

Aktuelles aus dem Stiftungsrecht

**Regionalgruppe Nordwestschweizer
BVG- und Stiftungs-Aufsichtsbehörden**

Basel, 4. und 11. Februar 2010

Vermögensverwaltung für gemeinnützige Stiftungen: eine langfristige, vielschichtige Aufgabe

Dr. Bruno Dallo, Scobag Privatbank AG, Basel

Das Vermögen gemeinnütziger Stiftungen zu verwalten, ist eine langfristige und vielschichtige Aufgabe. Seit über vierzig Jahren befasst sich die Scobag Privatbank AG damit. Kern dieser Tätigkeit ist das Mäzenatentum im Umfeld unserer Aktionäre.

Die Aufgabe des Vermögensverwalters ist eine vielschichtige. Sie geht weit über das Verwalten eines Portfolios hinaus. Ausgangspunkt ist die Erarbeitung der Stiftungsurkunde. Bereits hier sollte der Vermögensverwalter gestaltend mitwirken. Darauf gehe ich im ersten Kapitel ein.

Besonderes Augenmerk erfordern die Strukturen des Anlageprozesses und des Risikomanagements. Dazu spreche ich im zweiten Kapitel.

Im dritten und letzten Kapitel möchte ich mich dann zu anlagepolitischen Fragen äussern. Dabei geht es mir vor allem darum, Konsequenzen einer langfristigen Sicht darzulegen und ein paar Überlegungen anzustellen, warum nicht jeder „Modetrend“ mitzumachen ist.

1 Gestaltung der Stiftungsurkunde

Es empfiehlt sich, den Vermögensverwalter bereits bei der Gestaltung der Stiftungsurkunde beizuziehen. Ich möchte dies aufgrund von zwei Themenkreisen erläutern.

1.1 Weisungen zur Vermögensanlage

Erste Fragestellung: Soll der Stifter Weisungen zur Vermögensanlage erlassen? Solche Weisungen sind grundsätzlich zulässig und für den Stiftungsrat auch beachtlich (Grüninger, N. 13 zu Art. 83 ZGB). Ob sie sinnvoll sind, muss von Fall zu Fall beurteilt werden. Dazu einige Beispiele:

Der Stifter könnte festlegen, dass sich die Anlagepolitik auf das Tätigkeitsgebiet der Stiftung beziehen soll. Befasst sich die Stiftung mit der Gesundheitspflege, könnte der Stifter also auf die Idee kommen, es sollen Anlagen aus dem Pharma- oder Med/Tech-Bereich bevorzugt werden. Meines Erachtens ist das keine gute Idee, denn diese Stiftung wird weder genügend diversifizieren können noch in der Anlagepolitik genügend flexibel sein.

Vielleicht verhält es sich mit nachhaltigen Anlagen ähnlich. Zwar sind Stiftungen ausgesprochen nachhaltige Einrichtungen, doch ist der Begriff der “nachhaltigen Anlagen“ wenig präzise. Entsprechende Nachhaltigkeits-Fonds bilden häufig einfach die grossen Indizes ab, allerdings unter Weglassung bestimmter Branchen wie Rüstungsindustrie, Tabakindustrie oder ähnliches.

Es kann auch sein, dass der Stifter ein Unternehmen oder wesentliche Unternehmensanteile besitzt, die er jetzt oder später in die Stiftung einbringen will. Natürlich stellen sich in einem solchen Fall Abgrenzungsfragen zur Unternehmensstiftung. Geht es jedoch nicht darum, dass die Stiftung das Unternehmen leiten soll, sondern um die Möglichkeit, dass aus dem Unternehmen substantielle Erträge in die Stiftung fliessen, so kann es sinnvoll sein, in der Urkunde bereits zu regeln, dass der Stiftungsrat in diesem Fall nicht an das Gebot der Diversifikation der Anlage gebunden ist. Sonst müsste der Stiftungsrat die Beteiligung wegen des Klumpenrisikos sofort reduzieren, wenn sie einen zu grossen Anteil an den Anlagen ausmacht.

1.2 In der Regel nur den Vermögensertrag verwenden

Ich komme zu einer zweiten Thematik, die vor der Stiftungerrichtung genau überlegt werden sollte. Häufig äussert sich die Stiftungsurkunde zur Frage, ob nur die Erträge des Stiftungsvermögens verwendet werden dürfen oder auch die Substanz.

Ausgangslage: Der Stifter hat eine langfristige Optik. Die Stiftung soll nicht schon nach einigen Jahren zur Liquidation kommen, weil die Substanz verbraucht ist. Solange der Stifter selbst im Stiftungsrat sitzt, kann er dies beeinflussen; nach seinem Ausscheiden und insbesondere nach seinem Tod nicht mehr. Deshalb sorgt er statutarisch vor. Er ordnet an, das Stiftungsvermögen zu schonen.

