

Liebes Investor!

Es war das Wochenende, an dem Altgediente ihre kritische Stimme erhoben: Adolf Ogi zur SVP, Max Amstutz zur geplanten Fusion von Holcim und Lafarge.

Die Stellungnahme von Amstutz in der NZZ ist persönlich gefärbt, war er doch 1970 bis 1994 VR-Delegierter von Holcim (damals Holderbank) und bis 1999 im VR. Ich stelle nur mal fest, dass das doch ein Weilchen her ist und sich die Welt seither erheblich globalisiert hat.

Holcim macht stutzig

Hinter einige der von Amstutz angeführten Argumente gegen die Verschmelzung der Zementgiganten setze ich denn auch ein Fragezeichen. «Ein Hauptgrund für Fusionen sind kostensparende Skaleneffekte», schreibt er. Sie würden in diesem Fall nicht realisiert. Das haben die Verantwortlichen der beiden Konzerne allerdings gar nicht in den Vordergrund gestellt, soweit ich das den Unterlagen zur Fusion entnehmen kann. Amstutz weiter: «Ein Hauptmotiv für die Fusion liegt im Abbau von Überkapazitäten.» Niemand hat behauptet, durch das Zusammengehen würden unmittelbar Überkapazitäten reduziert. Hingegen dürften das neue Gebilde und die Käufer, die die zum Verkauf stehenden Kapazitäten übernehmen, für etliche Zeit kaum in zusätzliche Anlagen investieren – was branchenweit zu einem allmählichen Abbau der Überkapazitäten führen sollte.

Erstaunt hat mich zudem, dass Amstutz die «stabilen» Wachstumsmärkte Lateinamerikas und Asiens von Holcim den «politisch und wirtschaftlich volatilen Märkten des Nahen und Mittleren Ostens» von Lafarge gegenüberstellt. Sind die Baumärkte Brasiliens, Indiens und Indonesiens a priori stabiler als diejenigen in Ägypten, Nigeria und Südafrika? Schauen Sie die Gewinnentwicklung der letzten zwei Jahre und im ersten Semes-

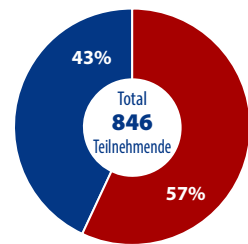
«Das Problem mit der Welt ist, dass sich die Dummen ihrer Sache todsicher und die Intelligenten voller Zweifel sind.»

BERTRAND RUSSELL
(brit. Mathematiker, 1872–1970)

Die letztwöchige FuW-Umfrage

Beeinflussen die aktuellen geopolitischen Krisen Ihren Anlageentscheid?

Nein JA



Die neue Umfrage finden Sie auf:
www.fuw.ch/umfrage



ter 2014 an, stelle ich fest, dass Lafarges Aktivitäten in der Golfregion und in Afrika ebenfalls hochrentabel sind und steigende Tendenz aufweisen – während Holcims Profitabilität in Asien gelitten hat, vor allem wegen Indien.

Verstehen Sie meine Kritik an Amstutz aber nicht falsch; auch ich bin kein Freund der Elefantenhochzeit. Reibungsverluste durch unterschiedliche Kulturen und fruchtlose Machtkämpfe in den Führungsgremien lassen viele dieser Mega-Projekte früher oder später scheitern. Ich vermute zudem, dass an der ausserordentlichen GV, an der die Holcim-Aktionäre der Fusion – im Frühling 2015 – zustimmen sollen, das Umtauschverhältnis von 1:1 viel zu reden geben wird. Der Schweizer Konzern wird an der Börse mit 25 Mrd. Fr. bewertet, Lafarge mit 20 Mrd. Fr. Das ist kein Zufall: Holcims Rentabilität ist höher, die Bilanzqualität besser. Da werden die Holcim-Exponenten noch Überzeugungsarbeit leisten müssen.

Roche und Chugai

Noch kurz vor dem Wochenende hatte die Nachrichtenagentur Bloomberg berichtet, der Pharmakonzern Roche bereite eine Offerte über rund 10 Mrd. \$ vor, um die restlichen, von ihm noch nicht gehaltenen 38% am Kapital der japani-

schen Tochtergesellschaft Chugai Pharmaceutical zu erwerben. Chugai demen-tierte daraufhin, solche Gespräche mit Roche zu führen. Roche begnügte sich mit dem üblichen Kommentar, zu Marktgerüchten keine Stellung zu nehmen.

