität der Zentralbanken bei der Wirtschaftstätigkeit ankommt, umso grösser ist das Risiko, dass die Preise für Vermögenswerte weiter steigen.

Kapitalbesitzer profitieren am meisten

Kapitalbesitzer haben von den liquiditätsbedingten Anstiegen der Preise für Vermögenswerte eindeutig am meisten profitiert, auch wenn Erwerbstätige nach wie vor unter den Nachwehen der Rezession leiden. Grafik 1 verdeutlicht, wie ein gleichgewichteter Index europäischer Anleihen- und Aktienkurse in den letzten fünf Jahren auf neue Höchststände geklettert ist, während gleichzeitig die Beschäftigungszahlen in Europa stark zurückgingen. Diese Dynamik hatte auch klare Auswirkungen auf das allgemeine Preisniveau bei Waren und Dienstleistungen.

Grafik 1: Kapitalbesitzer profitieren, Erwerbstätige tun sich schwer



Quelle: Bloomberg Finance L.P., Julius Bär

Preise für Luxusgüter steigen, allgemeine Preise schwächeln

Infolge der hohen Arbeitslosenquoten in Europa blieb die Konsumnachfrage gedämpft, sodass das allgemeine Preisniveau weniger schnell gestiegen (Disflation) oder sogar gesunken ist (Deflation). Im Juli 2014 betrug die

Tabelle 1: Reichlich Liquidität liess die Kurse steigen, nicht aber das nominale BIP

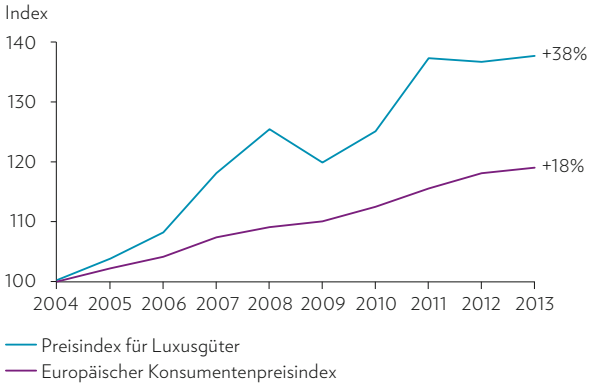
	Q1 2009	Q2 2014	Veränderung	Veränd. in %
Senkungen der Zinssätze weltweit	–	–	357 Mal	
Globale Liquidität	USD 12.6 Billionen	USD 22.9 Billionen	+ USD 10.3 Billionen	+82
Weltweite Börsenkapitalisierung	USD 25.5 Billionen	USD 66.0 Billionen	+ USD 40.5 Billionen	+159
Kapitalisierung der globalen Anleihenmärkte[1]	USD 27.0 Billionen	USD 43.4 Billionen	+ USD 16.4 Billionen	+61
Globales nominales BIP	USD 58.1 Billionen	USD 72.7 Billionen	+ USD 14.6 Billionen	+25

[1] Global Fixed Income Markets Index

Quelle: Bloomberg Finance L.P., Haver, Julius Bär

Teuerung im Euroraum im Vergleich zum Vorjahr nur 0.4% und lag damit deutlich unter dem von der EZB aufgestellten Inflationsziel von 2%. Diese niedrige Inflation hat zu Spekulationen geführt, dass die EZB möglicherweise die Notenpresse anwerfen und Staatsanleihen ankaufen könnte, um eine Deflation zu verhindern. Obwohl die Teuerungsrate in Europa allgemein weiter mässig ist, steigen die Preise für Luxusgüter wie teure Weine, Schmuck, Designer-Handtaschen oder Sportwagen mindestens doppelt so schnell wie die allgemeinen Preise. Grafik 2 verdeutlicht, dass der Durchschnittspreis eines von uns zusammengestellten Korbs mit Luxusgütern und -dienstleistungen in den letzten zehn Jahren beinahe doppelt so schnell gestiegen ist wie die Inflation, nämlich um 38% seit 2004 gegenüber 18% bei der allgemeinen Teuerungsrate in Europa.

Grafik 2: Preise für Luxusgüter steigen schneller als Durchschnittsinflation

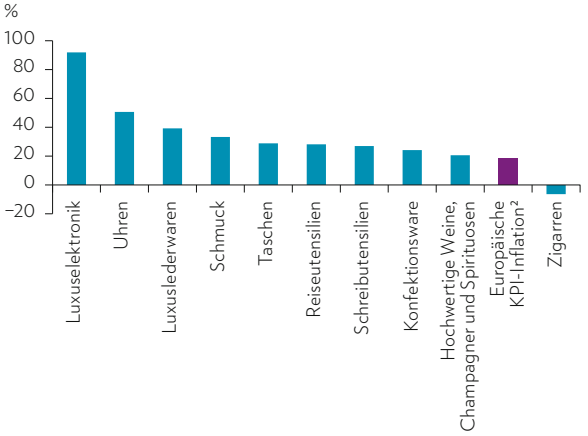


Quelle: Euromonitor, Bloomberg Finance L.P., Julius Bär

Durch den wachsenden Reichtum steigen Luxusgüterpreise

Die deutliche Verteuerung von Luxusgütern ist überwiegend auf den wachsenden Reichtum der Inhaber von Vermögensgegenständen zurückzuführen, die am meisten von den liquiditätsbedingten Kursanstiegen profitierten. Da einer wachsenden Geldmenge ein begrenztes Angebot von Luxusgütern gegenübersteht, steigen die Preise. Dies gilt für alle Luxusgütersegmente mit Ausnahme von Zigarren (Grafik 3).

Grafik 3: Preisveränderung bei Luxusgütern, 2004–2013



² KPI = Konsumentenpreisindex

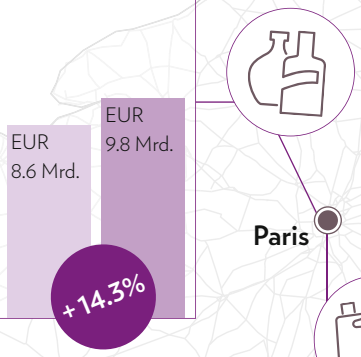
Quelle: Bloomberg Finance L.P., Bank of America Merrill Lynch, Euromonitor, Julius Bär

Keine Obergrenze bei Luxusgütern

Es gibt kaum Signale, dass die expansive Geldpolitik, welche die Märkte für Vermögenswerte stützt, in nächster Zeit eingestellt wird. Daher können die Preise für Luxusgüter noch eine Weile schneller steigen als die durchschnittliche Teuerungsrate. Und da auch der Wohlstand weiter wächst, könnten Luxusgüter zunehmend zum Mittel der Wahl für die Differenzierung der Wirtschaftskraft vermögender Menschen werden, was zu weiteren Preisanstiegen führen würde. Diese Konsumtrends dürften zwei klare Auswirkungen haben: Zum einen dürfte sich die Kaufkraft von Vermögensinhabern, die Luxusgüter konsumieren, langsam aber stetig verringern, wenn die Preise für solche Waren steigen; zum anderen ist damit zu rechnen, dass Hersteller und Anbieter von Luxusgütern und -dienstleistungen überproportional vom strukturellen Trend profitieren, durch den die Preise für Luxusgüter immer weiter nach oben klettern.

Pernod Ricard

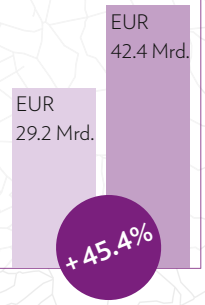
- Pernod Ricard ist das zweitgrösste Wein- und Spirituosenunternehmen der Welt und besitzt eine Reihe starker Marken, zu denen Spitzencognacs (Martell), Whiskeys (Jameson und Glenlivet) sowie Premium-Wodkas (Absolut) gehören.
- Mit Marken wie L'Or de Jean Martell, Chanteloup Perspective, Royal Salute Scotch und Perrier-Jouët-Champagner ist das Unternehmen auf das wachstumsstarke Segment der Premium-Spirituosen ausgerichtet.
- Pernod Ricard profitiert vom wachsenden Wohlstand und vom Konsumwandel hin zu westlichen Spirituosen.



Paris

LVMH

- LVMH ist ein führendes Luxusunternehmen mit vielen Premium-Marken in den Bereichen Mode (Louis Vuitton oder Donna Karan), Weine und Spirituosen (Moët & Chandon oder Hennessy Cognac), Kosmetika (Sephora) sowie Uhren und Schmuck (TAG Heuer).
- Louis Vuitton verfügt als Markenikone über eine starke Preisgestaltungsmacht. Die geschätzte EBIT-Marge[1] liegt bei 55%, die Handtaschen werden im Einzelhandel zum Preis von EUR 1 400 verkauft.
- Die Premium-Marken von LVMH dürften vom wachsenden Wohlstand überproportional profitieren.

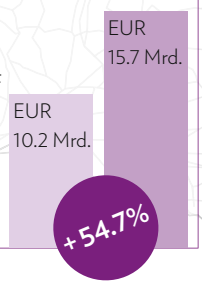


Genf

- Umsatz 2013
- Schätzungen[2] zum Umsatz 2018
- Wachstum

Richemont

- Richemont besitzt ein breit gefächertes Portfolio an Luxusmarken. Seine besondere Stärke liegt in den Bereichen Schmuck, Luxusuhren und Schreibutensilien.
- Das Unternehmen ist im Hochpreissegment mit Marken wie Cartier, IWC, Montblanc, Chloé, Piaget und Van Cleef & Arpels vertreten, die alle einen besonderen Traditionswert und eine starke Preisgestaltungsmacht besitzen.
- Da nur 20% des weltweiten Schmuckangebots Markenprodukte sind, hat Richemont Potenzial, um von diesem wachsenden Trend zu profitieren.



EUROPÄISCHE LUXUSGÜTERHERSTELLER: NUTZNIESSER DES WACHSENDEN VERMÖGENS

Steigende Kurse, weltweit wachsender Wohlstand sowie ein deutlicher Preisanstieg bei Luxusgütern haben das Interesse an Unternehmen und Marken verstärkt, die sich auf anspruchsvolle Konsumenten spezialisiert haben. Auf dieser Doppelseite stellen wir acht europäische Luxusgüterunternehmen[3] vor, bei denen die Nachfrage in den letzten Jahren deutlich gestiegen ist.

[1] EBIT = Gewinn vor Steuern und Zinsen
[2] Basierend auf Konsensschätzungen von Bloomberg Finance L.P.
[3] Die Auswahl der hier vorgestellten Unternehmen ist rein illustrativ und sollte nicht als Anlageempfehlung missverstanden werden.

Daimler

- Daimler produziert Pkw, Lkw und Busse und ist vor allem für seine Luxusmarke Mercedes-Benz bekannt, die einen Anteil von 55% am Konzernumsatz hat.
- Mercedes-Benz wirbt mit dem Slogan «Das Beste oder nichts».
- Fast 40% des Mercedes-Benz-Umsatzes werden in China erwirtschaftet. Daher ist die Marke gut aufgestellt, um vom steigenden Wohlstand in China zu profitieren, dem weltweit wachstumsstärksten Markt für Luxuslimousinen.

EUR 118 Mrd.
EUR 149 Mrd.
+26.3%

Stuttgart

München

BMW

- BMW produziert weltweit Luxusautos und -motorräder. Die bekanntesten Marken sind BMW, Mini und Rolls-Royce.
- Im Zeitraum 2013 bis 2020 rechnet BMW für den weltweiten Markt für Luxusautos mit einem Wachstum von 35%, das zu 80% in China generiert werden dürfte.
- Dank seiner ausserordentlichen Markenstärke dürfte es BMW gelingen, vom steigenden weltweiten Wohlstand zu profitieren.

EUR 76.1 Mrd.
EUR 101 Mrd.
+32.8%

Biel

Swatch

- Die Swatch Group stellt Uhren und Schmuck her und besitzt sehr hochpreisige Marken wie Breguet, Blancpain, Longines, Omega und seit Kurzem auch den «König der Diamanten» Harry Winston.
- Swatch erwirtschaftet 35% seines Umsatzes im Hochpreissegment und hat damit gute Voraussetzungen, um vom weltweit wachsenden Wohlstand zu profitieren.
- Die wohlhabenden Konsumenten in aufstrebenden Märkten dürften dem Konzern zu weiterer Umsatzsteigerung verhelfen.

EUR 8.5 Mrd.
EUR 12.9 Mrd.
+52.5%

Florenz

Solomeo

Brunello Cucinelli

- Das Kerngeschäft von Brunello Cucinelli sind Strickwaren aus Kaschmir. Mit einem Durchschnittspreis von EUR 1 400 je Teil steht das Unternehmen an der Spitze der Luxuspyramide.
- Die Marke profitiert von einer starken Tradition, in deren Mittelpunkt der Gründer sowie die exzellente Qualität der Produkte und Dienstleistungen, Vertriebsexklusivität und das Streben nach Nachhaltigkeit stehen.
- In Anbetracht dieser starken Preisgestaltungsmacht ist die Marke gut dafür positioniert, um vom steigenden weltweiten Wohlstand zu profitieren.

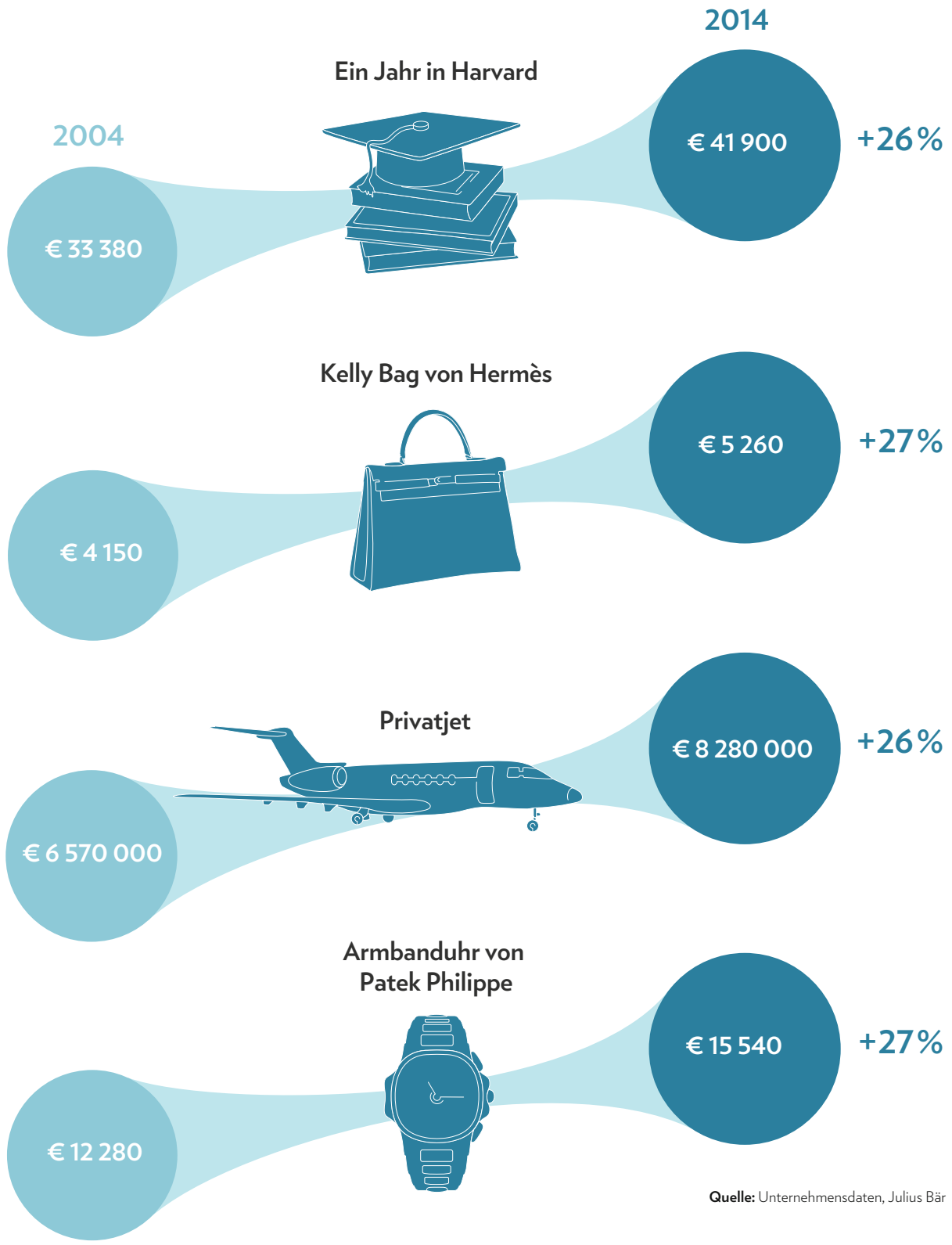
EUR 0.3 Mrd.
EUR 0.5 Mrd.
+65.6%

Salvatore Ferragamo

- Salvatore Ferragamo erwirtschaftet 43% seines Umsatzes mit Schuhen, 33% mit Lederwaren und den Rest mit Accessoires.
- Das Fundament des Unternehmens ist die Reputation seines Gründers, der frühe Hollywood-Grössen wie Marilyn Monroe, Sophia Loren und Audrey Hepburn mit hochwertigen Schuhen ausstattete.
- Salvatore Ferragamo ist zwar immer noch die «Marke der Stars», doch richtet sie sich heute auch an eine weitere Zielgruppe und profitiert so vom wachsenden Wohlstand vermögender Privatpersonen.

