



WEGELIN & Co.

PRIVATBANKIERS SEIT 1741

Anlagekommentar Nr. 265 vom 24. August 2009

## Abschied von Amerika

### 1. Eine Frage der Moral?

Das Abkommen zwischen den USA und der Schweiz, nach welchem für 4'450 Kundennamen der Grossbank UBS Amtshilfe wegen Verdachts auf Steuerbetrug geleistet wird, ist unseres Erachtens in dreierlei Hinsicht bemerkenswert. Zunächst zu erwähnen wäre da einmal, sozusagen anekdotisch, die Schönfärberei, deren sich die involvierten Parteien nach geschlagener Schlacht befleissigten. Alle sprachen von „Erfolg“. Die amerikanische Steuerbehörde IRS ganz gewiss zurecht, denn sie hat das bekommen, was sie wollte, nämlich den Zugriff auf eine grosse Anzahl spezifischer Kundennamen einerseits als auch andererseits eine fortdauernde Unsicherheit bei allen anderen, ob sie wohl ebenfalls dazugehören würden. Die UBS ihrerseits ist froh, keine weitere Busse bezahlen zu müssen und das schwer belastende Gerichtsverfahren los zu sein. Und die schweizerische Regierung sprach insofern von Erfolg, als aus ihrer Sicht mit dem Abkommen die Rechtsstaatlichkeit gewahrt bleibt und den betroffenen Kunden sogar eine Rekursmöglichkeit ans Bundesverwaltungsgericht offensteht.

Verlierer gibt es aber selbstverständlich ebenfalls. Das sind die betroffenen Personen, die als mutmassliche Steuerbetrüger nun die Verfolgung gewärtigen müssen, und denen „man“ bis vor relativ kurzer Zeit versprochen hatte, dass just dies nicht eintreffen würde. „Man“: die betreffende Bank (und nicht nur sie), welche eine explizite Lücke im sogenannten „Qualified Intermediary“-Abkommen (QI) aus dem Jahr 2001 extensiv ausgelegt und intensiv für ihr Geschäft ausgenutzt hatte; die Aufsichtsbehörden, welche diesem Treiben mit vollem Wissen zugesehen hatten, ohne dass je die Gewährfrage gestellt worden wäre; die schweizerische Regierung, welche noch vor wenigen Monaten von „Granit“ gesprochen hatte, auf welchen ausländische Behörden beissen würden, wenn das schweizerische Bankgeheimnis – beispielsweise durch Fischzüge, worum es sich zweifelsohne bei einem Amtshilfebegehren gegen mehrere tausend Kunden handelt – angegriffen würde. „Man“ hatte versprochen, geduldet, Standfestigkeit gemimt – und ist nun umgefallen. Unter dem Schein des

Erfolgs verbirgt sich der Misserfolg eines Treubruchs.

Treue: Kann man davon sprechen, wenn es um so etwas Schändliches wie Steuerhinterziehung oder gar Steuerbetrug geht? Geschieht ihnen doch recht, diesen halbseidenen Reichen, dass sie nun vor den Richter gezerrt werden können! Dies, die gerade auch in schweizerischen Medien mehrfach geäusserte Position der Moralapostel. Es ist, und das wäre die zweite bemerkenswerte Beobachtung, erstaunlich, wie selbstverständlich jene, die „das Gute“ zu vertreten vorgeben, sich vorschnell auf die Seite der Obrigkeit und ihrer finanziellen Bedürfnisse schlagen. Auf die Gefahr hin, wieder einmal gewisse Wirtschaftsethiker aufs Blut zu reizen, sei an dieser Stelle nur ganz kurz angedeutet, welcher Steuerbehörde beziehungsweise welcher Art von Staat sie zudienen: einem Land, das über die letzten 60 Jahre unbestreitbar zu den weltweit aggressivsten Nationen gehört hat. Die USA haben mit Abstand am meisten kriegerische Handlungen, einmal mit, meistens ohne UNOMandat vom Zaun gerissen. Kriegsvölkerrecht wurde verletzt, geheime Gefängnisse unterhalten, fragwürdige Regimes werden gestützt, ein absurder Krieg gegen Drogen geführt mit gravierenden Auswirkungen im Ausland (Kolumbien, Afghanistan) und im Inland (nach glaubwürdigen Quellen reichen die Tentakel der Drogenmafia bis weit in politische Kreise hinein). In geradezu atemberaubender Doppelmoral unterhalten die USA Offshore-Oasen riesigen Ausmasses in Florida, Delaware und andere Teilstaaten. Die Moralapostel stellen sich auf die Seite einer Nation, die immer noch die Todesstrafe kennt und extensiv ausübt, die über ein Rechtssystem verfügt, in welchem sich Anwälte am Unheil ihrer Klienten bereichern können. Haftpflichtprozesse enden oft in Urteilen mit exorbitanten Ansprüchen, was die Geschäftsausübung namentlich für mittelständische Unternehmungen enorm risikoreich macht. Die Moralisten unterstützen geistig ein Land, das seine Infrastruktur verfallen lässt und in zum Teil fragwürdigen Verfahren Verurteilte in hoffnungslos überfüllte Gefängnisse steckt. Sie schanzen Mittel einer Nation zu, die in hoher Regelmässigkeit Krisen in dem von ihr betriebenen Weltfinanzsystem zulässt, ja, eigentlich verursacht, einer Nation, deren Unterschichten weder in den Genuss adäquater Bildung noch eines einigermassen

tauglichen Gesundheitssystem gelangen, einem Land, dessen Wirtschaftssystem immer mehr zum Überkonsum neigte und in welchem Sparen und Investieren mehr und mehr zum Fremdwort wurde, was mit Sicherheit einen der treibenden Faktoren für die gegenwärtige Rezession mit ihren katastrophalen Folgen für die ganze Welt darstellte.