Dennoch sind die Chugai-Aktien seit dem Handelsschluss am Freitag, als die Bloomberg-Story in Tokio noch nicht zirkuliert war, fast 13% auf 3745 Yen gestiegen. Ist an der Geschichte etwas dran? Ich habe meine Zweifel. Gemessen an einem Übernahmepreis von 10 Mrd. \$ müsste Roche für die verbleibenden Titel jeweils um 4900 Yen bezahlen. Das wäre nicht nur eine «satte, schwer zu rechtfertigende» Prämie von gut 47% zum Schlusskurs vom Freitag, wie die Analysten der Bank Barclays zu bedenken geben. Auf Basis des von Analysten für das kommende Jahr erwarteten Gewinns pro Aktie von 112 Yen ergäbe sich auch ein schwindelerregendes Kurs-Gewinn-Verhältnis (KGV) von 44.

Gefragt, warum Roche in den letzten Jahren von grösseren Akquisitionen abgesehen habe, antwortete Konzernchef Severin Schwan im Juli in der FuW (vgl. [fuw.ch/200814-7](http://www.fuw.ch/200814-7)): «Wir schauen uns alles an. Aber derzeit geht die Rechnung in den wenigsten Fällen auf.» Roche dürfte auch einen Bogen um die Vollübernahme von Chugai machen, zumal die Zusammenarbeit mit den Japanern seit dem Einstieg der Basler 2002 für beide Seiten tadellos funktioniert hat. Roche verdankt Chugai unter anderem das neuartige Arthritismedikament Actemra, dem Analysten einen Spitzenumsatz von bis zu 2 Mrd. Fr. pro Jahr zutrauen.

Bank-«Experten»

Portugals Pleitebank Banco Espírito Santo (BES) war bekanntlich nichts heilig. Das verschachtelte Familienkonstrukt, das die operative Bank kontrollierte, täuschte nicht nur Teile des Managements, sondern auch die Aufsichtsbehörden – zum Leidwesen der Publikumsaktionäre, ganz besonders jener, die kurz vor dem Zusammenbruch neue Aktien zeichneten. Sie erleiden voraussichtlich Totalverlust. Ich hatte diesbezüglich Anfang Monat bereits gewarnt: Prüfen Sie genau, ob Sie bei einer Investition nicht auf das falsche Pferd setzen – auch wenn die Empfehlung von einem ausgewiesenen Experten kommt.

Mit von der Partie bei der letzten Kapitalerhöhung von BES war auch die UBS. Kapitalerhöhungen – gerade von Finanzinstituten – sind eine Kernkompetenz der Schweizer Grossbank. Sie war in diesen Fall Expertin und offensichtlich doch nicht davor gefeit, mit ihrer Empfehlung in eine zumindest unangenehme Situation zu geraten.

Aber auch Lokalrivalin Credit Suisse (CS) agierte nicht glücklicher: Wie ich im «Wall Street Journal» lese, hat die CS-Investmentbank ihre Dienste angeboten, um Schuldpapiere des Firmenkonstrukts der Espirito-Santo-Familie so zu zerkleinern und zu strukturieren, dass sie an Kleinkunden des BES hatten verkauft werden können. Genau solche Verbriefungen sind eine Kernkompetenz der CS, und dennoch hat sich die ausgewiesene Expertin mit diesen Schuldverbriefungen allem Anschein nach ebenso einen Patzer erlaubt wie die UBS mit der Propagierung der Aktienemission von BES. Ich kann daraus nur schliessen, dass sich Experten vor allem dadurch auszeichnen, dass sie immer im Rennen sind, wenn es um ihre Kernkompetenz geht. Welches aber der lahme Gaul in der Pferdeschar ist, wissen auch sie immer erst im Nachhinein.

Um scheinheilige Erklärungen sind die Banker dann allerdings selten verlegen: CS bestätigt zwar, die Wertpapiere arrangiert zu haben, betont mir gegenüber auf Anfrage aber, keine Kunden bezüglich dieser Anlagevehikel beraten zu haben. Sie trage im Zusammenhang mit den Instrumenten kein Risiko.

Apropos: Man liest oft, dass Anleger geopolitische Risiken ausblenden. Meine letzte Umfrage sagt mir etwas anderes: Fast 60% der beteiligten Leser berücksichtigen sie bei ihrem Investitionsentscheid (vgl. Grafik oben). Nicht weniger schwierig abzuschätzen sind Marktrisiken: Wie ich letzte Woche schrieb, sieht die viel beschworene Zinswende etwas anders aus, als es die meisten «Experten» Anfang Jahr erwartet hatten. Jüngst erreichten die Renditen in Deutschland und der Schweiz neue Tiefst. Das spiegeln auch die Hypothekarzinsen (vgl. Seite 1). Was meinen Sie, ist der Tiefpunkt bei den Schweizer Hypozinsen erreicht? Sagen Sie es mir auf [fuw.ch/umfrage](http://www.fuw.ch/umfrage).

Ihr Praktikus

Porträt: Luqman Arnold



Der ehemalige UBS-CEO und Kritiker der Bank gründet eine Beraterboutique.