Dürfen nur die Erträge verwendet werden, so braucht es ein grosses Vermögen, damit daraus eine sinnvolle Stiftungstätigkeit finanziert werden kann. Es braucht einerseits eine Art von "Business-Plan" zu den Verwaltungskosten und zu den geplanten stiftungsgemässen Aufwendungen; und es braucht andererseits eine Ertragsschätzung für die Zukunft. Eine solche Schätzung ist aber nur dann tauglich, wenn bereits ein Grob-Konzept dazu besteht, wie viele Mittel in welche Anlage-Klassen investiert werden sollen. Das wird wohl in den wenigsten Fällen vor der Stiftungerrichtung wirklich überlegt.

Wenn die Mittelverwendung auf die Erträge beschränkt ist, so stellt sich die Frage, was Erträge sind. Dazu gehören sicherlich Zinsen, Dividenden und Mieterträge.

Darf man auch realisierte Kapitalgewinne dazu zählen? Bei der Beantwortung dieser Frage spielen buchführungstechnische Aspekte eine Rolle; je nachdem wird die Stiftung die Wertschriftenanlagen zu historischen Einstandswerten oder zu aktuellen Kurswerten bilanzieren. Die Höhe des realisierten Kapitalgewinns hängt buchführungstechnisch davon ab. Es ist deshalb empfehlenswert, hinsichtlich der Verwendung von realisierten Kapitalgewinnen Regeln festzulegen, die mit den langfristigen Zielen der Stiftung kongruent sind.

Nicht zum Vermögensertrag gehören unrealisierte Kursgewinne. Ferner sind unrealisierte Kapitalverluste, also Abschreibungen auf den Anlagen, vom Vermögensertrag in Abzug zu bringen.

Im gleichen Zusammenhang stellt sich eine zweite Frage: Was passiert mit Vermögenserträgen aus früheren Perioden? Hat die Stiftung im Jahr 1 hohe Kapitalerträge erzielt, die sie nicht vollständig für die Stiftungstätigkeit in diesem Jahr benötigt, so wird sie diese Erträge in Folgejahren brauchen wollen. Darf sie das? Meines Erachtens ja. Stiftungen sind langfristig ausgerichtet. Der Stiftungsrat sollte dann aber in der Bilanzierung konsequent sein. Den aufgelaufenen, noch nicht verwendeten Vermögensertrag sollte er keinesfalls buchhalterisch zum ursprünglichen Stiftungsvermögen schlagen, sondern in einer separaten Position ausweisen.

Es will also gut überlegt sein, ob eine Einschränkung der Stiftung auf die Verwendung des Vermögensertrags und die Schonung der Substanz erstens machbar und zweitens sinnvoll ist. Für nicht besonders sinnvoll halte ich die Formulierung, wonach im Regelfall der Vermögensertrag zu verwenden ist, die Substanz nur im Ausnahmefall. Vielleicht wird die Ausnahme bald zur Regel. Zumindest müssten hier Kriterien für den Ausnahmefall definiert werden.

2 Struktur des Anlageprozesses und Risikomanagement

2.1 Erlass eines Anlagereglementes

Auch wenn die Stiftungsurkunde den Erlass eines Anlagereglementes nicht vorschreibt, ist ein solches opportun. Der Stiftungsrat dürfte ohne weiteres befugt sein, ein solches Reglement zu erlassen. Darin werden geregelt:

- die Anlageklassen, in welche investiert werden kann
- die Bandbreiten für die einzelnen Anlageklassen, also Minimal- und Maximalbegrenzung
- das Anlagereporting: wie oft und an wen soll der Anlagebeauftragte rapportieren?

Das Anlagereglement ist der Stiftungsaufsicht zur Prüfung einzureichen, es bedarf jedoch nicht der Genehmigung.

Der Erlass eines Anlagereglementes ist ein wirksames Mittel, den Anlageprozess zu strukturieren, Zielvorstellungen für Rendite und Risiko zu entwickeln und gleichzeitig die Verantwortung des Stiftungsrates für die Vermögensverwaltung einzugrenzen.

Anstelle oder zusätzlich zu einem Anlagereglement kann der Stiftungsrat die obigen Themen im Verwaltungsauftrag mit dem Vermögensverwalter regeln.

2.2 Schaffung eines Anlageausschusses bei grossen Stiftungen

Handelt es sich um eine grosse Stiftung mit einem grossen Anlagevermögen und ist allenfalls der Stiftungsrat personell gross, so drängt sich die Einsetzung eines Anlageausschusses auf. Natürlich sollte dieser mit Personen bestellt werden, die über Erfahrung und Kenntnisse in der Vermögensverwaltung verfügen. Der Anlageausschuss ist dann der primäre Gesprächspartner für den Vermögensverwalter.

2.3 Einsitznahme des Vermögensverwalters im Stiftungsrat?

Soll der beauftragte Vermögensverwalter (z.B. ein Vertreter der beauftragten Bank) in den Stiftungsrat gewählt werden? Die Antwort dürfte meines Erachtens häufiger nein als ja lauten. Zwar sollte der Vermögensverwalter nahe beim Stiftungsgeschehen sein und vielleicht häufig als Gast an den Stiftungsratssitzungen teilnehmen. Der Stiftungsrat andererseits muss aber gerade eben die Tätigkeit des Vermögensverwalters durch den Erlass von Reglementen und Weisungen steuern und regelmässig überwachen. Ist der Vermögensverwalter mit im Stiftungsrat, so ergibt sich grundsätzlich ein Interessenkonflikt. Diesen kann man allenfalls durch Ausstandsregeln handhaben, wenn es wichtige Gründe gibt, den Vermögensverwalter doch im Stiftungsrat zu haben. Weniger kritisch scheint es mir, einen Vertreter des Vermögensverwalters oder der Bank im Stiftungsrat zu haben, wenn dieser nicht selbst das Portfolio betreut, sondern an der inhaltlichen Stiftungstätigkeit mitarbeitet.

