

Vom Unternehmer zum Anleger

Bewältigung des Übergangs und Schutz des Vermögens

Nicole Krieger, CFA, Strategin, UBS Switzerland AG

Der Übergang von der Unternehmerin oder dem Unternehmer zum Anleger verläuft nicht immer so geradlinig, wie es scheint. Dieser Bericht skizziert den Weg, befasst sich eingehender mit einigen Erkenntnissen und Überlegungen und berücksichtigt folgende Aspekte:

1. Investieren als aktiver Unternehmer
2. Bewältigung der Übergangsphase
3. Umsetzung einer Vermögenserhaltungsstrategie



Quelle: Getty Images

Einführung

Unternehmer konzentrieren sich in der Regel unbeirrt auf ihr Unternehmen. Sie wenden Zeit, Mühe und Kapital auf, um es zu gründen, sein Wachstum voranzutreiben und es möglicherweise zu verkaufen. Wenn dies gelingt, kann der Unternehmer ein beachtliches Vermögen für sich und seine Familie erwirtschaften. An jedem Punkt in diesem Lebenszyklus – vom aktiven Unternehmer bis nach dem Verkauf – sind bestimmte Risiken und Tendenzen zu beachten. Unternehmer können jedoch bestimmte Anlagestrategien nutzen, um diese Herausforderungen abzufangen.

Dieser Bericht gibt eine Einführung in die Anlagemöglichkeiten und Fallstricke auf diesem Weg. Besondere Beachtung schenken wir der Zeitspanne zwischen der Erwägung eines Verkaufs und seinem Abschluss. Denn der Übergang vom Unternehmer zum Anleger verläuft nicht immer so geradlinig, wie es scheint. Jeder hat eine Anlagestrategie – sei es bewusst oder lediglich als Nebeneffekt. Diese hilft, den allgemeinen Zweck und die Vision für das eigene Unternehmen, sein Vermögen und die Familie besser zu verstehen. Daher wird sie zu einem ungemein wertvollen Instrument für die erfolgreiche Vermögensplanung und -verwaltung, selbst wenn sich diese Prioritäten im Laufe der Zeit ändern.

Abschnitt 1: Investieren als aktiver Unternehmer

Aufgabenliste für Unternehmer

- Anlagen diversifizieren: Um das Risiko zu verringern, sollten Sie es vermeiden, Ihr gesamtes Kapital in ein Unternehmen zu investieren.
- Liquidität vorhalten, aber nicht zu viel: Halten Sie liquide Mittel in Höhe Ihrer Lebenshaltungskosten für etwa drei bis fünf Jahre.
- Aktien nicht ausschliessen: Ziehen Sie börsennotierte Aktien zur Erzielung potenzieller Renditen und zur Diversifikation in Betracht.
- Vertrautheitstendenzen vermeiden: Diversifizieren Sie über verschiedene Branchen und geografische Regionen, um das Risiko zu reduzieren.

Unternehmer stecken viel Mühe und bedeutende Ressourcen in ihr Unternehmen, was zwangsläufig in einer Kapitalkonzentration resultiert. Diese Konzentration, die häufig mit einer Illiquidität einhergeht, kann zu beachtlichen Renditen führen. Sie birgt aber auch ein grösseres Risiko und kann den Effekt einiger natürlicher Verhaltens-tendenzen verschärfen. Die besten Methoden für den Vermögensaufbau sind nicht unbedingt auch am besten zur Vermögenserhaltung geeignet. Ungeachtet davon, wie geschickt ein Unternehmen gemanagt wird, lassen sich unternehmens- oder branchenspezifische Risiken nicht vollständig ausschalten. Dadurch werden konzentrierte Anlagen anfällig für überproportionale Verluste (oder Gewinne), während die Flexibilität zur Kompensierung für dieses Renditeprofil eingeschränkt wird.

Um die mit einem weniger diversifizierten Portfolio verbundene grössere Unsicherheit auszugleichen, halten Unternehmer möglicherweise mehr liquide Mittel als nötig – und länger als nötig. Die Inflation kann die Kaufkraft dieser liquiden Mittel im Laufe der Zeit aufzehren. Dadurch verringert sich die Wahrscheinlichkeit, dass der langfristige Ausgabenbedarf gedeckt ist. Wenn liquide Mittel abgebaut werden, um den Ausgabenbedarf zu decken, während eine konzentrierte Position beibehalten wird, kann dies zudem zu einem höheren Portfoliorisiko führen, wenn die Ausgabenziele näher rücken: Der Anteil der Barmittel im Portfolio nimmt ab, während der Anteil der konzentrierten Vermögenswerte steigt. Dies ist genau der entgegengesetzte Ansatz zur traditionellen Finanzplanung, bei der Anleger das Risiko in ihren Portfolios reduzieren, wenn ein Ausgabenziel näher rückt.

Eine weitere Tendenz ergibt sich aus dem umfassenden Fachwissen, das erfolgreiche Unternehmer über ihr Geschäft und ihre Branche erwerben: die Vertrautheitstendenz. Weiter in geografische Regionen und Branchen zu investieren, mit denen man vertraut ist, könnte jedoch dazu führen, das Risiko des Unternehmens noch zu verstärken. Diversifikation und eine bewusste Flexibilität durch einen Anteil liquiderer Anlagen verbessern dagegen die Chance, über den Konjunktur- und Marktzyklus hinweg wiederkehrende, konstante Renditen zu erzielen. Dies

kommt der Erreichung der Ziele, der langfristigen Planung und der generellen Erhaltung des Vermögens zugute. Vor allem ist es wichtig, nicht nur die Planung für das Unternehmen zu berücksichtigen, sondern auch den persönlichen und familiären Ausgabenbedarf – selbst wenn sich dieser verändern könnte, wenn der Unternehmer beginnt, über einen teilweisen oder vollständigen Ausstieg aus dem Unternehmen nachzudenken und diesen letztendlich umzusetzen.

Wie sollte ein diversifiziertes Portfolio also aussehen? Ein erster Ansatz könnte darin bestehen, das Geschäft zu diversifizieren. Dies könnte neue Chancen und Umsatzströme erschliessen, hat aber auch seine Nachteile: Das Unternehmen ist nach wie vor anfällig für idiosynkratische Risiken und Illiquidität verringert die Flexibilität.

Ausserdem ist es auch nötig, genug Liquidität zu halten – aber nicht zu viel. Unternehmer benötigen in der Regel mehr Liquidität als der durchschnittliche Anleger, um zum Beispiel Geschäftschancen zu nutzen. Wenn ein Unternehmen in Schwierigkeiten gerät, kann es einige Zeit dauern, sich anzupassen. Ein Unternehmen abzuwickeln, dauert in der Regel länger, als einfach einen neuen Job zu finden. Viele Unternehmer gründen mehrere Unternehmen, bevor eines davon wirklich erfolgreich ist. Deshalb benötigen sie möglicherweise Startkapital für das nächste Vorhaben.