Laut und leise

Luqman Arnold ist zurück. Erneut ist er Aushängeschild einer Schweizer Firma – diesmal seiner eigenen. «Cartesius Advisory Network» (CAN) heisst die neue Beratungsgesellschaft, die er kürzlich zusammen mit vier Partnern gründete – darunter der frühere Chairman von Glencore, Simon Murray, und Rainmaker Ken Anderson, der von der UBS zur Boutique wechselte. Das Gespann setzt auf einen Boom: Viele kleine Partnerschaften stehen den grossen Investmentbanken derzeit die Show und angenlich sind Beratungsmandate für grosse M&A-Deals – beispielsweise die Brüder Zaoui oder Morgan-Stanley-Veteran Paul Taubman. Die Neutralität der Schweiz öffnete weltweit Türen, begründet Arnold im Gespräch mit «Finanz und Wirtschaft» die Wahl von Zug als Domizil für die Boutique, mit der er globale Ambitionen hegt. Zusammen mit seiner Frau lebt der 1950 in Kalkutta geborene Brit in Bangkok.

Fast sein halbes Berufsleben hat er nahe am Pensionsalter stehende Arnold bei Credit Suisse First Boston verbracht. Bekannt wurde er hierzulande jedoch im Zusammenhang mit der UBS: Um die Jahrtausendwende war er CEO der Grossbank. Den Job behielt Arnold jedoch gerade mal acht Monate. Dann überwarf er sich mit dem damals übermächtigen Präsidenten Marcel Ospel über Fragen zur richtigen Führungsstruktur für die Bank.

Für grosses Aufsehen sorgte, wie Arnold während der Finanzkrise zum Wortführer rebellischer Aktionäre wurde. Er forderte den UBS-Verwaltungsrat auf, die Vermögensverwaltung stärker in den Fokus zu rücken und das Investment Banking davon zu separieren. Doch seine Stimme verstummte abrupt: Das Investitionsgefäss Olivant, in dem Arnold und seine Partner UBS-Aktien gebündelt hatten, wurde vom Untergang von Lehman Brothers mitgerissen. Olivant hatte der amerikanischen Investmentbank ihr UBS-Aktienpaket anvertraut und mit dem Lichterlöschen bei Lehman verschwand auch jede Spur zur Milliardeninvestition. Einige der Strategievorschläge des Rebells wurden später unter neuer UBS-Führung umgesetzt. Genugtuung kommt bei Arnold aber keine auf. Denn der unglückliche Verlust der ihm anvertrauten Aktien ist noch heute spürbar das schmerzlichste Erlebnis seiner Karriere. Er habe noch Jahre darauf verwendet, den Schaden zu begrenzen. «Wir haben den Investoren so viel zurückgegeben, wie wir konnten», betont Arnold im Gespräch.

«Was einen nicht umbringt, macht einen stärker», lautete seine Lehre aus dieser Niederlage. «...oder weiser», fügt er nach kurzer Pause leise an. Überhaupt spricht der umtriebige Mann – neben seinen Führungspositionen bei verschiedenen Grossbanken, Investitions- und Beratertätigkeiten begleitete er das Londoner Design Museum als dessen Chairman zu weltweitem Ansehen – überraschend ruhig und bedacht.

Die Kombination aus Erfahrung und Besonnenheit ist Programm für Arnolds Beratungsprojekt: «Die Kunden wollen mehr als rezyklierte Ideen aus den Abteilungen der Investmentbanken», sagt er mit Seitenhieb auf die Industrie. Auch der Fokus auf M&A ist ihm zu eng. Er ortet weiterreichenden Informationsbedarf: Regierungen will er unterstützen, Unternehmen bei Transformationen beraten und Finanzierungs-konzepte erarbeiten – alles losgelöst von institutionellen Zwängen, die unabhängiger Beratung entgegenstünden, wie er sagt. RK

US-Nachlasssteuer kann auch Schweizer Anleger treffen

Aktiven, die als amerikanisch gelten, sind zu versteuern. Für eine Revision des Abkommens zeigt Washington wenig Interesse.

TOBIAS ROHNER

Im Sommer 2011 beauftragte der Ständerat den Bundesrat mit einer Motion, das im Jahr 1951 abgeschlossene Abkommen zwischen der Schweiz und den USA zur Vermeidung der Doppelbesteuerung auf dem Gebiet der Nachlass- und Erbschaftsteuern neu zu verhandeln.

Grund hierfür war die konsequentere Durchsetzung der amerikanischen Nachlasssteuer (Federal Estate Tax) durch den US-amerikanischen Fiskus (IRS) und das zunehmende Rechtsbewusstsein, dass US-Nachlasssteuern unter Umständen selbst dann geschuldet sind, wenn es sich weder beim Erblasser noch bei den Erben um US-Personen handelt.