2.4 Verpflichtungen und Risiken bei der Anlagepolitik berücksichtigen

Eine Reihe von Themen hat Einfluss darauf, wie viel Risikoappetit die Stiftung in ihrer Anlagepolitik haben kann, darf und soll. Eine erste Frage ist, ob die Stiftung festе Verpflichtungen hat. Ich spreche hier einerseits von Vergabungen der Stiftung, die bereits verbindlich zugesagt sind. Manchmal bestehen auch rein faktisch Vergabungen an Institutionen, die seit längerem jährlich getätigt werden, ohne eine feste Verpflichtung. Auch solche "moralischen Verpflichtungen" sollten eingerechnet werden, da man sich häufig nur nach "Vorwarnung" resp. einer genügenden Vorlaufzeit wieder zurückzieht. Andererseits spreche ich von Stiftungen, die eigenes Personal und somit laufende Personalkosten haben. Dies kann im Bereich der Gesundheitspflege oder der Kunst und Kultur der Fall sein, z.B. bei Spitälern oder bei Museen mit einer Stiftung als Trägerin. Die Aufwendungen für feste Vergabungen und die laufenden Kosten, insbesondere die Personalkosten, sollten im Rahmen der Vermögensanlage aus Quellen finanziert werden, die nicht oder nur wenig mit Schwankungsrisiken behaftet sind.

Stiftungen, die öffentlich um Spendengelder werben, haben auch die Öffentlichkeitswirkung ihres Anlageerfolges mit zu berücksichtigen. Schwankungen nach unten, auch wenn sie als kurzfristig eingeschätzt werden, können negative Auswirkungen haben und das Spendenaufkommen negativ beeinflussen. Hier kann eine Zurückhaltung gegenüber Anlagen mit grösseren Schwankungsbreiten angezeigt sein.

Mehr Spielraum in der Anlagepolitik hat die Stiftung, wenn sie in ihrer Bilanz über eine Schwankungsreserve für ihre Anlagen verfügt. Zumeist rechnet man unterschiedliche Prozentsätze auf die verschiedenen Anlage-Klassen und berechnet dann den Gesamtbetrag der Schwankungsreserve. Die Prozentsätze, die auf Aktien gerechnet werden, sollte man nach den Erfahrungen der letzten Jahre wahrscheinlich überdenken, will heissen erhöhen. Um die Risikofähigkeit für eine langfristig ausgerichtete Vermögensanlage zu erhöhen, sollte der Stiftungsrat anstreben, eine Schwankungsreserve zu bilden. Damit verbessert sich die Ausgangslage, um in volatilere Anlagen investieren zu können, damit bessere Chancen für die Performance zu haben und bei Marktbewegungen nach unten durchhalten zu können.

Vielleicht nicht ganz professionell ist die folgende Überlegung, sie wird aber in der Praxis wohl immer wieder angestellt. Ist der Stifter erstens noch am Leben und zweitens willens und in der Lage weitere Zuwendungen an die Stiftung zu tätigen, so wird man faktisch etwas mehr Risikofreude haben können. Um professionellen Ansprüchen zu genügen, sollte der Vermögensverwalter dies aber mit dem Stifter transparent thematisieren.

3 Die Anlagepolitik bei gemeinnützigen Stiftungen soll langfristig ausgerichtet sein

3.1 Allgemeine Grundsätze

In der Anlagepolitik sind allgemein die Grundsätze der Liquidität, der Rendite, der Sicherheit, der Risikoverteilung und der Substanzerhaltung zu beachten. Es sind kaufmännisch anerkannte Grundsätze sowie das Prinzip der Risikoverteilung anzuwenden. Eine mündelsichere Anlage ist nicht verlangt (Leidfaden EDI, Ziff. 11). Das Bundesgericht hat in einem "obiter dictum" festgestellt, dass eine mündelsichere Anlage in Zeiten fortschreitender Inflation nicht immer angemessen sei (BGE 108 II 352 ff).

Besteht ein substantielles Stiftungsvermögen, gibt es keine oder wenige feste Verpflichtungen und wurde eine Schwankungsreserve gebildet, so können im Sinne einer langfristigen Optik vermehrt Anlagen mit einer höheren Renditeerwartung getätigt werden. Eine solche Stiftung wird also stärker in Sachanlagen investieren und nebst Immobilien vor allem auch in Aktien anlegen. Kann die Stiftung überdurchschnittliche Erträge erwirtschaften, so finanzieren sich hieraus weitere Stiftungsmittel für ihre Tätigkeit.