Wer die Moralkeule gegen Steuerhinterzieher schwingt, müsste sich kritische Fragen bezüglich der *Moral der Mittelverwendung* gefallen lassen. Würde man sie ausklammern, dann bliebe allenfalls noch die Frage der Steuergerechtigkeit übrig, die sich aber bekanntlich auch dann stellt, wenn in Sizilien ein Bäcker Zuwendungen an die Ehrenwerte Gesellschaft leisten muss und der andere nicht... Es ist wohl zielführender, wenn man die Moral, gerade in Steuersachen, aus dem Spiel lässt und stattdessen Steuerpflicht, Pflichterfüllung und gegebenenfalls auch die verschiedenen Formen der Vermeidung wertfrei als Gegebenheit, als Resultat gesetzten Rechts und dessen Durchsetzbarkeit betrachtet.

Womit wir beim dritten Punkt sind, der unseres Erachtens bemerkenswert ist. Was genau war das „gesetzte Recht“? Und wie verhält es sich mit dessen Durchsetzbarkeit? Im Jahr 1996 hatten die USA mit der Schweiz ein neues Doppelbesteuerungsabkommen abgeschlossen, in welchem unter anderem auch die Bedingungen für die Amtshilfe in Steuerangelegenheiten neu geregelt wurden. Die Schweiz willigte damals ein, bei „tax fraud and the like“ (Steuerbetrug und dergleichen) behilflich zu sein. Die Ausweitung des Begriffs „Steuerbetrug“ war mit anderen Worten schon lange vorprogrammiert; die USA mussten auf die Durchsetzung nur so lange warten, bis die Schweiz wegen ihrer verunfallten Grossbank UBS angeblich oder vielleicht auch objektiv in die Ecke getrieben war. Eigentlich, so ehrlich sollte man sein, hätte man es wissen müssen: Das schweizerische Bankgeheimnis gegenüber den USA ist nicht 2009, sondern war bereits 1996 gehörig relativiert worden.

Fazit: Es lohnt sich, abseits von jeder politisch motivierten Schönfärberei, fernab von jeglicher echt oder auch lediglich nominell gemeinten Moralität, also *sine ira et studio* die Lage zu analysieren, Lehren zu ziehen und gegebenenfalls danach zu handeln. Genau das wollen wir im folgenden tun, indem wir zwei wichtige Elemente des amerikanischen Steuerrechts näher untersuchen. Und siehe da: In der nächsten Runde der von den Amerikanern inszenierten fiskalischen Durchsetzung wird es nicht mehr um halb- und ganzseidene amerikanische Reiche gehen, sondern auch um Nichtamerikaner, die nie im Leben daran dächten, Steuern hinterziehen zu wollen.

## 2. Hans Rüdüsühli und Muhammad Abdullah: Erbschaftssteuerpflichtig?

Um einigermaßen nachvollziehen zu können, weshalb die Erbschaftssteuer eines ausländischen Staates für Dritte zu einem ernsthaften Problem werden kann, setzt man am besten bei einem grundlegenden Unterschied zwischen dem kontinentalen und dem angelsächsischen Erbrecht an. Auf dem Kontinent herrscht die Vorstellung vor, dass die natürlichen Nachkommen die logischen Destinatäre für hinterlassene Vermögenswerte eines Verstorbenen darstellen. Das kontinentale Erbrecht kennt deshalb die Pflichtteile für nahe Verwandte, und wegen dieser Pflichtteile ist es auch unproblematisch, wo eine allfällige Besteuerung der Erbschaft anzuknüpfen hat: nämlich bei diesen logischen Erben.

Im angelsächsischen Recht sieht die Sachlage anders aus. Es kennt keine Pflichtteile, und in der Konsequenz knüpft denn die amerikanische Erbschaftssteuer beim „Estate“ an, das heisst konkret bei den physisch vorhandenen Sachen wie Liegenschaften, Fahrhabe und bei den Wertschriften, für die unabhängig vom letzten Domizil oder vom steuerlich relevanten Lebensmittelpunkt des Verstorbenen eine Steuerpflicht besteht, falls es sich um US-Wertschriften handelt. Unter US-Wertschrift wird im wesentlichen ein in den Vereinigten Staaten emittierter Titel verstanden, also Aktien von amerikanischen Unternehmungen wie Apple, General Electric und Pfizer, US-Fonds, Obligationen von amerikanischen Schuldner, darunter insbesondere auch Treasury Bills. Das amerikanische Erbschaftssteuerrecht nennt explizit den „US-Citizen“ (also insbesondere auch US-Bürger mit Wohnsitz im Ausland) als auch den „Non-Resident-Alien“. Darunter ist ein Ausländer ohne festen Wohnsitz in den Vereinigten Staaten zu verstehen, was nichts anderes bedeuten kann als sämtliche Nichtamerikaner, die über US-Wertschriften verfügen.