EUR 1.3 Mrd.
EUR 1.8 Mrd.
+42.8%

Grafik 4: Preissteigerung bei Luxusprodukten seit 2004



Quelle: Unternehmensdaten, Julius Bär

Als Familie sind wir Teil der Vergangenheit, der Gegenwart und der Zukunft von Heineken.

Charlene de Carvalho-Heineken, Eigentümerin von Heineken

Quelle: Bloomberg Finance L.P.

VERMÖGENSAUFBAU DURCH FAMILIENUNTERNEHMEN

Familienunternehmen haben den wirtschaftlichen Fortschritt von jeher entscheidend mitgestaltet und waren immer wichtige Instrumente für den Aufbau von Familienvermögen. Einige der bekanntesten Familienunternehmen haben zwar ihre Eigentumsverhältnisse durch den Verkauf von Anteilen verwässert, doch orientieren sich viele der eingesessenen Unternehmen auch heute noch an Familieninteressen – und geniessen einen sogenannten «Familienvorteil».

Robert Ruttmann, Julius Bär
Andreas Bächli, Julius Bär

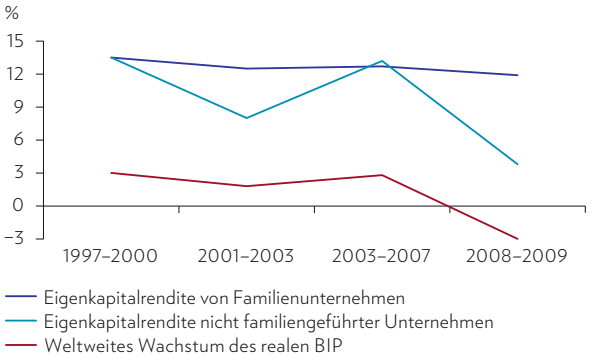
Europäische Familienunternehmen als Motor für den Wohlstand

Familiengeführte Unternehmen waren für den wirtschaftlichen Fortschritt und den Aufbau von Familienvermögen von jeher von grundlegender Bedeutung. Das gilt für eine enorm grosse Bandbreite von Unternehmen[1] – vom kleinen «Tante-Emma-Laden» um die Ecke über die Millionen von kleinen und mittleren Unternehmen bis hin zu den multinationalen Giganten wie Swatch, L'Oréal oder BMW. Und obwohl viele der bekanntesten Familienunternehmen der Welt ihre Eigentumsverhältnisse in der zweiten Hälfte des 20. Jahrhunderts verwässert haben, ist in diesen unternehmerischen Kraftpaketen heute zumindest noch der Einfluss ihrer Gründerfamilien spürbar, wenn sie auch nicht mehr von diesen gelenkt werden. Darüber hinaus haben sie weiterhin einen starken Anteil an der Vergrösserung des Nettofamilienvermögens in Europa.

Familienunternehmen sind rentabler

Unternehmen, in denen die Gründerfamilien nach wie vor umfangreiche Anteile oder Mehrheitsbeteiligungen besitzen, haben gegenüber anderen Gesellschaften in der Regel einen dauerhaften, mehrere Generationen umspannenden Wettbewerbsvorteil. Einer BCG-Studie[2] zufolge bestätigt sich dieser «Familienvorteil» tatsächlich dadurch, dass familiengeführte Unternehmen – gemessen an der Eigenkapitalrendite – im Allgemeinen konsistentere Rentabilitätsquoten erzielen als nicht familiengeführte. Dieser Rentabilitätsvorteil ist in allen Phasen des Konjunkturzyklus, in allen untersuchten Ländern und insbesondere in Krisenzeiten festzustellen (Grafik 1). Eine weitere Studie[3], die unter einigen der ältesten Familienunternehmen Japans durchgeführt wurde und äusserst robuste Ergebnisse lieferte, deutet ausserdem darauf hin, dass die Beherrschung des Unternehmens durch die Familie in engem Zusammenhang mit langfristiger finanzieller Outperformance steht.

Grafik 1: Konsistentere Rentabilität von Familienunternehmen



Quelle: Boston Consulting Group, Harvard Business Review, Julius Bär

Aktien von Familienunternehmen entwickeln sich überdurchschnittlich

Die tendenziell konsistenteren Rentabilitätsquoten von Familienunternehmen zeigen sich in der Regel auch in ihren Aktienkursen. Familienunternehmen erzielen gegenüber nicht familiengeführten Unternehmen langfristig meistens eine überdurchschnittliche Performance, was darauf schliessen lässt, dass der Familienbesitz auch den Anlegern Wertzuwachs bringen kann. So lieferte beispielsweise der DAXplus Family Index, in dem die 30 grössten deutschen Familienunternehmen geführt sind, in den letzten zehn Jahren gegenüber dem allgemeineren DAX eine konsistente Outperformance von 79% (Grafik 2). Besonders gut schnitten in diesem Kontext Unternehmen wie Volkswagen (+782%), Henkel (+337%), BMW (+190%) und Fresenius (+176%) ab. Warum genau das so ist, kann man schwierig exakt festlegen. Im Grossen und Ganzen jedoch führen wir diesen «Familienvorteil» auf drei nachhaltige Vorteile zurück.

Langfristiger Horizont

Der erste Faktor, der den «Familienvorteil» ausmacht, ist der Umstand, dass Familienunternehmen in der Regel klar langfristig ausgerichtet und damit in vielen Fällen nicht den Gefahren einer kurzfristigen

[1] Die Auswahl der hier vorgestellten Unternehmen ist rein illustrativ und sollte nicht als Anlageempfehlung missverstanden werden.
[2] Kachander, N. et al. (2012), «What you can learn from family businesses», Boston Consulting Group (BCG).
[3] Mehrotra, V.; Morck, R.; Shim, J.; Wiwattanakantang, Y. (März 2011), «Adoptive Expectations: Rising Sons in Japanese Family Firms», National Bureau of Economic Research (NBER) Working Paper Nr. 16874.

Orientierung ausgesetzt sind. Tatsächlich ist eines der Hauptmerkmale der meisten familiengeführten Unternehmen ihr langfristiger Schwerpunkt auf den Aufbau von Geschäften, die an künftige Generationen weitergegeben werden können. Dieser Fokus auf das Überleben des Unternehmens über viele Generationen hinweg schlägt in der Regel das Streben nach kurzfristigen Profiten durch gewissenlose Spekulationen oder Einsparungen in langfristig wichtigen Bereichen wie Forschung und Entwicklung oder Mitarbeitersicherheit. Besonders wertvoll erweist sich eine solche langfristige Herangehensweise in einer Zeit, die weitgehend von einer exzessiven Konzentration auf den nächsten Quartalsbericht und kurzfristigen Kursturbulenzen geprägt ist.

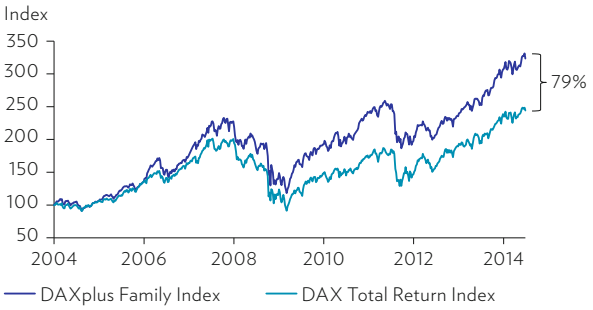
Konservatives Finanzmanagement

Der zweite ausschlaggebende Aspekt im Zusammenhang mit dem «Familienvorteil» ist der Umstand, dass Familienunternehmen ihre Finanzen in der Regel konservativer verwalten, weniger Schulden aufnehmen und ihr Kapital umsichtiger investieren. Familien, die ihre Unternehmen bereits durch mehrere Konjunkturzyklen gesteuert haben, wissen, dass man Verlustrisiken auch durch eine niedrigere Verschuldung eindämmt, da Schulden weniger Handlungsspielraum im Fall von Einbrüchen lassen. Die Stärke dieser Strategie hat sich in der Finanzkrise bestätigt. Die Kostenstrukturen von Familienunternehmen waren am Anfang der Krise schlanker als bei nicht familiengeführten Unternehmen. Zudem waren die Verschuldungsquoten niedriger (der BCG-Studie zufolge betrug das Verhältnis der Gesamtverbindlichkeiten zum Gesamtvermögen bei Ersteren 37% und bei Letzteren 47%). Damit mussten Familienunternehmen keine Opfer bringen, um in der Rezession einen hohen Finanzierungsbedarf decken zu können. Dieser niedrigere Verschuldungsgrad steht auch in engem Zusammenhang mit dem selektiven Ansatz, den Familienunternehmen tendenziell im Hinblick auf Investitionen und Expansionsvorhaben verfolgen. Familiengeführte Unternehmen vermeiden teure Übernahmen eher und ziehen Partnerschaften oder Joint Ventures vor, die mit weniger Kapitalausgaben und Integrationsrisiken verbunden sind. In vielen Fällen berufen die Familien sogar einen «Aufsichtsbeauftragten» in den Unternehmensvorstand, um zu verhindern, dass die Geschäftsleitung auf Strategien setzt, die möglicherweise nicht im Einklang mit den langfristigen Zielen der Familie stehen.

Motivation zur emotionalen Bindung gegenüber dem Unternehmen

Das dritte für den «Familienvorteil» relevante Element ist die Tatsache, dass Familienunternehmen offenbar

Grafik 2: DAXplus Family Index übertrifft den DAX



Quelle: Bloomberg Finance L.P., Julius Bär

dazu in der Lage sind, eine emotionale Bindung zu ihren Marken zu erzeugen, und zwar bei Kunden und Mitarbeitern gleichermassen. In der Regel ist den Familien bewusst, dass die Reputation des Unternehmens in engem Zusammenhang mit ihrer Familientradition steht. Daher zeichnen sie sich häufig durch ein starkes Verantwortungsbewusstsein im Hinblick auf die Schaffung von Arbeitsplätzen, die Vermeidung von Entlassungen und die Investition in die eigenen Mitarbeiter aus. So sind nach Angaben der BCG bei Familienunternehmen die Ausgaben für Mitarbeiterschulungen fast dreimal so hoch wie bei nicht familiengeführten Unternehmen.

Diese Investition steigert nicht nur die fachliche Kompetenz der Mitarbeiter, sondern in der Regel auch das Vertrauen, was die Unternehmenskultur stärkt und die Personalfluktuation reduziert. Tatsächlich beträgt den BCG-Daten zufolge Letztere bei Familienunternehmen nur 9% jährlich, während es bei nicht familiengeführten Unternehmen 11% sind. Diese höheren Bindungsraten wirken sich eindeutig unmittelbar auf den Reingewinn eines Unternehmens aus. Vor allem aber sind sie auch ein Indiz dafür, dass Familienunternehmen attraktivere Arbeitgeber sind. Diese familienbasierte Markenidentität kann also auch Top-Talente anziehen und die Kreativität und den Innovationsgeist hervorbringen, woraus letztlich bessere Produkte und bessere Dienstleistungen entstehen. In der Finanzkrise 2008 gerieten die meisten Unternehmen unter bislang beispiellosen Druck. Doch selbst in diesem unwirtlichen Umfeld hoben sich viele Familienunternehmen dadurch von anderen ab, dass sie nicht zum Abbau von Arbeitsplätzen bereit waren. Das vermutlich beste Beispiel in diesem Zusammenhang war Alexandre Soares dos Santos, Verwaltungsratsvorsitzender des portugiesischen Lebensmittelvertriebsunternehmens Jerónimo Martins: Er erklärte seinerzeit, sein Unternehmen werde Entlassungen nur als letzte Massnahme durchführen – nach der Kürzung von Gehältern, Boni, Investitionen und Dividenden. Dieses

Engagement schafft in der Regel nicht nur ein hohes Mass an Vertrauen unter den Mitarbeitern, sondern auch eine starke Unternehmenskultur. Dies wiederum trägt zur Stärkung des Markenwerts gegenüber den Kunden bei.

Management von Unternehmensrisiken

Bei Familienunternehmen gibt es auch einige Risiken, die speziell bei dieser Eigentumsform auftreten und die Nachfolgeplanung, Nepotismus und Streitigkeiten innerhalb der Familie betreffen. In der zweiten Generation des Familienbesitzes werden in der Regel bereits Systeme eingerichtet, mit denen sich diese lästigen Herausforderungen überwiegend erfolgreich bewältigen lassen. So schliessen viele Familien beispielsweise explizite mündliche und schriftliche Vereinbarungen, in denen potenzielle Probleme geregelt sind (z. B. Voraussetzungen,

Tabelle 1: Die 40 grössten europäischen Familienunternehmen nach Börsenkapitalisierung

Platz	Unternehmen[1]	Land	Sektor	Familien-besitz	Familien-name
1	Roche	Schweiz	Gesundheitswesen	50%[2]	Oeri/Hoffmann
2	Anheuser-Busch InBev	Belgien	Basiskonsumgüter	45%	Stichting Foundation
3	Volkswagen	Deutschland	Nicht-Basiskonsumgüter	32%	Piëch/Porsche
4	L'Oréal	Frankreich	Basiskonsumgüter	31%	Bettencourt
5	Inditex	Spanien	Nicht-Basiskonsumgüter	59%	Ortega
6	BMW	Deutschland	Nicht-Basiskonsumgüter	47%	Quandt
7	Hennes & Mauritz	Schweden	Nicht-Basiskonsumgüter	38%	Persson
8	Richemont	Schweiz	Nicht-Basiskonsumgüter	50%[3]	Rupert
9	AP Møller-Mærsk	Dänemark	Industrie	55%	Mc-Kinney Møller
10	Henkel	Deutschland	Basiskonsumgüter	53%	Henkel
11	Associated British Foods	Grossbritannien	Basiskonsumgüter	55%	Weston
12	Heineken	Niederlande	Basiskonsumgüter	50%	Heineken
13	Merck	Deutschland	Gesundheitswesen	70%	Merck
14	Porsche	Deutschland	Nicht-Basiskonsumgüter	100%	Porsche/Piëch
15	Swatch	Schweiz	Nicht-Basiskonsumgüter	41%[3]	Hayek
16	Luxottica	Italien	Nicht-Basiskonsumgüter	67%	Del Vecchio
17	Kering	Frankreich	Nicht-Basiskonsumgüter	41%	Pinault
18	Kone	Finnland	Industrie	51%	Herlin
19	Bolloré	Frankreich	Industrie	50%	Bolloré
20	Sodexo	Frankreich	Nicht-Basiskonsumgüter	38%	Bellon
21	Kühne + Nagel	Schweiz	Industrie	58%[4]	Kühne
22	Ferrovial	Spanien	Industrie	45%	Del Pino
23	Dassault Aviation	Frankreich	Industrie	100%	Dassault
24	Metro	Deutschland	Basiskonsumgüter	50%[5]	Haniel/Schmidt-Ruthenbeck
25	Bouygues	Frankreich	Industrie	30%	Bouygues
26	Fiat	Italien	Nicht-Basiskonsumgüter	30%	Agnelli
27	Koç	Türkei	Industrie	75%	Koç
28	Peugeot	Frankreich	Nicht-Basiskonsumgüter	25%	Peugeot
29	Jerónimo Martins	Portugal	Basiskonsumgüter	56%	Soares dos Santos
30	Haci Omer Sabanci	Türkei	Finanzen	61%	Sabanci
31	Colruyt	Belgien	Basiskonsumgüter	47%	Colruyt
32	Wendel	Frankreich	Finanzen	34%	Wendel
33	Wacker Chemie	Deutschland	Grundstoffe	50%	Wacker
34	Acciona	Spanien	Versorger	49%	Entrecanales
35	DKSH	Schweiz	Industrie	47%	Diethelm/Keller
36	Groupe SEB	Frankreich	Nicht-Basiskonsumgüter	44%	Lescure
37	Italcementi	Italien	Grundstoffe	60%	Pesenti
38	Fomento de Construcciones	Spanien	Industrie	52%	Koplowitz
39	Edoardo Guida Garrone	Italien	Energie	56%	Garrone
40	Schmolz & Bickenbach	Schweiz	Grundstoffe	40%	Schmolz/Bickenbach

[1] Die Auswahl der hier vorgestellten Unternehmen ist rein illustrativ und sollte nicht als Anlageempfehlung missverstanden werden.