3.2 Spezifische Überlegungen der Scobag Privatbank AG zur Vermögensanlage bei gemeinnützigen Stiftungen

Auch in turbulenten Zeiten war und ist es richtig, in Sachanlagen investiert zu sein. Natürlich war es rückblickend gut, ab Herbst 2007 die Aktienquoten zu senken und dadurch die Schwankungshöhe der Portfolios zu reduzieren. Ein vollständiger Ausstieg aus den Aktien wäre jedoch falsch gewesen. Das Risiko des Geldmarktes bei einem Kollaps des Bankensystems war im letzten Herbst virulent, die Obligationenmärkte waren teilweise völlig illiquide. Seither ist eine starke Erholung an den Aktienbörsen eingetreten. Generell darf und soll eine gemeinnützige Stiftung eine langfristige Optik haben. Und der Vermögensverwalter soll und muss nicht jeden "Modetrend" mitmachen.

Wovon lassen wir uns in unserer Anlagephilosophie (Folie 1) leiten? Wir richten uns nach den Grundsätzen “einfach“, “klar“ und “transparent“. Wir konzentrieren uns auf Direktanlagen in Aktien, Obligationen und im Geldmarkt. Da wir nicht im Investmentbanking tätig sind, bieten wir unseren Kunden vollkommen unabhängige Lösungen an. Eigene Anlageprodukte stellen wir somit nicht her; Verpackungen bringen in erster Linie zusätzliche Kosten, die zumeist gut versteckt werden.

Für uns gibt es einige grundsätzliche “No Go’s“ für Anlagen, die bei gemeinnützigen Stiftungen nicht wesentlich anders sind als bei langfristig orientierten Privaten.

Die Folien 2 und 5 zitieren einige Aussagen, die wir in der Vergangenheit in unserem Quartals-Anlagebrief zu bestimmten Anlage-Kategorien gemacht haben.

Anlagen in Hedge Fonds sind intransparent, Blackboxes und eher für “Kamikaze-Naturen“ geeignet, aber nicht für die Stiftungstätigkeit. Die Finanzindustrie hat lange Zeit mit dem Argument geworben, dass Hedge Fonds eine geringe Korrelation zu Aktienrisiken aufweisen. Tatsächlich liess sich dies in einer kurzen Periode beobachten, nämlich 2000 bis 2002 (Folie 3). Betrachtet man jedoch den Kursverlauf der letzten 5 Jahre (Folie 4) so hat sich die “Mär“, wonach Hedge Fonds nicht mit Aktienrisiken korrelieren, zerschlagen.

Die Folien zeigen Beispiele in USD; dies lediglich deshalb, weil hier lange Datenreihen existieren. Die Phänomene sind in anderen Währungen praktisch gleich zu beobachten.

Mit Anlagen in Strukturierten Produkten hat der eine oder andere Anleger heftige Erfahrungen gemacht. Strukturierte Produkte sind eine Kombination aus festverzinslichen Anlagen und Optionsgeschäften. Sie zu verstehen ist schon für die Anlageberater nicht einfach, geschweige denn für die Anleger. Dass Strukturierte Produkte zusätzlich auch das Emittentenrisiko und damit das Risiko des vollständigen Ausfalls haben, weiss man an sich seit jeher und bewusst ist es allen seit dem Untergang von Lehman Brothers. Dass auch kapitalgeschützte Produkte diesem Risiko vollständig ausgesetzt sind, wenn der Emittent selbst den Kapitalschutz gewährt, kommt dazu. Haben die Banken etwas dazugelernt? Leider nicht alle: eine Britische Bank, die im Herbst 2008 nur dank massiver Stützung durch den Staat überlebt hat, wirbt im Dezember 2009 schon wieder mit dem Schlagwort "100% Kapitalschutz per Verfall". Nach dem Motto: bis zum nächsten Mal.

Ein interessantes Phänomen ist die negative Diversifikation bei Strukturierten Produkten auf mehrere Aktien, sogenannte Multi-Barrier-Convertibles. Je mehr Titel als sogenannte Basiswerte in das Produkt eingebaut werden, desto höher ist die Wahrscheinlichkeit, eine Barriere zu berühren. Solche Produkte wurden den Anlegern in ganzseitigen Inseraten schmackhaft gemacht. Von Anlagen in solche Instrumente haben wir stets entschieden abgeraten (Folie 5).

Hat sich durch die Finanzkrise etwas geändert was die Vermögensverwaltung für gemeinnützige Stiftungen betrifft? Eigentlich nein. Die Risiken von einzelnen Asset-Klassen waren im Markt bekannt, sie wurden einfach nicht von allen Vermögensverwaltern und ihren Kunden richtig eingeschätzt.

Auch hier eine Beobachtung aus dem Dezember 2009: eine Schweizer Bank wirbt ganzseitig mit sogenannten Christmas-Warrants, welche ganz einfach funktionieren: erreicht der SMI in der Zeit zwischen dem 30. November und dem 23. Dezember 2009 die Marke von 6'600 Punkten, so verdoppelt sich das Investment. Wird die Marke von 6'600 während dieser kurzen Laufzeit nie erreicht, so verfällt der Warrant wertlos. Übrigens: am 23.12.2009 lag der SMI bei 6'580 Punkten. 20 Punkte zu wenig. Pech gehabt oder eben nicht Vermögen angelegt, sondern spekuliert.