Wie oben erwähnt halten Unternehmer aber häufig mehr liquide Mittel, als sie selbst im Notfall brauchen. Wir

Der zeitliche Rahmen kann jeweils variieren. Die Strategien sind abhängig von den individuellen Kundenzielen, den angestrebten Ergebnissen und der Produkteignung. Es wird keinerlei Versprechen beziehungsweise keine Garantie abgegeben, dass mithilfe dieses Ansatzes ein Vermögen oder ein bestimmtes Finanzergebnis erzielt wird oder werden kann.

würden Unternehmern raten, liquide Mittel in Höhe ihrer Lebenshaltungskosten für etwa drei bis fünf Jahre zu halten. Mit einem höheren Betrag laufen sie Gefahr, dass ihr Portfolio nicht zur Erreichung ihrer finanziellen Ziele beiträgt. Durch die Aufteilung Ihres Portfolios in die Segmente «Liquidität», «Langlebigkeit» und «Weitergabe» können Sie sich davor schützen.

Ein weiterer Ansatz besteht darin, Aktien nicht auszu-schliessen. Unternehmern fällt es möglicherweise schwer, ihr Geld von ihrem eigenen Unternehmen (das sie kontrollieren und dessen «Wert auf dem Papier» von einem Tag zum anderen konstant bleibt, sofern es nicht börsennotiert ist) in öffentlich gehandelte Aktien von Unternehmen umzuschichten, die sie nicht kontrollieren und deren Marktwerte schwanken. Die Illusion der Stabilität könnte sie dazu verleiten, die Volatilität von Aktien zu überschätzen und deren potenziellen Renditen zu unterschätzen.

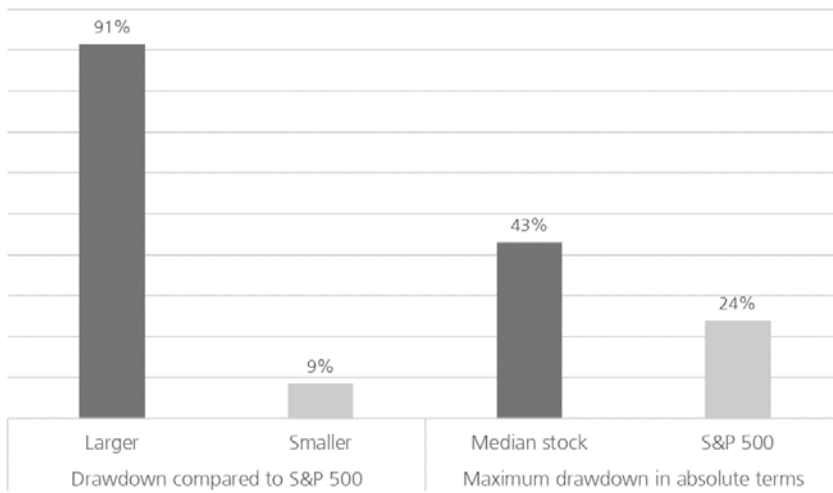
Privatunternehmen unterliegen zwar beträchtlichen idiosynkratischen Risiken. Es deutet jedoch kaum etwas darauf hin, dass ihre Renditen in einer Beziehung zu den wichtigsten Anlageklassen stehen. Die Korrelation zwischen einzelnen Micro-Cap-Aktien und dem S&P 500 Index ist sogar sehr niedrig. Unternehmer profitieren oft davon, wenn sie ein gut diversifiziertes Portfolio aufbauen, ohne tiefgreifende Veränderungen vorzunehmen. Unternehmer mit ausgereifteren Unternehmen bevorzugen in der Regel ein traditionelles diversifiziertes Portfolio mit Aufteilung zwischen globalen Aktien und Anleihen, während jüngere Unternehmer mit wachstumsstarkem Geschäft und langfristigen Anlagehorizonten gewöhnlich nach risikoreicheren Optionen Ausschau halten. Bei allen Anlegern hängt der Aufbau eines Finanzportfolios von einer Reihe von Faktoren ab. Dazu zählen Ziele, der Zeithorizont und die Risikotoleranz.

**Fallbeispiel
Illiquiditätsfalle: Eine Familie in
Südostasien**

Eine Familie in Südostasien besitzt ein erfolgreiches Unternehmen. Für sie ist ihr Unternehmen mehr als nur ein Geschäft oder eine Vermögensquelle. Es verkörpert die zentralen Werte, nach denen sie sich als Familieneinheit definiert. Von der jüngeren Generation wird erwartet, dass sie ebenfalls zu dieser gemeinsamen Unternehmung beiträgt. Die jungen Familienmitglieder können zwar studieren oder eine Zeit lang Erfahrung im Ausland sammeln. Danach wird jedoch erwartet, dass sie zurückkehren und das Gelernte zugunsten des Familienunternehmens anwenden. Bei Diskussionen über potenzielle Vorteile und Möglichkeiten der Diversifikation ziehen es die Gründer vor, Gewinne wieder in das Unternehmen zu investieren, und beschliessen letztendlich, einige Immobilien in der Region zu kaufen. Trotz des hervorragenden Managements und der Geschäftstüchtigkeit der Inhaber ist der Wert des Unternehmens im letzten Jahr um fast 30 Prozent eingebrochen. Grund dafür waren Belastungen für die gesamte Branche und die Region durch geopolitische Spannungen und unerwartete Regulierungsbestimmungen. Die Bewertungen der Immobilien haben zwar nicht darunter gelitten. Sie sind jedoch illiquide und können nicht schnell verkauft werden, um die Bilanz der Familie zu stärken. Und da alle in der Familie in das Unternehmen eingebunden sind, gibt es keine alternativen Einkommensquellen, die jetzt genutzt werden könnten. In diesem Fall hätte die Familie von einer zusätzlichen Diversifikation des Kapitals profitiert. Dies gilt sowohl für das Humankapital als auch für die Anlagen. Es wäre auch vorteilhaft gewesen, die Liquiditätsrisiken zu berücksichtigen, um sich die Flexibilität zu erhalten.

Abbildung 1: Einzelaktien erleiden stärkere Rückgänge

Vergleich der maximalen Rückgänge des S&P 500 und seiner aktuellen Komponenten seit 2010. Der maximale Rückgang wird über die letzten zehn Jahre gemessen, wobei die monatlichen Gesamt-Nettorenditen herangezogen wurden.



Quelle: Bloomberg L.P., UBS; per 31.10.2023.

