

# INVESTOR

4. QUARTAL 2011

ANLAGEPOLITIK

Die Zentralbanken kämpfen mit vereinten Kräften. Doch Heilen ohne Nebenwirkungen ist unrealistisch

SCHWERPUNKT

Immobilien International: Glänzendes Betongold?  
Nichtkотиerte Schweizer Aktien: Eine grundsolide Alternative

## *Inhalt*

3 Editorial

### *Anlagepolitik*

4 Anlagestrategie

7 Trends & Prognosen

8 Konjunktur

10 Obligationen

11 Aktien

12 Diverse & Alternative Anlagen

14 Portfolio-Strukturen

16 Empfehlungen – Aktien & Aktienfonds nach Sektoren

### *Schwerpunkt*

19 Immobilien International

22 Nichtkotierte Schweizer Aktien

Diese Publikation dient ausschliesslich Informationszwecken. Sie stellt keine Offerte oder Aufforderung von Lienhardt & Partner Privatbank Zürich AG oder in ihrem Auftrag zum Kauf oder Verkauf von Wertpapieren oder mit ihnen verbundenen Finanzinstrumenten oder zur Beteiligung an einer bestimmten Handelsstrategie in irgendeiner Rechtsordnung dar. Die Äusserungen und Kommentare, inklusive jene in Bezug auf die Anlagestrategie, widerspiegeln die derzeitigen Ansichten der Verfasser. • Anlagen in den in dieser Publikation erwähnten Anlagekategorien sind unter Umständen nicht für alle Empfänger geeignet. Sie stellen keine persönliche Empfehlung für einen bestimmten Anleger dar. Bevor ein Anleger ein Geschäft abschliesst, sollte er prüfen, ob sich das betreffende Geschäft angesichts seiner persönlichen Umstände und Ziele für ihn eignet. • Für die in dieser Publikation enthaltenen Informationen wird keine Zusicherung bezüglich ihrer Richtigkeit oder Vollständigkeit abgegeben. Lienhardt & Partner Privatbank Zürich AG lehnt jegliche Haftung für Verluste infolge der Verwendung dieser Publikation ab. • Jede in dieser Publikation erwähnte Anlageklasse ist mit Risiken behaftet. Die bisherige Performance einer Anlage ist kein verlässlicher Indikator für deren zukünftige Entwicklung. Performance-Prognosen sind kein verlässlicher Indikator für die zukünftigen Ergebnisse. • Diese Publikation darf nur in Ländern vertrieben werden, in denen der Vertrieb rechtlich erlaubt ist. Die hierin enthaltenen Informationen sind nicht für Personen aus Rechtsordnungen bestimmt, die solche Publikationen untersagen.

---

## EDITORIAL



**Christian Lienhardt**  
Managing Partner

Geschätzte Leserinnen und Leser

Die letzten Wochen haben gezeigt, dass weltweit noch immer viele Probleme und Brandherde bestehen. Die Schuldenproblematik vieler Volkswirtschaften wurde dramatischer und der «Währungskrieg» hat sich weiter verstärkt. Am 6. September 2011 sah sich die Schweizerische Nationalbank (SNB) schliesslich gezwungen, eine Untergrenze des Schweizer Frankens zum Euro bei 1.20 festzulegen. Auch die Konjunkturaussichten sind eingetrübt und weltweit steigt die Angst vor einer erneuten Rezession.

All diese Vorkommnisse haben die Finanzmärkte auf eine Achterbahnfahrt geschickt. Die Börsen reagieren momentan äusserst empfindlich auf neue Nachrichten, seien diese positiv oder negativ. Dadurch steigt die Unsicherheit an den Märkten und dementsprechend erhöht sich auch die Volatilität. Wenn dann noch Spekulationsverluste in Milliardenhöhe bekannt werden, wird das Vertrauen der Gesellschaft und insbesondere vieler Bankkunden abermals auf die Probe gestellt.

Wie bereits in der Finanzkrise fühlen wir uns in unserer konservativen und soliden Grundhaltung bestätigt. Unsere Bank tätigt kein spekulatives Eigengeschäft. Auch verkaufen wir keine strukturierten Anlageinstrumente. Und wir

bieten – zugunsten einer unabhängigen Beratung – keine eigenen Produkte an. Dies alles sind Bekenntnisse auf die wir Wert legen. Auch darauf gründet das Fundament unserer Beständigkeit.

Wohin allerdings die internationalen Börsen in Zukunft tendieren, können auch wir nur prognostizieren. Langfristig orientierten Investoren ermöglichen wir jedoch den Zugang zu einer grundsoliden Schweizer Alternative. Lienhardt & Partner ist neu aktiv im Handel mit Schweizer Nebenwerten tätig. Nichtkотиerte Schweizer Aktien zeichnen sich durch Nachhaltigkeit, Substanz und überschaubares Risiko aus. Vor allem in Zeiten volatiler Märkte weist diese Form der Anlage einige Vorteile aus und stellt eine gute Ergänzung zu den gängigen Investitionsmöglichkeiten dar.

Damit unterstreichen wir unsere Affinität als Schweizer Bank zu anderen substanzstarken Schweizer Unternehmen. Mehr zu dieser Thematik finden Sie im entsprechenden Artikel über den Handel mit Schweizer Nebenwerten auf den Seiten 22 bis 23.

Wir wünschen Ihnen eine spannende Lektüre und präsentieren Ihnen unsere Anlagepolitik für das vierte Quartal 2011, in welcher unter anderem die Ursachen der Schuldenproblematik analysiert werden.

Zürich, 22. September 2011

## ANLAGESTRATEGIE



«Die Staatsschuldenkrise hat sich zur globalen Vertrauenskrise mit noch ungewissem Ausgang entwickelt. Es ist an der Zeit, dass Regierungen, Politiker und internationale Institutionen nicht nur eigene Interessen verfolgen, sondern wahre Reformbereitschaft und Umsetzungswille zeigen.»

Pascal Oliver Hauser  
Chief Investment Officer

### Griechenland wird zum Fass ohne Boden

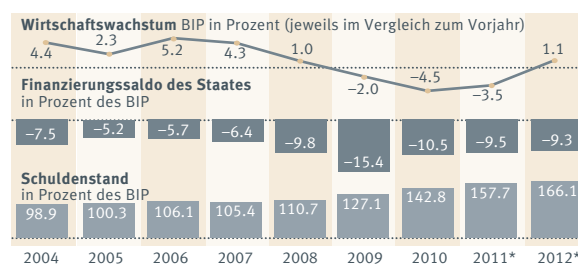
Europa befindet sich in einer tief greifenden Staatsschuldenkrise. Nicht erst seit eineinhalb Jahren, als die Auswirkungen der maroden Staatshaushalte meist südeuropäischer Länder begannen, die Finanzmärkte in Mitleidenschaft zu ziehen.

Die Anfänge gehen wohl bis zur Gründung der Europäischen Währungsunion (EWU) zurück, welche im Jahr 1990 mit einem Dreistufenplan eingeleitet und 1999 verwirklicht wurden. Darüber hinaus schafften die EU-Mitgliedstaaten durch den Vertrag von Maastricht im Jahr 1992 die EU-Konvergenzkriterien. Deren Auslegung war aber immer umstritten und wurde daher nicht strikt angewandt. Die Folge war, dass Griechenland, Italien und Belgien die Aufnahme in die EWU, trotz einer Gesamtschuldenlast von über 60 Prozent des Bruttoinlandproduktes (BIP), nicht verwehrt wurde. Noch schlimmer wiegt die Tatsache, dass Griechenland auch nach dem Beitritt mit statistischen Beschönigungen Verstöße gegen den Stabilitäts- und Wachstumspakt vertuschte – auch diesmal ohne Konsequenzen. Im Gegenteil: Am 2. Mai 2010 wurde demselben Griechenland mit einem enormen Hilfspaket des Internationalen Währungsfonds (IWF) und der übrigen Euro-Staaten im Ausmass von 110 Milliarden Euro unter die Arme gegriffen. Die europäische Gemeinschaftswährung war in der Zwischenzeit vor allem aufgrund der desaströsen Finanzsituation seines südlichen Mitgliedstaates mit dem «Schulden-Freiticket» stark unter Druck geraten. Zur Stabilisierung des Euro wurde nur wenige Tage später, am 10. Mai 2010, ein Rettungsschirm in der Höhe von gigantischen 750 Milliarden Euro gesprochen. Doch dem Unheil nicht genug. Noch bevor die letzte Tranche des ersten Hilfspaketes ein Jahr später ausbezahlt war, einigten sich die Euroländer am 21. Juli 2011 auf ein

zweites Rettungspaket in der Höhe von 109 Milliarden Euro, diesmal gar unter Miteinbezug von privaten Gläubigern. Dies wohlgerne für ein Land, welches erwiesenermassen über den höchsten Anteil an Schattenwirtschaft aller industrialisierten Länder verfügt. Schätzungen zufolge beträgt der Anteil der Schwarzarbeit in Griechenland rund 25 Prozent des BIP, womit dem Staat jährliche Steuereinnahmen in zweistelliger Milliardenhöhe entgehen. Dabei handelt es sich allerdings nur um einen Tropfen auf den heissen Stein, möchte man den Kollateralschaden beziffern, welcher der krisenauslösende Staat an den Finanz- und Währungsmärkten angerichtet hat.

Noch beklemmender wirkt das aktuelle Desaster, wenn man die Geschichtsbücher betrachtet. Griechenlands Finanzmisere hat nämlich System, bereits vor 118 Jahren war der Staat erstmals zahlungsunfähig. Im Jahr 1893 geriet Griechenland nämlich, nach fahrlässigem Umgang mit Krediten, in eine schwere Schuldenkrise. Auslöser war damals der Weltmarktpreis für Korinthen, Griechenlands damals wichtigstes Exportgut, welcher auf ein Sechstel zusammengesackt war. Dem Staat waren die Einnahmen weggebrochen, worauf er seinen internationalen Schuldendienst einstellte. Nur dank der Hilfe der Gläubigerverbände und unter

### Griechenlands Wirtschaftskennzahlen im Überblick



Quelle: Eurostat/EU-Kommission; \* Schätzungen

## ANLAGESTRATEGIE

Federführung Deutschlands, welches eine rigorose multinationale Finanzaufsicht durchsetzte, kam der am Abgrund stehende Staat wieder auf die Beine.