Die amerikanische Erbschaftssteuer ist variabel, der Höchststeuersatz liegt bei 45 Prozent. Für US-Bürger gelten beachtliche Freibeträge in der Höhe von 1 Million US-Dollar und mehr; für Nichtamerikaner liegt die Freigrenze bei 60'000 US-Dollar, falls nicht ein Doppelbesteuerungsabkommen vorliegt, das eine höhere Freigrenze festlegt. Für Schweizer wird der Freibetrag aufgrund des DBA von 1951 basierend auf dem Verhältnis der in den USA gelegenen Vermögensteile zum Gesamtnachlass berechnet. Um die Freigrenze zu beanspruchen, muss der „Estate“, das heisst müssen, kontinentaleuropäisch gesprochen, die Erben gegenüber dem IRS die gesamte, weltweite Hinterlassenschaft offenlegen. Die Kinder von Hans Rüdüsühli sel. aus Melchnau müssen wegen den paar IBM-Aktien, die Hans so innigst geliebt hatte, beim IRS vorstellig werden und dabei eine

Bewertung ihres Heimetli vorlegen. Auffallend ist gewiss das Fehlen von Doppelbesteuerungsabkommen mit Ländern Lateinamerikas, Asiens und des Mittleren Ostens. Herr Abdullah aus, sagen wir, Dubai, typischer Besitzer von Treasuries, Industrial Bonds und GM-Aktien, Kunde von Citibank oder Morgan Stanley, schuldet bei seinem Ableben gegenüber dem amerikanischen Fiskus Erbschaftssteuer. Ihn wird's nicht mehr stören, seine 12 Söhne Omar, Yakub etc. aber möglicherweise umso mehr.

Oder doch nicht? Er hat doch seine Wertschriften in einer institutionellen Struktur, einem Trust oder einer Domizilgesellschaft auf einer der karibischen Inseln untergebracht, und eine Institution kann doch nicht sterben, nicht wahr? Stimmt. Aber die Amerikaner gehen immer mehr dazu über, solche Strukturen als „look-through-entities“ zu behandeln, also auf die wirklich Begünstigten bzw. deren Steuerpflicht zurückgreifen zu wollen.

Weiterer Einwand: Ist doch gar nicht möglich; wie in aller Welt soll die IRS denn die Verknüpfung zwischen der US-Wertschrift und dem ausländischen Verstorbenen herstellen? Wenn die USA nicht einmal über eine Einwohnerkontrolle für ihre eigenen Bürger verfügen – wie sollen sie dann die Welt kontrollieren wollen? Antwort: Müssen sie gar nicht. Vielmehr nimmt das amerikanische Erbschaftssteuerrecht den Testamentsvollstrecker, den „Executor“, in die Pflicht. Wenn er fehlt, tritt an seine Stelle die *Depotbank*. Sie ist für die geschuldete Steuer *haftbar*. Um diese Haftung wegbedingen zu können, werden die amerikanischen Depotstellen ausländischer Banken dazu übergehen, von ihren Partnern in Übersee eine Sperrung der Hinterlassenschaft im Todesfall eines Kunden zu verlangen.

Letzter Einwand: War doch bisher für die Ausländer alles toter Buchstabe! Ja, stimmt ebenfalls. Aber mit der revidierten Auflage des „Qualified Intermediary“-Abkommens wird seitens der USA aller Voraussicht nach von den Banken verlangt werden, dass ein amerikanischer Rechnungsprüfer die Einhaltung der Vereinbarung bei den unterzeichnenden Banken kontrollieren kann. Dadurch wird der direkte und unmittelbare Zugang verschafft zur Verknüpfung der US-Wertschrift mit dem nichtamerikanischen Eigentümer. Wer glaubt, dass dieser Zugang nicht bald einmal in einer Meldepflicht des US-Auditors enden wird, ist so naiv wie jene, die nicht ahnten, dass „*fraud and the like*“ dereinst einmal in einer den Fiskus fast schrankenlos begünstigenden Weise ausgelegt werden würde.

Ein vom früheren Präsidenten Bush unterzeichnetes Gesetz von 2001 sah eine sogenannte „*sunset clause*“ für die damals umstrittene, jedoch wieder neu aufgelegte Erbschaftssteuer vor, was mit „Auslaufdatum“ übersetzt werden könnte. Ohne

Verlängerung würde die „Estate Tax“ im Jahr 2010 dahinfallen und ohne neuen Reformakt ab dem 1. Januar 2011 wieder in Kraft treten. Gegenwärtig arbeitet die Administration Obama nicht nur an einer Verlängerung, sondern auch an einer Verschärfung des Gesetzes in Bezug auf erkannte Schlupflöcher. Zusätzliche unangenehme Überraschungen sind keinesfalls auszuschliessen.

### 3. Verlängerter Arm, qualifiziert

Als zweites gilt es nun, das bereits erwähnte „Qualified Intermediary“-Abkommen genauer anzuschauen. Die USA führten im Jahr 2001 ein neues Quellensteuersystem mit dem Ziel ein, einerseits die komplizierte und kostspielige Rückerstattung erhobener Steuern gegenüber Nicht-steuerpflichtigen künftig zu vermeiden und damit den Zugang zum amerikanischen Kapitalmarkt für Ausländer zu erleichtern, andererseits US-Personen mit Wertschriftendepots bei Intermediären, deren Länder über keinen automatischen Informationsaustausch mit den USA verfügen, zu zwingen, sämtliche US-Beteiligungen in ihrer Steuererklärung zu deklarieren. Die Umsetzung erfolgte mittels einer Quellensteuer in der Höhe von 30 Prozent, von der sich die US-Personen durch Offenlegung ganz, Nicht-US-Personen durch Selbstdeklaration gegenüber dem „Qualified Intermediary“ teilweise, oder, je nach DBA, ganz befreien konnten.

Das QI-Abkommen von 2001 nahm auf Länder mit einem Bankgeheimnis insofern Rücksicht, als die Zuteilung der Kunden zu den einzelnen Kategorien durch die QI selber erfolgen konnte. Die korrekte Einhaltung des Vertrags war dann allerdings Gegenstand einer besonderen Revision in einem durch die US-Steuerbehörde festgelegten Verfahren. Unser Bankhaus gehörte von Beginn an zu den Unterzeichnern des Abkommens und bestand die seitherigen Revisionen in den Jahren 2002 und 2007 klaglos.