Mit zwei selektiven Beobachtungen möchte ich diesen letzten Teil schliessen:

Zum einen hat man sich über lange Zeit am Grundsatz orientiert, dass bei fallenden Zinsen die Aktienkurse steigen und umgekehrt (Folie 6). Betrachtet man Folie 7, so hat sich dies in den Krisen 2001/02 und 2008/09 nicht bewahrheitet. Die dramatischen Börseneinstürze gingen parallel mit Tiefzinsphasen, die von den Anlegern Durchhaltevermögen erforderten. An der Zinsfront braucht es nachwievor Geduld; auf der anderen Seite grassiert auch die Angst vor einer Hyper-Inflation. Im Moment ist das noch nicht zu befürchten. Die Nationalbanken müssen die Zinsen zur Stützung der Wirtschaft noch immer tief halten.

Zugenommen haben zum anderen auch die Schwankungshäufigkeit und die Intensität der Aktienmarkt-Schwankungen. Betrachtet man die Indizes langfristiger, so befinden wir uns nach einem 18-jährigen Aufwärtstrend in den 80er und 90er Jahren nun in einer bald 10-jährigen Seitwärtsbewegung (Folie 8).

Mit diesen Themen werden wir uns in nächster Zeit befassen müssen. Solche Fragestellungen verlangen eine aktive Vermögensverwaltung einerseits und den oft beschworenen langen "Schnauf". Die Chancen einer höheren Rendite und einer besseren Substanzerhaltung werden immer mit einem höheren Risiko erkaufte. Das Optimum hat jede Stiftung mit der für sie massgeschneiderten Anlagepolitik anzusteuern.

4 Fazit

Ich komme damit zum Schluss: Dass Ihr Vermögensverwalter die Anlagemärkte kennt, ist an sich selbstverständlich. Wie gut seine Einschätzungen für die Zukunft sind, hat mit Können und manchmal auch mit Glück zu tun. Passen Sie auf, wenn Ihr Vermögensverwalter eigene Anlageprodukte herstellt, denn dies tut er wohl aus kommerziellen Gründen, um sie Ihnen verkaufen zu können. Ob das dann bessere Lösungen sind oder einfach teurere, sollte man genau hinterfragen.

Der Vermögensverwalter sollte aber vor allem eines: nicht nur in Anlagefragen fit sein, sondern gute Kenntnisse der Stiftung selbst, ihrer Bedürfnisse und ihrer Tätigkeit haben, um so die Anlagepolitik für die Stiftung massgeschneidert vornehmen zu können.

Aktuelles aus dem Stiftungsrecht

**Regionalgruppe Nordwestschweizer
BVG- und Stiftungs-Aufsichtsbehörde**

4. und 11. Februar 2010, Basel

Vermögensverwaltung für
gemeinnützige Stiftungen:
eine langfristige, vielschichtige Aufgabe

Folien zum Referat von
Dr. Bruno Dallo, Scobag Privatbank AG, Basel

Wertorientierter Anlagestil

- Langfristige Werterhaltung mit Aktien und Immobilien
- Angemessener Kapitalschutz mit Obligationen und Cash
- Konzentration auf Qualität und Marktliquidität
- Transparente Positionierung, einfache und klare Lösungen
- Entscheide gemäss systematischer Analyse
- Frei von Interessenkonflikten (kein Investment-Banking)