[2] 45.01% Familien-Pool, 5% Maja Oeri

[3] Stimmrechte

Quelle: Datastream, Bloomberg Finance L.P., Campden VB, Julius Bär; Daten per 7. Juli 2014

unter denen Familienmitglieder im Unternehmen mitarbeiten oder auch nicht mitarbeiten können, Grenzen der Unternehmens- und Finanzstrategie).

Vermögensaufbau im 21. Jahrhundert

Mittelfristig dürften Familienunternehmen aus unserer Sicht weiter eine massgebliche Rolle beim Vermögensaufbau in Europa spielen. Ihr «Familienvorteil» kann ihnen gegenüber nicht familiengeführten Unternehmen sogar zu konsistenterem Wachstum verhelfen. Wir haben deshalb nachstehend einige europäische Familienunternehmen[1] aufgeführt, die sich mindestens in der zweiten Generation im Familienbesitz befinden und bei denen die Stimmrechte der Familie mindestens 25% aller Stimmrechte ausmachen. Diese Unternehmen dürften einen wichtigen Beitrag zur Schaffung guter Arbeitsplätze, zur Herstellung hervorragender Produkte und zum Vermögensaufbau privater Haushalte im 21. Jahrhundert leisten.

Börsenkapitalisierung (Mrd. EUR)	Ertrag (Mrd. EUR)	Eigenkapital-rendite	Verschuldungs-quote	Dividenden-rendite (%)	KGV[7] (Prognose)
189.1	38.5	65%	0.9	2.9	16.6
135.4	43.2	31%	0.9	2.4	19.3
91.1	197.0	12%	1.3	2.1	7.8
76.9	23.0	14%	0.0	2.0	21.2
71.0	16.7	27%	0.0	2.0	24.4
60.9	76.1	16%	2.0	2.7	10.3
52.0	13.8	50%	0.0	3.3	21.9
43.3	8.8	19%	0.1	1.1	16.6
39.5	6.4	9%	0.4	2.0	10.9
34.5	16.4	16%	0.3	1.4	18.3
31.2	16.8	10%	0.2	1.2	28.3
30.9	19.2	12%	1.0	1.7	16.4
28.2	10.7	12%	0.3	1.5	13.4
23.6	0.0	32%	0.0	2.6	7.3
23.1	7.0	18%	0.0	1.4	14.6
20.4	7.3	13%	0.5	1.5	25.3
19.9	9.7	0%	0.4	2.4	13.8
16.2	6.9	51%	0.1	5.3	18.2
12.9	10.8	4%	0.4	0.7	28.7
12.6	18.4	17%	0.9	2.0	19.7
11.6	14.1	24%	0.0	5.0	20.0
11.6	8.2	12%	0.9	4.4	30.5
11.4	4.6	9%	0.1	0.8	22.5
10.6	65.7	2%	1.5	–	15.2
10.1	33.3	−5%	0.9	5.3	14.3
9.5	86.8	8%	2.4	–	7.8
8.9	22.8	16%	0.7	1.6	9.3
8.9	54.1	−28%	0.0	–	12.2
7.4	11.8	27%	0.4	2.6	15.8
6.8	3.3	9%	0.9	1.0	8.0
6.0	8.7	19%	0.0	2.6	16.0
5.0	6.4	13%	2.6	1.8	15.2
4.6	4.5	3%	0.6	0.6	30.0
3.8	6.6	−47%	2.3	2.6	40.1
3.5	7.9	19%	0.1	1.6	19.2
3.2	4.2	15%	0.5	2.2	14.0
2.5	4.2	−6%	0.7	0.7	34.0
2.2	6.7	n. v.[6]	31.0	0.0	21.2
1.7	5.3	2%	0.9	8.7	21.1
1.1	3.3	−11%	0.8	–	17.7

[4] 53.3% Kühne Holding, 4.3% Kühne Foundation
[5] 34.24% Gabuek, 15.77% Schmidt-Ruthenbeck
[6] n. v. = nicht verfügbar
[7] KGV = Kurs-Gewinn-Verhältnis

UNTERNEHMERISCHE DENKWEISE FÖRDERN

Viele Länder Europas leiden nach wie vor unter einer extrem hohen Arbeitslosigkeit, die vor allem junge Menschen im Alter zwischen 18 und 25 Jahren betrifft. Sir Richard Branson spricht über die wichtige Rolle unternehmerischen Denkens bei der Schaffung von mehr Arbeitsplätzen in Europa, über die Eigenschaften, die ein erfolgreicher Unternehmer braucht, und über die kritische Rolle von Führungspersonen aus Wirtschaft und Politik bei der Förderung unternehmerischer Initiativen.

Interviewer: Robert Ruttmann, Julius Bär

SIR RICHARD BRANSON

ist der Gründer der Virgin Group. Virgin ist mit über 100 Unternehmen weltweit und etwa 60 000 Mitarbeitern in mehr als 50 Ländern eine der etabliertesten Marken der Welt. Seit er im Alter von 16 Jahren die Schülerzeitschrift «Student» ins Leben rief, hat Branson immer wieder unternehmerische Wege gefunden, um in der Welt positive Veränderungen herbeizuführen. Im Jahr 2004 gründete er Virgin Unite, die gemeinnützige Stiftung der Virgin Group, die sich dafür einsetzt, dass die Wirtschaft dauerhaft Gutes bewirkt.

Sie haben viel darüber gesprochen, wie unternehmerisches Denken einen Beitrag zur Bewältigung der drängenden weltweiten Herausforderungen leisten kann. Wie kann unternehmerisches Denken Teil der Lösung für einige der langfristigen strukturellen Probleme in Europa wie die hohe Arbeitslosigkeit und die hohe Verschuldung werden?

Die Förderung von unternehmerischem Denken vor allem in den europäischen Ländern, die von der steigenden Arbeitslosigkeit schwer betroffen sind, ist zweifelsohne ein guter Ansatz, um mehr Arbeitsplätze zu schaffen. Das Erfreuliche ist, dass Start-ups selbst unter widrigen Bedingungen unter Beweis stellen, dass sie etwas bewegen können und nicht bereits bei der ersten Hürde klein beigeben. Auf einer Virgin-Disruptors-Debatte[1] hatten wir kürzlich das Glück, die Erfahrungsberichte von zwei griechischen Unternehmern zu hören, die sich definitiv nicht als Teil einer «verlorenen Generation» verstehen. Was diese beiden wollten, war mehr Unterstützung und Ermutigung durch die verantwortlichen Stellen. Denn in Ländern wie Griechenland, in denen das Finanzsystem zusammengebrochen ist, bedarf es starker Regeln, um sicherzustellen, dass jeder eine faire Chance erhält, sich als Unternehmer zu betätigen. Das klingt ein wenig seltsam, da es so oft heisst, dass Vorschriften Start-ups bremsen können. In manchen Fällen aber verhält es sich umgekehrt.

Welche Fähigkeiten scheinen erfolgreichen Unternehmern gemein zu sein?

Man muss die richtigen Gründe haben, um geschäftlich tätig sein zu wollen; es reicht nicht, nur den schnellen Profit im Auge zu haben. Die erfolgreichsten Unternehmer bieten Lösungen, die das Leben ihrer Kunden und Mitarbeiter positiv verändern. Man braucht gewisse Eigenschaften, und diese sollte man sich schnell aneignen. Wenn Ihr Geschäft wächst, müssen Sie lernen zu delegieren, andernfalls werden Sie feststellen, dass Sie den Überblick verlieren. Das mag einfach klingen, doch ich treffe allzu oft auf Unternehmer, die nicht loslassen oder ihren Mitarbeitern kein Vertrauen entgegenbringen können. Wenn jemand gut genug ist, dass Sie ihn einstellen, dann sollten Sie auch anerkennen, dass es eine kluge Entscheidung ist, ihm Aufgaben zu übertragen und ihn nicht alle fünf Minuten zu kontrollieren.

Wie lassen sich diese Eigenschaften fördern? Wo und wie frühzeitig sollte man beginnen?

Ich war schon immer ein entschiedener Verfechter davon, den Menschen bereits von Jugend an unternehmerische Fertigkeiten zu vermitteln. Ich frage mich, warum hierauf in der Schule nicht mehr Wert gelegt wird. In Ländern wie Grossbritannien schien man bislang bestrebt, alle Schüler durch das gleiche, eng gesteckte

[1] www.youtube.com/watch?v=WVDs7y9KL-E

Schulsystem zu schleusen, was ich nicht für richtig halte. Erst vor Kurzem erklärte sich die Regierung dank der Lobby-Arbeit von Virgin (und anderen) dazu bereit, jungen Unternehmern ein Darlehen zu geben, das mit dem von Studenten vergleichbar ist. Es muss anerkannt werden, dass eine höhere Bildung etwas Wunderbares ist, aber nicht für jedermann: Einige der erfolgreichsten Unternehmer der Welt haben ihre College-Ausbildung abgebrochen. Wir müssen nach originelleren und allgemeiner verfügbaren Möglichkeiten suchen, um junge unternehmerische Talente zu fördern.

Das Zelebrieren des unternehmerischen Geistes scheint Virgin im Blut zu liegen. Was können Firmen tun, um junge Unternehmer zu unterstützen?
Diese Hilfe könnte beispielsweise darin bestehen, dass man Rechnungen von Start-ups fristgerecht bezahlt (man vergisst leicht, wie abhängig Unternehmer am Anfang von diesen Cashflows sein können), oder darin, einem jungen Unternehmer kostenlos Arbeitsraum zur Verfügung zu stellen, oder sogar darin, für jemanden die Rolle des Mentors zu übernehmen. Bereits die kleinste Geste kann viel bewirken, um Vertrauen aufzubauen oder den Menschen das Wesen der Geschäftswelt nahezubringen.

Welchen Nutzen haben Unternehmen, wenn sie Start-ups Mentoring und Orientierungshilfe bieten?
Europa hat zahlreiche florierende unternehmerische Drehscheiben, wo sich teilweise ganz Unglaubliches tut. Von London bis nach Tel Aviv bringt der Kontinent Innovationen verschiedenster Art hervor. Grössere, etablierte Unternehmen sehen mitunter nicht den Zusammenhang zwischen den frischen Ideen aus diesen Bereichen und ihren eigenen Abläufen. Wer sich als Mentor für die nächste Generation von Talenten engagiert, kommt mit viel mehr Dingen in Berührung, als er vielleicht denkt. Vermutlich lernt er selbst viel dazu, der Wissensfluss wird sicherlich nicht nur in eine Richtung gehen.

Der Zugang zu Kapital ist für junge Unternehmer nach wie vor eine grosse Herausforderung – vor allem in den europäischen Peripherieländern. Wie kann man den Zugang zu Krediten verbessern?
In Grossbritannien gründeten wir im vergangenen Jahr die gemeinnützige Organisation Virgin StartUp. Diese will in Zusammenarbeit mit der Regierung die Vergabe von Krediten an Start-ups zu fairen Zinssätzen erreichen und neuen Unternehmern Mentoren vermitteln. Mittlerweile werden zunehmend mehr Kredite beantragt und es gab dank dieses Programms im ganzen Land bereits einige echte Erfolgsgeschichten. Ich werde sehr oft gefragt, warum es dieses Programm nicht auch in anderen Ländern gibt. Die simple Antwort darauf lautet: Ich weiss es nicht, aber es sollte es geben. Ich möchte andere Länder an dieser Stelle dazu auffordern, dem Beispiel Grossbritanniens zu folgen.

Sie betonen häufig, wie wichtig es ist, Frauen als Unternehmerinnen zu fördern. Warum engagieren Sie sich so stark dafür, und was kann man in diesem Bereich tun?
Anfang dieses Jahres führten wir einige Umfragen zum Thema «Frauen in der Geschäftswelt»[2] durch. Es erübrigt sich zu sagen, dass die Ergebnisse nicht sehr erfreulich waren. Von den befragten Frauen waren 75% der Ansicht, dass Männer am Arbeitsplatz in Bezug auf Beförderungen und die Höhe des Gehalts bevorzugt behandelt werden. Es ist unstrittig, dass hier etwas getan werden muss. Um eine Veränderung herbeizuführen, könnte man beispielsweise Unternehmerinnen dazu ermutigen, Arbeitsplätze zu schaffen. Mein grösstes Vorbild ist meine Mutter. In den Führungsetagen von Virgin-Unternehmen haben wir einige ganz hervorragende Frauen, trotzdem müssen wir alle noch mehr für die Gleichbehandlung im geschäftlichen Leben tun.

Sie haben gesagt: «Das Geschäft braucht kein Nullsummenspiel zu sein.» Was bedeutet dies für die nächste Generation von Unternehmern?
Es muss nicht sein, dass im geschäftlichen Leben einige gewinnen, während andere verlieren. Wenn wir alles richtig machen, kann jeder gewinnen. Das gilt für unsere Gemeinden, den Planeten und für alle, die auf ihm leben. Unternehmen sollten sich umfassend an der Lösung globaler Probleme beteiligen. Es liegt auf der Hand, dass die Regierungen das nicht allein schaffen. Unternehmer sind im Grunde genommen Problemlöser, und definitiv warten in der Welt viele Probleme darauf, gelöst zu werden. Durch neue Geschäftsmodelle wie die Sharing Economy können sich alle für gemeinsame Ziele einsetzen, allzu lang schon hatten Unternehmen nur den Gewinn im Blick. Unternehmer, die die Geschehnisse um sich herum umfassender betrachten, werden letztlich am längsten Bestand haben.

[2] www.virgin.com/entrepreneur/infographic-are-women-discriminated-against-in-the-workplace

DIE WACHSENDE BEDEUTUNG ERERBTEN VERMÖGENS IN EUROPA

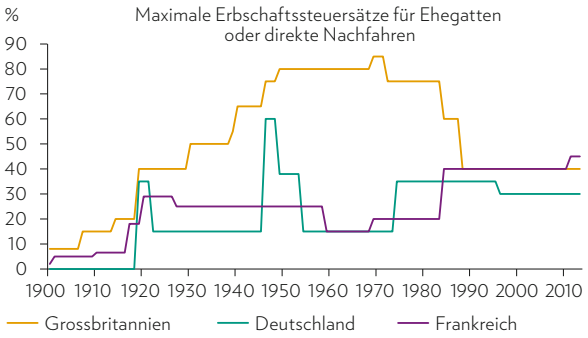
Während in der ersten Hälfte des 20. Jahrhunderts die Erbschaftssteuersätze zur Deckung der Kriegskosten immer wieder angehoben wurden, war in der zweiten Hälfte das Gegenteil der Fall. Angesichts niedrigerer Erbschaftssteuersätze und hoher Kapitalrenditen dürften Erbschaften in Europa künftig an Bedeutung gewinnen.

Robert Ruttmann, Julius Bär
Dimitri Bellas, Julius Bär

Erbschaften als Teil der Eigentumsrechte

Die Übertragung – oder das Vererben – von Vermögen von einer Generation auf die andere spielt in der menschlichen Gesellschaft seit Langem eine wichtige Rolle. Erbschaft ist untrennbar mit einem Recht an Eigentum verbunden, was auch die Freiheit beinhaltet, zu bestimmen, wer nach dem Tod des Eigentümers das Vermögen erhalten soll. Allerdings ist dieses Eigentumsrecht nicht absolut. Das wurde im 20. Jahrhundert deutlich, als viele Nationen die Erbschaftssteuern zur Finanzierung der enormen Kriegskosten stark erhöhten.