Entscheidend in diesem QI-Abkommen sind im wesentlichen drei Definitionen, nämlich jene der US-Person, jene der US-Wertschrift sowie jene der juristischen Person, welche ganz oder teilweise einer US-Person gehört. Währenddem der Begriff US-Wertschrift insofern keine wesentlichen Abgrenzungsprobleme schuf, als er sich durch den faktischen Rückbehalt der Quellensteuer durch die Depotstelle von selbst definierte, stellten und stellen die zwei anderen Begriffe die QI vor beinahe unüberwindliche Probleme und sorgen insofern für erhebliche Rechtsunsicherheit.

So ist es leider völlig *unklar*, wer wirklich zum Kreis von *US-Personen* gehört und wer nicht. Neben dem klar und eindeutig in den USA lebenden US-Bürger gilt nach amerikanischen Vorstellungen auch der in den USA lebende Ausländer, der Besitzer eines Sozialversicherungsausweises oder einer Aufenthaltsbewilligung („Green Card“), der

nicht in den USA lebende US-Bürger sowie derjenige, der einen sogenannten „Substantial Physical Presence Test“ erfüllt hat, als US-Person. Der „Präsenztest“ verfügt über eine besonders reizvolle Ausgestaltung: Er ist nämlich dann erfüllt, wenn sich jemand im aktuellen Jahr mindestens 31 Tage und über die gesamte Periode von drei Jahren insgesamt 183 Tage in den USA aufgehalten hat, wobei im ersten Jahr die Tage zu 1/6, im zweiten zu 1/3 und im dritten Jahr voll gezählt werden. Ein Student, sagen wir Muhammad Abdullahs Sohn Omar, der in Harvard ein MBA absolviert, ist nach dieser Definition mit grosser Wahrscheinlichkeit US-Person. Das Problem: Der QI müsste es wissen. Denn das Abkommen macht ihn zu einer Art verlängertem Arm der amerikanischen Steuerbehörde.

Noch trickreicher ist die Frage, inwieweit Begünstigte von juristischen Personen von der Quellensteuerpflicht erfasst sind oder nicht. Nach dem Wortlaut eindeutig steuerpflichtig sind wirtschaftlich tätige Unternehmungen, also zum Beispiel eine amerikanische Firma mit Wertschriftenbesitz in der Schweiz. Vom QI-Abkommen ausgenommen waren hingegen Trusts, Anstalten und Stiftungen, insoweit sie bestimmten und selbstverständlich auch sehr komplexen Bedingungen genügen. Das war mutmasslich die Reuse, in welche die UBS-Kunden geschleust wurden. Als die Falle voll war, rief die amerikanische Steuerbehörde: Missbrauch, Betrug (and the like...)! Die Reuse hatte sie selber gesetzt.

Vollends heikel wird die Geschichte, wenn eine an sich einwandfrei nicht-amerikanische juristische Struktur sich plötzlich von einer US-Person „vergiftet“ sieht. Nehmen wir an, Herr Abdullah habe seinen Sohn Omar nebst einigen ebenfalls schon erwachsenen Söhnen als Begünstigten in seinem Trust eingesetzt. Omar, durch das amerikanische Steuerrecht zur US-Person geworden, wird für den Trust eine Steuerpflicht generieren, und wenn Herr Abdullah stirbt, wird auf diese Weise vielleicht der ganze Nachlass steuerpflichtig, mutmasslich zu 45 Prozent auf die Masse, weil Herr Abdullah sehr reich war. Vielleicht, vielleicht aber auch nicht. Aber das interessiert auch nicht weiter – der QI hätte es einfach wissen müssen.

Schon mit dem QI-Abkommen von 2001 gingen sämtliche unterzeichnenden Banken weltweit erhebliche Rechtsrisiken gegenüber den amerikanischen Steuerbehörden ein. Selbst wenn man nicht, wie das bei der UBS offenbar geschehen war, mittels Alinghi und anderer Akquisitionsmittel aktiv auf Kundentanz in den USA ging, allein der Umstand, dass praktisch unmerklich jemand von einer Nicht-US-Person zu einer US-Person werden kann, ist eigentlich ein unhaltbarer Zustand, weil man auf diese Weise völlig schuldlos in die Situation einer Fehldeklaration geraten kann.

#### 4. Grünes Buch mit rotem Inhalt

In einem Dokument, „General Explanations of the Administration’s Fiscal Year 2010 Revenue Proposals“ oder „Greenbook“ genannt, gab die Regierung Obama im Mai 2009 ihre Absichten zu verschiedenen Steuerfragen bekannt. Neben der Idee, die amerikanischen Unternehmungen, welche im Ausland tätig sind, vermehrt zur Bezahlung von Steuern in den USA zu zwingen, stehen die Verlängerung der „Estate Tax“ und die Verschärfung des QI-Regimes im Vordergrund. Im wesentlichen versucht die Regierung Obama, den Geltungsbereich des QI-Regimes auszudehnen und sämtliche vorhandenen und denkbaren Schlupflöcher zu stopfen. Im einzelnen sind sieben wesentliche Änderungen zu erwähnen:

1. Die Definition der „US-Wertschrift“ wird ausgedehnt. Unter das QI-Regime werden künftig auch Equity Swaps auf US-Wertschriften und die Wertschriftenleihe fallen. Damit soll ausgeschlossen werden, dass US-Persons ganz und Non-US-Persons teilweise die Quellensteuer auf dem Wege eines OTC-Kontraktes umgehen können. Gemäss „Greenbook“ verzichtet man jedoch (vorläufig?) auf die Erweiterung des QI-Abkommens auf Fonds oder Derivate, welche amerikanische Wertschriften replizieren.
2. Für US-Personen wird neu verlangt, dass auch Erträge und Bruttoerlöse aus nicht-amerikanischen Quellen rapportiert werden. Damit soll das QI-Abkommen auf das gesamte übrige weltweite Finanzuniversum ausgedehnt und die Offenlegung sämtlicher US-Personen, also namentlich solcher, die sich infolge Verzichts auf US-Wertschriftenvermögens bisher ausserhalb des QI-Rahmens bewegt haben, erzwungen werden. Falls sich ein Intermediär dem QI-Regime entziehen möchte, erfolgt zwingend ein Quellensteuerabzug von 30 Prozent, die nur der Begünstigte, nicht aber der Intermediär zurückfordern kann.
3. Das „Greenbook“ strebt die zwingende Auflegung der Quellensteuer von 30 Prozent auf amerikanischen Wertschriftenbesitz von nichtamerikanischen Gesellschaften an. Die allfällige Rückforderung muss durch die Gesellschaft selbst unter Offenlegung ihrer Besitzerstruktur erfolgen. Ausnahmen für Pensionskassen, kotierte Publikumsgesellschaften usw. sind laut „Greenbook“ möglich.
4. Ferner wird die Einführung einer Quellensteuer von 20 Prozent auf allen Bruttoverkaufserlösen bei Vermittlung einer Transaktion an einen Intermediär ohne QI-Abkommen und in einem Land ohne Doppelbesteuerungsabkommen bzw. ungenügendem Informationsaustausch stipuliert.

5. Das „Greenbook“ sieht eine Deklarationspflicht vor für Transaktionen grösser als 10'000 US-Dollar von beziehungsweise an US-Personen bei einem Intermediär ohne QI-Abkommen.
6. Neu wird auch die Erfassung oder Meldung des Erwerbs oder der Gründung einer „Offshore Entity“ im Auftrag einer US-Person an die IRS vorgeschrieben.
7. Schliesslich ist der Beizug eines amerikanischen Revisors für die Überprüfung der Einhaltung des QI-Abkommens vorgesehen. Der Prüfungsbericht muss von dieser amerikanischen Prüfperson mitunterzeichnet werden.

Diese Aufzählung von vorgesehenen Neuerungen ist nicht zwingend vollständig und kann auch kleinere Ungenauigkeiten enthalten, denn die angelsächsische Rechtssprache entzieht sich bekanntlich dem hier üblichen gesunden Menschenverstand. Klar ist aber, dass die USA versuchen, aufgrund ihrer fast uneingeschränkten Machtposition in Bezug auf die internationalen Transaktionssysteme (Swift, Clearingsysteme, Depotstellen) und aufgrund der grundsätzlich gegebenen Attraktivität ihres Kapitalmarkts der Welt ihre Vorstellungen aufzuzwingen. Es steht ausser Frage, dass für die Unterzeichner dieser neuen Version des QI-Abkommens das Geschäftsmodell der grenzüberschreitenden Vermögensverwaltung, zumindest was die US-Persons betrifft, revidiert werden muss. Sowohl das schweizerische Bankgeheimnis als auch die österreichische oder luxemburgische Lesart, eigentlich aber auch sämtliche angelsächsisch geprägten Strukturen, wie sie von London, Dubai, Singapur und Hong Kong aus betrieben werden, stehen zur Debatte. Die USA wollen, was die US-Persons betrifft, das grenzüberschreitende Geschäft ausradieren.

Nun kann man mit Fug sagen, dass dies, soweit es wirklich nur ihre eigenen Landsleute betrifft, ihr gutes Recht ist. Und insofern, als sie ihr Recht infolge ihrer Machtposition auf der Welt durchzusetzen in der Lage sind, muss – wir haben uns ja eine möglichst wertfreie Analyse vorgenommen! – davon Kenntnis genommen, die eigene Geschäftstätigkeit angepasst, allenfalls redimensioniert werden. Das Greenbook ist ausserordentlich intelligent konzipiert worden. „No escape“, kein Schlupfloch, so muss die Zielsetzung geheissen haben. Allein, *zu Ende gedacht* wurde die Angelegenheit leider *nicht*. Das wahre Problem liegt nicht in der Schärfe des Gesetzes für die Amerikaner, sondern in der *Unschärfe der effektiven Steuerpflicht* und dem daraus resultierenden unverhältnismässigen Kontroll- und Verwaltungsaufwand. Die enorm expansive Sicht auf alles, was US-Persons sein könnte, und die potentiell geradezu imperialistische Ausdehnung der Erbschaftsteuerpflicht auf die ganze Welt erhöht die

Risiken, auf dem amerikanischen Kontinent und damit im US-Kapitalmarkt zu investieren erheblich. Dies einerseits für die Investoren an sich, ernsthafter aber eigentlich für die Intermediäre, denen das bisherige QI-Abkommen bereits Daumenschrauben angelegt hatte, welche das vorgesehene Abkommen aber in den Schraubstock klemmen wird. Es zeichnet sich ab, dass es schlicht zu gefährlich werden wird, amerikanische Wertschriften zu besitzen, als Depotstelle für Dritte zu halten oder als Bank zu handeln.

## 5. Die Achillesferse der USA

Die Befindlichkeit des eigenen Kapitalmarkts: Daran haben die cleveren Geister aus der amerikanischen Steuerbehörde IRS mit grosser Wahrscheinlichkeit nicht gedacht. Ihre einseitig auf Maximierung des Steuereinkommens ausgerichteten Regulierungsvorschläge gehen von einer völlig problemlosen, unangefochtenen Attraktivität der USA als Zielland für Investoren weltweit aus. Diese Annahme ist unseres Erachtens *kreuzfalsch*. Weshalb?