Abschnitt 2: Übergang

Aufgabenliste für Unternehmer

- Vermögenswerte und Ziele (neu) bewerten: Wenn Sie den Ausstieg aus einem Unternehmen planen, sollten Sie Ihre Werte anhand der fünf Zweckfragen überprüfen.
- Setzen Sie Prioritäten: Formulieren Sie klar, was Ihre Prioritäten nach dem Verkauf sind. Dies umfasst Ihren Lebensstil, Ihre Ausgaben sowie potenzielle Investitionen.
- Unterschätzen Sie nicht, dass der Übergang von einem erfolgreichen Unternehmer zu einem erfolgreichen Vermögensverwalter ein Umdenken erfordert: Berücksichtigen Sie verfügbare Ressourcen, um sich das nötige Verständnis für die Konzepte und die Terminologie zu erarbeiten, die von Beratern und in der Investmentbranche verwendet werden.
- Kontrolle oder Delegieren: Wägen Sie den Wunsch nach Kontrolle gegenüber den Vorteilen des Delegierens nach dem Verkauf ab.

Die Übergangsphase vom Unternehmenseigentümer zum Anleger ist in vielerlei Hinsicht vor allem eine Sache der persönlichen Einstellung. Irgendwann beginnen Unternehmer in der Regel, einen vollständigen oder teilweisen Ausstieg aus dem Unternehmen in Betracht zu ziehen. Idealerweise geht dies von Anfang an Hand in Hand mit der Beurteilung der Werte und Ziele. Hierzu formulieren Sie Antworten auf Fragen wie die folgenden:

- Was möchten Sie in Ihrem Leben erreichen?
- Welche Menschen sind Ihnen am wichtigsten?
- Was wollen Sie an andere Menschen weitergeben?
- Was sind Ihre grössten Befürchtungen?
- Wie möchten Sie Ihre Lebensvision erreichen?

Haben sich diese Werte und Ziele im Laufe der Zeit verändert? Möglicherweise befassen Unternehmer sich zum ersten Mal mit diesen Fragen. Es ist zwar nie zu spät dafür. Doch es lohnt sich umso mehr, alle Aspekte durchzudenken, wenn die daraus folgenden Entscheidungen über die Art des Verkaufs, den Zeitpunkt, den akzeptablen Preis, die Vermögensplanung und -strukturierung sowie der Anlageprozess aufeinander abgestimmt werden können.

Einige konkretere Fragen sind für die Strukturierung und Formulierung der Prioritäten nützlich und helfen Beratern, die Ziele der Anlagestrategie zu verstehen:

- Wie sehr möchte ich meinen Lebensstandard nach dem Verkauf verändern?
- Welche kurzfristigen Ausgaben muss ich in den nächsten drei bis fünf Jahren finanzieren?
- Habe ich eine bedeutende Anschaffung geplant? Zum Beispiel eine Immobilie? Sammlerstücke?
- Möchte ich die Möglichkeit haben, in eine Geschäftsidee zu investieren, und zum Beispiel ein anderes Unternehmen kaufen?

- Wie würde es aussehen, wenn ich von meinem Vermögen leben würde?

Nicht selten erscheinen einige oder alle dieser Elemente nach einem Verkauf in einem anderen Licht. Bei der Priorisierung der Wiederanlagen im Unternehmen – nach dem Verkauf und sobald das Vermögen liquider ist – können sich sowohl die geplanten Ausgaben als auch die daraus resultierende Anlagestrategie verändern.

Bei UBS verwenden wir den Anlagerahmen «UBS Wealth Way», um Kunden bei der Formulierung eines Vermögensplans zu helfen, ihre unterschiedlichen Ziele erreichen zu können. «UBS Wealth Way» strukturiert das Vermögen in drei Strategien.

- Eine Liquiditätsstrategie für kurzfristige Ausgaben.
- Eine Langlebigkeitsstrategie für Ziele während der Lebenszeit.
- Eine Weitergabestrategie für Ziele nach dem Lebensende.

UBS Wealth Way ist ein Ansatz, der die Vermögensstrategie «Liquidität. Langlebigkeit. Weitergabe.» integriert. UBS Financial Services Inc. und unsere Finanzberater können ihn einsetzen, um den Kunden dabei zu helfen, ihre Anforderungen und Ziele hinsichtlich der Verwaltung ihres Vermögens über verschiedene Zeithorizonte hinweg zu erkunden und zu verfolgen. Es wird keinerlei Versprechen beziehungsweise keine Garantie abgegeben, dass mithilfe dieses Ansatzes ein Vermögen oder ein bestimmtes Finanzergebnis erzielt wird oder werden kann. Alle Anlagen sind mit Verlustrisiken verbunden, einschliesslich des Risikos, das gesamte Anlagekapital zu verlieren. Der zeitliche Rahmen kann jeweils variieren. Die Strategien sind abhängig von den individuellen Kundenzielen, den angestrebten Ergebnissen und der Produkteignung.

Ausserdem sollten die Unternehmer auch überlegen, wie sich ihre Verhaltenspräferenzen und ihre Risikotoleranz verändern könnten. Insbesondere die Haltung gegenüber Risiken könnte sich nach dem Verkauf erheblich verändern. Einige Gründer neigen dazu, mit den Erlösen ihres Verkaufs sehr risikoavers zu werden. Andere sind eher bereit, Risiken einzugehen, da sie das Gefühl haben, dass sie dieses Vermögen notfalls erneut erwirtschaften können. Die mentale Buchführung, also die Tendenz, Geld je nach seiner Herkunft unterschiedlich zu behandeln, äussert sich bei verschiedenen Personen in unterschiedlicher Weise. Daher ist es für einen Unternehmer, der einen Verkauf erwägt, wichtig, sich bewusst zu werden, wie es sich für ihn anfühlt, das Vermögen aus dem Verkauf Risiken auszusetzen, und wie viel Risiko er zu tragen bereit ist.

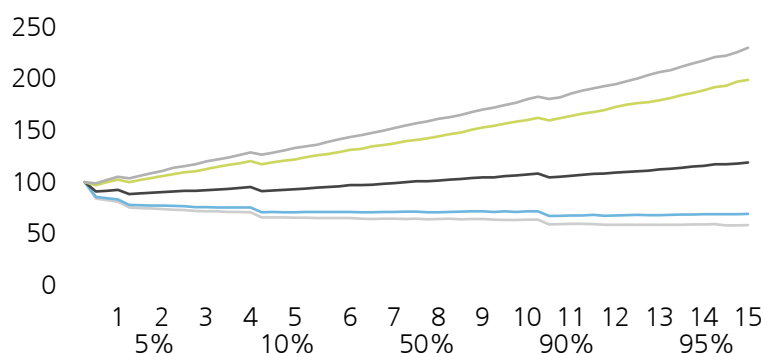
Ein besonderes Thema für Unternehmer während dieses Übergangs betrifft die Kontrolle. Ein intensiver Fokus, der Wunsch, die Kontrolle über die Aktivitäten und Ergebnisse zu haben, und die Bereitschaft, konzentrierte Wagnisse einzugehen, sind einige der Eigenschaften, die erfolgreiche Unternehmer gemein haben. Für