Grafik 1: Erbschaftssteuern wurden zur Finanzierung von Kriegen stark angehoben



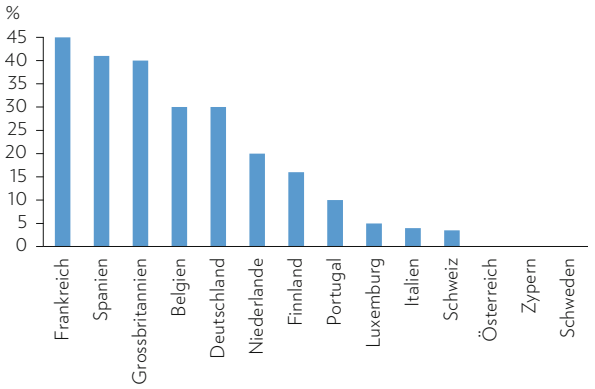
Quelle: «Das Kapital im 21. Jahrhundert» (T. Piketty, 2014), Julius Bär

Wie Grafik 1 zeigt, stiegen die Erbschaftssteuersätze in den grössten europäischen Volkswirtschaften während der beiden Weltkriege stark, weil die Länder mehr Einnahmen brauchten, um die hohen Kriegskosten zu finanzieren. Das beste Beispiel für diesen Trend ist Grossbritannien. Dort wurde die Erbschaftssteuer auf umfangreiche Vermögen im Ersten Weltkrieg auf 40% und bis zum Ende des Zweiten Weltkriegs 1945 sogar bis auf 75% angehoben (Grafik 1). Ohne Zweifel erhöhten die Länder, die am meisten im Krieg involviert waren, auch die Erbschaftssteuern am stärksten.

Sinkende Steuern in der zweiten Hälfte des 20. Jahrhunderts

Wurden die Erbschaftssteuersätze in der ersten Hälfte des 20. Jahrhunderts kriegsbedingt kontinuierlich angehoben, war in der zweiten Hälfte das genaue Gegenteil der Fall: Die meisten Regierungen in Europa begannen, die Erbschaftssteuern deutlich zu senken (Grafik 1). Tatsächlich besteuern heute die meisten europäischen Länder die grössten Vermögen ihrer Bürger mit weniger als 15%. In einigen Ländern wie Schweden, Österreich und Zypern wurde die Erbschaftssteuer in den letzten Jahren sogar ganz abgeschafft. Lediglich in Frankreich, Spanien und in Grossbritannien gelten noch Erbschaftssteuersätze im Bereich von 40% (Grafik 2).

Grafik 2: Unterschiedliche Erbschaftssteuersätze



Quelle: Nationale Statistikämter, «The 2013 International Estate and Inheritance Tax Guide» (Ernst and Young), Julius Bär

Vererbung gewinnt in Europa an Bedeutung

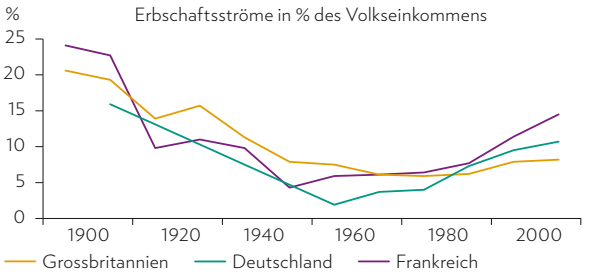
Durch die Senkung der Erbschaftssteuersätze hat die Vererbung in Europa eindeutig an Bedeutung gewonnen. Das Gleiche gilt jedoch auch für die Auswirkungen des wachsenden Wohlstands. Der Grund liegt auf der Hand. Immer, wenn die Kapitalverzinsung dauerhaft über der Wirtschaftswachstumsrate liegt (wie in den letzten Jahrzehnten), ist es nahezu unausweichlich, dass in der Vergangenheit angehäufte Vermögen irgendwann die Rolle privater Ersparnisse aus der Gegenwart in den Schatten stellen. Durch diesen Mechanismus entsteht eine zunehmende Konzentration des Vermögens, wodurch in der Gesellschaft wiederum das Vererben wichtiger wird.

Wie lässt sich nun aber genau messen, wie wichtig dies in Europa ist? Ein Ansatz sind Steuerdaten. Diese sind jedoch häufig unvollständig und erschweren einen internationalen Vergleich (wegen der unterschiedlichen steuerlichen Behandlung von Anlageklassen). Eine alternative Herangehensweise wird von Thomas Piketty vertreten. Dabei geht es um die Betrachtung von Wirtschaftsströmen, anhand deren die jährlichen Erbschaftsströme eines Landes prozentual zum BIP geschätzt werden. Thomas Piketty multipliziert dazu das Verhältnis des Volksvermögens eines Landes zu seinem BIP mit der Sterblichkeitsrate (also dem Bevölkerungsanteil, der in einem Jahr stirbt) und dann nochmals mit dem Verhältnis zwischen dem Durchschnittsvermögen zum Zeitpunkt des Todes und dem Durchschnittsvermögen der Lebenden. Mit anderen Worten: Beträgt die Kapital-Vermögens-Quote eines Landes 400% und die Sterblichkeitsrate 3% und waren die Verstorbenen 1.5 Mal so vermögend wie die Lebenden, dann ergäben sich für dieses Land folgende jährliche Erbschaftsströme: 400% × 3% × 1.5 bzw. 18% des BIP (Volkseinkommen).

Erbschaftsströme steigen wieder auf Vorkriegsniveau

Da es anhand dieser Methodologie möglich ist, den Wert des jährlichen Vererbungsumfangs ins Verhältnis zum BIP eines Landes zu setzen, lässt sich präziser abschätzen, wie wichtig Erbschaften zu einem bestimmten Zeitpunkt für die Gesellschaft sind. Grafik 3 verdeutlicht, dass die Erbschaftsströme im Verhältnis zum BIP in Frankreich, Grossbritannien und Deutschland Mitte des 20. Jahrhunderts infolge der Kriege und der Weltwirtschaftskrise stark abnahmen, sich seither aber deutlich erholt haben. Besonders in Frankreich hat das Vererben stark an Bedeutung gewonnen. Hier liegt der jährliche Anteil der Erbschaften am Volkseinkommen bei 15%, so hoch wie zuletzt Anfang des 20. Jahrhunderts.

Grafik 3: Erbschaftsströme steigen wieder auf Niveaus von 1920



Quelle: «Das Kapital im 21. Jahrhundert» (T. Piketty, 2014), Julius Bär

Auswirkungen der zunehmenden Bedeutung des Vererbens

Ein kurzer Blick auf diese Daten zeigt, dass wir möglicherweise vor einer Ära stehen, in der die Bedeutung des Vererbens in Europa weiter zunimmt. Aus gesellschaftlicher Sicht kann dies verschiedene wichtige Folgen haben. So kann eine Erbschaft einerseits dazu motivieren, sich für den Erhalt des Vermögens über weitere Generationen hinweg einzusetzen. Familienunternehmen beispielsweise sind ein viel genutztes Instrument, um das Vermögen einer Familie über den Tod des Gründers hinaus aufzubauen und zu erhalten. Andererseits kann die Aussicht auf eine grosse Erbschaft die persönliche Motivation der Erben jedoch auch negativ beeinflussen. Dieses Phänomen wird als «Buddenbrooks-Effekt» bezeichnet, nach dem Roman von Thomas Mann, der den allmählichen Verfall einer Kaufmannsfamilie über drei Generationen beschreibt. Eine Folge dieses Effekts besteht darin, dass immer mehr Besitzer von Vermögen einen Grossteil desselben auf Stiftungen übertragen. So haben bereits viele Milliardäre die von Warren Buffett und Bill Gates ins Leben gerufene Kampagne «Giving Pledge»[1] unterzeichnet, die die wohlhabendsten Familien der Welt dazu aufruft, den überwiegenden Teil ihres Vermögens der Philanthropie zur Verfügung stellen.

Wachsende Bedeutung, höhere Komplexität

Sollte es sich erweisen, dass das 21. Jahrhundert von schwachem Wirtschaftswachstum und infolge des internationalen Wettbewerbs um Investitionen von hohen Kapitalerträgen geprägt ist, dürften Erbschaften in Europa künftig eine noch grössere Rolle spielen. Gleichzeitig könnten im Zuge der Sanierung der europäischen Staatsbilanzen nach der Finanzkrise einige Regierungen versuchen, ihre Einnahmen durch eine höhere Besteuerung der Reichen aufzustocken, die vom Anstieg der Vermögenswerte am meisten profitiert haben. In diesem Zusammenhang dürfte das Thema in den nächsten Jahren zunehmend komplexer werden.

[1] www.givingpledge.org

TIPPS UND TRICKS FÜR DIE VERMÖGENS- UND STEUERPLANUNG

Guy Simonius, Vermögens- und Steuerplanung, Julius Bär

1. Vorbereitung ist alles

Sie realisieren die Ziele Ihrer langfristigen Vermögensplanung am besten, indem Sie sich gut auf die vorhersehbaren und unvorhersehbaren Ereignisse im Leben vorbereiten. Dazu brauchen Sie eine massgeschneiderte Lösung, die Ihren finanziellen, rechtlichen und persönlichen Vorgaben gerecht wird.

2. Fangen Sie früh an

Beginnen Sie frühzeitig mit Ihrer Ruhestands- und Erbschaftsplanung. Eine Gesamtbetrachtung ist unerlässlich, um den Erhalt Ihres Familienvermögens für Sie und künftige Generationen zu sichern. Ihr Berater kann Ihnen bei der Ausgestaltung einer zweckmässigen Lösung helfen.

3. Achten Sie auf eine ausgewogene Governance

Die Übertragung von Familienvermögen oder des rechtlichen Eigentums und der Kontrolle eines Familienunternehmens kann ein komplexer Prozess sein, und zwar sowohl aus rationaler als auch aus emotionaler Sicht. Ziehen Sie die Gründung eines Familienrats in Betracht, um eine gute Governance und das langfristige Überleben Ihres Familienunternehmens zu sichern.

4. Optimieren Sie die rechtlichen Strukturen

Die Wahl der optimalen Lösung (z. B. Unternehmen, Trust, Stiftung, Versicherung, Privatfonds usw.) ist für einen reibungslosen Generationenwechsel von grundlegender Bedeutung.

5. Informieren Sie sich ausgiebig, bevor Sie an wohltätige Einrichtungen spenden

Bevor Sie Vermögen an wohltätige Organisationen geben, sollten Sie sorgfältig prüfen, wo Ihre Spende am meisten bewirkt. Ziehen Sie in diesem Zusammenhang Impact Investing in Betracht, das ebenso sinnvoll ist wie Spenden an reine Wohltätigkeitsorganisationen und mitunter sogar effektiver sein kann, um sozialen Wandel zu bewirken.

6. Achten Sie auf Veränderungen bei Steuersystemen

Achten Sie auf mögliche rechtliche und aufsichtsrechtliche Veränderungen bei den Steuersystemen, die sich auf die Planung und Strukturierung Ihres Vermögens und Ihren Wohn-/Unternehmenssitz auswirken könnten.

7. Reduzieren Sie die Komplexität

Halten Sie die Lösung für Ihre Nachfolgeplanung so unkompliziert wie möglich. Sie minimieren so das Risiko, dass unterschiedliche Gerichtsbarkeiten in die rechtlichen Abläufe involviert werden, und gestalten die Übertragung der Kontrolle über Ihr Vermögen weniger komplex und zeitaufwändig.

8. Ziehen Sie einen Experten Ihres Vertrauens hinzu

Es kann für Familien beruhigend sein, sich auf den fachlichen Rat eines Experten ihres Vertrauens zu verlassen. Diese Berater können dazu beitragen, die zunehmend komplexere Sphäre der Vermögens- und Steuerplanung klar und transparent zu machen und damit Orientierungshilfe leisten.

DER UMGANG MIT DEN STRUKTURELLEN HERAUSFORDERUNGEN EUROPAS

Europas Regierungen sind weiter auf der Suche nach politischen Instrumenten, um die weltweit grösste Wirtschaftsregion nach der Finanzkrise wieder auf Wachstumskurs zu bringen. Professor Simon Evenett erklärt, wie Europa bei der Bewältigung seiner strukturellen Herausforderungen aus seiner Sicht vorgehen dürfte, und berücksichtigt dabei fiskalische, geldpolitische und demografische Dimensionen. Zudem gibt er einige wichtige Hinweise für Anleger.

Interviewer: Dimitri Bellas, Julius Bär

PROFESSOR SIMON J. EVENETT

ist Akademischer Direktor des MBA der Universität St. Gallen und Professor für internationalen Handel und wirtschaftliche Entwicklung. Seine Forschungsarbeiten sind Lehrgegenstand an Dutzenden von Universitäten weltweit. Professor Evenett hat ein PhD in Wirtschaftswissenschaften von der Yale University sowie ein B.A. (Hons) in Wirtschaftswissenschaften von der University of Cambridge. Er war Dozent an der University of Oxford, der University of Michigan Business School sowie an der Rutgers University.

Europa erholt sich derzeit von der Krise. Zu welchen Erkenntnissen sind die politischen Entscheidungsträger in der Zeit nach der Finanzkrise 2008 aus Ihrer Sicht gelangt?

Die Liste der technokratischen Lektionen, die politische Entscheidungsträger aus der Krise hätten lernen können, ist natürlich lang. Aber ich befürchte, damit würde man das grosse Ganze aus dem Blick verlieren. Ich wäre nicht überrascht, wenn der Mangel an effektiven Instrumenten zur Wiederankurbelung des nationalen Wirtschaftswachstums die Politiker ratlos macht. Schliesslich ist keiner von ihnen in die Politik gegangen, um mit knappen Budgets zu regieren.

Die politischen Entscheidungsträger sind bislang überzeugt davon, dass Konjunkturpakete nichts bringen, oder fürchten zumindest, dass sie als verantwortungslos gelten, wenn sie sagen, dass sie es doch tun. Gleichzeitig schafft es die Geldpolitik einfach nicht, eine starke Erholung herbeizuführen. Strukturelle Reformen mögen längerfristig eine gute Idee sein, aber die Probleme wirken im Hier und Jetzt. Die Politiker müssen das Gefühl haben, dass ihnen keinerlei funktionierende Massnahmen zur Verfügung stehen. Auch das Warten auf die Belebung der Weltwirtschaft hat nicht geholfen, nachdem sich das Wachstum in den aufstrebenden Marktwirtschaften abgeschwächt hat.

Ich kann mir denken, dass manche politische Entscheidungsträger glauben, dass der Erfolg ihres Handelns vom Zufall bestimmt wird. Das ist nicht gut, denn verzweifelte Politiker und Wählerschaften reagieren häufig drastisch und sogar populistisch. Die Lektionen aus dieser Krise sind für die Einschätzung des politischen Risikos aus Sicht der Vermögensverwaltung vermutlich ebenso wichtig wie die Erkenntnisse, zu denen die technokratischen Entscheidungsträger gelangen.

In vielen europäischen Peripherieländern ist die Staatsverschuldung weiter hoch. Was können Sie diesen Ländern zur Bewältigung dieser fiskalischen Herausforderungen raten?

Ich halte nichts von der Hysterie über das Niveau der Staatsverschuldung in den meisten Ländern der Eurozone. Natürlich hat Griechenland im Vergleich zu seinem Volkseinkommen hohe Schulden. Fakt ist aber, dass diese Schulden vor der Einführung der Sparmassnahmen deutlich niedriger waren. Die saubere Lösung zur Bewältigung dieser Schuldenprobleme besteht darin, das Wachstum wieder anzukurbeln, und zwar im Idealfall nicht basierend auf einem neuen Schuldenberg, ob auf privater oder auf staatlicher Seite. Wahrscheinlicher ist jedoch, dass die Politiker versucht sind, die Inflation längerfristig auf mässigem Niveau zu halten, sodass sich über einen Zeitraum von etwa zehn Jahren der reale

Wert der Staatsschulden verringert. So erzielten das hochverschuldete Grossbritannien und die USA einen beachtlichen Abbau ihrer seit dem Zweiten Weltkrieg angehäuften enormen Staatsschulden. Mehr als die Staatsverschuldung beunruhigen mich letztlich die enormen Schulden des privaten Sektors, welche die europäischen Haushalte und Unternehmen noch immer mit sich herumtragen. Wenn diese privaten Schulden abgeschrieben werden oder auf sie verzichtet wird, dann wird dies für viele Gläubiger schmerzhaft sein. Es ist naiv zu glauben, dass nur Staaten zahlungsunfähig werden.

Eine weitere strukturelle Herausforderung für die politischen Entscheidungsträger ist die alternde Bevölkerung in Europa. Wie kann sich der demografische Wandel auf die Geschäftstätigkeit auswirken, und was kann getan werden, um die entstehenden Probleme einzudämmen?