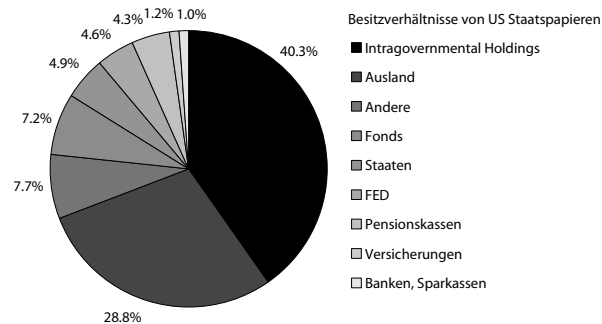
Ein Blick auf die Verschuldungssituation der Vereinigten Staaten genügt, um zu erkennen, dass es nebst Erdöl sozusagen nur *ein* als strategisch zu bezeichnendes Element gibt, das die USA in den kommenden Jahren brauchen werden: *Kapital*. Die (ausgewiesene) Verschuldung der öffentlichen Hand, das heisst von Bund, Teilstaaten und Kommunen zusammen betrug im Jahr 2008 rund 70 Prozent des Bruttoinlandprodukts. Durch die Übernahme von Schulden im Zuge der Finanzkrise dürfte der explizite Verschuldungsgrad bis ins Jahr 2014 deutlich über 100 Prozent des BIP zu liegen kommen. Die Zinslast wird sich bis dahin, mit moderaten Annahmen gerechnet, von heute etwa 10 Prozent der gesamten Staatseinnahmen auf rund 20 Prozent verdoppeln.

Soweit das allgemein Bekannte. Weniger bewusst ist dem Publikum, dass diese explizite Sicht natürlich auch in den USA, genau so wie in vielen maroden Staaten Europas, nicht einmal die Hälfte der Wahrheit dessen wiedergibt, was implizit eigentlich vom Staat alles an künftigen Leistungen versprochen worden ist. Korrekt verbucht, das heisst als wahrscheinliche künftige Zahlungsströme auf den gegenwärtigen Zeitpunkt diskontiert, würde sich das Bild deutlich verdüstern. Es gibt Studien, so zum Beispiel jene des Frankfurter Instituts vom November 2008, die von einer Totalverschuldung der USA von bis zu 600 Prozent (!) des Bruttoinlandprodukts ausgehen.

Doch auch das ist nur ein Teil der Wahrheit. Wenn man nämlich einen Blick darauf wirft, wer zu den wesentlichen Gläubigern der hochverschuldeten öffentlichen Hand Amerikas gehört, dann zeigt sich etwas sehr Erstaunliches: Es ist die öffentliche Hand selber! Gemäss einer Studie von

Sprott Asset Management, einer durch intelligente makroökonomische Analysen bekannten kanadischen Vermögensverwaltungsfirma, befanden sich im Jahr 2008 von total rund 10 Billionen ausstehenden öffentlichen Schulden mehr als 4 Billionen oder etwa 40 Prozent in der Hand von sogenannten „Intragovernmental Holdings“. Zu diesen Holdings gehören Institutionen der sozialen Wohlfahrt, deren Vermögen, das gebildet wurde, um (halbwegs) den künftigen Verpflichtungen nachzukommen, in speziellen Schuldpapieren des Schatzamts angelegt ist. Diese Schuldpapiere heissen „Intragovernmental Bonds“. Der zahlungspflichtige Destinatär von, beispielsweise, Medicare, der amerikanischen Gesundheitsvorsorge, ist mit anderen Worten indirekte Finanzquelle für das Schatzamt. Seltsam, bemerkenswert, oder eher: erschreckend. Der Schuldner ist zugleich Gläubiger.

### Eigenfinanzierung der besonderen Art



Bemerkung: Zahlen beziehen sich auf den 31. Dezember 2008

Quelle: Financial Management Service (Bureau of the United States Department of the Treasury). Ownership of Federal Securities und Federal Reserve Statistical Release.

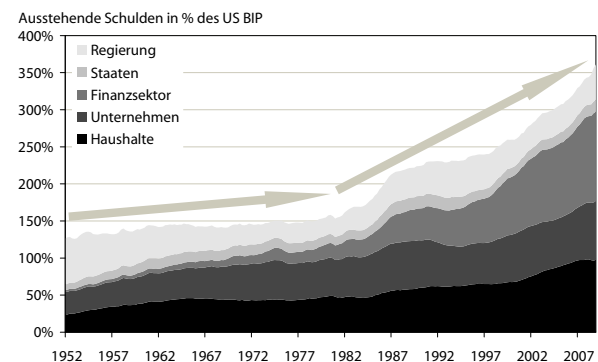
Um Aktiva mit realer Werthaltigkeit handelt es sich bei den betreffenden „Intragovernmental Bonds“ mit Gewissheit nicht. Denn wenn man im Geiste die beiden Bilanzen, jene des Schatzamtes und jene der besagten Institutionen konsolidiert, dann ergibt sich eine tautologische Situation, die nur dann nicht in einer totalen Wertlosigkeit der Aktiven der sozialen Wohlfahrtstrusts endet, solange das Schatzamt in der Lage ist, sich am Kapitalmarkt in immer höherem Masse zu bedienen. Schauen wir deshalb einmal auf diese alles entscheidende Mittelflussrechnung.