Wir sind der Meinung, dass die Rettung Griechenlands fraglicher denn je ist. Einerseits hinkt der Staat bei der Umsetzung der versprochenen Reformen hinterher, andererseits, und dies ist viel gravierender, hat selbst zum jetzigen Zeitpunkt das ernsthafte Umdenken in den Köpfen griechischer Politiker und Bevölkerungsschichten nicht stattgefunden. Ein Beispiel dafür ist der Umstand, dass es nicht gelingt, die Steuern zuverlässig einzutreiben – dies mangels gewillter Finanzbeamter (!). Zudem gibt es bezüglich der Sparauflagen zur Minimierung des Haushaltslochs grossen Widerstand der Opposition, der Gewerkschaften und der Regierungsparteien, was oftmals zu Streiks führt. Obwohl in jüngster Zeit der Staatsbankrott Griechenlands kein Ta-bu mehr zu sein scheint und in den EU-Mitgliedsländern bereits offen darüber gesprochen wird, sind die Folgen einer Staatspleite nicht bezifferbar. Sie würde wohl nicht, wie vielerorts geäussert, das kleinere Übel und ein Ende mit Schrecken darstellen, sondern eher zum Schrecken ohne Ende für die ganze Eurozone werden.

### Strategische Anlagestrukturen

Im Zentrum der Anlagestrategie für das vierte Quartal 2011 steht unsere Meinung zur globalen Vertrauenskrise, zur Verschiebung der Weltmachtordnung hin zu finanzstarken Staaten und zur immer anspruchsvolleren Herausforderung der Geldanlage an und für sich. Wir gehen davon aus, dass die westliche Hemisphäre die Hypothek des Jahrzehntelangen Lebens über den Verhältnissen nicht in ein paar wenigen Jahren tilgen kann. Daher werden die Finanzmärkte noch geraume Zeit davon betroffen bleiben. Dem Gegenmittel, nämlich einer immer schnelleren und höheren Geldsprechung für sämtliche aufflackernden Probleme und Krisenherde, begegnen wir mit Skepsis. Auch die Finanzmärkte geben sich mit kurzfristigen Scheinlösungen nicht mehr zufrieden.

Im angelaufenen Quartal reduzieren wir die bereits untergewichtete Aktienquote ein weiteres Mal leicht. Zudem verringern wir sukzessive unser Engagement in weiteren Staaten, welche möglicherweise auch in den Strudel der Schuldenkrise geraten könnten. Dies betrifft sowohl Anlagen im Aktien- als auch im Obligationenbereich. Demgegenüber erhöhen wir die Liquiditätsquote und die Quote ausgewählter Anlagen in Immobilien und Rohstoffen.

Details, Hintergründe und konkrete Empfehlungen zu den verschiedenen Anlagekategorien und Sub-Anlagekategorien ersehen Sie auf den Folgeseiten.

#### Referenzwährung Schweizer Franken (CHF)

Anlageprofil	Durchschnittliche Aktienquote	Performance <sup>1</sup> Composites YTD <sup>2</sup>	Performance <sup>1</sup> Benchmark YTD <sup>2</sup>	Performance <sup>1</sup> Composites Jahr 2010	Performance <sup>1</sup> Benchmark Jahr 2010	Performance <sup>1</sup> Composites Jahr 2009	Performance <sup>1</sup> Benchmark Jahr 2009
25 Carat+™	20 Prozent	-4.38 %	-4.83 %	-1.16 %	-0.80 %	12.88 %	12.93 %
40 Carat+™	30 Prozent	-7.63 %	-7.48 %	-0.86 %	-1.15 %	16.47 %	16.78 %
60 Carat+™	45 Prozent	-9.00 %	-10.22 %	0.39 %	-1.54 %	17.76 %	21.73 %
100 Carat+™	75 Prozent	-13.65 %	-15.24 %	1.54 %	-2.34 %	23.23 %	22.78 %

#### Referenzwährung Euro (EUR)

Anlageprofil	Durchschnittliche Aktienquote	Performance <sup>1</sup> Composites YTD <sup>2</sup>	Performance <sup>1</sup> Benchmark YTD <sup>2</sup>	Performance <sup>1</sup> Composites Jahr 2010	Performance <sup>1</sup> Benchmark Jahr 2010	Performance <sup>1</sup> Composites Jahr 2009	Performance <sup>1</sup> Benchmark Jahr 2009
25 Carat+™	20 Prozent	-1.02 %	-1.29 %	11.11 %	9.68 %	12.62 %	12.93 %
40 Carat+™	30 Prozent	-3.17 %	-3.81 %	12.28 %	10.74 %	14.36 %	13.36 %
60 Carat+™	45 Prozent	-5.75 %	-6.83 %	14.10 %	10.25 %	15.10 %	17.67 %
100 Carat+™	75 Prozent	-9.85 %	-12.72 %	16.30 %	8.73 %	20.12 %	22.13 %

<sup>1</sup> Performance Absolute Performance-Zahlen  
<sup>2</sup> YTD Year-to-Date; Performance von Januar bis August 2011



Illustration: Patrick Oberholzer zum Thema SNB steigt in den Ring

## TRENDS &amp; PROGNOSEN

**Liquidität**

- Zinsniveau in den entwickelten Ländern wird aufgrund wiederaufkeimender Rezessionsgefahr noch bis in die Jahre 2012/2013 tief bleiben
- Gefahr der Ausweitung der Schuldenkrise zu einer globalen Vertrauenskrise erfordert von den Notenbanken weitere quantitative Massnahmen
- Deutliche Wirtschafts-Abschwächung führt zu einer Entspannung an der Inflationsfront; Langzeitfolgen der ultra-expansiven Geldpolitik sind nicht absehbar

**Unsere Empfehlungen:**

- Strategische Liquiditätsquote wird in der jeweiligen Referenzwährung aufgrund der potentiellen Eskalation eines oder mehrerer Krisenherde nochmals erhöht

Kurzfristige Zinsen	22. 9. 2011	3 Monate	12 Monate
CHF	0.01	→	→
EUR	1.49	↘	→
GBP	0.93	→	→
USD	0.36	↘	→
JPY	0.19	→	→

**Obligationen**

- Bondmärkte stehen aufgrund der regionalen und globalen Unsicherheiten noch einige Zeit unter dem Einfluss der «Flucht in die Sicherheit»

**Unsere Empfehlungen:**

- Ausbau der Untergewichtung der Obligationenquote nach historischem Bond-Rally und Allzeit-Tiefstständen der mittel- und langfristigen Zinsen
- Abbau von Anleihen möglicher weiterer hochverschuldeter Staaten
- Weitere Verkürzung der Duration

Langfristige Zinsen	22. 9. 2011	3 Monate	12 Monate
CHF	0.85	→	↗
EUR	1.55	→	→
GBP	2.05	→	↗
USD	1.77	→	→
JPY	0.81	→	↗

**Aktien**

- Hoher Komplexitätsgrad und enormes Ausmass der weltweit zu lösenden ökonomischen, politischen und finanzmarktspezifischen Probleme führt zu Unsicherheiten und hohen Volatilitäten an den Aktienmärkten

**Unsere Empfehlungen:**

- Weitere Reduktion der Aktienquote, insbesondere durch Verkäufe im krisengeschüttelten Europa; solide Schweizer Aktien nach Kurskorrektur zukaufen
- Fundamentale Kennzahlen in Übertreibungs- und Panik-Phasen aufgrund starker Verzerrungen nicht als Entscheidungs-Basis herbeiziehen
- Defensive Werte im aktuell unsicheren Umfeld bevorzugen

Aktienmärkte	22. 9. 2011	3 Monate	12 Monate
SPI	4 842.75	→	↗
DJ Euro Stoxx 50	2 000.27	↘	→
FTSE 100	5 048.69	→	→
S&P 500	1 166.76	↘	→
Topix	744.54	→	→
MSCI Emerging Markets	364.36	→	↗
MSCI World	1 161.94	↘	→

**Diverse & Alternative Anlagen**

- Edelmetalle (insbesondere Gold und Silber) werden weiterhin vom «Save Haven»-Nimbus profitieren und sich von den übrigen Rohstoffen abheben
- Anlagen in Immobilien Welt, Hedge Funds und Private Equity leiden als Risikopapiere stark unter der zunehmenden Risikoaversion der Anleger

**Unsere Empfehlungen:**

- Hohe Schwankungsbreite zu weiterem selektiven Ausbau der Rohstoffquote nutzen
- Immobilien Schweiz weiterhin gegenüber Immobilien Welt bevorzugen

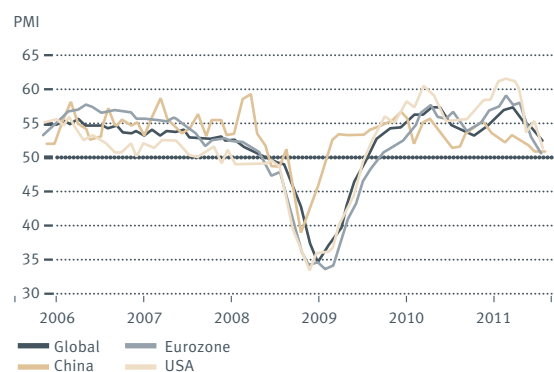
Nicht-traditionelle Märkte	22. 9. 2011	3 Monate	12 Monate
Immobilien Schweiz	150.00	↗	→
Immobilien Welt	2 421.22	↘	→
Hedge Funds	1 250.40	→	→
Private Equity	779.91	↘	→
Rohstoffe (CRB)	313.21	→	→
Erdöl (Brent)	111.24	→	↘
Gold (Unze)	1 747.83	↗	→

## KONJUNKTUR

### Rezessionsgefahr hat sich deutlich verstärkt

Um es vorneweg zu nehmen: Betrachtet man die makroökonomischen Fundamentaldaten isoliert, ist ein Rückfall in eine weltweite Rezession eher unwahrscheinlich. Es sind vielmehr die zahlreichen Brand- und Krisenherde rund um den Globus sowie die ausserhalb des reinen Wirtschaftsdatenkranzes liegenden Umstände, welche das Risiko von zukünftigen negativen Wachstumsraten, und somit einer erneuten Weltwirtschaftskrise, bergen. Dabei handelt es sich insbesondere um die sich laufend ausweitende globale Staatsschuldenkrise, bei welcher im vergangenen Quartal bereits erste Anzeichen einer neuerlichen Vertrauenskrise wie während der Finanzkrise 2008 auszumachen war. Dazu gesellen sich gefährliche und in ihrem Ausmass nicht abzuschätzende Begleiterscheinungen, wie die Zerrüttung des weltweiten Währungsgefüges, politische und gesellschaftliche Spannungen in hochverschuldeten Staaten und weitere geopolitische Risiken, insbesondere in rohstoffexportierenden Ländern und Volkswirtschaften. Ein weiterer Einflussfaktor stellt die wechselseitige Abhängigkeit der Weltwirtschaft von den Finanzmärkten dar, deren Auswüchse eine konjunkturelle Hausse oder Baisse in immer schnelleren Zyklen und mit mächtigeren Marktteilnehmern verstärken oder gar zum Kollaps führen können. Deutliche Anzeichen hierzu waren in den ersten beiden August-Wochen erkennbar, als der kurzzeitige freie Fall praktisch sämtlicher Hauptwährungen gegenüber dem ultra-starken Schweizer Franken zu panikartigen Verkäufen von Risikopapieren führte und die Finanzmärkte erzittern liess.