Scobag-Anlagebriefe zu Hedge Fonds

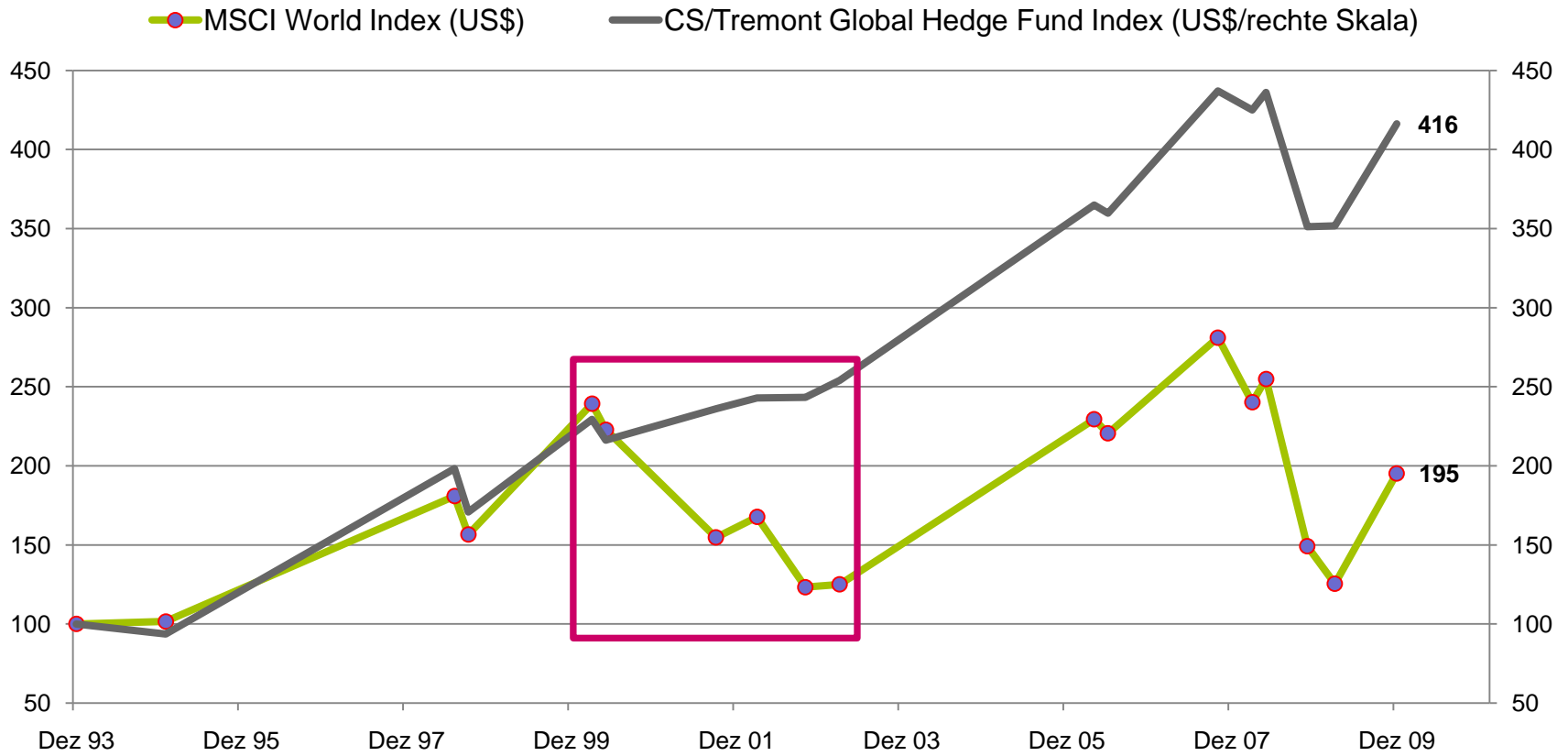
“Fazit: Die erwähnten Gründe halten uns davon ab, in Hedge Fonds zu investieren. Bei einer genauen Analyse kommt eher der Verdacht auf, dass einer wenig informierten Kundschaft zu hohe Nutzeneffekte schmackhaft gemacht werden. Herbe Enttäuschungen scheinen nur eine Frage der Zeit zu sein.“

(Auszug aus dem Scobag - Anlagebrief vom 1. Juli 2002)

“Der Gleichschritt von Hedge Fonds mit den Aktienmärkten ist höher als oft weisgemacht wird. Wer Schutz von fallenden Aktienkursen sucht, muss konsequenterweise verkaufen und Bargeld halten oder andere Anlagen tätigen, nicht aber Hedge Fonds kaufen.“

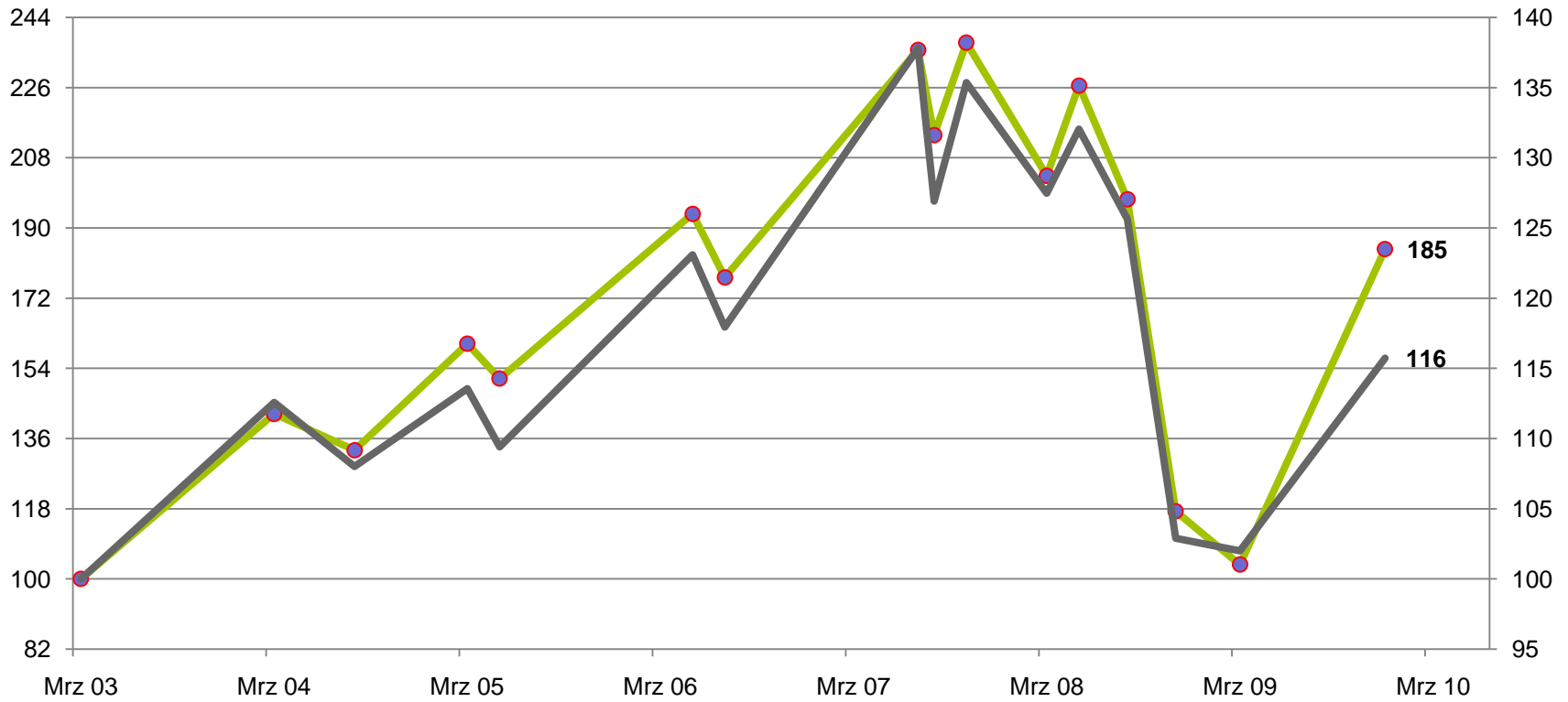
(Auszug aus dem Scobag - Anlagebrief vom 1. Oktober 2004)