Anleger kann ein gewisser Grad der Delegation jedoch sowohl lohnend als auch befreiend sein. Dies ermöglicht es ihnen, ihre Zeit und Energie neuen Projekten und Interessen zu widmen. Das heisst nicht, dass kein Raum für Direktanlagen in ein Portfolio oder für aktive Ansichten vorhanden ist. Es ist lediglich wichtig, die richtige Strategie, das richtige Risikomanagement und die richtige Überwachung sicherzustellen. Wenn sie nicht bereits über das entsprechende Know-how verfügen, könnten sich Unternehmer, die sich aktiver an der Kapitalanlage beteiligen möchten, über die verschiedenen finanziellen Konzepte informieren, die Berater bei der Allokation der Vermögenswerte verwenden. Sie könnten sich ein Verständnis der breiteren Finanzmärkte, der Risikoarten und der Möglichkeiten zur Beurteilung von Risiken, Anlageprozessen, -modellen, -philosophien und so weiter erarbeiten. In der Tat können sich die Geisteshaltung und das Instrumentarium von langfristigen Vermögensverwaltern überraschend deutlich von den Attributen unterscheiden, die Unternehmer erfolgreich machen.

**Fallbeispiel
Die Kunst der Übergabe: Der Weg eines britischen Unternehmers zur finanziellen Freiheit**

Ein Unternehmer in Grossbritannien erwog den Ausstieg aus seinem Unternehmen, um andere Interessen zu verfolgen und mehr Zeit mit seiner Familie zu verbringen. Ausserdem wollte er mit seiner Familie in die Schweiz übersiedeln. Nach Gesprächen mit Bekannten, die ähnliche Ziele verfolgten, erkannte er die Notwendigkeit, Berater zu Themen wie Steuern, Vermögensstrukturierung und Kapitalanlage einzuschalten. Nachdem er so viele Jahre so intensiv gearbeitet hatte, freute er sich darauf, ein angenehmes Leben zu führen. In Gesprächen mit seinen Beratern konnte er weitere Ziele formulieren, zum Beispiel Kunst zu sammeln und das Nennkapital für seine Kinder zu erhalten. Eine Analyse seiner Finanzlage unter Berücksichtigung seiner Risikotoleranz und seiner geplanten Ausgaben (siehe Abbildung 2) ergab ein unerfreulich hohes Risiko, dass sein Geld dafür nicht reichen würde. Ohne Anpassungen, die in einem auf seine Ziele abgestimmten Finanzplan resultierten, wäre das beeindruckende Vermögen, das er erwirtschaftet hatte, möglicherweise aufgebraucht worden.

Abbildung 2: Vorausschauende Simulation des endgültigen Portfolios, Werte in Perzentilen



Quelle: UBS, QIS; Daten per 31.10.2023, Zeithorizont: 15 Jahre, Anfangsbetrag: CHF 100

**Fallbeispiel
Freunde, Familie und Glaube: Ein
Fall aus Kolumbien verdeutlicht
das Risiko, eine unternehmerische
Geisteshaltung auf die
Vermögensverwaltung
anzuwenden**

Nach einem Liquiditätsereignis wollte ein Anleger in Kolumbien weiterhin aktiv über die Verwendung seines Kapitals entscheiden. Er scheute nicht vor direkten und konzentrierten Anlagen zurück, da er im Zuge des Wachstums seines Unternehmens persönlich erlebt hatte, dass dies attraktive Renditen einbringen kann. Viele Freunde und Familienmitglieder trugen ihm Ideen zu, die eine Pipeline von Anlagemöglichkeiten bildeten. Leider ging es ihm wie vielen in einer solchen Situation: Ein bedeutender Teil dieser Investitionen entwickelte sich nicht erwartungsgemäss, sondern scheiterte letztendlich. Dies resultierte in bedeutenden Verlusten für das Gesamtportfolio. Eine Studie der Harvard Business School unter Leitung von Shikhar Ghosh und Professor Thomas Eisenmann ergab, dass 66 Prozent bis 75 Prozent der durch Wagniskapital finanzierten Unternehmen in den USA die investierten Gelder nicht zurückzahlen.

Darüber hinaus verfügen Gründer möglicherweise über die nötige Kontrolle und ausreichendes Geschick, um in ihrem eigenen Unternehmen Verbesserungen umzusetzen. Bei Minderheitsbeteiligungen ist dies jedoch in der Regel nicht der Fall. Zudem sind die Anlagen normalerweise illiquide, weshalb es nicht möglich ist, rechtzeitig auszusteigen, wenn sich abzeichnet, dass die Transaktion ein Fehlschlag war. Nicht zuletzt verfügt ein Unternehmer zwar möglicherweise über einen Vorteil in einer Branche, über Fachwissen oder über ein gutes Netzwerk, was nicht ausser Acht gelassen werden sollte. Doch wie jede andere Anlage sollten direkte oder Co-Investments im Kontext der breiteren Anlagestrategie betrachtet werden.

Abschnitt 3: Vermögenserhalt als Anleger

Aufgabenliste für Unternehmer

- Eine Liquiditätsstrategie definieren: Planen Sie kurzfristige Aufwendungen ein, damit Sie nicht gezwungen sind, Vermögenswerte zu günstig zu verkaufen.
- Eine Langlebigkeitsstrategie definieren: Konzentrieren Sie sich dabei auf langfristiges Wachstum mit einer Vermögensallokation, die auf Ihre Risikobereitschaft und Ihre Bestrebungen zugeschnitten ist.
- Eine Weitergabestrategie definieren: Die Planung sollte Cashflows umfassen, die über Ihr Leben hinausreichen. Dazu zählen auch philanthropische Ziele und Vermögenswerte für zukünftige Generationen.
- Ihren Anlageplan erstellen: Erarbeiten Sie zusammen mit Finanzexperten einen detaillierten Plan auf der Basis Ihres Profils, der auch Währungen, Anlageklassen und Anlagepräferenzen berücksichtigt.
- Klug umsetzen: Erwägen Sie verschiedene Optionen für die Anlage eines grossen Betrags – alles auf einmal, ein hybrider Ansatz oder vorzugsweise ein dynamischer schrittweiser Aufbau von Engagements im Laufe der Zeit.

Sobald der Verkauf oder Ausstieg stattgefunden hat, ist es Zeit, die Anlagestrategie umzusetzen. Im vorherigen Abschnitt wurde der Anlagerahmen «UBS Wealth Way» angesprochen: Liquidität. Langlebigkeit. Weitergabe. Wie könnte eine solche Strategie nach dem Verkauf aussehen?