### Frühindikatoren signalisieren weitere Abschwächung



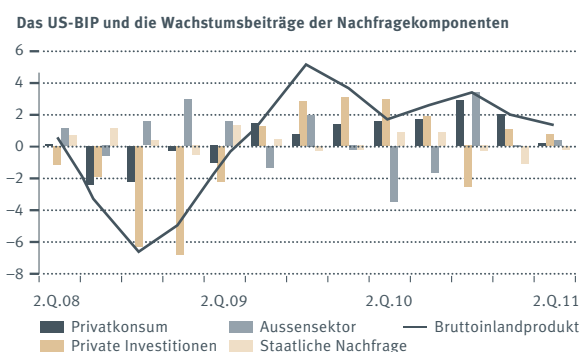
Wir erachten die derzeitige konjunkturelle Lage, insbesondere aufgrund der genannten exogenen Faktoren, als äusserst fragil. Zur Besorgnis Anlass gibt uns vor allem die Tatsache, dass die aktuelle Situation historisch betrachtet kaum mit einer der bisherigen Krisen seit dem Jahr 1900 vergleichbar ist, und wenn, dann nur in ihren Ansätzen. Tatsächlich konnten nämlich die aus der Finanzkrise 2008 resultierenden konjunkturellen und finanzmarktspezifischen Verwerfungen noch nicht einmal gänzlich normalisiert und stabilisiert werden, bevor nun bereits die nächste Bewährungsprobe ansteht. Umso beunruhigender ist dabei der Umstand, dass bereits der Aufschwung nach der Finanzkrise nicht selbsttragend war und nur mittels immenser staatlicher Konjunkturprogramme und quantitativen Massnahmen in noch nie dagewesenem Ausmass hatte erreicht werden können. Dies führt dazu, dass die geldpolitischen Möglichkeiten der Notenbanken in absehbarer Zukunft an ihre Grenzen stossen könnten, womit ein eminent wichtiger Stimulus-Faktor wegfallen würde.

### Wirtschaftsabschwächung akzentuiert sich

War im ersten Quartal 2011 teilweise noch ein Aufbäumen des BIP-Wachstums erkennbar, zeigen im zweiten Quartal nunmehr alle Volkswirtschaften deutliche konjunkturelle Brems Spuren.

In den USA hat das annualisierte BIP statt des erwarteten Fortschritts von 1.8 Prozent lediglich um 1.3 Prozent zugenommen. In einer zweiten Schätzung revidierte das Wirtschaftsministerium Ende August die vorläufig ausgewiesene Quote gar auf 1.0 Prozent. Gleichzeitig wurden die

### Die US-Wirtschaft kommt weiterhin nicht in Schwung



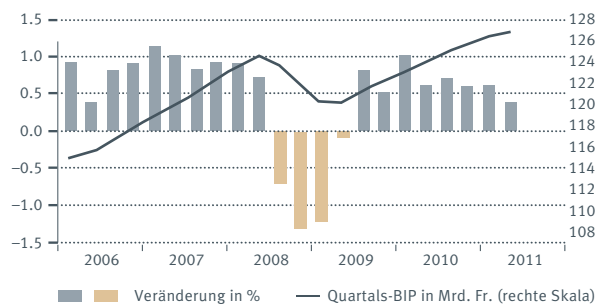
## KONJUNKTUR

Wachstumsraten des vierten Quartals 2010 von 3.1 Prozent auf 2.3 Prozent und die des ersten Quartals 2011 von 1.9 Prozent auf nur noch 0.4 Prozent nach unten revidiert. Somit zeigt sich deutlich, dass Notenbankchef Bernanke durch die quantitative Lockerung («Quantitative Easing 2») die erhoffte Konjunkturbelebung nicht oder nur ungenügend herbeiführen konnte. Vor allem die Revision der Vorquartalswerte bringt die Frage auf, ob die Verlangsamung der Wirtschaftsentwicklung in den USA nicht fundamentale und strukturelle Ursachen hat.

Der wesentlichste Grund für die Wachstumsschwäche ist das Konsumverhalten der privaten Haushalte. Die Unlust der Konsumenten, ihre Ausgaben zu erhöhen und anstatt dessen anzusparen, führte zu einem Einbruch des privaten Konsums von 2.1 Prozent im ersten Quartal auf revidierte 0.4 Prozent im zweiten Quartal. Deutlich weniger nachgefragt wurden dabei vor allem Autos und andere dauerhafte Wirtschaftsgüter, während sich die Ausgaben für Dienstleistungen erhöhten.

Während das Fed (vorläufig) auf weitere Geldspritzen für die Wirtschaft verzichtet, plant US-Präsident Obama ein Ausgabenprogramm von insgesamt 447 Milliarden US Dollar. Dieses erneute Konjunkturpaket fällt mit drei Prozent des BIP deutlich höher aus als im Vorfeld der Ankündigung kolportiert. Das Programm umfasst Ausgaben in vier Bereichen: Temporäre Senkung der Sozialausgaben von 175 Milliarden US Dollar, Infrastrukturausgaben von 140 Milliarden US Dollar, Anreize für Arbeitgeber zur Einstellung von Personal von 70 Milliarden US Dollar und Verlängerung der Arbeitslosenhilfe von 62 Milliarden US

### Schweizer Wirtschaft trotz der Franken-Stärke



Quelle: Bundesamt für Statistik (BFS) – BIP der Schweiz

Dollar. Das Konjunkturprogramm ist jedoch noch lange nicht in trockenen Tüchern, braucht es doch noch die Zustimmung des Kongresses, in welchem die geplanten Milliarden-Ausgaben bisher, insbesondere bei der republikanischen Mehrheit im Repräsentantenhaus, auf Ablehnung stiessen. Sie fordern zunächst eine Sanierung des Staatshaushalts und konkrete Antworten auf die Frage der langfristigen Finanzierbarkeit.

Wir gehen davon aus, dass sowohl die US-Politik als auch die US-Notenbank, trotz der bereits jetzt delikaten Schuldenlage, weitere Impulsprogramme sprechen werden. Damit wird zwar die fragile Wirtschaftslage kurzfristig stabilisiert, mittel- bis langfristig erhöhen sich jedoch die Risiken an vielerlei Fronten in einem nicht mehr abzuschätzenden Ausmass.

### Schweizer Wirtschaft wächst robust

Zwar hinterlassen die Frankenstärke und die nachlassende Weltkonjunktur auch in der Schweiz ihre Spuren, jedoch weit weniger drastisch als mancherorts befürchtet. Vorab im europäischen Vergleich darf sich die heimische Wirtschaftsleistung von real 0.4 Prozent im zweiten Quartal gegenüber dem Vorquartal sehen lassen. Demgegenüber hat der gesamtwirtschaftliche Ausstoss in der Eurozone gerade mal 0.2 Prozent und in Deutschland, dem bisherigen Wachstumsmotor, gar nur um 0.1 Prozent zugenommen. Auch in den Niederlanden (+0.1 Prozent) und in Frankreich (+0.0 Prozent) waren die Wachstumsraten deutlich schwächer als im Vorquartal und gegenüber denjenigen der Schweiz.

Positive Wachstumsimpulse gingen im zweiten Quartal, im Gegensatz zur Situation in den meisten anderen Volkswirtschaften, vom privaten Konsum aus, welcher um 0.2 Prozent zulegen konnte. Bemerkenswerterweise trug auch die Handelsbilanz mit Waren ihren Teil zum guten Abschneiden bei. So erhöhten sich die Warenexporte um 0.9 Prozent. Als eine wichtige Stütze erwies sich dabei die rege ausländische Nachfrage nach Chemikalien und pharmazeutischen Produkten sowie Uhren. Die Ausfuhren von Maschinen, Apparaten und Elektronik waren hingegen rückläufig.

Wir prognostizieren für die Schweizer Wirtschaft, trotz der derzeit soliden Ausgangslage, in den Folgequartalen eine spürbare Wachstumsverlangsamung. Aufgrund des starken Schweizer Frankens und der Abhängigkeit zu Europa ist eine Stagnation im zweiten Halbjahr nicht unrealistisch.

## OBLIGATIONEN

**Die Zinslandschaft steht Kopf**

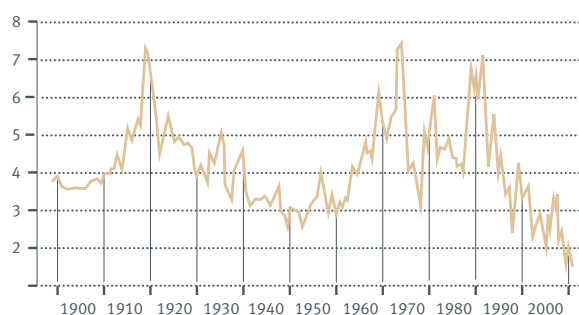
Zu Beginn des Jahres schien es nur noch eine Frage der Zeit, wann die ersten Notenbanken ihre Leitzinsen anheben und somit die Zinswende einläuten würden. Man rechnete in der Schweiz, in Europa, in Grossbritannien und in den USA mit jeweils einem oder mehreren Zinsschritten, vorwiegend ab dem zweiten Quartal und insbesondere in der zweiten Jahreshälfte. Bis Anfang April schien sich dieser Trend zu bestätigen, stiegen doch die Mittel- und Langfristzinsen um 50 oder mehr Basispunkte an und bescherten den Obligationären erkleckliche Kursverluste. Nun, lediglich fünf Monate später, hat sich das gesamte Zinsumfeld diametral verändert. Die Renditen erstklassiger Anleihen bewegen sich nach einer seit Mitte April 2011 andauernden Bond-Rally, die ihresgleichen sucht, auf historischen Tiefstständen. Dabei wurde das August-Tief des vergangenen Jahres deutlich unterschritten und der Marktzins zweijähriger Schweizer Bundesanleihen sackte mit  $-0.11$  Prozent zwischenzeitlich gar in den negativen Bereich ab. Die prognostizierte Trendwende ist in weite Ferne gerückt.

Die Gründe für die veränderte Zinslandschaft sind die immer weitere Kreise ziehende Staatsverschuldungskrise, die Zerrüttung des Währungssystems und die Eintrübung an der Konjunkturfront. Diese Kumulation ungelöster und sich immer stärker ausweitender Probleme führte zu hochgradiger Verunsicherung und zu einem Vertrauensverlust der Marktteilnehmer. Die Folge davon war eine stark steigende Risikoaversion und ein Revival «sicherer» Anlage-Instrumente. Kurzfristig eher kontraproduktiv und trendverstärkend wirkten sich die zahlreichen Interventionen der Zentralbanken aus. Die Marktteilnehmer sahen sich nämlich durch das massive Eingreifen der Notenbanken in

ihrer Meinung bestätigt, dass die Krise von ausserordentlich hoher Tragweite sei. Erst Tage nach den Interventionen fanden die Zinsen ihren (vorläufigen) Boden, jedoch bei anhaltend hoher Volatilität.