Gemäss besagter kanadischer Studie musste das amerikanische Schatzamt im Jahr 2008 eine Neuverschuldung in der Höhe von 705 Milliarden Dollar finanzieren. Sie wurden zur Deckung des Budgetdefizits von 455 Milliarden sowie eines Spezialdefizits für den Irak- und Afghanistankrieg von 250 Milliarden gebraucht. Im Jahr 2009 wird die Neuverschuldung etwas mehr als 2'000 Milliarden Dollar betragen, wobei die mittelöstliche Kriegskasse mit rund 200, das „ordentliche“ Budgetdefizit mit 1'845 Milliarden zu Buche schlagen. Jemand muss diese Schulden kaufen, finanzieren. Wie verhalten sich aber die einzelnen Gläubiger-

kategorien? Die Nummer 2 in der Rangliste der Gruppe von Gläubigern, die „Foreign and International Holders“, das heisst die Gesamtheit aller ausländischen Gläubiger wie Notenbanken, Staatsfonds, Privatinvestoren und dergleichen kauften im Jahr 2008 rund 560, in diesem Jahr aber insgesamt erst 460 Milliarden Dollar. In den Monaten März und April waren sie Nettoverkäufer von US-Staatspapieren. Andere Kategorien wie Pensionskassen, Staaten und Kommunen und Anlagefonds scheinen sich in diesem Jahr ebenfalls tendenziell eher der Staatspapiere zu entledigen. Das bedeutet, dass die üblichen Finanzierungsquellen des amerikanischen Staats schlicht am Versiegen sind; die letzte Rettung kommt von der amerikanischen Notenbank, welche mit ihrem „Quantitative Easing“ genannten Programm zum Drucken von Neugeld derzeit Monat für Monat bis zur Hälfte aller neu emittierten Schuldpapiere aufkaufen muss.

Das geht so lange gut, als es gut geht. Ein *Ponzi-Schema*, darum handelt es sich zweifelsohne, funktioniert so lange, als das Wachstum der Überschuldung keine Zweifel an der fortgesetzten Leistungsfähigkeit des Schemas im Publikum aufkommen lässt oder der Mittelfluss zum Schema durch andere Einflüsse nicht wesentlich gestört wird. Das Madoff-Schema brach bekanntlich erst und nur zusammen, weil einzelne Gläubiger in Liquiditätsschwierigkeiten geraten waren und Gelder abziehen mussten.

### Hoffnungslos verschuldet



Quelle: Federal Reserve. Flow of Funds Account.

Wir sind nun der Meinung, die Kombination der kapitalmarktfeindlichen Pläne der US-Steuerbehörden mit der spezifischen Finanzierungsnot des Schatzamtes könnte zu einer solchen Situation führen. Denn schon das Wachstum der Verschuldung allein wäre Anlass genug, die Zweifel an der Leistungsfähigkeit zu wecken oder zu nähren. Die obenstehende Grafik zeigt den langfristigen Verlauf der gesamten US-Verschuldung, das heisst der öffentlichen Hand, der Privathaushalte und der Wirtschaft, im Vergleich zur Wirtschaftsleistung auf. Es ist offensichtlich, dass seit etwa 30 Jahren zusätzliches Wachstum nur unter Inkaufnahme einer immer höher werdenden Verschuldung generiert werden konnte. Pro Dollar Wachstum

entsteht heute etwa 4 Dollar zusätzliche Verschuldung.

Und wohlgedacht: Von der Qualität des Wachstums haben wir noch gar nicht gesprochen – bekanntlich fand es über die letzten 15 Jahre in zunehmendem Masse primär im Konsum und bei den Staatsausgaben statt; die USA sind ausserordentlich investitionsschwach. Es wird bei weitem zu wenig Zukunftspotential aufgebaut.

## 6. Die Ratten verlassen den Kahn

Es kann kein Zufall sein, dass just zum selben Zeitpunkt zwei der prominentesten und auch erfolgreichsten amerikanischen Investoren, Warren Buffett und Bill Gross, sich in sehr deutlichen Worten gegen ihre Heimwährung und gegen Anlagen in US-Staatspapieren gewendet haben. In einem „Op-Ed“ in der „New York Times“ vom 18. August 2009 beschreibt Buffett mit ähnlichen Annahmen und Beobachtungen wie Sprott Asset Management die derzeitige Finanzierungsnot des Schatzamts und beklagt sich über die Notwendigkeit, dass die Notenbank als ultimativer Gläubiger unter Zuhilfenahme der Notenpresse in solchem Masse einspringen muss. Buffett wörtlich: „Die Wirtschaft der Vereinigten Staaten scheint zwar aus der Notfallstation entlassen und auf dem Weg der Besserung zu sein. Aber die enormen Dosen von monetärer Medizin müssen weiterhin bewältigt werden, und wir werden für sehr lange Zeit an den Nebeneffekten leiden. Bis jetzt sind diese zwar unsichtbar und könnten es auch für eine Weile bleiben. Aber es könnte auch sein, dass sie gefährlich werden wie die Finanzkrise zuvor.“ Buffett befürchtet hohe Inflationsraten, und rät konsequenterweise vom Kauf langfristiger Schatzanleihen ab.

Bill Gross von der Pacific Investment Management Co. (Pimco), welche den weltweit grössten Obligationenfonds verwaltet, hält die Anleger dazu an, Dollar-Anlagen zu verkaufen, „bevor Notenbanken und Staatsfonds dasselbe tun“. Es sei Zeit, Kurserholungen der amerikanischen Währung zu nutzen, um seine Währungsdiversifikation in Ordnung zu bringen. Der etwas vorlaute Rohstoff-Spezialist Jim Rogers stösst ins gleiche Horn und nennt auch gleich noch seine neue Lieblingswährung: den chinesischen Yuan. Seine Haltung wird, deutlich seriöser untermauert, von Hossein Askari, Professor an der George Washington University, sekundiert. In einem sehr lesenswerten Artikel in der „Asia Times“ vom 6. August 2009 plädiert er darüber hinaus dann aber für eine *Weltwährung*, die „keine Staatsschulden (!) und keine Stimulierungsmassnahmen finanzieren dürfte“.