Im Ruhestand verändert sich das Ausgabeverhalten in der Regel drastisch. Da immer mehr Menschen in Rente gehen, werden die Ausgaben für Waren und Dienstleistungen für ältere Menschen mit Sicherheit steigen. Hiervon müssen bestimmte Wirtschaftssektoren profitieren. Auch die Nachfrage nach Arbeitskräften wird sich verändern. Es werden dann vor allem Mitarbeiter gesucht, die sich um Senioren kümmern können, was hohe Ansprüche stellt. Viele Unternehmen befürchten, dass die Alterung der Bevölkerung zu einem Mangel an Fachkräften führen wird. Wenn dies der Fall ist, dann werden daraus hoffentlich Initiativen hervorgehen, um Mitarbeiter längerfristig zu schulen. Zweifelsohne wird die Versuchung bestehen, Mitarbeiter von der Konkurrenz im In- und Ausland abzuwerben. Davon würden aber allenfalls die betroffenen Mitarbeiter profitieren. Die Vermögensunterschiede werden unweigerlich steigen, ebenso der Druck, unter dem die Regierungen im Zusammenhang mit der alternden Bevölkerung und der Erhöhung der gesetzlichen Renten und anderer Leistungen stehen. Staatliche sowie private Arbeitgeber werden gleichermassen alles daransetzen, um sich der Einhaltung ihrer Pensionszusagen zu entziehen. Dieses Katz-und-Maus-Spiel könnte unangenehm werden.

Welche Auswirkungen dürfte die expansive Geldpolitik der EZB auf die Vermögensentwicklung und -verteilung in Europa haben?

Bedenkt man, wie lange es dauert, bis die EZB bei jeder neuen geldpolitischen Massnahme zu einem Konsens gelangt, könnten sich Anlegern, die auf das Timing ihrer Anlageentscheidungen vertrauen, in den nächsten Jahren vermutlich einige verlockende Optionen bieten. Das mag paradox erscheinen, aber wie in anderen Industrieländern dürfte die Wirkung der EZB-Massnahmen im weiteren Verlauf des geldpolitischen Ratespiels gleichermassen stabilisierend und destabilisierend sein. Die erhöhte Unsicherheit wird zwischenzeitlich die Investitionen von Unternehmen in der Eurozone und im Ausland weiter dämpfen. Entschuldungsmassnahmen und die durch strukturelle Reformen hervorgerufenen Sorgen werden den Konsum ebenfalls weiter belasten. Die Finanzmärkte werden alles in allem weiter von den stagnierenden Produktmärkten losgelöst erscheinen. Die Umverteilungseffekte niedriger Zinssätze treten dann recht deutlich zutage. Das ist jedoch noch nicht alles. Anleger, die nach Renditen Ausschau halten, die ihnen nach Abzug der Beratungshonorare ordentliche Erträge bieten, werden weiterhin höhere Risiken auf sich nehmen müssen, als ihnen lieb sein dürfte. Wenn ein Anleger nicht bereit ist, die aktuelle Marktsituation auszusitzen, dann bestehen nur geringe Chancen, dass er den Wert seines Portfolios über zehn Jahre richtig vorhersagt. Die Tatsache, dass die Zukunft ungewiss ist, mag dazu führen, dass manche Menschen mehr sparen.

Welche langfristigen Auswirkungen hat die zunehmende Einkommensungleichheit?

Wenn der Umfang an verfügbaren Krediten für den privaten Sektor weiterhin beschränkt sein wird, dann dürften die langfristigen Folgen der Einkommensungleichheit die Toleranz vieler Gesellschaften im Hinblick auf Einkommens- und Vermögensunterschiede auf den Prüfstand stellen. Selbstverständlich wird der Neid eine unerfreuliche Rolle spielen. Aber derartige Ungleichheiten werden vermutlich erst generationenübergreifend deutlicher zum Tragen kommen, da die Kinder der Reichen anscheinend besser ins Leben starten als andere. Der Zugang zu höherer Bildung und einer besseren Gesundheitsversorgung könnte zum Privileg einiger weniger werden und damit politische Gegenreaktionen hervorrufen. Es stimmt, dass das Niveau der Einkommens- und Vermögensungleichheit in den Jahrzehnten nach dem Zweiten Weltkrieg – historisch betrachtet – ungewöhnlich niedrig war. Aber genügend europäische Wähler erinnern sich noch an die «guten alten Zeiten», sodass das politische Risiko in den Strategien für den Vermögenserhalt zunehmend berücksichtigt werden sollte. Es ist schwer zu sagen, welcher Grad an Ungleichheit als Gegenreaktion eine Umverteilung auslösen würde.

DER VERMÖGENSEFFEKT VON ABWERTUNG UND UMSCHULDUNG

Wirtschaftskrisen können Vermögen vernichten. Die Fälle Island und Griechenland nach der Finanzkrise machen deutlich, dass Anleger in der Regel eine höhere Chance haben, Verluste wettzumachen, wenn das Krisenmanagement nach den Gesetzen der Wirtschaft und nicht nach denen der Politik abläuft.

David Kohl, Julius Bär

Systemische Krisen können Vermögen vernichten

Das letzte Jahrzehnt erschütterte die Anleger durch eine systemische Krise in verschiedenen europäischen Ländern, die beträchtliche Auswirkungen auf private Vermögen hatte. Wie und in welchem Umfang Vermögen dabei konkret vernichtet wurde, war sehr unterschiedlich. Island beispielsweise geriet 2008 in die Krise, als ausländische Geldzuflüsse unvermittelt versiegten. Alle drei isländischen Grossbanken waren stark abhängig von internationalen Liquiditätszuflüssen und wurden unter Zwangsverwaltung gestellt. In der Folge entbrannte eine Schlacht um die begrenzten Mittel aus dem Einlagengarantieprogramm.

Die Konten von über einer halben Million ausländischen Anlegern wurden eingefroren. Ausländische Bankkunden mussten feststellen, dass Regierungen die Spielregeln sehr schnell ändern können. Am Tag vor dem Konkurs der Landsbanki verabschiedete Island ein Gesetz, das zwar die vollständige Deckung der inländischen, nicht aber der ausländischen Einlagen garantierte. Islands Weigerung zur Übernahme einer Garantie für ausländische Einlagen war zum Teil dem Mangel an entsprechender Liquidität geschuldet, zum Teil aber auch der politischen Entscheidung, dass der Staat nicht für Verluste von Banken einstehen wollte. Aufgrund seiner Weigerung, ausländische Anleger zu retten, war Island schwerwiegenden negativen Konsequenzen ausgesetzt: Unter anderem brachte die britische Regierung ihre Antiterrorgesetze gegen das Land zum Einsatz.

Der Anpassungsprozess in Island war von wirtschaftlichen Grundsätzen getragen

Die isländische Regierung hatte mehrere Vergleichsvorschläge abgelehnt. Schliesslich wurde der Fall vor den EFTA-Gerichtshof gebracht, der Island von allen Vorwürfen freisprach und die ausländischen Forderungen gegen die Konkursverwaltung der Landsbanki aufrechterhielt. Die Fähigkeit, zumindest einen Teil dieser Forderungen zu befriedigen, wurde von da an wesentlich von der Geschwindigkeit und der Entschlossenheit beeinflusst, mit denen der Anpassungsprozess der isländischen Wirtschaft vollzogen wurde. In diesem Fall wurde er dem politischen Einfluss grösstenteils entzogen. Die starke Abwertung der isländischen Krone war einerseits Auslöser der Bankenkrise und andererseits auch eine sehr effektive Massnahme zur Bekämpfung der enormen Ungleichgewichte, die durch das Wirtschafts- und Bankensystem herbeigeführt worden waren. Darüber hinaus war die kräftige Abwertung der Grundstein zur Konjunkturerholung. Diese gewährleistete die Rückkehr zur Mittelaufnahme über die Kapitalmärkte und erhöhte damit die Bereitschaft zur fairen Behandlung ausländischer Anleger und Kreditnehmer.

Diskretionäre Politik als Grundursache für die Schuldenkrise in Griechenland

Im Gegensatz zu Island hatte die andere grosse Krise in Europa, die das Anlegervertrauen in den letzten zehn Jahren erschütterte, nichts mit Bankenversagen zu tun. Hier ging es vielmehr um die Vernichtung der Glaubwürdigkeit einer Regierung in einer Grössenordnung, wie man sie selten gesehen hat. Griechenland hatte bereits geraume Zeit unter struktureller Schwäche und einer prekären Haushaltslage gelitten. Aber nach dem schweren weltweiten Konjunktureinbruch 2009 revidierte die Regierung die offiziellen Statistiken in beispielloser Weise. 2010 wurde das 2009 veröffentlichte Haushaltsdefizit von 6% bis 8% zunächst auf 12.7% und später auf 15.7% des BIP korrigiert. Die Glaubwürdigkeit wurde in dieser Zeit schwer beschädigt, und schon bald hatte die Regierung keinen Zugang mehr zu den Finanzmärkten. Ihre Finanzierungsprobleme stellten schnell die komplette Zahlungsfähigkeit Griechenlands in Frage, da die explodierenden Schulden die Wirtschaft belasteten, die ohnehin schon unter einer sehr geringen Wettbewerbsfähigkeit litt.

Regierungen können vieles verändern, aber keine Naturgesetze

Politiker und Ökonomen haben eine grundlegend unterschiedliche Auffassung von Gesetzen. Während Politiker anführen, dass Gesetze Vereinbarungen sind, die der Gesetzgeber beschliesst und damit auch

jederzeit ändern kann, argumentieren Wirtschaftswissenschaftler, dass die Grundsätze, die die Wirtschaftstätigkeit bestimmen – Preise, Geld und Handel –, mit Naturgesetzen vergleichbar und daher nicht veränderbar sind.

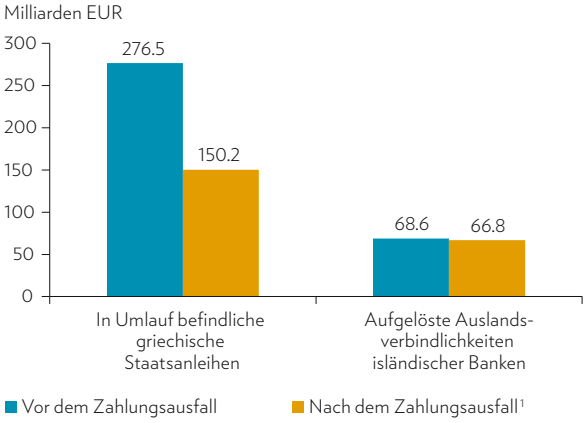
Wiederherstellung der Glaubwürdigkeit – eine schwierige Aufgabe

Während die Glaubwürdigkeit mit der Verbreitung einiger Informationen schnell schwinden kann, bedarf es harter Arbeit, um sie wiederherzustellen. Verliert ein Staat seine Glaubwürdigkeit bezüglich Finanzen, muss diese harte Arbeit auf volkswirtschaftlicher Ebene geleistet werden. Die starke Abwertung der isländischen Währung war ein guter Weg, um die Wettbewerbsfähigkeit zu steigern und Glaubwürdigkeit zurückzuerlangen. In Griechenland war dies nicht möglich, da das Land 2001 der Europäischen Währungsunion (EWU) beigetreten war und damit sowohl eine autonome Geldpolitik als auch seine Währung aufgegeben hatte.

Überdies gab es zum damaligen Zeitpunkt in der EWU keinen Aktionsplan für den Umgang mit einer solchen Krise. In Ermangelung eines Drehbuchs bestanden die Staats- und Regierungschefs der Eurozone auf einem Schuldenschnitt als notwendiger Voraussetzung für ihre Unterstützung. Der Schuldenabbau wurde als wichtiger Bestandteil der Strategie betrachtet, um das Wachstum in Griechenland durch Verringerung der Belastungen durch den Schuldendienst zu stärken. Ähnlich wie in Island waren auch in Griechenland in erster Linie ausländische Kreditgeber von der Vernichtung des Vermögens betroffen. Auch wenn bei der Umschuldung keine Diskriminierung erfolgte, so war es schlicht der Fall, dass Ausländer umfangreiche Positionen griechischer Staatsanleihen hielten. Im Nachhinein kann man sagen, dass die Forderung nach einer Umschuldung als Voraussetzung für internationale Unterstützung nicht den gewünschten Effekt hatte. Sie wurde aus den weiteren Unterstützungsprogrammen der EWU auch herausgenommen. Es wäre insofern unbedacht, bei jeder Staatsschuldenkrise innerhalb und ausserhalb der EWU eine Umschuldung zu erwarten.

Der kritischste Faktor für den Vermögenserhalt in einer Krise allgemein – und im Fall Griechenlands im Besonderen – ist die Frage, wie schnell und wie entschlossen der Schuldner die Ungleichgewichte beseitigen kann, die zur Krise geführt haben. Dies ist die Grundlage dafür, dass die Wettbewerbsfähigkeit wiederhergestellt und

Grafik 1: Vernichtung von Vermögen während der Krise



[1] Griechenland: Umschuldung mit Schuldenschnitt im Februar 2012
Island: Einheimische Grossbanken wurden im Oktober 2008 unter Zwangsverwaltung gestellt

Quelle: EZB, Isländische Zentralbank, Julius Bär

mehr fiskalische Integrität erlangt werden kann. Griechenland musste einen schmerzhaften internen Abwertungsprozess mit enorm hohen Arbeitslosenquoten und deutlichen Lohn- und Gehaltskürzungen durchlaufen. Durch die umfassendere Einbindung der Realwirtschaft als bei der von Island gewählten Währungsabwertung verzögerte sich der Anpassungsprozess in Griechenland – und zudem war er stärker abhängig von politischen Entscheidungen. Dies wiederum war mit mehr Unsicherheit und der Vernichtung von Vermögen verbunden.

Je mehr Politik, umso mehr Vermögensvernichtung

Die Fallstudie der Krisen in Island und Griechenland zeigt, dass die Auswirkungen einer Krise auf private Vermögen umso grösser sind, je stärker die Politik in den erforderlichen Anpassungsprozess eingebunden ist. Für Anleger ist es hilfreich, sich dessen bewusst zu sein.

VON DER PHILANTHROPIE ZUM IMPACT INVESTING: RENDITE NEU DEFINIERT

Viele Anleger verweigern sich zunehmend dem Gedanken, dass maximale risikobereinigte Renditen und Spenden für soziale oder ökologische Zwecke einander ausschliessen sollen. Sogenannte Impact-Investoren legen ihr Geld proaktiv mit dem Ziel an, einen greifbaren Beitrag für Gesellschaft und Umwelt zu leisten und gleichzeitig eine Kapitalrendite zu erwirtschaften.

Robert Ruttmann, Julius Bär
Andreas Bächli, Julius Bär

Von der Philanthropie zum Impact Investing

Das philanthropische Konzept hat in den letzten zehn Jahren einen fundamentalen Wandel durchlaufen. Im Vordergrund steht heute nicht mehr die Grosszügigkeit des Spenders, sondern explizit das Resultat (oder die Wirkung) einer jeden einzelnen Spende. Anspruchsvollen Spendern geht es mittlerweile nicht mehr vorrangig um die Höhe der Spende, sondern darum, was sie mit dem Geld bewirken.

Impact Investing als neues Instrument für Veränderungen

Mehr Anleger investieren ihr Kapital zwischenzeitlich proaktiv in Projekte, die skalierbare Lösungen für eine Reihe von gesellschaftlichen Problemen bringen sollen. Auch wenn durchaus ein gewisses Verlustrisiko besteht, so geht es im Gegensatz zu Spenden für wohltätige Zwecke nicht gezielt darum, Kapital zu verbrauchen. Klug eingesetzt, können Investitionen in kleine Unternehmen einen grossen Beitrag zur Förderung von Unternehmertum, zur Schaffung von Arbeitsplätzen und letztlich auch zum Abbau von Armut leisten. Dabei sind Renditen auf Marktniveau im Bereich von 4% bis 6% p. a. möglich.