**Obligationen-Quote weiter reduzieren**

Wir sind der Meinung, dass die Anzeichen einer Bond-Blase nach den Entwicklungen der letzten Wochen unverkennbar sind. Zudem sind die Obligationen-Märkte bis auf Weiteres auf Gedeih und Verderb der Manövrier-Technik und dem Geschick der Zentralbanker ausgesetzt. Dies führt dazu, dass wir uns auf eine erheblich höhere Kursvolatilität einstellen müssen als dies traditionell bei Obligationen-Anlagen der Fall ist. Die klassische, fundamentale Bewertung erweist sich dadurch als ausserordentlich schwierig. Wir empfehlen daher, die Anleihen-Quote in Marktübertreibungs-Phasen am langen Ende punktuell weiter abzubauen. Neuanlagen rechnen sich aus Rendite-/Risiko-Überlegungen derzeit nicht.

**Historisch tiefe Schweizer Zinsen**

Quelle: Tages-Anzeiger / Feri Eurorating – Rendite 10-jähriger Bundesobligationen in Prozenten

**Empfehlungen**

Regionen	Gewichtung Strategie vs. BM <sup>1</sup>	Duration BM <sup>1</sup>	Duration Strategie vs. BM <sup>1</sup>
Schweiz	Leichte Untergewichtung	5.59 Jahre	moderat kürzer
Europa	Starke Untergewichtung	5.74 Jahre	moderat kürzer
Grossbritannien	Starke Untergewichtung	5.80 Jahre	moderat kürzer
USA	Starke Untergewichtung	7.37 Jahre	sehr deutlich kürzer
Japan	n. a.	6.02 Jahre	n. a.
Übrige <sup>2</sup>	Leichte Übergewichtung	6.64 Jahre (Welt)	deutlich kürzer

<sup>1</sup> BM Benchmark

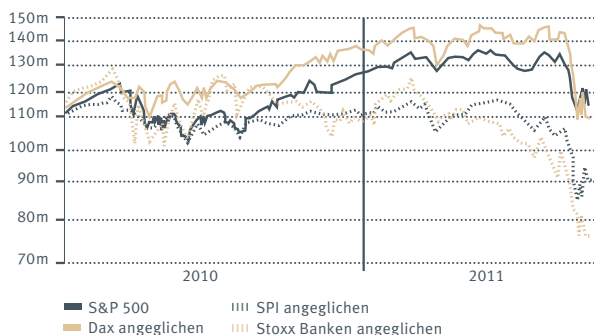
<sup>2</sup> Übrige Asien exkl. Japan; Non-EUR-Länder exkl. Grossbritannien; Osteuropa; Südamerika; übrige Märkte

## AKTIEN

**Fundamentaldaten geraten in Hintergrund**

Die Aktienmärkte rund um den Globus bebten. Getragen von einem Giftcocktail, bestehend aus tiefer Verunsicherung, Pessimismus und Misstrauen gegenüber Politik und Wirtschaft, liess die Kurse im vergangenen Quartal purzeln. Den – vorläufigen? – Höhepunkt erreichte die Talfahrt Ende Juli/Anfang August. Innerhalb von zweieinhalb Wochen wurden die Leitindizes der Schweiz (–20.6 Prozent), Deutschlands (–23.4 Prozent) und der USA (–16.7 Prozent), um nur einige zu nennen, auf das Niveau von Juli 2009 zurückgeworfen. In Einzelwerten, insbesondere aus den Sektoren Finanz, zyklische Konsumgüter und Industrie, betrugen die Kurseinbrüche nicht selten zwischen 30 und 50 Prozent. An eine fundamentale Betrachtungsweise der Unternehmungen mit ihren Kennzahlen war nicht mehr zu denken. An den Aktienmärkten herrschten, insbesondere in der ersten August-Woche, blanke Panik und ein kompletter Käuferstreik. Auslöser der während zehn (!) aufeinander folgenden Tagen

sinkenden Aktienmärkte war unter anderem die erstmalige und historische Rückstufung der Kreditwürdigkeit der USA durch die Rating-Agentur S&P von AAA auf AA+. Am darauffolgenden Handelstag wurden die Weltaktienmärkte in den Abgrund gerissen. Der Dow Jones verlor rund 600 Punkte oder 5.5 Prozent, der grösste Tagesverlust seit Oktober 2008. Der Volatilitätsindex schoss zeitweise um beinahe 40 Prozent in die Höhe und an den Devisenmärkten kam es zu starken Verwerfungen. Was folgte, war eine regelrechte «Interventionitis» der Zentralbanken um die Finanzmärkte zumindest zu stabilisieren. Die SNB gab bekannt, sich gegen den «absurd überbewerteten» Franken zu stemmen. Daraufhin kündigte die Bank of Japan (BOJ) ebenfalls massive Interventionen gegen die Aufwertung der japanischen Währung an. Und schliesslich griff die Europäische Zentralbank (EZB) unverzüglich in die Bondmärkte ein und nahm das im April 2011 ausgelaufene Kaufprogramm für Staatsanleihen wieder auf.

**Misstrauen führt zu Erdbeben an den Aktienmärkten**

Quelle: Finanz und Wirtschaft/Thomson Reuters

**Umschichtungen und Abbau der Aktien-Quote**

Wir sind der Meinung, dass sich die Aktienmärkte derzeit in einer volatilen Bodenbildungsphase befinden, welche aufgrund der hohen Verunsicherung noch andauern wird. Wir empfehlen, in technischen Erholungsphasen Werte aus hochverschuldeten Staaten, insbesondere aus dem Euro-Raum, konsequent abzustossen. Demgegenüber bauen wir in Phasen technischer Rückschläge subtil und sukzessive Positionen in soliden Unternehmungen des Heimmarktes auf. Von Käufen in Finanzwerten raten wir ab. Dies trotz der Halbierung der Aktienkurse in den letzten Wochen.

**Empfehlungen**

Regionen & Länder	Gewichtung Strategie vs. BM <sup>1</sup>	Bevorzugte Sektoren <sup>2</sup> /Regionen & Länder
Schweiz	Gleichgewichtung	Nicht-zyklische Konsumgüter, Gesundheit, Industriegüter, Baugewerbe, Telekommunikation
Europa	Moderate Untergewichtung	Nicht-zyklische Konsumgüter, Energie, Gesundheit, Industriegüter
Grossbritannien	Gleichgewichtung	Nicht-zyklische Konsumgüter, Gesundheit, Baugewerbe, Telekommunikation
USA	Gleichgewichtung	Zyklische Konsumgüter, Nicht-zyklische Konsumgüter, Energie, Informationstechnologie
Japan	Moderate Untergewichtung	n. a.
Übrige <sup>3</sup>	Moderate Übergewichtung	Sektoren: Nicht-zyklische Konsumgüter, Energie, Industriegüter, Informationstechnologie Regionen/Länder: Asien (China, Indien, Korea, Singapur, Taiwan, Thailand, Global); Südamerika (Argentinien, Brasilien, Chile, Global); Frontier Markets (Global)

<sup>1</sup> BM Benchmark

<sup>2</sup> Sektoren Morgan Stanley Capital International (MSCI) World-Sektoren

<sup>3</sup> Übrige Asien exkl. Japan; Non-EUR-Länder exkl. Grossbritannien; Osteuropa; Südamerika; übrige Märkte

## DIVERSE &amp; ALTERNATIVE ANLAGEN

*Perfektes Umfeld für Gold-Anleger?*

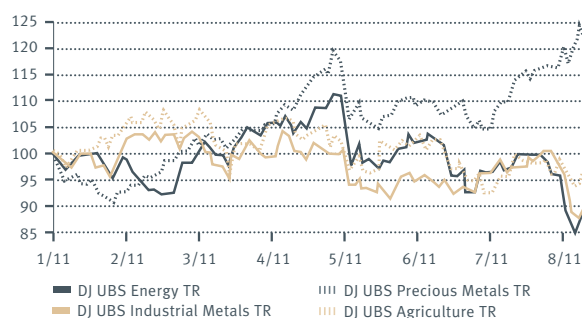
Der Goldpreis wurde in diesem Quartal aufgrund der Marktturbulenzen in neue Sphären katapultiert. Der Kurszuwachs des gelben Edelmetalles betrug in den sieben Wochen vom 1. Juli bis 22. August 2011 nicht weniger als 27.6 Prozent. Der zwischenzeitliche Höchststand der Goldunze liegt nunmehr bei sagenhaften 1921 US Dollar. Übertroffen wurde diese Steigerungsrate nur noch vom Preis der Silberunze, welche sich im gleichen Zeitraum um 29.1 Prozent verteuerte. Diese beträchtlichen Kursavancen sind jedoch nur die eine Seite der Medaille und führen nicht zwangsläufig zu einem positiven Performancebeitrag in einem Portfolio. Der Grund dafür liegt darin, dass sämtliche Edelmetalle in US Dollar denominated sind und somit unweigerlich ein weiteres Fremdwährungs-Play darstellen. Was diese Währungsabhängigkeit für Schweizer Anleger bewirken kann, hat sich nie deutlicher gezeigt als in den vergangenen Monaten. Trotz eines Anstiegs des Goldpreises seit Beginn des Jahres bis zum 9. August 2011 von 23.9 Prozent resultierte für heimische Investoren eine negative Performance von 3.1 Prozent. Noch deutlicher manifestiert sich das eingegangene Währungsrisiko in einem mehr als einjährigen Zeitraum von Anfang Juni 2010 bis Anfang August 2011. Darin brachten Investitionen in Gold, gerechnet in Schweizer Franken, einen Kursverlust von 11.4 Prozent hervor. Demgegenüber stieg der Preis der Goldunze in US Dollar nicht weniger als um 40.8 Prozent. Bei zukünftigen Engagements in Gold oder anderen Edelmetallen sollte dem inhärenten Währungsrisiko daher gebührend Rechnung getragen werden.

*Hedge Funds können zum Bumerang werden*

Die Erwartungen der Hedge-Funds-Investoren der Neuzeit, das heisst ab dem Jahr 1998, sind eine geringe Korrelation zu anderen Anlagekategorien, tiefe Volatilität und eine

niedrige, aber positive Rendite mit «Absolute Return»- und «Alpha»-Charakteristika. Die jüngsten Panikwochen an den Finanzmärkten Anfang August haben jedoch aufgezeigt, dass ein Grossteil der Hedge Funds-Strategien just in solchen Phasen starker Marktturbulenzen diesen Erwartungen nicht oder nur ungenügend gerecht werden kann. Insbesondere bei Arbitrage-Strategien, welche theoretisch Preisdiskrepanzen ohne Risiko auszunutzen versuchen, kommt es in hoch volatilen Marktsituationen zu noch stärkeren Verzerrungen, welche den Anleger teuer zu stehen kommen können. Somit mögen die Strategien zwar langfristig tatsächlich risikofrei sein, jedoch richten die kurzen, aber umso heftigeren Marktbewegungen grossen Schaden an. Das ist besonders dann der Fall, wenn die Hedge Funds mit einem hohen Fremdkapitaleinsatz wirtschaften und so im Notfall zur Schliessung von Positionen im ungünstigsten Zeitpunkt gezwungen werden.