Hedge Fonds und Aktien (Performancevergleich 1993 - 2009)



Hedge Fonds und Aktien (Korrelationsvergleich 2003 - 2009)

● MSCI World Index (US\$) — HFRX Global Hedge Fund Index (US\$/rechte Skala)



Scobag-Anlagebrief zu Strukturierten Produkten

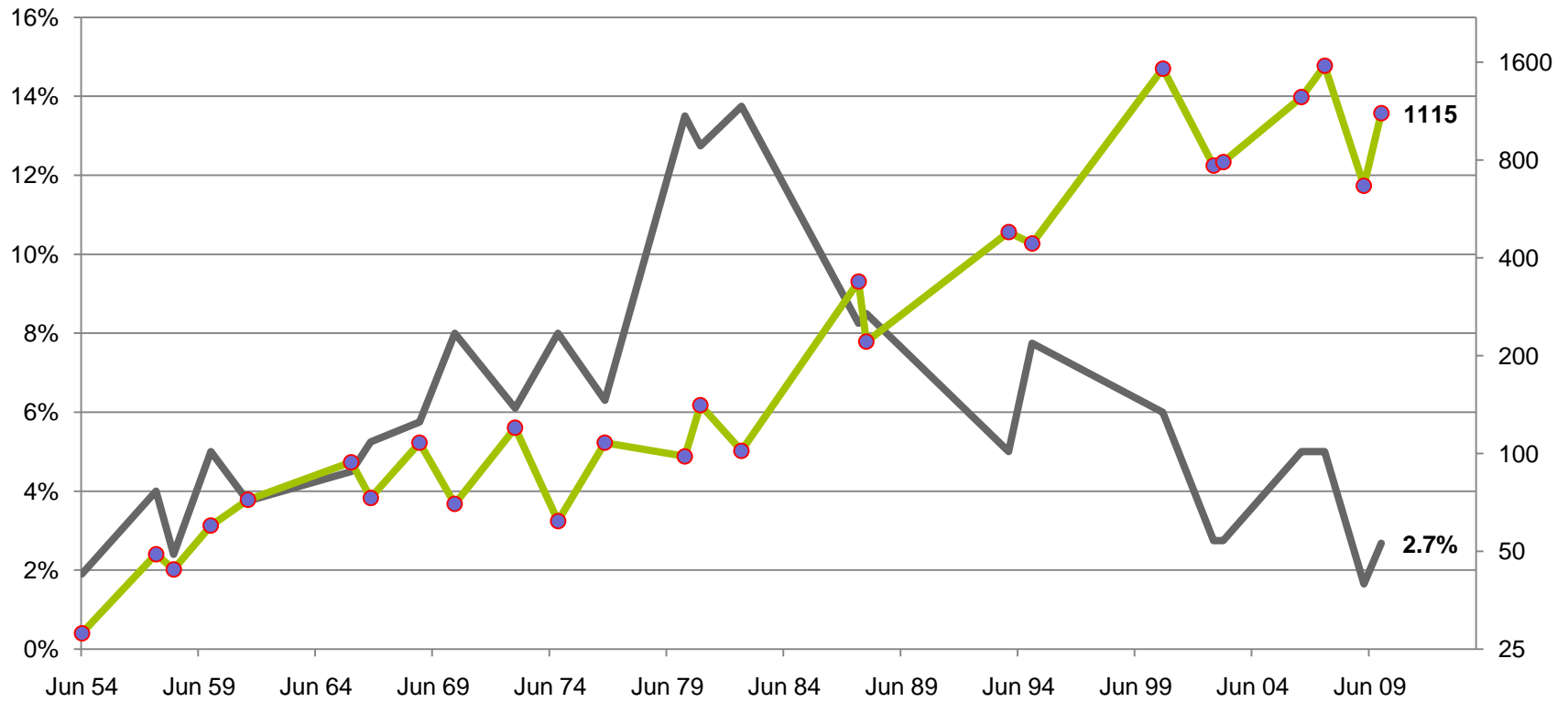
“Jeder Anleger weiss, dass ein Aktiendepot möglichst gut diversifiziert sein sollte.... Der Käufer von Multi-Barrier-Produkten geht aber den umgekehrten Weg. Er setzt sich einem negativen Diversifikationseffekt aus!