Freibetrag nur 60 000 \$

Ist der Erblasser eine US-Person, unterliegt der gesamte (weltweite) Nachlass einem Steuersatz von 40% (Jahr 2014). Dabei kann gegenwärtig ein Freibetrag von 5,34 Mio. \$ geltend gemacht werden. Entsprechend besteht keine Pflicht zur Einreichung einer Steuererklärung (Form 706-NA), wenn der gesamte Nachlass (vor Abzug der Verbindlichkeiten und vor Addition der ab 1977 ausgerichteten Geschenke) diesen Wert unterschreitet.

Sind weder Erblasser noch die Erben US-Personen (sogenannte Non-resident Aliens), greift ebenfalls die amerikanische Nachlasssteuer, wenn der Nachlass Aktiven enthält, die als in den USA gelegen gelten (US Situs Assets). Hierzu gehören Grundstücke in den USA, in den Vereinigten Staaten gelegene bewegliche Güter, aber auch Aktien von US-Gesellschaften, Anlagefondsanteile, sofern der Anlagefonds als Gesellschaft unter amerikanischem Recht inkorporiert wurde, sowie gewisse Schulden von US-Schuldnern.

Der Freibetrag auf den zu versteuernden US Situs Assets beträgt lediglich 60 000 \$, sofern nicht ein vorteilhafteres bilaterales Abkommen zur Anwendung gelangt. Ist hingegen der Erbe eine US-Person und der Erblasser nicht, gilt der Freibetrag von 60 000 \$ auf dem weltweiten Nachlass.

Verantwortlich für die Bezahlung der US-Nachlasssteuer ist grundsätzlich der Willensvollstrecker (Executor), sofern ein solcher bestimmt wurde. Melden die Erben ihre Steuerpflicht nicht und kommt auch der Willensvollstrecker der Meldepflicht nicht nach, wird jeder als Executor betrachtet, der sich im Besitz von Vermögenswerten des Erblassers befindet. Dies kann zum Beispiel auch eine konto-

führende Bank sein. Sie hätte entsprechend Meldung zu erstatten.

Das Abkommen zwischen der Schweiz und den USA zur Vermeidung der Doppelbesteuerung auf dem Gebiet der Nachlass- und Erbschaftsteuern schränkt die Erhebung von US-Nachlasssteuern (aber nicht Schenkungssteuern) wie folgt ein:

Bei der Erhebung der Nachlasssteuer im Falle eines Erblassers, der zur Zeit seines Todes keine US-Person, sondern Schweizer Bürger oder in der Schweiz wohnhaft war, werden die USA die besondere Steuerbefreiung zugestehen, die nach ihrem Gesetze gewährt würde, wenn der Erblasser in den USA Wohnsitz gehabt hätte; diese Befreiung gilt mindestens auf demjenigen Teilbetrag, der dem Verhältnis entspricht, in dem der Wert des gesamten der Steuer unterworfenen beweglichen und unbeweglichen Vermögens zum Wert des gesamten beweglichen und unbeweglichen Vermögens steht, das von den USA besteuert worden wäre, wenn der Erblasser dort Wohnsitz gehabt hätte.

Ein Rechenbeispiel

Mit anderen Worten wird der maximale Freibetrag von gegenwärtig 5,34 Mio. \$ im Verhältnis der US Situs Assets zum Gesamtnachlass gewährt. Beträgt beispiels-

weise der Gesamtnachlass 10 Mio. \$, wovon 1 Mio. in US-Wertschriften (US Situs Assets) angelegt sind, so beträgt der Freibetrag ein Zehntel von 5,34 Mio. \$, also 534 000 \$. Mithin werden 466 000 (1 Mio. minus 534 000) mit 40% US-Estate Tax besteuert. Falls der Erblasser seinen Wohnsitz in einem schweizerischen Kanton hatte, welcher Erbschaftsteuern erhebt, resultiert eine Doppelbesteuerung im Umfang von 466 000 \$. Eine Bestimmung, wonach die in den Vereinigten Staaten bezahlte Nachlasssteuer an die kantonale Erbschaftsteuer angerechnet werden kann, existiert im bestehenden Abkommen mit den USA nicht.

Die Schweiz konnte mit den USA bislang lediglich Diskussionen über eine Revision des Nachlass- und Erbschaftsteuerabkommens führen. Hingegen sind Verhandlungen bisher ausgeblieben, und gemäss Auskunft des Staatssekretariats für Internationale Finanzfragen (SIF) stehen die Chancen zur Aufnahme von Verhandlungen mit den USA derzeit schlecht.

Folglich dürfte das Thema US-Nachlasssteuer auch für schweizerische Anleger auf längere Frist nicht vom Tisch sein.

Dr. Tobias Rohner, dipl. Steuerexperte, Partner bei Bill Isenegger Ackermann, Zürich.