Tabelle 1: Bereiche und Ziele für Impact Investing

LANDWIRTSCHAFT Ökologisch und sozial nachhaltiges System für die Produktion von Agrargütern	**BILDUNG** Gute Schulbildung und Chancen auf akademische Bildung für alle	**ENERGIE** Besserer Zugang zu sauberer Energietechnik, Reduktion von CO_2-Emissionen und Eindämmung des Klimawandels
FINANZDIENSTLEISTUNGEN Finanzielle Einbindung von marginalisierten Personen und Klein-/Mikrounternehmen	**UMWELT** Erhalt natürlicher Ressourcen, Reduzierung der Umweltverschmutzung, Schutz der Artenvielfalt	**GESUNDHEIT** Besserer Zugang zu grundlegender Vorsorge und Behandlung für alle, insbesondere die arme und die ländliche Bevölkerung
WOHNUNGSBAU/GEMEINSCHAFTSEINRICHTUNGEN Zugang zu gutem und bezahlbarem Wohnraum, nachhaltige Gemeinschaftseinrichtungen	**WASSER** Zugang zu sicherem Trinkwasser und sanitären Einrichtungen für alle; Gewässerschutz	

Quelle: Julius Bär

Finanzieren von Sozialunternehmen

Bei der wohl bekanntesten Form des Impact Investing werden Kredite oder Eigenkapital an kleine Unternehmen vergeben, die unter Einsatz von marktbasierten Mechanismen soziale Herausforderungen angehen. Die Bandbreite der Sektoren ist dabei gross und reicht von der Landwirtschaft über den Bildungsbereich bis hin zur Mikrofinanz (Tabelle 1). Im Jahr 2013 richtete beispielsweise eine Investorengruppe einen Fonds über USD 25 Millionen ein, um das Wachstum kleiner Agrarbetriebe in Ostafrika anzukurbeln.

Innovatives, wirkungsorientiertes Finanz-Engineering

Neben direkten Investitionen in Unternehmen bieten viele innovative Finanzprodukte interessante Gelegenheiten für wirkungsorientierte Kapitalanlagen. Green Bonds und Klima-Anleihen beispielsweise sind nichts anderes als normale, handelbare Anleihen mit dem einzigen Unterschied, dass das aufgenommene Geld explizit für Umweltprojekte vorgesehen ist. In vielen Fällen bieten diese Anleihen eine steuerfreie Rendite. Ein weiteres neues Beispiel sind Anleihen für Hilfsfinanzierungen wie die von der Internationalen Finanzierungsfazilität für Impfungen ausgegebenen Anleihen im Wert von USD 3.5 Milliarden. Über diese von der britischen Regierung geförderten Anleihen werden mehrjährige internationale Hilfszusagen direkt in Bargeld umgetauscht, damit Impfstoffe schneller und an mehr Menschen ausgegeben werden können.

Ein ebenso innovatives Beispiel ist die Social-Impact-Anleihe, bei der private Gelder in soziale Programme fliessen, wobei sich die von der Regierung gezahlten Zinsen nach dem gemessenen Erfolg des Projekts richten. Die erste Social-Impact-Anleihe wurde 2010 zur Finanzierung der Wiedereingliederung von Ex-Häftlingen sowie von Programmen zur Verringerung der Rückfallquote lanciert. Erfüllt das Programm seinen Zweck und wird die Zielgruppe nicht rückfällig, steigen die auf die Anleihe gezahlten Zinsen. Der Anlageerfolg ist somit von der Wirksamkeit des Programms abhängig, und die Regierung spart Kosten für Polizeieinsätze, Ermittlungen und die Inhaftierung von Straftätern.

Ein anderes Beispiel ist das Projekt Carbon War Room. Diese von Sir Richard Branson gegründete gemeinnützige Organisation soll die Finanzierung von Lösungen zur CO_2-Reduktion durch die Identifikation von Marktbarrieren und die Hilfe bei deren Beseitigung beschleunigen. Zurzeit arbeitet die Gruppe unter anderem an Selbstfinanzierungsmechanismen zur Förderung erneuerbarer Energien sowie zur Steigerung der Energieeffizienz. Alle diese Initiativen zahlen sich sowohl in finanzieller als auch in sozialer Hinsicht aus.

Impact Investing birgt auch Risiken

Doch trotz aller vielversprechenden Aspekte sollten Anleger sich auch der Risiken bewusst sein. Diese gelten zum grossen Teil auch für traditionelle Private-Equity-Anlagen, beispielsweise eine schwache Liquidität, hohe Anlaufkosten, Ausstiegsrisiken, hohe Due-Diligence-Kosten sowie Risiken, die speziell aufstrebende Marktwirtschaften betreffen. Ausserdem müssen sich Impact-Investoren auch mit dem komplexen Thema befassen, wie sich der soziale Gewinn einer Investition messen lässt. Dieser ist im Gegensatz zu finanziellen Erträgen nicht fungibel: Ein Anleger kann zwar zwei Anlageprojekten neutral gegenüberstehen, deren finanzielle Rendite gleich hoch ist, aber nicht unbedingt zwei Projekten, bei denen das eine einen besseren Zugang zur Gesundheitsversorgung verspricht und das andere bessere Verdienstmöglichkeiten für afrikanische Bauern.

Sozialen Nutzen erzielen

Auch wenn die Entwicklung des Impact Investing noch nicht allzu weit fortgeschritten ist, stellt der Ansatz eine sehr reale Möglichkeit dar, um Anlagekapital in grossem Umfang dorthin zu lenken, wo es sozialen und ökologischen Nutzen bringt. Insofern besitzt Impact Investing das Potenzial, zu einem starken Motor für weltweite Verbesserungen in den Bereichen Wirtschaft, Soziales und Umwelt zu werden.

TIPPS UND TRICKS

1 SUCHEN SIE EINEN BEREICH, DER IHNEN PERSÖNLICH AM HERZEN LIEGT

So werden Sie Hindernisse leichter überwinden und den Erfolg umso mehr auskosten.

2 EIGNEN SIE SICH EINE AUF WIRKUNG AUSGERICHTETE MENTALITÄT AN

In allen Phasen der Kapitalanlage – von der ersten Sichtung bis hin zum Ausstieg – sollten Sie daran denken, dass Ihre Währung die Wirkung (bzw. der soziale Gewinn) ist.

3 FANGEN SIE KLEIN AN, ABER FANGEN SIE AN

Setzen Sie am Anfang nur einen kleinen Teil Ihres Vermögens ein, um Erfahrung zu sammeln, aber erweitern Sie Ihr Engagement, je mehr Einblick Sie gewinnen.

4 ARBEITEN SIE MIT ANDEREN IMPACT-INVESTOREN ZUSAMMEN

Von Gleichgesinnten zu lernen, ist von grundlegender Bedeutung. Schliessen Sie sich deshalb mit anderen Impact-Investoren zusammen, um Erfahrungen und Ideen auszutauschen und voneinander zu lernen.

5 INVESTIEREN SIE IN DIE DUE DILIGENCE

Bei kleinvolumigen Impact Investments ist die Due Diligence im Verhältnis kostspielig, langfristig aber dennoch unverzichtbar.

6 BIETEN SIE SOWOHL FINANZKAPITAL ALS AUCH GESCHÄFTLICHE EINBLICKE AN

Sozialunternehmen profitieren in vielen Fällen nicht nur von Ihrem Kapital, sondern auch von Ihrem geschäftlichen Wissen. Sorgen Sie dafür, dass beides zählt.

7 VERMEIDEN SIE, DASS IHRE MISSION ABDRIFTET

Sollte der Weg schwierig werden, denken Sie daran, dass der Zweck Ihrer Kapitalanlage darin besteht, eine konkrete soziale oder ökologische Herausforderung zu meistern. Bleiben Sie dieser Mission treu.

8 SEIEN SIE GEDULDIG, BEHALTEN SIE DIE WIRKUNG IM AUGE UND GENIESSEN SIE ES

Auf Wirkung ausgerichtete Unternehmen brauchen länger, um zu reifen; daher ist Ihre Geduld gefragt. Trotzdem sollten Sie wissen, wo Sie stehen, damit Sie die erzielte Wirkung messen und überwachen können. Und nicht zuletzt sollten Sie auch Spass an Ihrer Investition haben.

Dr. Ernst von Kimakowitz ist der Gründer des Humanistic Management Centre und bietet massgeschneiderte Beratung zu den Themen Impact Investing und Geschäftsstrategie.
ernst.von.kimakowitz@humanisticmanagement.org

IN KUNST INVESTIEREN: WOHLTAT FÜR KOPF UND SEELE

Kunst zu sammeln, war einst einer kleinen Gruppe gut informierter Enthusiasten vorbehalten. Mittlerweile ist der Kunstmarkt jedoch global geworden. Parallel zur Kunstnachfrage ist in den letzten zehn Jahren weltweit auch die Zahl der vermögenden Privatpersonen stark gestiegen, die in der Kunst eine Anlagealternative für ihre Wertschriftendepots sehen.

Fabiano Vallesi, Julius Bär

Pro und Kontra von Kunst als Kapitalanlage

Kunst stellt eindeutig den grössten Markt von Sammelobjekten dar. Daher gelten die allgemeinen Argumente für und gegen Sammelobjekte als Kapitalanlage (siehe Tabelle 1) für Kunst umso mehr. Die positiven Aspekte wie die Freude am Besitz solcher Statusgegenstände, die Diversifikationsvorteile für das Wertschriftendepot und die potenzielle langfristige finanzielle Rendite liegen auf der Hand. Dennoch gilt es aus Anlegersicht auch einige negative Punkte zu berücksichtigen.

Das Bewerten von Kunstgegenständen ist eine sehr schwierige Angelegenheit, da die Unikate häufig schwer miteinander vergleichbar sind und keinen fundamentalen Wert besitzen. Im Gegensatz zu traditionellen Finanzwerten wie Aktien und Anleihen gibt es bei Kunst nicht den Aspekt der Einkommenserzeugung und keinen Ansatz für eine marktnahe Bewertung, da die einzige Möglichkeit zur Ermittlung des Marktwerts darin besteht, das Objekt zu verkaufen. Ausserdem sind Sammelobjekte illiquid sowie mit hohen Transaktions- und Haltekosten verbunden. Letztlich unterliegen sie auch stärker dem Wandel von Geschmack und Markttrends.

Tabelle 1: Vor- und Nachteile des Investierens in Sammelobjekte

Positiv	Negativ
Langfristiges Renditepotenzial	Aufgrund ihrer Illiquidität ist bei Sammelobjekten ein langfristiger Anlagehorizont erforderlich
Potenzial zur Diversifikation des Wertschriftendepots aufgrund unterschiedlicher Marktmerkmale	Häufig verbunden mit hohen Steuern, Halte- und Transaktionskosten
Potenziell sichere Anlage	Erhebliche Risiken in Bezug auf Verlust, Beschädigung, Echtheit und Diebstahl
Der Besitz eines Schatzes erzeugt ein Glücksgefühl	Anfällig für den Wandel des Geschmacks und für Trendwenden

Quelle: Julius Bär

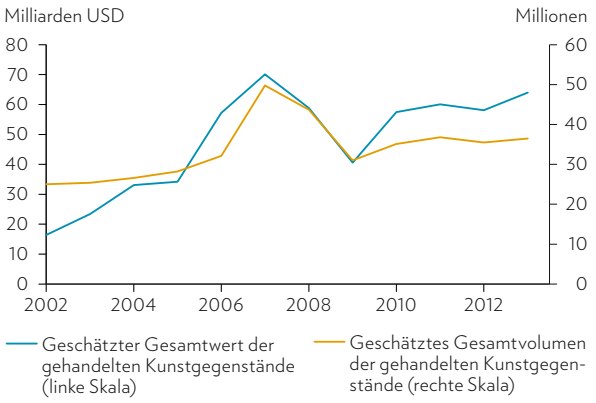
Der Kunstmarkt steht beinahe wieder auf dem Rekordhoch von 2007

Allein im Mai 2014 wurden in New York Kunstgegenstände im Gesamtwert von USD 2.2 Milliarden verkauft. 2013 erreichte das Umsatzvolumen des weltweiten Kunstmarkts nach Angaben von The European Fine Art Foundation (TEFAF) wieder die Marke von USD 64 Milliarden. Das ist gegenüber 2012 ein Zuwachs von 7.5% und nahe am Höchststand von 2007, der bei USD 70 Milliarden lag. In den letzten zehn Jahren wuchsen nicht nur der Kunstmarkt und der globale Markt für Sammelobjekte im Allgemeinen, auch die weltweite Zahl der vermögenden Privatpersonen stieg in den aufstrebenden Marktwirtschaften und insbesondere in China drastisch an. Der neuesten Hurun-Studie zum chinesischen Luxuskonsumenten zufolge sind Chinas Superreiche begeisterte Sammler: 70% der wohlhabenden Chinesen geben Sammeln als ihr Hobby an. Zudem interessieren sich chinesische Käufer mit zunehmender Kunstbildung allmählich auch mehr für westliche Kunstwerke.

Wachsender Markt für Online-Kunstauktionen

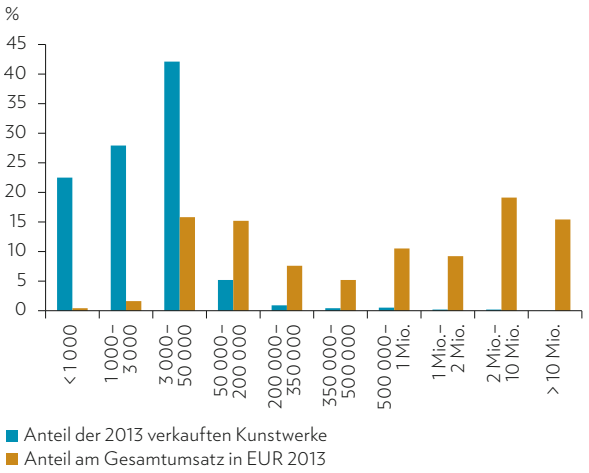
Der Online-Kauf wird selbst für einen traditionell so konservativen Sektor wie den Kunstmarkt immer mehr zur Norm. Dank spezieller Websites und des Umstands, dass einige internationale Händler mittlerweile auch digitale

Grafik 1: Starkes Jahrzehnt für den Kunstmarkt



Quelle: Arts Economics, Julius Bär

Grafik 2: Online-Auktionen gewinnen bei kleineren Beträgen an Bedeutung



Quelle: Arts Economics, Julius Bär

Auktionen abhalten, nimmt die Transparenz langsam zu, was allerdings auch für den Wettbewerb gilt. TEFAF schätzt den Gesamtwert von Online-Kunstverkäufen im vergangenen Jahr auf über USD 3.2 Milliarden oder rund 5% des weltweiten Kunstmarktumsatzes. Etwa 93% der 2013 auf Auktionen verkauften Kunstgegenstände hatten einen Preis von unter EUR 50 000 – und für solche günstigeren Objekte haben Online-Auktionen stark an Attraktivität gewonnen. Aus unserer Sicht wird der Wettbewerb durch neue Technologien und neue Online-Unternehmen weiter zunehmen, sodass die heute noch hohen Transaktionskosten sinken werden und sich das Netzwerk verfügbaren Fachwissens vergrössern wird.

Fazit

Schlagzeilen über Rekordpreise könnten so manchen Anleger zum Kauf bestimmter Kunsttrophäen veranlassen. Aber solche Preise sind eher die Ausnahme als die Regel. In der Realität ist nur bei wenigen Kunstgegenständen ein langfristiger Werterhalt oder sogar eine konsistente Wertsteigerung festzustellen. Die Preise von Kunstobjekten richten sich nach der Mode und dem Geschmack, was sich schnell ändern kann. Hinzu kommt, dass Kunstgegenstände illiquid und mit hohen Handelskosten verbunden sind. Doch nur weil sie schwer zu bewerten sind, heisst es nicht, dass sie keinen Wert haben. Wir würden uns davor zurückhalten, rein aus finanziellen Gründen in alternative Anlagen wie Kunst zu investieren. Kunstsammeln ist eine langfristige Investition, die in erster Linie Freude und erst in zweiter Linie finanziellen Gewinn bringen soll.

TIPPS UND TRICKS

1 FINDEN SIE HERAUS, WAS IHNEN GEFÄLLT

Kunstsammeln hat viel mit Ihrer Identität zu tun. Betrachten Sie Ihre Gewohnheiten kritisch, so frischen Sie Ihr Wissen auf und bauen es aus.

2 FOLGEN SIE EINEM KONZEPT

Eine Kunstsammlung kann nicht auf Spekulationen aufbauen und muss vor allem interessant sein. Entwickeln Sie ein Grundkonzept, dem Sie folgen und das Sie im Laufe der Zeit immer weiter verfeinern können.

3 SCHAUEN SIE GUT HIN

Kunst ist eine visuelle Sache. Schauen Sie sich Ihre Kunstgegenstände daher genau an. So werden Sie viele neue Facetten entdecken und Ihr Wissen über Ihr Eigentum vertiefen.