Liquidität – Cashflow für kurzfristige Ausgaben

Wenn der Liquiditätsbedarf nicht angemessen geplant wird, sind Kunden unter Umständen gezwungen, Vermögenswerte zu günstig zu verkaufen. Indem der notwendige Cashflow einer Familie für die nächsten zwei bis fünf Jahre ermittelt wird und entsprechende finanzielle Mittel zu dessen Deckung bereitgestellt werden, entsteht ein Puffer zwischen dem Liquiditätsbedarf und den Marktrenditen.

Dadurch sinkt das Risiko, Vermögenswerte mit hohem Renditepotenzial zum falschen Zeitpunkt verkaufen zu müssen. Diese Strategie beinhaltet im Allgemeinen Vermögenswerte mit geringer Volatilität, wie kurzfristige festverzinsliche Wertschriften und Cash sowie Kreditfazilitäten.

Langlebigkeit – für längerfristige Bedürfnisse

Diese Vermögenswerte sollen den Bedarf zu Lebzeiten befriedigen. Während der kurzfristige Liquiditätsbedarf durch die Liquiditätsstrategie gedeckt wird, können diese Vermögenswerte im Hinblick auf langfristiges Wachstum angelegt werden, wobei die Vermögensallokation an die Risikobereitschaft und die Ziele der Familie angepasst wird.

Weitergabe – für Bedürfnisse, die über die eigenen Ansprüche des Anlegers hinausgehen

Diese Strategie ist darauf ausgelegt, das Leben anderer Menschen zu verbessern, sowohl innerhalb der Familie als auch im Rest der Gesellschaft. In vielen Fällen betrifft dies Cashflows, die über das Leben des Anlegers hinausreichen. Sie decken philanthropische Ziele und Vermögenswerte für zukünftige Generationen ab. Da sich diese Strategie auf Chancen in einem sehr langen Anlagehorizont konzentriert, besteht die Möglichkeit, in Anlageklassen mit einer Illiquiditätsprämie zu investieren, wie Private Equity, oder in Anlagethemen, die von langfristigen gesellschaftlichen beziehungsweise technologischen Trends profitieren sollen.

Der zeitliche Rahmen kann jeweils variieren. Die Strategien sind abhängig von den individuellen Kundenzielen, den angestrebten Ergebnissen und der Produkteignung. Es wird keinerlei Versprechen beziehungsweise keine Garantie abgegeben, dass mithilfe dieses Ansatzes ein Vermögen oder ein bestimmtes Finanzergebnis erzielt wird oder werden kann.

Grosse Beträge investieren

In vielen Szenarien steigen Anleger «auf natürliche Weise» am Markt ein und investieren im Laufe der Zeit, wenn sie Dividenden erhalten oder einen Teil ihres Einkommens beiseitelegen. Im Falle eines teilweisen oder vollständigen Verkaufs eines Unternehmens handelt es sich vermutlich um einen bedeutenden Betrag. In diesem Fall rücken Erwägungen über mögliche Umsetzungsstrategien in den Vordergrund. Welche Möglichkeiten gibt es, einen grossen Geldbetrag zu investieren?

Die Theorie kommt zum Schluss, dass es am besten ist, alles auf einmal zu investieren. Die Märkte tendieren in der Regel aufwärts und es kommt nicht oft zu einer Baisse. Andererseits wirkt sich ein Liquiditätsüberschuss bei realer Betrachtung zumeist negativ auf das Portfolio aus. Dadurch wird die Anlagedauer am Markt entscheidend. Wenn es jedoch um grosse Geldbeträge geht, könnte der psychologische Schaden eines sofortigen Kursrückgangs leicht schwerer ins Gewicht fallen als ein moderater statistischer Vorteil.

Fallbeispiel

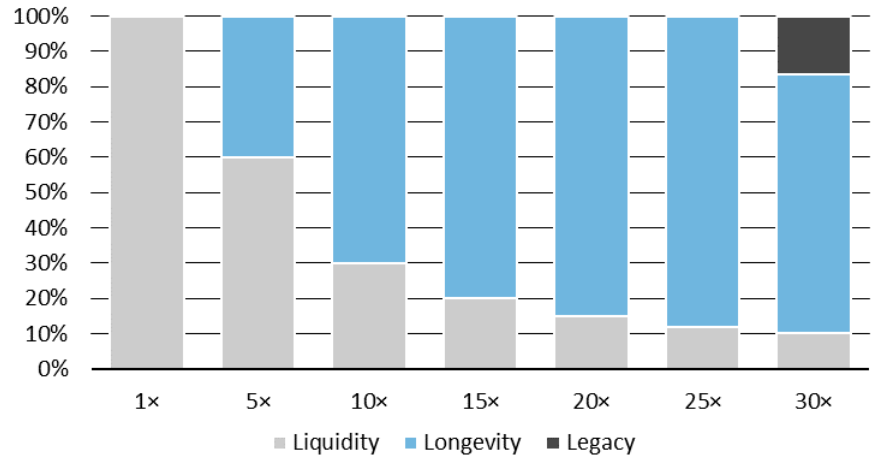
Ein massgeschneiderter Plan: Die praktische Anlagestrategie einer US-Unternehmerin

Eine US-Unternehmerin gründete vor acht Jahren ein Unternehmen im Bereich Clean Beauty und befindet sich jetzt in der Earn-out-Phase ihres Ausstiegs. Etwa zwei Jahre vor dem Verkauf setzte sie sich mit ihren Beratern zusammen, um ihre gesamte finanzielle Situation im Hinblick auf den bevorstehenden Verkaufserlös und die zwischenzeitliche Earn-out-Struktur zu prüfen. Dies ermöglichte eine angemessene Strukturierung sowie eine vorteilhafte Vermögens- und Steuerplanung für die Vermögenswerte. Zusätzlich konnte sie den Anlagerahmen «UBS Wealth Way» nutzen, um ihre Anlagestrategie zu strukturieren. Da das Leben unberechenbar sein kann und sich die Umstände verändern können, steht sie nach wie vor im regelmässigen Kontakt mit ihren Beratern, um ihren Plan zu überprüfen. Zum Beispiel erhält sie während der Earn-out-Phase immer noch Einnahmen, um ihre Ausgaben zu decken. Daher sieht ihre Strategie jetzt anders aus als später, wenn sie die endgültige Auszahlung aus dieser Transaktion erhalten hat und die Liquiditätsstrategie durch Erträge aus der Langlebigkeitsstrategie aufgefüllt werden muss. Abbildung 3 zeigt ein Beispiel dafür, wie das Verhältnis der finanziellen Vermögenswerte zu den jährlichen Ausgaben die Verteilung des Vermögens beeinflussen kann.

Ein anderer Ansatz besteht darin, den gesamten Betrag in Anleihen zu investieren und dann schrittweise in Aktien umzuschichten. Da Anleihen ein geringeres Verlustrisiko aufweisen und sogar im Wert steigen und somit zusätzliches Kapital für den Kauf von Aktien bei Kursrückgängen bieten könnten, verringert dies das psychologische Risiko des Ansatzes, alles auf einmal zu investieren.