Wir bevorzugen im aktuellen Marktumfeld Hedge Funds mit einem hohen Grad an Transparenz und Liquidität. Auf einen Ausbau der Hedge Funds-Quote wird jedoch verzichtet. Demgegenüber favorisieren wir Anlagen in ausgewählten Rohstoffen und Schweizer Immobilienfonds.

*Abkoppelung der Edelmetalle von zyklischen Rohstoffen*

Quelle: Sarasin/Datastream

*Empfehlungen*

Sub-Anlagekategorien	Gewichtung Strategie vs. BM <sup>1</sup>	Bevorzugte Regionen & Länder / Anlagestile / Rohstoffe
Immobilien	Leichte Übergewichtung	Immobilien Schweiz
Hedge Funds	Moderate Übergewichtung	Emerging Markets, Global Macro, Equity Market Neutral, Multi-Strategy
Private Equity	Starke Untergewichtung	n. a.
Rohstoffe	Moderate Übergewichtung	Energie (Erdöl, Erdgas, Wasser); Edelmetalle (Gold, Palladium); Industrie-Metalle (Nickel, Stahl); Soft-Commodities (Baumwolle, Kakao, Sojabohnen)

<sup>1</sup> BM Benchmark

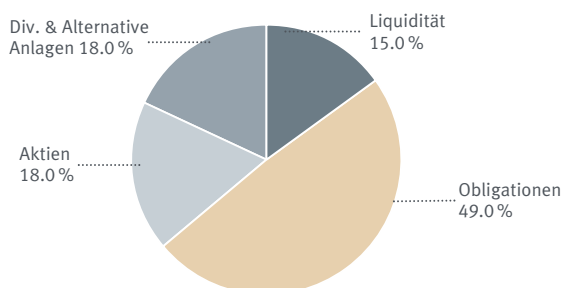


Illustration: Patrick Oberholzer zum Thema Handelsraum einer Börse

## PORTFOLIO-STRUKTUREN

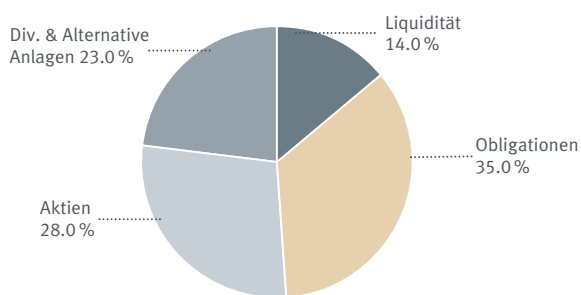
### REFERENZWÄHRUNG CHF – 4. QUARTAL 2011

#### Strategische Asset Allocation in Prozenten – 25 Carat+™

Erhöhungen<sup>3</sup>Reduktionen<sup>3</sup>

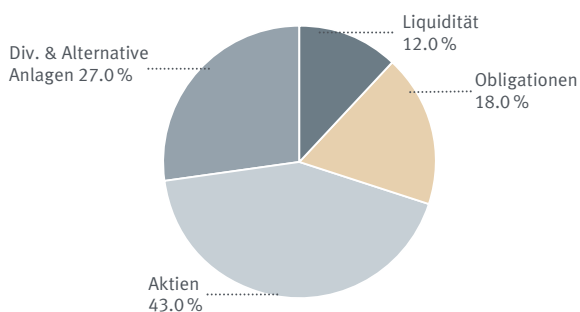
Anlage-kategorien	CHF	EUR	GBP	USD	JPY	Übrige <sup>2</sup>	TOTAL
Liquidität	15.0						15.0
Obligationen	37.0	8.0	1.0			3.0	49.0
Aktien	8.0	2.0	2.0	2.0	1.0	3.0	18.0
D & AA <sup>1</sup>	4.0	2.0		5.0		7.0	18.0
<b>Total</b>	<b>64.0</b>	<b>12.0</b>	<b>3.0</b>	<b>7.0</b>	<b>1.0</b>	<b>13.0</b>	<b>100.0</b>

#### Strategische Asset Allocation in Prozenten – 40 Carat+™



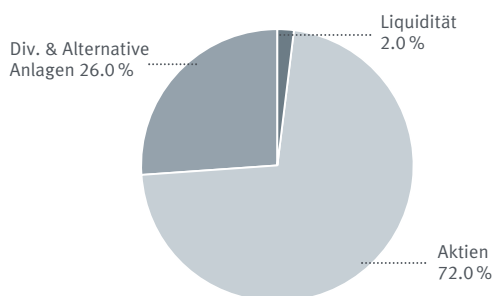
Anlage-kategorien	CHF	EUR	GBP	USD	JPY	Übrige <sup>2</sup>	TOTAL
Liquidität	14.0						14.0
Obligationen	25.0	6.0	1.0			3.0	35.0
Aktien	13.0	4.0	2.0	3.0	1.0	5.0	28.0
D & AA <sup>1</sup>	4.0	4.0		5.0		10.0	23.0
<b>Total</b>	<b>56.0</b>	<b>14.0</b>	<b>3.0</b>	<b>8.0</b>	<b>1.0</b>	<b>18.0</b>	<b>100.0</b>

#### Strategische Asset Allocation in Prozenten – 60 Carat+™



Anlage-kategorien	CHF	EUR	GBP	USD	JPY	Übrige <sup>2</sup>	TOTAL
Liquidität	12.0						12.0
Obligationen	14.0	2.0				2.0	18.0
Aktien	21.0	7.0	3.0	3.0	1.0	8.0	43.0
D & AA <sup>1</sup>	4.0	4.0		9.0		10.0	27.0
<b>Total</b>	<b>51.0</b>	<b>13.0</b>	<b>3.0</b>	<b>12.0</b>	<b>1.0</b>	<b>20.0</b>	<b>100.0</b>

#### Strategische Asset Allocation in Prozenten – 100 Carat+™



Anlage-kategorien	CHF	EUR	GBP	USD	JPY	Übrige <sup>2</sup>	TOTAL
Liquidität	2.0						2.0
Obligationen							0.0
Aktien	38.0	12.0	5.0	5.0	2.0	10.0	72.0
D & AA <sup>1</sup>	4.0	4.0		8.0		10.0	26.0
<b>Total</b>	<b>44.0</b>	<b>16.0</b>	<b>5.0</b>	<b>13.0</b>	<b>2.0</b>	<b>20.0</b>	<b>100.0</b>

<sup>1</sup> D & AA Diverse & Alternative Anlagen (Immobilien, Hedge Funds, Private Equity, Rohstoffe)

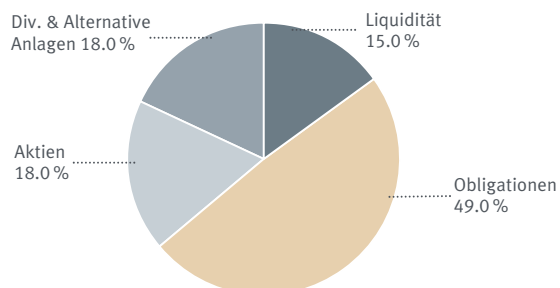
<sup>2</sup> Übrige Asien exkl. Japan; Non-EUR-Länder exkl. Grossbritannien; Osteuropa; Südamerika; übrige Märkte

<sup>3</sup> Veränderungen Die farblich gekennzeichneten Veränderungen der Anlagestruktur sind strategischer Natur. Veränderungen aus Konsistenzgründen werden nicht angezeigt.

## PORTFOLIO-STRUKTUREN

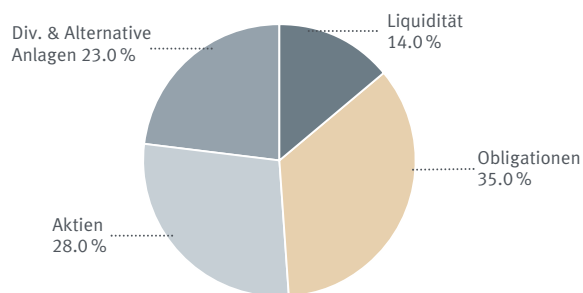
### REFERENZWÄHRUNG EUR – 4. QUARTAL 2011

#### Strategische Asset Allocation in Prozenten – 25 Carat+™

Erhöhungen<sup>3</sup>Reduktionen<sup>3</sup>

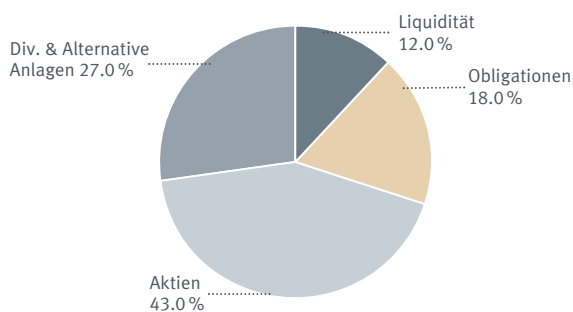
Anlage-kategorien	CHF	EUR	GBP	USD	JPY	Übrige <sup>2</sup>	TOTAL
Liquidität		15.0					15.0
Obligationen	9.0	36.0	1.0			3.0	49.0
Aktien	4.0	6.0	2.0	2.0	1.0	3.0	18.0
D & AA <sup>1</sup>	2.0	4.0		5.0		7.0	18.0
<b>Total</b>	<b>15.0</b>	<b>61.0</b>	<b>3.0</b>	<b>7.0</b>	<b>1.0</b>	<b>13.0</b>	<b>100.0</b>

#### Strategische Asset Allocation in Prozenten – 40 Carat+™



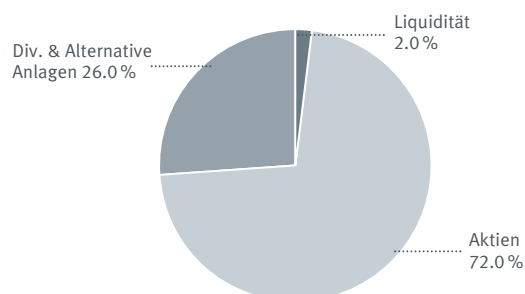
Anlage-kategorien	CHF	EUR	GBP	USD	JPY	Übrige <sup>2</sup>	TOTAL
Liquidität		14.0					14.0
Obligationen	8.0	23.0	1.0			3.0	35.0
Aktien	6.0	11.0	2.0	3.0	1.0	5.0	28.0
D & AA <sup>1</sup>	2.0	5.0		6.0		10.0	23.0
<b>Total</b>	<b>16.0</b>	<b>53.0</b>	<b>3.0</b>	<b>9.0</b>	<b>1.0</b>	<b>18.0</b>	<b>100.0</b>