4 SEIEN SIE NEUGIERIG

Reisen Sie, besuchen Sie Ausstellungen, Galerien und Messen und lesen Sie über Kunst. Die Kenntnis des Kontexts hilft Ihnen, die richtigen Entscheidungen zu treffen.

5 LASSEN SIE SICH ZEIT

Lassen Sie sich beim Kauf von Kunst Zeit. Sie müssen überzeugt von dem Kunstwerk sein, dessen Kauf Sie in Betracht ziehen.

6 FOLGEKOSTEN

Der Besitz eines Kunstwerks ist mit einigen logistischen Aspekten verbunden, die von der Konservierung bis hin zur Problematik der Lagerung einer Kollektion reichen. Denken Sie daran, dass der Aufbau einer Kollektion mit mehr Kosten als nur dem Anschaffungspreis des Kunstgegenstands verbunden ist.

7 WIEDERVERKAUF

Sie können Kunstwerke jederzeit wieder verkaufen oder austauschen. So können Sie Liquidität freisetzen, um andere Kunstgegenstände zu erwerben, die Ihre Kollektion ergänzen.

8 GENIESSEN SIE ES

Kunst ist nicht nur eine Kapitalanlage. Kunst weckt Emotionen, regt zu neuem Denken an und ist ein Katalysator für überraschende Begegnungen. Geniessen Sie das!

Giovanni Carmine, Kurator und Direktor der Kunst Halle St. Gallen. carmine@k9000.ch

IN WEIN INVESTIEREN: WIRD MIT DEM ALTER BESSER

Die reiche Tradition und die vielen Facetten des Kaufs und des Genusses von Wein haben von jeher ein breit gefächertes Publikum angezogen. Wenn es aber um Kapitalanlagen ging, kamen hochwertige Weine nur für Enthusiasten infrage. In den letzten zehn Jahren haben sich jedoch mehr Spekulanten und vermögende Privatpersonen am Markt beteiligt, was die Preise für Spitzenweine ansteigen liess.

Fabiano Vallesi, Julius Bär

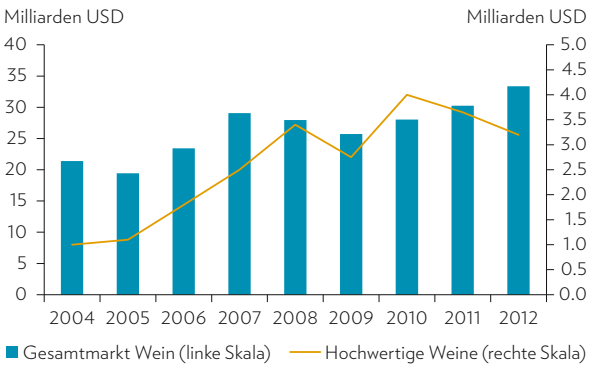
Eine Flaschenpost geht um die Welt

Dank der Globalisierung ist es heute einfacher als je zuvor, Weine[1] aus aller Welt einzukaufen. Früher wurden hochwertige Weine überwiegend in Nordeuropa verkauft, doch heute gibt es auch in den USA, in Japan, Russland, Indien und vor allem in China zahlreiche Käufer und Anleger. Die aufstrebenden Marktwirtschaften in China und Hongkong sind aus Sicht der Investitionen von besonderer Bedeutung. Aus diesen Regionen kommt ein hoher Prozentsatz der Bestellungen bei den grossen Weinhändlern weltweit. Neureiche Chinesen fragten früher bekannte Marken wie Lafite Rothschild nach und sorgten so dafür, dass die Preise Rekordniveaus erreichten. Mit der Verlagerung auf andere Rebsorten erlebte dieser spezielle Markt jedoch unweigerlich einen Abschwung.

Die Elite: Grand Cru und Premier Cru

Nur ein geringer Prozentsatz der weltweit angebotenen hochwertigen Weine eignet sich für Kapitalanlagen (weniger als 1% des globalen Volumens). Zwar ist das Spektrum an investitionstauglichen hochwertigen Weinen und Regionen heute grösser, doch werden in den meisten Wertschriftendepots nach wie vor die traditionell verlässlichen und erstklassigen Positionen Grand Cru und Premier Cru aus Bordeaux gehalten.

Grafik 1: Der Handel mit hochwertigen Weinen hat an Dynamik verloren



Quelle: International Organisation of Vine and Wine (OIV), London International Vintners Exchange (Liv-ex), Julius Bär

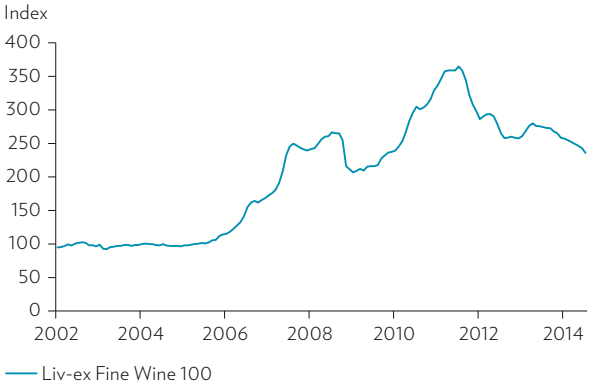
Nach wie vor am beliebtesten sind hochwertige Weine wie Châteaux Latour, Margaux, Mouton Rothschild und Haut-Brion oder Merlots aus Pomerol (Petrus und Lafleur) sowie Spitzenweine aus Saint-Émilion (Angélus und Cheval Blanc). Weniger bekannte Burgunderweine gingen in der Vergangenheit zwar mitunter zu den höchsten Preisen über den Tisch, die jemals für einen Wein bezahlt wurden, doch werden diese Weine in der Regel in sehr geringen Mengen hergestellt und erscheinen nur gelegentlich auf dem Sekundärmarkt wieder. Seltene Grand-Cru-Burgunder werden meistens von Sammlern aufgekauft, sobald sie in den Handel kommen, was die Preise in astronomische Höhen treibt. Bordeaux ist nach wie vor die «flüssigste» Kapitalanlage. Die besten Jahrgänge haben für längerfristig orientierte Anleger ihren Wert bewiesen, da sich für bekannte Marken jederzeit Käufer finden. Dennoch gerieten die Auktionspreise für Bordeaux-Weine in den letzten Jahren unter Druck, wie nachstehend erläutert.

Die Jahre des Booms und der Zusammenbruch

Zwischen 2009 und Mitte 2011 stiegen die Bordeaux-Preise um etwa 80%, als Käufer aus China und anderen Ländern um die besten Jahrgänge aus dem Spitzensegment der Châteaux-Weine rangen. Seitdem interessieren sich zunehmend mehr Anleger aus der Alten Welt für Weine aus dem Burgund und der Champagne. Obwohl die Nachfrage aus Asien ab 2011 nachliess, war nach Angaben von Liv-ex – der Londoner Börse für hochwertige, als Kapitalanlage geeignete Weine – das Interesse noch gross genug für eine deutliche Outperformance dieser Weine gegenüber Bordeaux-Weinen. Nach dem Preisrückgang im Bordeaux-Segment in den letzten drei Jahren mussten der UK Wine Investment Association zufolge mehr als 50 Wein-Investment-Häuser ihre Türen schliessen. Der weltweite Auktionsumsatz mit hochwertigen und seltenen Weinen fiel nach Angaben der grossen gewerblichen Auktionshäuser im vergangenen Jahr um 13%, von USD 389 Millionen im Jahr 2012 auf USD 337 Millionen im Jahr 2013. Dies war nach dem Rekordumsatz von USD 478 Millionen 2011 das zweite Jahr in Folge, in dem der Umsatz zurückging.

[1] Die Auswahl der hier vorgestellten Weine ist rein illustrativ und sollte nicht als Anlageempfehlung missverstanden werden.

Grafik 2: Index für hochwertige Weine wieder auf dem Stand von 2010



Quelle: Bloomberg Finance L.P., Julius Bär

Fazit

Auch wenn Wein in erster Linie dem persönlichen Genuss dienen soll, waren Kapitalanlagen und Spekulationen im Segment der hochwertigen Weine immer von so grosser Bedeutung, dass man fast von Rohstoffhandel sprechen könnte. Hochwertiger Wein ist eines der seltenen Vergnügen, die mit dem Alter noch besser werden – deshalb empfehlen wir, Wein in erster Linie als langfristige Investition in den Genuss zu betrachten und erst dann Überlegungen zu seinem Renditepotenzial anzustellen. Schliesslich mögen zwar Sie begeistert sein vom hervorragenden Geschmack der Auswahl in Ihrem Weinkeller, aber nicht unbedingt der Markt. Schlimmstenfalls können Sie dann immer noch einen guten Tropfen geniessen.

Quelle: «NZZ am Sonntag», Zürich

TIPPS UND TRICKS

1 SETZEN SIE AUF PREMIUM-WEINE

Mögliche Kandidaten sind etwa 50 «Blue Chips»[2] aus Bordeaux (Lafite Rothschild, Margaux usw.) sowie berühmte Marken wie Sassicaia. Vermeiden Sie spekulative Anlagen. Ziehen Sie ausschliesslich exzellente Jahrgänge in Betracht.

2 SETZEN SIE AUF SATELLITEN-POSITIONEN

Wein sollte maximal 2% bis 5% eines Wertschriftendepots ausmachen. Mindestanlage: CHF 50 000.

3 DENKEN SIE LANGFRISTIG

Der Anlagezeitraum sollte mindestens fünf bis zehn Jahre betragen.

4 INVESTIEREN SIE IN WEIN UND GENIESSEN SIE ES

Dies ist kein Widerspruch: Kaufen Sie Weine, die Sie auch gerne trinken würden. Ist die Preisentwicklung nicht zufriedenstellend, können Sie den Wein immer noch selbst geniessen.

5 INFORMIEREN SIE SICH

Anleger sollten die Weingüter und die Marktmechanismen kennen und nicht auf Dritte angewiesen sein.

6 DENKEN SIE AUCH AN DIE RISIKEN

Das grösste Problem sind Fälschungen. Weine sollten ausschliesslich von vertrauenswürdigen Händlern und anerkannten Auktionshäusern gekauft werden.

7 SEIEN SIE KRITISCH BEI WEINFONDS

Wählen Sie nur solche, die über ein erstklassiges Wertschriftendepot verfügen und keine exorbitant hohen Gebühren verlangen.

8 VORSICHT BEI WEINAKTIEN

Vorsicht ist ein Muss. Die Auswahl ist klein, die Preisfluktuationen sind mitunter gross.

Peter Keller ist Wein-Redakteur der «NZZ am Sonntag», Zürich, und hält Weinseminare ab. Er besitzt das Diplom «Wine & Spirit Education Trust» (WSET). peter.keller@nzz.ch

[2] Diese werden nicht von Julius Bär Research abgedeckt.

DIE ZUKUNFT DES WOHLSTANDS IN EUROPA: INTERESSANTE ZEITEN

In den Jahren der Eurokrise hat sich die Sicht auf Europa verändert. Eine alternde Gesellschaft und strukturelle Schwächen bremsen den «Alten Kontinent». Dennoch sind die Aussichten für privates Vermögen in den kommenden Jahren vielleicht besser, als manche denken.

ALT, REICH UND LANGWEILIG

So beschrieb Rudi Dornbusch Europa vor etwa 15 Jahren. Ich erinnere mich noch an unser Treffen auf einer seiner letzten Roadshows mit uns im Jahr 2000. Der angesehene Professor der Wirtschaftswissenschaften aus Chicago mit deutschen Wurzeln war damals nur wenig an einem Gespräch über Europa interessiert. Die alternde Bevölkerung, die Vermögensanhäufung nach dem Krieg und die fehlende Dynamik – die weitere Entwicklung Europas schien doch recht absehbar. Der Kontinent florierte noch mindestens sechs bis sieben Jahre, bevor die Wende eintrat. Gilt das Urteil Rudi Dornbuschs auch heute noch? Wenn ja, wird es sich auch künftig bewahrheiten?

ALT?

Aus demografischer Sicht liegt die Antwort auf der Hand: Ja, die alternde Gesellschaft wird für den «Alten Kontinent» eine Herausforderung bleiben. Wir teilen die Sicht mancher Demografen, dass der Spielraum für einen Zinsanstieg begrenzt ist. Das liegt daran, dass ein immer grösserer Teil der Bevölkerung, der nicht mehr erwerbstätig ist, massiv auf Vermögenseinnahmen angewiesen ist. Einige nennen dies den «Wettlauf zum Nullzins» – andere die «neue Normalität».

REICH?

Dies ist das Hauptthema des ersten Julius Bär «Wealth Report: Europe». Insgesamt lautet die Antwort: Ja, Europa ist noch immer reich – im Durchschnitt. Aber erstens ist das Vermögenswachstum in den letzten fünf bis sieben Jahren durch die Krise des europäischen Währungssystems insgesamt zum Stillstand gekommen. Und zweitens hat es unter der Oberfläche sowohl auf nationaler Ebene als auch zwischen diversen Vermögensgruppen recht erhebliche Umverteilungseffekte gegeben. Werden sich einige dieser Trends umkehren? Ja, zum Teil. Mit der Normalisierung des Wachstums wird der prognostizierte Vermögensanstieg in den nächsten fünf Jahren in Europa über dem Niveau der Zeit zwischen 2007 und 2013 liegen. Aber die Vermögensbildungsraten der «goldenen Jahre» 2000 bis 2007 werden bis 2019 höchstwahrscheinlich weder auf regionaler Ebene noch innerhalb der Vermögensgruppen wieder erzielt werden.

LANGWEILIG?

Nun, die letzten Jahre waren doch sehr viel spannender, als man es sich auch nur ansatzweise gewünscht hätte. Das Grundverständnis musste in vieler Hinsicht neu gefasst werden, und es galt, einen gemeinsamen Nenner wiederzufinden, um das System vor dem Absturz zu bewahren. Dennoch scheint die Krise noch nicht so weit überwunden, als dass Europa wieder zu den «guten alten Zeiten» zurückkehren könnte. «Mögest du in interessanten Zeiten leben» – der berüchtigte chinesische Fluch scheint für die nächsten Jahre noch zu wirken. Hoffen wir also auf langweilige Zeiten für Europa.

Christian Gattiker, Head of Research, Julius Bär
christian.gattiker@juliusbaer.com

Einige sehen die Demografie als Grund für den «Wettlauf zum Nullzins» – oder für die «neue Normalität».

Christian Gattiker

Wichtige rechtliche Hinweise

Diese Publikation stellt **Marketingmaterial** dar und ist nicht Resultat einer unabhängigen Finanzanalyse. Sie unterliegt daher nicht den rechtlichen Anforderungen bezüglich der Unabhängigkeit der Finanzanalyse.

Die in dieser Publikation enthaltenen Informationen und Meinungen wurden von Bank Julius Bär & Co. AG, Zürich, zum Zeitpunkt der Redaktion dieser Publikation produziert und können sich ohne Ankündigung ändern. Diese Publikation **dient ausschliesslich Informationszwecken und stellt keine Offerte, Empfehlung oder Aufforderung** von Julius Bär oder in ihrem Auftrag zur Tätigung einer Anlage dar. Die Äusserungen und Kommentare widerspiegeln die derzeitigen Ansichten der Verfasser, können jedoch von Meinungsäusserungen anderer Einheiten von Julius Bär oder sonstiger Drittparteien abweichen.