Unter Berücksichtigung aller Faktoren ist ein dynamischer, zeitlich gestaffelter Einstieg unserer Meinung nach für die meisten Anleger die beste Strategie. Hierzu ist es nötig, einen klaren Zeitplan aufzustellen, der auch beschleunigt werden kann, wenn der Markt auf ein bestimmtes Niveau abtaucht. Dies kann mit renditeverbessernden Strategien wie dem Verkauf von Put-Optionen kombiniert werden.

Abbildung 3: Illustrative Engagements basierend auf dem Verhältnis der finanziellen Vermögenswerte zu den jährlichen Ausgaben



Quelle: UBS. Der zeitliche Rahmen kann jeweils variieren. Die Strategien sind abhängig von den individuellen Kundenzielen, den angestrebten Ergebnissen und der Produkteignung. Es wird keinerlei Versprechen beziehungsweise keine Garantie abgegeben, dass mithilfe dieses Ansatzes ein Vermögen oder ein bestimmtes Finanzergebnis erzielt wird oder werden kann.

Nicht traditionelle Anlagen

Nicht traditionelle Anlageklassen sind alternative Anlagen wie Hedge Funds, Private Equity, Immobilien und Managed Futures (gemeinsam «alternative Anlagen»). Anteile alternativer Anlagefonds werden nur qualifizierten Anlegern und nur auf Basis von Angebotsunterlagen verkauft, die Angaben zu Risiken, Performance und Kosten dieser alternativen Anlagefonds enthalten. Diese sollten die Kunden unbedingt sorgfältig lesen, bevor sie solche Anteile zeichnen und halten. Eine Anlage in einem alternativen Investmentfonds ist spekulativ und birgt erhebliche Risiken. Insbesondere gilt für diese Anlagen: (1) Sie sind keine Anlagefonds, deshalb unterliegen sie nicht deren regulatorischen Anforderungen. (2) Ihre Performance kann volatil sein und die Anleger können ihr Anlagekapital vollständig oder zu einem erheblichen Teil verlieren. (3) Sie dürfen gehebelte Transaktionen und andere spekulative Investitionspraktiken durchführen, die das Risiko von Anlageverlusten möglicherweise erhöhen. (4) Sie sind langfristige, illiquide Anlagen, es existiert normalerweise kein Sekundärmarkt für die Fondsanteile und es dürfte sich auch keiner herausbilden. (5) Anteile an alternativen Investmentfonds sind meist illiquide und unterliegen Übertragungseinschränkungen. (6) Sie sind möglicherweise nicht verpflichtet, den Anlegern periodische Kurs- oder Bewertungsinformationen zu übermitteln. (7) Sie nutzen meist komplexe Steuerstrategien und Steuerinformationen erreichen die Anleger eventuell verspätet. (8) Sie unterliegen hohen Gebühren, einschliesslich Verwaltungsgebühren sowie anderen Gebühren und Kosten, die allesamt die Gewinne schmälern.

Anteile an alternativen Anlagefonds sind weder Einlagen noch von einer Bank oder einem anderen versicherten Einlageninstitut ausgegebene, verbürgte oder indossierte Schuldverschreibungen, und sie sind nicht durch den Einlagensicherungsfonds (Federal Deposit Insurance Corporation), das Federal Reserve Board oder eine andere staatliche Behörde abgesichert. Interessenten sollten sich vor einer Investition in einen alternativen Anlagefonds über diese Risiken informieren und sich überlegen, ob sie bereit und finanziell in der Lage sind, diese Risiken über einen längeren Zeitraum zu tragen. Ausserdem sollten sie alternative Anlagefonds als Ergänzung eines umfassenden Anlageprogramms betrachten.

Zusätzlich zu den allgemeinen Risiken alternativer Anlagen sind mit einer Investition in diese Strategien noch weitere Risiken verbunden:

- Hedge-Fund-Risiken: Mit Anlagen in Hedge Funds sind spezielle Risiken verbunden, dazu zählen beispielsweise Risiken von Investitionen in Leerverkäufe, Optionen, Small-Cap-Aktien, «Junkbonds», Derivate, notleidende Wertpapiere, Titel von Emittenten ausserhalb der USA und illiquide Anlagen.
- Managed Futures: Managed-Futures-Programme gehen mit typischen Risiken einher. Beispielsweise verfolgen nicht alle Manager zu jeder Zeit sämtliche Strategien. Zudem können Managed-Futures-Strategien stark direktionale Merkmale aufweisen.
- Immobilien: Immobilienbezogene Anlageprodukte und REITs (Real Estate Investment Trusts) weisen typische Risiken auf. Zu den Risikofaktoren zählen Fremdkapitaleinsatz, ungünstige Entwicklungen der Gesamtwirtschaft und der lokalen Marktbedingungen, Änderungen gesetzlicher oder aufsichtsrechtlicher Steuer-, Grundstücks- und Bauvorschriften, Risiken hinsichtlich eines Kapitalabrufs und bei manchen Immobilieninstrumenten Risiken in Bezug auf die Möglichkeit, Steuervergünstigungen geltend zu machen.
- Private Equity: Bei Private-Equity-Anlagen bestehen typische Risiken. Private-Equity-Fonds können kurzfristig Kapital abrufen. Anleger, die einem Kapitalabruf nicht nachkommen, müssen mit erheblichen Nachteilen rechnen, unter anderem mit dem Totalverlust des investierten Kapitals.
- Wechselkurs- / Währungsrisiken: Anleger in Wertpapiere von Emittenten mit Sitz ausserhalb der USA sollten sich bewusst sein, dass Änderungen des Wechselkurses zwischen dem US-Dollar und der «Heimatswährung» des Emittenten selbst bei auf US-Dollar lautenden Wertpapieren unerwartete Auswirkungen auf den Marktwert und die Liquidität dieser Wertpapiere haben können. Solche Wertpapiere können zudem von weiteren Risiken (wie politischen, wirtschaftlichen oder regulatorischen Änderungen) betroffen sein, die US-Anlegern vielleicht nicht ohne Weiteres bekannt sind.

Anhang

Die Anlagebeurteilungen des Chief Investment Office von UBS («CIO») werden durch Global Wealth Management von UBS Switzerland AG (in der Schweiz durch die FINMA beaufsichtigt) oder deren verbundenen Unternehmen («UBS»), die Teil der UBS Group AG («UBS-Konzern») sind, aufbereitet und veröffentlicht. Der UBS-Konzern umfasst die Credit Suisse AG, ihre Tochtergesellschaften, Filialen und verbundenen Unternehmen. Der für Credit Suisse Wealth Management relevante Zusatz-Disclaimer ist am Ende dieses Abschnitts zu finden.