Denn: Je mehr Basiswerte einem Produkt beigemischt werden, desto mehr nimmt die Wahrscheinlichkeit von negativen Ausreissern zu!“

(Auszug aus dem Scobag - Anlagebrief vom 1. Juli 2007)

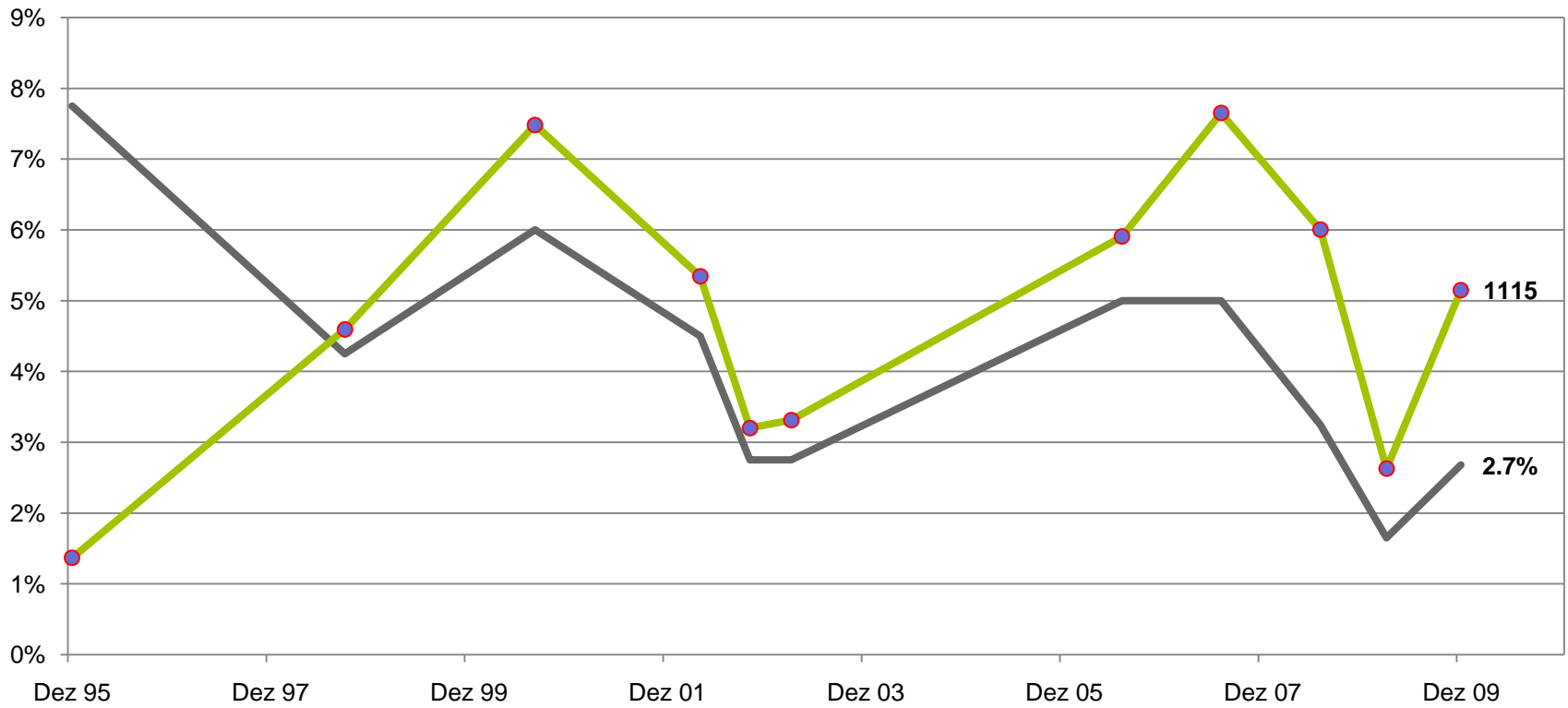
Börse vs. Zins-Entwicklung 1955 - 2009

— US Treasury 5-Jr.-Rendite% ● S&P 500 Index (rechte Skala)



Börse vs. Zins-Entwicklung 1995 - 2009

— US Treasury 5-Jr.-Rendite% ● S&P 500 Index (rechte Skala)



1920 - 2009

● S&P 500 Index (US\$)