Die in dieser Publikation genannten Dienstleistungen und/oder Produkte sind unter Umständen nicht für alle Empfänger geeignet und nicht in allen Ländern verfügbar. **Die Kunden von Julius Bär werden gebeten, sich mit der lokalen Einheit von Julius Bär in Verbindung zu setzen, wenn sie sich über die angebotenen Dienstleistungen und/oder Produkte im entsprechenden Land informieren wollen.**

Diese Publikation ist ohne Rücksicht auf die Ziele, die Finanzlage oder die Bedürfnisse eines bestimmten Anlegers erstellt worden. Bevor ein Anleger ein Geschäft abschliesst, sollte er prüfen, ob sich das betreffende Geschäft angesichts seiner persönlichen Umstände und Ziele für ihn eignet. Der Kunde sollte nur nach gründlicher Lektüre des relevanten Produktmerkblatts, der Zeichnungsvereinbarung, des Informationsprospekts, des Verkaufsprospekts oder anderer Angebotsdokumente im Zusammenhang mit der Wertschriftenemission oder anderen Finanzinstrumenten Investitions-, Handels- oder sonstige Entscheidungen treffen. Die in dieser Publikation enthaltenen Informationen stellen weder eine Anlage-, Rechts-, Buchführungs- oder Steuerberatung dar noch eine Zusicherung, dass sich eine Anlage oder Anlagestrategie unter bestimmten persönlichen Umständen eignet oder angemessen ist; sie sind auch keine persönliche Empfehlung für einen bestimmten Anleger. Julius Bär empfiehlt allen Anlegern, unabhängigen professionellen Rat über die jeweiligen finanziellen Risiken sowie die Rechts-, Aufsichts-, Kredit-, Steuer- und Rechnungslegungsfolgen einzuholen. **Die bisherige Performance einer Anlage ist kein verlässlicher Indikator für deren zukünftige Entwicklung. Performanceprognosen sind kein verlässlicher Indikator für die zukünftigen Ergebnisse. Der Anleger kann unter Umständen Verluste erleiden.**

Obwohl die in dieser Publikation enthaltenen Informationen und Angaben aus Quellen stammen, die als zuverlässig gelten, wird keine Zusicherung bezüglich ihrer Richtigkeit oder Vollständigkeit abgegeben. Bank Julius Bär & Co. AG, Zürich, ihre Tochtergesellschaften und die mit ihr verbundenen Unternehmen lehnen jegliche Haftung für Verluste infolge der Verwendung dieser Publikation ab. **Diese Publikation darf nur in Ländern vertrieben werden, in denen der Vertrieb rechtlich erlaubt ist.** Diese Publikation ist nicht für Personen aus Rechtsordnungen bestimmt, die solche Publikationen (aufgrund der Staatsangehörigkeit der Person, ihres Wohnsitzes oder anderer Gegebenheiten) untersagen.

Externe Vermögensverwalter/externe Finanzberater: Falls diese Marketing-Publikation einem externen Vermögensverwalter oder externen Finanzberater abgegeben wird, verbietet Julius Bär ausdrücklich, dass externe Vermögensverwalter oder externe Finanzberater diese Publikation weitergeben oder ihren Kunden und/oder Drittparteien zugänglich machen. Die externen Vermögensverwalter oder externen Finanzberater bestätigen, dass sie bei Erhalt jeglicher Marketing-Publikation ihre eigene, unabhängige Analyse durchführen und unabhängige Anlageentscheide fällen.

Chile: Diese Publikation wurde von Bank Julius Bär & Co. AG, Zürich, erstellt und ist nur für den vorgesehenen Empfänger bestimmt.

Deutschland: Bank Julius Bär Europe AG, die der Aufsicht der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) untersteht, gibt ihren Kunden diese Publikation ab. Die Publikation wurde von Bank Julius Bär & Co. AG, Zürich (die der Aufsicht der Eidgenössischen Finanzmarktaufsicht FINMA untersteht), erstellt. Weder die rechtlichen Anforderungen betreffend die Unabhängigkeit der Finanzanalyse noch das Verbot des Handels vor der Ankündigung von Finanzanalysen finden Anwendung.

Dubai Internationales Finanzzentrum: Diese Publikation wird von Julius Baer (Middle East) Ltd. vertrieben. Sie ist nicht geeignet für Retailkunden und darf nicht an diese abgegeben werden. Bitte beachten Sie, dass Julius Baer (Middle East) Ltd. Finanzprodukte oder Dienstleistungen nur professionellen Kunden anbietet, die über genügend Finanzerfahrung und Kenntnisse über die Finanzmärkte, Produkte oder Geschäfte und die damit verbundenen Risiken verfügen. Die erwähnten Produkte oder Dienstleistungen stehen ausschliesslich professionellen Kunden zur Verfügung, die der Definition des «Conduct of Business»-Moduls der Dubai Financial Services Authority (DFSA) nachkommen. Julius Baer (Middle East) Ltd. verfügt über eine rechtmässige Lizenz der DFSA und unterliegt ihrer Aufsicht.

Hongkong: Diese Publikation wird in Hongkong von und im Auftrag von Bank Julius Bär & Co. AG, Niederlassung Hongkong, vertrieben, die eine volle Bankenlizenz der Hong Kong Monetary Authority gemäss der Bankenverordnung (Chapter 155 der Gesetze von Hongkong SAR) besitzt, und kann dieser zugerechnet werden. Die Bank ist ebenfalls ein registriertes Institut mit der Central-Entity-Nummer AUR302, das gemäss der Securities and Futures Ordinance (SFO) (Chapter 571 der Gesetze von Hongkong SAR) regulierte Aktivitäten des Typs 1 (Wertpapierhandel), des Typs 4 (Wertpapierberatung) und des Typs 9 (Vermögensverwaltung) anbieten darf. Diese Publikation darf in Hongkong nur an professionelle Anleger (professional investors) im Sinne der SFO abgegeben werden. Der Inhalt dieser Publikation wurde von keiner Aufsichtsbehörde geprüft. Sollten Sie Fragen zu dieser Publikation haben, wenden Sie sich bitte an Ihren Kundenberater in Hongkong. Bank Julius Bär & Co. AG hat ihren Sitz in der Schweiz mit beschränkter Haftung.

Irland: Julius Baer International Limited, Niederlassung Irland, ist autorisiert und wird reguliert durch die Aufsichtsbehörde Financial Conduct Authority im Vereinigten Königreich und wird in Bezug auf die unternehmerischen Wohlverhaltensregeln durch die Zentralbank von Irland reguliert.

Israel: In Israel wird diese Publikation von Julius Baer Financial Services (Israel) Ltd. (JBFS) vertrieben, die durch die Aufsichtsbehörde Israel Securities Authority für die Bereitstellung von Dienstleistungen in den Bereichen Investment Marketing und Portfoliomanagement zugelassen ist. Nach israelischem Gesetz bedeutet «Investment Marketing» die Beratung von Kunden im Zusammenhang mit den Vorteilen einer Anlage sowie dem Kauf, Verkauf oder Halten von Wertpapieren oder Finanzinstrumenten, sofern der Anbieter dieser Leistungen den Wertpapieren oder Finanzinstrumenten zugehört. Aufgrund der Zugehörigkeit von JBFS zur Bank Julius Baer & Co. AG, Zürich, gilt JBFS als zugehörig zu bestimmten Wertpapieren oder Finanzinstrumenten, die möglicherweise im Zusammenhang stehen mit den Leistungen, die JBFS anbietet, und daher ist jede Verwendung des Begriffs «Anlageberatung» oder von Variationen dieses Begriffs in dieser Publikation als «Investment Marketing» im vorstehend genannten Sinne aufzufassen.

Königreich Bahrain: Julius Baer (Bahrain) B.S.C.(c), eine Kapitalanlagegesellschaft, die von der Zentralbank von Bahrain (Central Bank of Bahrain, CBB) lizenziert ist und reguliert wird, vertreibt für ihre fachkundigen und akkreditierten Investoren (expert and accredited investor clients) diese Publikation, die erstellt wurde von Bank Julius Bär & Co. AG, Zürich, die der Eidgenössischen Finanzmarktaufsicht FINMA untersteht. Bitte beachten Sie, dass Julius Baer (Bahrain) B.S.C.(c) Finanzprodukte oder Dienstleistungen nur fachkundigen und akkreditierten Investoren anbietet, in Übereinstimmung mit der Definition des CBB-Regelwerks, das Regeln, Richtlinien und Vorschriften der CBB gemäss dem CBB-Gesetz enthält. Diese Publikation darf nicht an Retailkunden abgegeben werden und darf diesen nicht als Entscheidungsgrundlage dienen. Die CBB übernimmt keinerlei Verantwortung für die Richtigkeit der in dieser Publikation enthaltenen Aussagen und Informationen und haftet nicht für Schäden oder Verluste, die Personen durch das Vertrauen auf diese Aussagen und Informationen entstehen.

Libanon: Diese Publikation wird vertrieben von Julius Baer (Lebanon) S.A.L., einem ordentlich zugelassenen Finanzintermediär, der der Aufsicht der Kapitalmarktaufsicht untersteht.

Luxemburg: Diese Publikation wurde von Bank Julius Bär & Co. AG, Zürich, erstellt, die der Eidgenössischen Finanzmarktaufsicht FINMA untersteht, und wird von Julius Baer Investment Services S.à r.l. vertrieben, einem Unternehmen, das von der Commission de Surveillance du Secteur Financier (CSSF) zugelassen ist und reguliert wird. Diese Publikation wurde nicht von der CSSF zugelassen oder überprüft und es wird nicht beabsichtigt, sie bei der CSSF einzureichen.

Monaco: Bank Julius Baer (Monaco) S.A.M., eine vom Staatsminister des Fürstentums Monaco und der französischen Nationalbank autorisierte Institution, gibt ihren Kunden die vorliegende Publikation ab, die von Bank Julius Bär & Co. AG, Zürich (einer schweizerischen Unternehmung, die der Eidgenössischen Finanzmarktaufsicht FINMA untersteht), erstellt wurde.

Julius Baer Wealth Management (Monaco) S.A.M., ein in Monaco zugelassener Vermögensverwalter, vertreibt diese Publikation, die von Bank Julius Bär & Co. AG, Zürich – einem in der Schweiz beheimateten und der Aufsicht der Eidgenössischen Finanzmarktaufsicht FINMA unterstehenden Institut – erstellt wurde, an seine Kunden.

Panama: Diese Publikation wurde von Bank Julius Bär & Co. AG, Zürich, erstellt und richtet sich nur an die vorgesehenen Empfänger.

Schweiz: In der Schweiz wird diese Publikation von Bank Julius Bär & Co. AG, Zürich, vertrieben, die der Aufsicht der Eidgenössischen Finanzmarktaufsicht FINMA untersteht.

Singapur: Diese Publikation wird von Bank Julius Bär & Co. AG, Niederlassung Singapur, vertrieben und steht nur amtlich anerkannten Investoren (accredited investors) zur Verfügung. Da die Niederlassung Singapur von einer Ausnahmeregelung (unit exemption) gemäss Artikel 100(2) des Financial Advisers Act, Cap. 110 von Singapur (FAA), profitiert, sind viele der Vorschriften des Financial Advisers Act nicht anwendbar. Unter anderem ist die Niederlassung Singapur nicht ver-

pflichtet, Beteiligungen an den in dieser Publikation erwähnten Wertpapieren oder Finanzinstrumenten oder die Absicht zum Kauf oder Verkauf dieser Wertpapiere oder Finanzinstrumente offenzulegen. Auf Wunsch sind weitere Einzelheiten über diese Ausnahmeregelung erhältlich. Diese Publikation wurde nicht bei der Monetary Authority of Singapore (MAS) als Prospekt registriert. Dokumente oder Materialien in Bezug auf den Kauf oder Verkauf oder die Einladung zum Bezug oder zum Kauf von in dieser Publikation aufgeführten Wertpapieren oder Anlagefonds dürfen in Singapur weder verteilt werden noch direkt oder indirekt an andere Personen weitergegeben oder verbreitet oder zum Bezug oder Kauf angeboten werden, ausser (i) an institutionelle Investoren gemäss Artikel 274 bzw. 304 des Securities and Futures Act, Cap. 289 von Singapur (SFA), (ii) an relevante Personen (dazu zählen akkreditierte Investoren) oder an sonstige Personen gemäss Artikel 275(1A) oder 305(2) SFA, wobei die Bedingungen des Artikels 275 oder 305 SFA erfüllt sein müssen, oder (iii) auf sonstige Weise, die gemäss und in Übereinstimmung mit den Bedingungen aller sonst anwendbaren Vorschriften des SFA zulässig ist. In Bezug auf Anlagefonds, die nicht von der MAS zugelassen oder anerkannt sind, dürfen Anteile solcher Fonds keinen Privatanlegern angeboten werden und sämtliche schriftlichen, an vorstehend genannte Personen im Zusammenhang mit dem Angebot abgegebenen Materialien sind kein Verkaufsprospekt im Sinne des SFA. Dementsprechend besteht keine gesetzliche Haftung nach dem SFA in Bezug auf den Inhalt der Prospekte. Für alle Fragen bezüglich der vorliegenden Publikation wenden Sie sich bitte an einen Repräsentanten von Bank Julius Bär & Co. AG, Niederlassung Singapur.

Spanien: Julius Baer Agencia de Valores, S.A.U., ein durch das Börsenaufsichtsamt Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV) zugelassenes und reguliertes Unternehmen, vertreibt diese Publikation an seine Kunden. Die in dieser Publikation genannten Dienstleistungen und/oder Produkte dürfen in Spanien nur von einer Einheit von Julius Bär erbracht werden, die in Spanien für die Erbringung dieser Dienstleistungen und/oder Produkte zugelassen ist. Diese Publikation wurde erstellt von Bank Julius Bär & Co. AG, Zürich, die der Eidgenössischen Finanzmarktaufsicht FINMA untersteht.

Uruguay: Falls diese Publikation als Angebot oder Empfehlung oder Aufforderung zum Kauf oder Verkauf von Wertpapieren oder anderen Finanzinstrumenten angesehen wird, werden diese unter Berufung auf die Befreiung privater Anlagen (oferta privada) gemäss Artikel 2 von Gesetz Nr. 18 627 angeboten und sind und werden nicht bei der Bankenaufsichtsbehörde der Zentralbank von Uruguay für das öffentliche Angebot in Uruguay registriert. Im Falle geschlossener Fonds oder Private-Equity-Fonds handelt es sich bei den betreffenden Wertpapieren nicht um Investmentfonds, die durch das uruguayische Gesetz Nr. 16 774 vom 27. September 1996 in der geänderten Fassung reguliert werden. Die in dieser Publikation aufgeführten Wertpapiere und Finanzinstrumente stellen keine Einlagen von IFE Julius Baer (Uruguay) S.A. dar (und unterliegen daher nicht der Deckung unter dem von der Bank Savings Protection Corporation verwalteten Einlagensicherungsfonds) und entsprechend tragen Sie das Risiko des Emittenten der Wertpapiere und Finanzinstrumente. Wenn Sie in Uruguay ansässig sind, bestätigen Sie hiermit, die deutsche Sprache, in der diese Publikation und alle hierin genannten Dokumente verfasst sind, vollständig zu verstehen und keine weiteren Dokumente in spanischer oder einer anderen Sprache zu benötigen.

Vereinigte Arabische Emirate: Diese Publikation wurde von Bank Julius Bär & Co. AG, Zürich, erstellt und nicht von der UAE Central Bank, der Securities and Commodities Authority oder einer anderen zuständigen Behörde der Vereinigten Arabischen Emirate genehmigt oder lizenziert. Sie ist streng vertraulich und wird nur auf Anfrage an eine festgelegte Anzahl sophistizierter privater und institutioneller Anleger ausgegeben. Sie darf nicht an dritte Personen weitergegeben oder von diesen verwendet werden.

Vereinigtes Königreich: Diese Publikation wurde von Bank Julius Bär & Co. AG, Zürich, erstellt. Bei dieser Publikation handelt es sich um eine sogenannte Financial Promotion entsprechend Section 21 des Financial Services and Markets Act 2000 (FSMA). Soweit diese Publikation an Empfänger im Vereinigten Königreich abgegeben wird, wurde sie von Julius Baer International Limited (JBINT) genehmigt. JBINT unterliegt der Aufsicht der Financial Conduct Authority (FCA). Personen, die mit anderen Mitgliedern der Julius Bär Gruppe Geschäfte tätigen, sind nicht durch die Regeln und Vorschriften gedeckt, die zum Schutz der Anleger im Vereinigten Königreich bestehen; sie geniessen daher nicht die Rechtsansprüche von Retailkunden und anderen Anlegern gemäss dem FSMA und den Vorschriften der FCA.

USA: WEDER DIE VORLIEGENDE PUBLIKATION NOCH KOPIEN DAVON DÜRFEN IN DIE USA VERSANDT, DORTHIN MITGENOMMEN ODER VERTRIEBEN ODER AN US-PERSONEN ABGEGEBEN WERDEN.

© Julius Bär Gruppe, 2014

JULIUS BÄR GRUPPE

Hauptsitz
Bahnhofstrasse 36
Postfach
8010 Zürich
Schweiz
Telefon +41 (0) 58 888 1111
Telefax +41 (0) 58 888 1122
www.juliusbaer.com

Die Julius Bär Gruppe
ist weltweit an über
40 Standorten präsent.
Von Zürich (Hauptsitz),
Dubai, Frankfurt, Genf, Guernsey,
Hongkong, London, Lugano,
Monaco, Montevideo,
Moskau, Nassau bis Singapur.

24.11.2014 Publ.-Nr. PU00312DE

© JULIUS BÄR GRUPPE, 2014

myclimate neutral 01-14-814357 myclimate.org