Die Anlagebeurteilungen wurden im Einklang mit den gesetzlichen Erfordernissen zur Förderung der **Unabhängigkeit des Anlageresearch** erstellt.

Allgemeines Anlageresearch – Risikohinweise:

Diese Publikation dient **ausschliesslich zu Ihrer Information** und stellt weder ein Angebot noch eine Aufforderung zur Offertenstellung zum Kauf oder Verkauf von Anlage- oder anderen spezifischen Produkten dar. Die in dieser Publikation enthaltene Analyse ist nicht als persönliche Empfehlung aufzufassen und berücksichtigt weder die Anlageziele noch die Anlagestrategien oder die finanzielle Situation oder Bedürfnisse einer bestimmten Person. Sie basiert auf zahlreichen Annahmen. Unterschiedliche Annahmen können zu materiell unterschiedlichen Ergebnissen führen. Bestimmte Dienstleistungen und Produkte unterliegen gesetzlichen Beschränkungen und können deshalb nicht unbeschränkt weltweit angeboten und/oder von allen Investoren erworben werden. Alle in dieser Publikation enthaltenen Informationen und Meinungen stammen aus als zuverlässig und glaubwürdig eingestuften Quellen, trotzdem lehnen wir jede vertragliche oder stillschweigende Haftung für falsche oder unvollständige Informationen ab (ausgenommen sind Offenlegungen, die sich auf UBS beziehen). Alle Informationen und Meinungen sowie angegebenen Prognosen, Einschätzungen und Marktpreise sind nur zum Zeitpunkt der Erstellung dieser Publikation aktuell und können sich jederzeit ohne Vorankündigung ändern. Hierin geäußerte Meinungen können von den Meinungen anderer Geschäftsbereiche von UBS abweichen oder diesen widersprechen, da sie auf der Anwendung unterschiedlicher Annahmen und/oder Kriterien basieren.

Dieses Dokument oder die darin enthaltenen Informationen (einschliesslich Prognosen, Werte, Indizes oder sonstiger berechneter Beträge («Werte»)) dürfen unter keinen Umständen für folgende Zwecke verwendet werden: (i) für Bewertungs- oder buchhalterische Zwecke; (ii) zur Bestimmung der fälligen oder zahlbaren Beträge, Preise oder Werte von Finanzinstrumenten oder -verträgen; oder (iii) zur Messung der Performance von Finanzinstrumenten, einschliesslich zwecks Nachverfolgung der Rendite oder Performance eines Werts, Festlegung der Vermögensallokation des Portfolios oder Berechnung der Performance Fees. UBS und ihre Direktoren oder Mitarbeiter könnten berechtigt sein, jederzeit Long- oder Short-Positionen in hierin erwähnten Anlageinstrumenten zu halten, in ihrer Eigenschaft als Auftraggeber oder Mandatsträger Transaktionen mit relevanten Anlageinstrumenten auszuführen oder für den Emittenten beziehungsweise eine mit diesem Emittenten wirtschaftlich oder finanziell verbundene Gesellschaft bzw. das Anlageinstrument selbst andere Dienstleistungen zu erbringen. Zudem könnten Mitglieder der Konzernleitung bei der Emittentin oder einer mit ihr verbundenen Gesellschaft als Verwaltungsräte tätig sein. Die von UBS und ihren Mitarbeitern getroffenen Anlageentscheidungen (einschliesslich der Entscheidung, Wertpapiere zu kaufen, verkaufen oder zu halten) könnten von den in den Research-Publikationen von UBS geäußerten Meinungen abweichen oder ihnen widersprechen. Bei Illiquidität des Wertpapiermarkts kann es vorkommen, dass sich gewisse Anlageprodukte nicht sofort realisieren lassen. Aus diesem Grund ist es manchmal schwierig, den Wert Ihrer Anlage und die Risiken, denen Sie ausgesetzt sind, zu quantifizieren. UBS setzt Informationsbarrieren ein, um den Informationsfluss aus einem oder mehreren Bereichen innerhalb von UBS in andere Bereiche, Einheiten, Divisionen oder verbundene Unternehmen von UBS zu steuern. Der Termin- und Optionenhandel eignet sich nicht für jeden Anleger, da ein erhebliches Verlustrisiko besteht und die Verluste den ursprünglich investierten Betrag übersteigen können. Die Wertentwicklung einer Anlage in der Vergangenheit stellt keine Gewähr für künftige Ergebnisse dar. Weitere Informationen sind auf Anfrage erhältlich. Manche Anlagen können plötzlichen und erheblichen Wertverlusten unterworfen sein. Bei einer Liquidation Ihrer Anlagewerte kann es vorkommen, dass Sie weniger zurückerhalten als Sie investiert haben, oder dass man Sie zu einer Zusatzzahlung verpflichtet. Wechselkursschwankungen können sich negativ auf den Preis, Wert oder den Ertrag einer Anlage auswirken. Der/Die Analyst(en), der/die diesen Bericht erstellt hat/haben, kann/können zum Zweck der Sammlung, Zusammenfassung und Interpretation von Marktinformationen mit Mitarbeitern des Trading Desk und des Vertriebs sowie anderen Gruppen interagieren.

Verschiedene Bereiche, Gruppen und Mitarbeitende innerhalb des UBS-Konzerns können **unabhängig voneinander** separate Research-Produkte erstellen und verteilen. Zum Beispiel werden Research-Publikationen des **CIO** von UBS Global Wealth Management erstellt. **UBS Global Research** hingegen wird von UBS Investment Bank erstellt. **Die Research-Methoden und Rating-Systeme der einzelnen Research-Organisationen können voneinander abweichen**, beispielsweise mit Blick auf die Anlageempfehlungen, den Anlagehorizont, Modellannahmen und Bewertungsmethoden. Somit können auch die von den einzelnen Research-Organisationen bereitgestellten Anlageempfehlungen, Ratings, Preisziele und Bewertungen voneinander abweichen oder inkonsistent sein – mit der Ausnahme bestimmter Wirtschaftsprognosen (bei denen UBS CIO und UBS Global Research zusammenarbeiten können). Bei jedem einzelnen Research-Produkt sollten Sie die Einzelheiten zu dessen Methodologie und Rating-System beachten. Nicht alle Kundinnen und Kunden haben Zugang zu allen Produkten von jeder Organisation. Jedes Research-Produkt unterliegt jeweils den Richtlinien und Verfahren der Organisation, von der es verfasst wird.

Die Vergütung des/der Analysten, der/die diesen Bericht erstellt hat/haben, wird ausschliesslich durch Research Management und das Senior Management (ohne Investment Banking) bestimmt. Die Vergütung der Analysten basiert nicht auf den Erträgen aus dem Investment Banking, Verkauf und Handel oder Eigenhandel. Die Vergütung kann jedoch in Bezug zu den Erträgen des UBS-Konzerns als Ganzes stehen, wozu auch das Investment Banking, der Verkauf und Handel sowie der Eigenhandel gehören.