#### Strategische Asset Allocation in Prozenten – 60 Carat+™



Anlage-kategorien	CHF	EUR	GBP	USD	JPY	Übrige <sup>2</sup>	TOTAL
Liquidität		12.0					12.0
Obligationen	4.0	12.0				2.0	18.0
Aktien	10.0	18.0	3.0	3.0	1.0	8.0	43.0
D & AA <sup>1</sup>	3.0	5.0		9.0		10.0	27.0
<b>Total</b>	<b>17.0</b>	<b>47.0</b>	<b>3.0</b>	<b>12.0</b>	<b>1.0</b>	<b>20.0</b>	<b>100.0</b>

#### Strategische Asset Allocation in Prozenten – 100 Carat+™



Anlage-kategorien	CHF	EUR	GBP	USD	JPY	Übrige <sup>2</sup>	TOTAL
Liquidität		2.0					2.0
Obligationen							0.0
Aktien	15.0	35.0	5.0	5.0	2.0	10.0	72.0
D & AA <sup>1</sup>	3.0	4.0		9.0		10.0	26.0
<b>Total</b>	<b>18.0</b>	<b>41.0</b>	<b>5.0</b>	<b>14.0</b>	<b>2.0</b>	<b>20.0</b>	<b>100.0</b>

<sup>1</sup> D & AA Diverse & Alternative Anlagen (Immobilien, Hedge Funds, Private Equity, Rohstoffe)

<sup>2</sup> Übrige Asien exkl. Japan; Non-EUR-Länder exkl. Grossbritannien; Osteuropa; Südamerika; übrige Märkte

<sup>3</sup> Veränderungen Die farblich gekennzeichneten Veränderungen der Anlagestruktur sind strategischer Natur. Veränderungen aus Konsistenzgründen werden nicht angezeigt.

## EMPFEHLUNGEN – AKTIEN &amp; AKTIENFONDS NACH MSCI-SEKTOREN (1/2)

Name	Land/ Region	Währung	Kurs 22.9.2011	Performance YTD	P/E 2011	Dividenden- Rendite	Markt-Kapitali- sierung in Mrd.-Ref.-whg.	Empfehlung
------	-----------------	----------	-------------------	--------------------	----------	------------------------	-------------------------------------------------	------------

*Zyklische Konsumgüter*

CIE FINANCIERE RICHEMON-BR A	CH	CHF	44.82	-18.53	15.34	1.00	25.73	Kaufen
HENNES & MAURITZ AB-B SHS	SE	SEK	189.20	-15.54	19.61	5.02	313.14	Halten
KUONI REISEN HLDG-REG (CAT B)	CH	CHF	261.00	-37.39	8.97	n.a.	1.04	Halten
ÖSTERREICHISCHE POST AG	AT	EUR	20.46	-17.27	10.27	7.82	1.38	Halten
PUMA SE	DE	EUR	242.60	-2.18	16.54	0.74	3.66	Verkaufen
REED ELSEVIER NV	NL	EUR	7.91	-14.46	9.66	5.22	5.73	Halten
RIETER HOLDING AG-REG	CH	CHF	139.80	-42.46	4.78	n.a.	0.65	Halten
SWATCH GROUP AG/THE-BR	CH	CHF	350.90	-15.81	15.23	1.42	18.62	Halten
VALORA HOLDING AG-REG	CH	CHF	206.00	-36.86	8.89	5.58	0.58	Halten
CLARIDEN LEU (LUX) LUX GOODS EQT-B	CH	EUR	184.73	4.29	n.a.	n.a.	n.a.	Halten

*Nicht-zyklische Konsumgüter*

KONINKLIJKE AHOLD NV	NL	EUR	8.18	-17.20	9.64	3.55	9.50	Halten
ARYZTA AG	CH	CHF	38.80	-10.08	10.34	1.24	3.30	Halten
BARRY CALLEBAUT AG-REG	CH	CHF	733.00	-3.60	14.16	n.a.	3.79	Halten
EMMI AG-REG	CH	CHF	190.10	-9.48	11.51	1.79	1.02	Halten
DANONE	FR	EUR	42.83	-8.94	14.27	3.04	27.78	Halten
DIAGEO PLC	GB	GBp	1 196.50	1.01	13.51	3.75	29.98	Halten
LINDT & SPRUENGLI AG-REG	CH	CHF	31 265.00	3.87	29.37	1.44	6.69	Verkaufen
NESTLE SA-REG	CH	CHF	48.28	-11.87	15.69	3.83	159.23	Halten
ORIOR AG	CH	CHF	46.50	n.a.	9.56	n.a.	0.28	Kaufen
RECKITT BENCKISER GROUP PLC	GB	GBp	3 174.00	-9.96	13.10	4.20	23.12	Halten
TESCO PLC	GB	GBp	352.75	-17.00	9.94	4.55	28.27	Kaufen
UNILEVER NV-CVA	NL	EUR	22.30	-4.40	14.23	3.89	67.38	Halten

*Energie*

BG GROUP PLC	GB	GBp	1 170.50	-9.68	14.04	1.32	39.68	Halten
BP PLC	GB	GBp	382.40	-17.83	5.05	3.76	72.47	Kaufen
OMV AG	AT	EUR	23.20	-25.24	6.10	4.31	7.56	Halten
ROYAL DUTCH SHELL PLC-A SHS	NL	EUR	22.65	-8.51	7.18	5.28	143.27	Halten
SCOTTISH & SOUTHERN ENERGY	GB	GBp	1 280.00	4.49	11.05	6.52	11.99	Halten
TOTAL SA	FR	EUR	30.66	-22.74	5.77	7.44	72.41	Halten
BGF-NEW ENERGY FUND-\$A2	US	USD	6.50	-19.62	n.a.	n.a.	n.a.	Halten
CLARIDEN LEU (LUX) ENERGY EF-B	CH	USD	103.42	-16.70	n.a.	n.a.	n.a.	Halten
SAM SMART ENERGY FUND-B €	CH	EUR	14.68	-18.69	n.a.	n.a.	n.a.	Halten

*Finanzen*

BALOISE HOLDING AG-REG	CH	CHF	61.85	-31.98	7.24	7.27	3.10	Halten
HELVETIA HOLDING AG-REG	CH	CHF	258.25	-26.70	6.52	3.10	2.23	Halten
HSBC HOLDINGS PLC	GB	GBp	486.85	-25.20	7.85	5.37	86.91	Halten
LUZERNER KANTONALBANK AG-REG	CH	CHF	316.25	5.17	16.48	n.a.	2.69	Kaufen
SWISS REINSURANCE CO LTD-REG	CH	CHF	37.86	-20.50	15.39	n.a.	14.03	Halten
ZURICH FINANCIAL SERVICES AG	CH	CHF	169.10	-25.31	6.86	n.a.	24.93	Halten
BGF-WORLD FINANCIAL FUND-\$A2	US	USD	12.58	-23.15	n.a.	n.a.	n.a.	Verkaufen

*Pharma/Gesundheit*

BACHEM HOLDING AG-REG	CH	CHF	38.35	-31.52	28.16	6.52	0.52	Verkaufen
GALENICA AG-REG	CH	CHF	469.75	-16.86	13.75	1.70	3.05	Halten
GLAXOSMITHKLINE PLC	GB	GBp	1 301.00	4.92	11.53	5.72	65.92	Halten
NOVARTIS AG-REG	CH	CHF	48.82	-11.10	9.49	4.50	134.12	Kaufen
ROCHE HOLDING AG-GENUSSCHEIN	CH	CHF	134.90	-1.53	10.64	4.89	117.24	Halten
SONOVA HOLDING AG-REG	CH	CHF	78.05	-34.50	19.52	n.a.	5.18	Halten
STRAUMANN HOLDING AG-REG	CH	CHF	136.30	-35.78	20.15	1.39	2.14	Halten