Die steuerliche Behandlung hängt von der individuellen Situation ab und kann sich in Zukunft ändern. UBS erbringt keine Rechts- oder Steuerberatung und macht keinerlei Zusicherung im Hinblick auf die steuerliche Behandlung von Vermögenswerten oder deren Anlagerenditen – weder im Allgemeinen noch in Bezug auf die Verhältnisse und Bedürfnisse eines spezifischen Kunden. Wir können nicht auf die persönlichen Anlageziele, finanziellen Situationen und Bedürfnisse unserer einzelnen Kunden eingehen und empfehlen Ihnen deshalb, vor jeder Investition Ihren Finanz- und/oder Steuerberater bezüglich möglicher – einschliesslich steuertechnischer – Auswirkungen zu konsultieren.

Dieses Material darf ohne vorherige Einwilligung von UBS nicht reproduziert werden. Sofern nicht etwas anderes schriftlich vereinbart wurde, untersagt UBS ausdrücklich jegliche Verteilung und Weitergabe dieses Materials an Dritte. UBS übernimmt keinerlei Haftung für Ansprüche oder Klagen von Dritten, die aus dem Gebrauch oder der Verteilung dieses Materials resultieren. Die Verteilung dieser Publikation darf nur im Rahmen der dafür geltenden Gesetzgebung stattfinden. Informationen darüber, wie das CIO Konflikte regelt und die Unabhängigkeit seiner Anlagebeurteilungen, des Publikationsangebots, des Research sowie der Ratingmethoden aufrechterhält, finden Sie unter www.ubs.com/research-methodology. Weitere Informationen über die jeweiligen Autoren dieser und anderer CIO-Publikationen, auf die in diesem Bericht verwiesen wird, sowie Kopien von vergangenen Berichten zu diesem Thema können Sie bei Ihrem Kundenberater bestellen.

Wichtige Informationen über nachhaltige Anlagestrategien: Nachhaltige Anlagestrategien versuchen, die Faktoren Umwelt, Soziales und Unternehmensführung (ESG) beim Anlageprozess und Portfolioaufbau miteinzubeziehen. Strategien wenden ESG-Analysen je nach der Region unterschiedlich an und integrieren die Ergebnisse auf verschiedene Weise. Die Einbeziehung von ESG-Faktoren oder Aspekten des nachhaltigen Investierens könnte die Fähigkeit von UBS beeinträchtigen, bestimmte Anlagechancen zu nutzen oder zu empfehlen, die andernfalls zu den Anlagezielen des Kunden oder der Kundin passen würden. Die Renditen eines Portfolios, das ESG-Faktoren oder Erwägungen des nachhaltigen Investierens einbezieht, sind unter Umständen geringer oder höher als die eines Portfolios, bei dem UBS keine ESG-Faktoren, Ausschlusskriterien oder anderen Nachhaltigkeitsthemen berücksichtigt. Zudem kann ein solches Portfolio Unterschiede hinsichtlich der Anlagechancen aufweisen.

Externe Vermögensverwalter / Externe Finanzberater: Für den Fall, dass dieses Research oder die Publikation an einen externen Vermögensverwalter oder Finanzberater ausgegeben wird, untersagt UBS dem externen Vermögensverwalter oder Finanzberater ausdrücklich, diese an ihre Kunden und / oder Dritte weiterzugeben beziehungsweise zur Verfügung zu stellen.

USA: Vertrieb an US-Personen ausschliesslich durch UBS Financial Services Inc. oder UBS Securities LLC, Tochterunternehmen von UBS AG. UBS Switzerland AG, UBS Europe SE, UBS Bank, S.A., UBS Brasil Administradora de Valores Mobiliarios Ltda, UBS Asesores México, S.A. de C.V., UBS SuMi TRUST Wealth Management Co., Ltd., UBS Wealth Management Israel Ltd und UBS Menkul Degerler AS sind verbundene Unternehmen von UBS AG. **UBS Financial Services Inc. übernimmt die Verantwortung für die Inhalte von Berichten, welche durch nicht in den USA ansässige Tochterunternehmen erstellt wurden, wenn diese Berichte an US-Personen weitergegeben werden. Alle Transaktionen von US-Personen mit Wertpapieren, die in dieser Publikation erwähnt werden, müssen über ein in den USA zugelassenes Brokerhaus abgewickelt werden und dürfen nicht von einem nicht in den USA ansässigen Tochterunternehmen durchgeführt werden. Der Inhalt dieser Publikation wurde und wird nicht durch irgendeine Wertpapieraufsichts- oder Investitionsbehörde in den USA oder anderswo genehmigt. UBS Financial Services Inc. ist nicht als Berater für irgendeine Kommunalbehörde oder verpflichtete Person im Sinne von Abschnitt 15B der Securities Exchange Act (die «Municipal Advisor»-Regel) tätig. Die in dieser Publikation vertretenen Meinungen und Ansichten stellen keine Empfehlung im Sinne der Municipal Advisor Rule dar und sind auch nicht als solche aufzufassen.**

Länderinformationen finden Sie unter ubs.com/cio-country-disclaimer-gr oder fragen Sie Ihren Kundenberater nach vollständigen Risikoinformationen.

Zusatz-Disclaimer für Credit Suisse Wealth Management

Dieses Dokument erhalten Sie in Ihrer Eigenschaft als Kunde von Credit Suisse Wealth Management. Ihre personenbezogenen Daten werden gemäss der Datenschutzerklärung der Credit Suisse verarbeitet, auf die Sie an Ihrem Domizil über die offizielle Website der Credit Suisse <https://www.credit-suisse.com> zugreifen können. Um Ihnen Marketingmaterial zu unseren Produkten und Dienstleistungen senden zu können, ist die UBS Group AG berechtigt, Ihre grundlegenden personenbezogenen Daten zu verarbeiten (d.h. Kontaktangaben wie Name, E-Mail-Adresse), bis Sie uns mitteilen, dass Sie diese Unterlagen nicht mehr erhalten möchten. Sie können die Zusendung dieser Unterlagen jederzeit durch Mitteilung an Ihren Relationship Manager widerrufen.

Soweit in diesem Dokument nicht anders angegeben und /oder abhängig von der lokalen Einheit der Credit Suisse, von der Sie diesen Bericht erhalten, wird dieser Bericht von der Credit Suisse AG verteilt, einem von der Eidgenössischen Finanzmarktaufsicht (FINMA) zugelassenen und regulierten Unternehmen. Die Credit Suisse AG ist ein Unternehmen der UBS Group.

Fassung D/2023. CIO82652744

© UBS 2024. Das Schlüsselsymbol und UBS gehören zu den eingetragenen bzw. nicht eingetragenen Markenzeichen von UBS. Alle Rechte vorbehalten.