## EMPFEHLUNGEN – AKTIEN &amp; AKTIENFONDS NACH MSCI-SEKTOREN (2/2)

Name	Land/ Region	Währung	Kurs 22.9.2011	Performance YTD	P/E 2011	Dividenden- Rendite	Markt-Kapitali- sierung in Mrd.-Ref.-whg.	Empfehlung
<b>Industriegüter</b>								
ABB LTD-REG	CH	CHF	15.46	-23.89	11.16	n.a.	35.76	Halten
ADECCO SA-REG	CH	CHF	34.60	-42.48	9.80	n.a.	6.55	Halten
AFG ARBONIA-FORSTER HOLD-REG	CH	CHF	15.55	-45.64	16.72	n.a.	0.28	Halten
BURCKHARDT COMPRESSION	CH	CHF	177.80	-31.35	14.91	2.81	0.60	Halten
DAETWYLER HOLDING AG-BR	CH	CHF	46.90	-39.48	8.98	4.69	0.80	Halten
ELMA ELECTRONIC AG-REG	CH	CHF	427.25	-2.90	n.a.	n.a.	0.10	Halten
FISCHER (GEORG)-REG	CH	CHF	309.25	-40.12	7.97	n.a.	1.27	Halten
GEBERIT AG-REG	CH	CHF	162.90	-22.35	16.68	n.a.	6.49	Halten
HAMBURGER HAFEN UND LOGISTIK	DE	EUR	19.92	-42.34	16.71	2.76	1.45	Halten
KABA HOLDING AG-REG B	CH	CHF	308.75	-23.00	13.28	2.27	1.17	Halten
KUEHNE & NAGEL INTL AG-REG	CH	CHF	102.30	-20.37	18.50	2.69	12.29	Halten
MAN SE	DE	EUR	57.48	-35.46	7.85	3.48	8.37	Halten
MEYER BURGER TECHNOLOGY AG	CH	CHF	23.85	-18.01	6.79	n.a.	1.13	Kaufen
PANALPINA WELTTRANSPORT-REG	CH	CHF	77.05	-36.06	13.59	n.a.	1.93	Halten
KONINKLIJKE PHILIPS ELECTRON	NL	EUR	12.44	-45.81	12.27	6.04	12.53	Halten
PHOENIX MECANO AG-BR	CH	CHF	452.00	-31.52	8.54	2.88	0.44	Halten
RHEINMETALL AG	DE	EUR	37.56	-37.59	6.70	3.99	1.49	Halten
SCHINDLER HOLDING-PART CERT	CH	CHF	96.55	-11.83	18.08	3.11	11.67	Verkaufen
SGS SA-REG	CH	CHF	1 382.00	-10.00	18.87	4.71	10.79	Halten
SIEMENS AG-REG	DE	EUR	65.93	-28.94	8.50	4.10	60.22	Kaufen
SULZER AG-REG	CH	CHF	97.95	-31.19	12.15	3.06	3.36	Halten
SCHWEITER TECHNOLOGIES AG-BR	CH	CHF	478.25	-36.23	17.99	2.09	0.69	Halten
<b>Informations-Technologie</b>								
LOGITECH INTERNATIONAL-REG	CH	CHF	7.13	-59.89	10.60	n.a.	1.29	Halten
SAP AG	DE	EUR	36.08	-5.34	13.81	1.66	44.28	Halten
U-BLOX AG	CH	CHF	30.30	-39.76	12.84	n.a.	0.19	Halten
JPMORGAN F-EUROPE TECHNO-A€	EU	EUR	8.31	-12.80	n.a.	0.85	n.a.	Halten
<b>Baugewerbe/Rohstoffe</b>								
BASF SE	DE	EUR	44.61	-25.41	7.12	4.94	40.90	Kaufen
GIVAUDAN-REG	CH	CHF	713.50	-27.48	15.40	n.a.	6.60	Kaufen
HOLCIM LTD-REG	CH	CHF	43.96	-36.44	13.67	n.a.	14.38	Halten
K+S AG-REG	DE	EUR	42.42	-24.75	11.34	2.36	8.12	Halten
SIKA AG-BR	CH	CHF	1 555.00	-23.97	13.98	2.90	3.94	Kaufen
SYNGENTA AG-REG	CH	CHF	235.40	-11.86	13.45	n.a.	22.09	Halten
THYSSENKRUPP AG	DE	EUR	18.89	-39.15	9.69	2.39	9.70	Halten
<b>Telekommunikation</b>								
DEUTSCHE TELEKOM AG-REG	DE	EUR	8.30	-14.15	12.29	8.44	35.82	Halten
SWISSCOM AG-REG	CH	CHF	356.90	-11.26	9.61	3.36	18.48	Halten
VODAFONE GROUP PLC	GB	GBp	159.40	-3.83	9.99	6.20	80.87	Halten
<b>Versorger</b>								
ROMANDE ENERGIE HOLDING-REG	CH	CHF	1 283.00	-15.87	18.37	1.95	1.46	Halten
<b>Diverse Sektoren &amp; Regionen</b>								
ABERDEEN GL-EMMKT EQTY-A2	EM	USD	57.94	-14.82	n.a.	n.a.	n.a.	Kaufen
CS ETF (CH) ON SMIM	EM	CHF	107.54	-25.58	n.a.	n.a.	n.a.	Halten
HENDERSON GART-LAT AMER-R\$A	EM	USD	15.31	-23.05	n.a.	n.a.	n.a.	Halten
HSBC GIF-INDIAN EQUITY-AD	EM	USD	141.51	-29.09	n.a.	n.a.	n.a.	Kaufen
ING L INV-EURO HIGH DVD-PC€	EU	EUR	285.03	-22.73	n.a.	n.a.	n.a.	Halten
JPMORGAN F-EAST EURO E-A€I	EM	EUR	38.76	-26.44	n.a.	n.a.	n.a.	Halten
LYXOR ETF JAPAN TOPIX JPY	JP	JPY	7 627.00	-15.17	n.a.	n.a.	n.a.	Halten
FRANK TEMP INV TE FR MK-AA\$	FM	USD	14.43	-18.10	n.a.	n.a.	n.a.	Halten



## IMMOBILIEN INTERNATIONAL



«Betongold glänzt zwar von Weitem, ist aber vielerorts doch nur ein Klotz am Bein.»

Dr. Stefan Fahrländer  
Fahrländer Partner AG, Zürich

Im internationalen Vergleich war die Schweiz in den vergangenen Jahren nicht nur betreffend Staatsverschuldung, BIP-Entwicklung oder Arbeitslosigkeit gut positioniert: Während sich die Situation auf den Immobilienmärkten insgesamt heterogen präsentiert, gehört die Schweiz zur Gruppe derjenigen Länder, die während der Krise 2008/2009 keine Einbrüche bei den Preisen für Wohneigentum erlebt haben. In der Schweiz sind diese überwiegend kontinuierlich angestiegen. So ist die Schweiz heute eines der wenigen entwickelten Länder in dem – zumindest in einigen Regionen – eine Überhitzungs- oder gar Preisblasendiskussion geführt wird.

### «Glamour and gloom» in den USA, Spanien und Grossbritannien

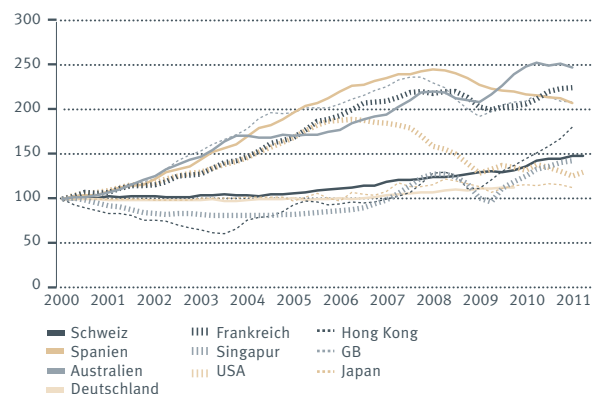
Bis zum Wendepunkt im Zeitraum 2006 bis 2008 haben sowohl die USA als auch Spanien eine wohl beispiellose Im-

mobilenblase aufgebaut. Diese äusserte sich sowohl in der Bautätigkeit als auch in der Finanzierung immer tiefer-schichtiger Haushalte durch die Kreditinstitute als auch in den Immobilienpreisen. Die Quittung erfolgte in Form eines grossen Knalls, wobei im Falle der USA weiterhin nicht geklärt ist, in wessen Portefeuilles all die verbrieften Hypotheken heute schlummern. Es ist zu befürchten, dass dieses Thema plötzlich wieder an die Oberfläche kommt – wohl nicht als frohe Botschaft.

### Boom in Südostasien und Ozeanien

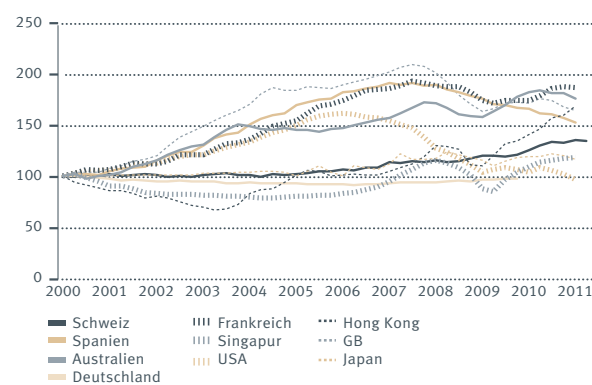
Sowohl die Wohneigentümer Australiens als auch diejenigen Hong Kongs und Singapurs haben von der Krise – in Landeswährung – profitiert: Ihre Immobilienwerte sind seit dem Jahr 2000 stark angestiegen, erlebten aber während der Krise 2008/2009 deutliche Korrekturen. Diese wurden in der Folge rasch wieder aufgeholt. Richtig Freude dürf-

Einfamilienhauspreise  
(nominal, in Lokalwährung, Index 1. Quartal 2000 = 100)



Quellen: Fahrländer Partner (Schweiz), Stat. Bundesamt (Deutschland), S&P Case Shiller (USA), Nationwide (GB), BIZ (Spanien, Australien), INSEE (Frankreich), Government (Hong Kong), Land Institute (Japan), URA (Singapur)

Einfamilienhauspreise  
(real, in Lokalwährung, Index 1. Quartal 2000 = 100)



Quellen: Fahrländer Partner (Schweiz), Stat. Bundesamt (Deutschland), S&P Case Shiller (USA), Nationwide (GB), BIZ (Spanien, Australien), INSEE (Frankreich), Government (Hong Kong), Land Institute (Japan), URA (Singapur)



Illustration: Patrick Oberholzer zum Thema Immobilien in der Schweiz

## IMMOBILIEN INTERNATIONAL

ten die Entwicklungen aber nur den Australiern und den Einwohnern Hong Kongs bereiten; in Singapur hat die Inflation die Preisveränderungen praktisch weggefressen.

Während die Preise in Australien seit einiger Zeit auf sehr hohem Niveau verharren, muten die Preisentwicklungen Hong Kongs mit rund 60 Prozent in den vergangenen zwei Jahren nicht «gesund» an. Die Entwicklungen dürften weitgehend mit den negativen Realzinsen – hohe Inflation, geringes Zinsniveau aufgrund der Anbindung an den US Dollar – begründet werden können.

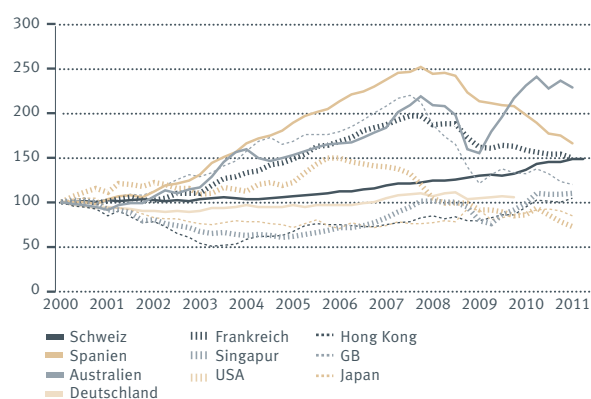
### In Japan nichts Neues

Nach der Blüte der 1980er Jahre hat sich Japan bis heute nicht von der Krise zu Beginn der 1990er Jahre erholt: Das BIP-Wachstum ist trotz Null-Zinsen praktisch bei Null. Die Arbeitslosigkeit hat sich – trotz sinkender aktiver Bevölkerung – seit 1990 von zwei Prozent auf rund vier Prozent verdoppelt. Nach etwas positiveren Entwicklungen in der jüngeren Zeit dominieren mit der Erdbeben-Tsunami-AKW-Katastrophe aber wieder die negativen Meldungen.

### Ça va – toujours – bien en France

Vom Jahr 2000 bis zum Ausbruch der Finanzkrise sind die Immobilienpreise in Frankreich vielerorts um deutlich mehr als 100 Prozent angestiegen, im Landesmittel um rund 125 Prozent. Bei Ausbruch der Finanzkrise wurden massive Korrekturen von bis zu 35 Prozent erwartet. Die Preise in Frankreich haben sich aber relativ rasch wieder erholt und

**Einfamilienhauspreise**  
(nominal, in Schweizer Franken, Index 1. Quartal 2000 = 100)



Quellen: Fahrländer Partner (Schweiz), SNB, Stat. Bundesamt (Deutschland), S&P Case Shiller (USA), Nationwide (GB), BIZ (Spanien, Australien), INSEE (Frankreich), Government (Hong Kong), Land Institute (Japan), URA (Singapur)

liegen heute – in Euro gemessen – wieder auf Vorkrisen-niveau. Mit «Betongold» kamen die Franzosen bisher vergleichsweise gut durch die verschiedenen Krisen.

### Schaffe, schaffe Häusle bauen

Sowohl Deutschland als auch die Schweiz sind insgesamt gut durch die Krise gekommen. Dies sowohl realwirtschaftlich als auch bezüglich des Werterhalts der in Wohneigentum gebundenen Vermögen. Während der Krise konnten die meisten Eigentümer beider Länder – zumindest betreffend ihrer Eigenheime – relativ ruhig schlafen.

### Neue Wolken am Horizont

Während in der Schweiz im Frühling von einer Zinserhöhung ausgegangen und eigentlich nur noch der Zeitpunkt derselben diskutiert wurde, ist die Situation im Spätsommer 2011 wieder grundlegend anders: Mit dem erneuten massiven Aufflackern der Schuldenkrisen in den USA und im Euro-Raum, den erneuten Abstürzen der Börsenkurse sowie den Erwartungen einer globalen konjunkturellen Abschwächung dürfte wieder mehr Bewegung in die Immobilienpreise kommen. Während der Ausblick für die Schweiz diesbezüglich positiv ist, sind die Unsicherheiten auch hierzulande massiv gestiegen.

International sind die Treiber für eine Erholung der Immobilienpreise – insbesondere in schwer getroffenen Ländern wie Spanien oder den USA – ohnehin äusserst schwach. Ein Nachlassen der konjunkturellen Entwicklung deutet insofern eher auf eine weitere bzw. erneute Abschwächung auf den Immobilienmärkten hin als auf eine Stärkung.

## NICHTKOTIERTE SCHWEIZER AKTIEN



**Thomas Brunner**  
Handel

*«Die Substanz und die stillen Reserven sind die Haupttreiber in nichtkотиerten Aktien.»*

Lienhardt & Partner erweitert ihre Geschäftstätigkeit und ist seit dem zweiten Quartal 2011 im Bereich nichtkотиierter Schweizer Aktien tätig.

### *Welche Idee steckt dahinter?*

Der Bereich nichtkотиerte Schweizer Aktien zeichnet sich durch Nachhaltigkeit, Substanz und überschaubares Risiko aus. In diesem Bereich will sich Lienhardt & Partner verstärkt engagieren. Das aktuelle Marktumfeld unterstreicht die Attraktivität dieses Bereiches. Mit dem Handel nichtkотиierter Schweizer Aktien erleichtern wir unseren Kunden den Zugang zu diesem interessanten Markt.

### *Was hat Lienhardt & Partner genau vor?*

Wir treten als Marketmaker auf. Das heisst, wir stellen für ausgewählte Titel Geld- und Briefkurse. Somit sorgen wir neben der Berner Kantonalbank und der Zürcher Kantonalbank für zusätzliche Liquidität und führen Käufer und Verkäufer zusammen. Bei Blockaufträgen vermitteln wir die Gegenpartei. Unser hervorragendes Beziehungsnetz möchten wir in einem Nischenmarkt vermehrt einbeziehen und ausbauen. Mit dem aktiven Eintritt in den Bereich nichtkотиerte Schweizer Aktien unterstreichen wir unsere Affinität als Schweizer Bank zu Schweizer Small- und Mid-Cap-Aktien.

### *Was sind nichtkотиerte Schweizer Aktien?*

Die Aktien von über 300 Schweizer Firmen werden an der Schweizer Börse gehandelt. Dabei handelt es sich entweder um SMI-Titel oder so genannte Small- und Mid-Caps. Die Aktien von weiteren ungefähr 500 Gesellschaften werden an keiner offiziellen Börse gehandelt. Trotzdem findet auch in diesen Aktien zum Teil ein reger Handel statt. Die Abschlüsse kommen ausschliesslich im Telefonhandel zu-

stande. Dieses Segment läuft unter den Bezeichnungen Nebenwerte, OTC-Handel oder nichtkотиerte Schweizer Aktien.

### *Durch was unterscheiden sich kотиerte und nichtkотиerte Schweizer Aktien?*

Der langfristige Vergleich zeigt, dass sich nichtkотиerte Aktien deutlich weniger volatil entwickeln. Damit wird ein positiver Diversifikationseffekt erreicht. Der OTC Liquidity Index, welcher die 60 liquidesten Titel in diesem Segment abbildet, notiert heute annähernd auf dem gleichen Stand wie vor der grossen Bankenkrise 2008, während der Swiss Market Index (SMI) im selben Zeitraum mehr als 25 Prozent einbüsste. Grund dafür ist, dass viele dieser Firmen eine sehr konservative Geschäftspolitik betreiben. Ziel ist eine kontinuierliche, stetige Geschäftsentwicklung, welche auf den ersten Blick nicht sehr spektakulär erscheint. Dafür werden meist Enttäuschungen und grosse Schwankungen vermieden. Im Gegensatz zu den gross- und mittelkapitalisierten Firmen kann man an einer Generalversammlung auch einmal direkt mit der Geschäftsleitung ein paar Worte wechseln. So erhält man einen ganz persönlichen Eindruck vom Management und dem Unternehmen. Der typische Anleger ist ein Value-Investor. Er bringt die nötige Geduld und den langen Anlagehorizont mit. Die Substanz bzw. die stillen Reserven machen nach wie vor die grösste Attraktivität in diesem Bereich aus. Andererseits muss berücksichtigt werden, dass der Handel in vielen Titeln zum Teil sehr illiquid ist. Diesem Umstand ist bei einem Investitionsentscheid unbedingt Rechnung zu tragen. Aufträge sollten daher nur mit Limiten platziert werden.

## NICHTKOTIERTE SCHWEIZER AKTIEN

### Warum in nichtkотиerte Schweizer Aktien investieren?

Nebenwerte eignen sich hervorragend als Diversifikation und verringern die Volatilität im Depot. Einfach nachvollziehbare Geschäftsmodelle und die Tatsache, dass es sich oft um eigentümergeführte Unternehmen handelt, welche auf Nachhaltigkeit ausgerichtet sind, gelten als weitere wichtige Pluspunkte. Zudem sind die nichtkотиerten

Schweizer Aktien frei von Einflüssen moderner Anlageprodukte (Warrants, strukturierte Produkte usw.).

### Welche Titel handeln Sie und wo finde ich die Kurse?

Die Titel und unsere Kursstellungen finden Sie auf unserer Homepage unter «Handel» ([www.lienhardt.ch/nebenwerte](http://www.lienhardt.ch/nebenwerte)). Wir publizieren dort auch die Kurse unserer Konkurrenten und sorgen dadurch für grösstmögliche Transparenz.

### Titelliste (Auswahl) Stand per 22.9.2011

Gesellschaft	Valor	Anzahl	Geld	Brief	Anzahl
AEK Energie	120 882	1	35 000.00	41 000.00	1
Agruna	140 241	20	4 100.00		
Alpha Rheintal Bank	1 132 220	50	370.00		
Arosa Bergbahnen	143 093	33	145.00	155.00	67
Auto AG Rothenburg	3 201 868	39	320.00	360.00	75
Bad Schinznach	385 703	15	2 020.00	2 200.00	8
Brauerei Falken NA	154 180	2	9 600.00	10 400.00	2
Brauerei Schützengarten NA	154 263	1	46 000.00		
Brauerei Schützengarten PS	154 264	2	4 500.00	4 900.00	6
BS Bank Schaffhausen	943 810	10	1 625.00		
Cendre & Métaux SA	157 936	2	9 300.00		
Davos Klosters Bergbahnen	1 727 783	50	190.00		
DKSH	12 667 353	1 000	50.00		
Dolder Hotel	166 514	5	3 050.00		
Elektrizitätswerk Jona-Rapperswil	169 053	5	5 050.00	5 350.00	7
Elektrizitätswerk Uznach	169 161	5	3 850.00	4 500.00	5
Espace Real Estate	255 740	200	138.00		
Grand Resort Bad Ragaz	254 158	3	5 800.00	6 200.00	3
Holdigaz	2 050 274	500	106.50	109.50	500
Kongress & Kursaal Bern	161 329	30	510.00	570.00	50
Kongresshaus Zürich	151 450	32	2 625.00	2 725.00	2
Kursaal Casino AG, Luzern	157 459	50	290.00	350.00	40
Lenzerheide Bergbahnen	2 349 727	1 000	20.50		
Lienhardt & Partner Privatbank Zürich AG	131 837	5	2 400.00	2 750.00	5
Menzi Muck	1 792 366	5	4 350.00	4 600.00	7
Messeholding Bern AG	1 110 034	30	510.00	560.00	70
Montana Tech Components AG	10 702 069	5 000	1.80	2.50	10 000
Neue Zürcher Zeitung	12 651 797	2	7 150.00	7 600.00	3
Pilatusbahnen	900 597	11	1 260.00	1 390.00	25
Plaston	1 245 763	7	5 400.00	5 800.00	6
Schilthorn Bergbahnen	227 626	17	1 160.00	1 240.00	23
Seiler Hotels Zermatt	230 436	25	1 700.00	1 875.00	25
SIA Haus	231 303	13	4 800.00		
Spar- und Leihkasse Münsingen	135 186	5	1 475.00	1 525.00	10
Spar- und Leihkasse Bucheggberg, Lütterswil	134 872	1	4 650.00	4 900.00	8
Spar- und Leihkasse Riggisberg	135 272	2	6 200.00	6 900.00	6
St. Galler Tagblatt	265 513	10	2 400.00		
Städtcasino Baden	931 972	28	460.00	530.00	42
Triba Partner Bank	114 552	15	1 325.00	1 375.00	25
Typon	257 005	27	860.00		
Unione Farmaceutica Distribuzione SA	1 238 320	15	4 700.00	5 000.00	5
Waldhaus Flims IA	138 901	14	1 825.00	1 925.00	26
Waldhaus Flims NA	138 900	25	625.00		
Wasserwerke Zug	262 089	4	10 500.00	11 500.00	1
Weiss & Appetito Namen	262 678	25	1 650.00		
Wildhaus Bergbahnen	4 588 503	150	200.00		
Zermatt Bergbahnen NA	205 611	78	160.00		
Zermatt Bergbahnen IA	1 415 474	100	150.00	210.00	28
Zuckerfabriken Aarberg und Frauenfeld AG	623 401	558	26.00	29.50	1 150
Zur Rose AG	4 261 528	1 000	19.00	21.50	1 000
Zürcher Freilager	635 836	5	5 050.00	5 300.00	10
Zürichseefähre	265 844	5	9 300.00		

**Lienhardt & Partner**  
**Privatbank Zürich AG**  
Rämistrasse 23  
Postfach, CH-8024 Zürich

Tel. +41 44 268 61 61  
Fax +41 44 268 61 62  
info@lienhardt.ch  
www.lienhardt.ch

**Managing Partners**  
Dr. Markus Graf  
Christian Lienhardt