Weit davon entfernt, die Dinge überbewerten oder dramatisieren zu wollen, müssen unseres Erachtens solche Signale ernstgenommen werden. Ge-

nauso, wie man den Exodus der Ratten aus einem Schiff nicht auf die leichte Schulter nehmen darf. Denn sie kennen das Schiff an seinen entscheidenden Stellen oft deutlich besser als der Kapitän und seine Offiziere. Das mindeste, was wir an Garstigkeiten für die USA und insbesondere für die Treasury erwarten, sind in Zukunft deutlich höhere Finanzierungskosten für die ausgegebenen Schulden. Den Beitrag der amerikanischen Steuerbehörden zu dieser Verteuerung durch die beschriebene Fernhaltestrategie gegenüber Ausländern schätzen wir mittelfristig auf etwa 50 Basispunkte. Und genau hierin liegt der Rechenfehler der Administration Obama: Zwar wird die aggressive Gangart gegenüber Steuerflüchtlingen zusätzliche Mittel, möglicherweise in Milliardenhöhe, einspielen – der Preis dafür wird aber exorbitant hoch sein. 50 Basispunkte Zinsaufschlag auf eine Gesamtschuld des öffentlichen Haushalts von mehr als 10 Billionen US-Dollar macht 50 Milliarden Mehrkosten per annum aus. Die Rechnung wird nicht aufgehen: Um das wettzumachen, bräuchte es zusätzliches Steuersubstrat in der Höhe von etwa 2 Billionen US-Dollar.

## 7. Ohnehin unattraktiv

Kommt dazu, dass die stupende amerikanische Mehrverschuldung ja keineswegs nur ein Problem des Schatzamtes ist, sondern darüber hinaus der gesamten Wirtschaft als solcher. Der gefräßige Schuldner Staat verdrängt den privaten Schuldner von den Finanzierungstöpfen. Man nennt dies den „Crowding Out-Effekt“. Mit der „Quantitative Easing“-Politik der Notenbank will man diesem Effekt entgegenwirken. Gleichzeitig subventioniert man gestrauchelte Banken und ganze Industriegruppen wie die Automobilhersteller mit enormen Beiträgen, was im Endeffekt selbstverständlich zu einer zusätzlichen Verzerrung beziehungsweise zu einer krassen Benachteiligung des nichtsubventionierten Teils der Wirtschaft führt.

Diese insgesamt unternehmerfeindliche, Investitionen benachteiligende Politik wird noch unterstrichen durch völlig unverhältnismässige Bemühungen zur Verschärfung der Regulierung für kleine Unternehmungen. Dem „Wall Street Journal“ entnehmen wir, dass in Washington Gesetze bereit liegen, welche kleinen Venture Capital-Unternehmungen, also genau jenen, die den Aufschwung beispielsweise in Silicon Valley ausgemacht hatten, Berichterstattungspflichten auferlegen wollen, die wegen des administrativen Aufwands schlicht unerträglich sein werden. Dies, weil man befürchtet, dass Hedge Funds, welche man, zurecht oder auch nicht, gerne besser kontrolliert sähe, in das Kleid solcher Venture Capital Firmen schlüpfen könnten. Wenn sich Washington durchsetzt, dann bedeutet dies das Aus für viele kleine Unternehmungen mit 10 oder 20 Mitarbeitern.

Die Administration Obama tappt in der gegenwärtigen Wirtschaftskrise in dieselbe Falle, in die ihr grosses Idol, Franklin D. Roosevelt, im Zuge des völlig zu Unrecht als vorbildlich taxierten „New Deal“ geraten war. Roosevelt, getrieben von keynesianischem Gedankengut und vom Glauben an die Machbarkeit eines Aufschwungs durch geeignete staatliche Interventionen, nahm im Verlaufe der Dreissiger Jahre den Unternehmern jegliche Hoffnung, durch eigene Leistung wieder einmal zu Geld zu kommen. Wer zu billig produzierte, wurde gerichtlich verfolgt, die Grosskonzerne wurden in krasser Weise von der Regierung bevorzugt, die Eigentumsrechte mehr und mehr in Frage gestellt. Ohne das exogene Ereignis des Zweiten Weltkriegs wäre Roosevelt in die Reihe der ganz erfolglosen US-Präsidenten eingereiht worden.

Die Finanzkrise hat in den USA (und nicht nur dort) kapitalismus- und damit kapitalmarktfeindlichen Kräften Momentum verliehen. Das verspricht für diesen Teil der Welt wenig Gutes, macht aber den Abschied für den Anleger etwas leichter. Unser Bankhaus ist daran, über seine Berater den Anlagekunden aus Gründen der drohenden Erbschaftssteuern und wegen der Unsicherheit, ob man nicht auf die eine oder andere Weise zur US-Person gekürt werden könnte, derzeit den *Ausstieg* aus sämtlichen *Direktanlagen* in amerikanischen Wertschriften zu empfehlen.

Es sei nicht verschwiegen, dass wir mit dieser Aktion auch das Risiko der Bank als Intermediär deutlich verringern wollen. Falls wir unter den verschärften Bedingungen den QI-Status aufrechterhalten, werden wir den Bestand an amerikanischen Wertschriften so reduziert haben, dass uns der Verkehr mit den ungeliebten Behörden in Übersee faktisch erspart bleibt. Wer als Anleger aus Diversifikationsgründen US-Exposure braucht, kann es sich über nichtamerikanische Wertschriften aufbauen – Derivate und Fonds sind ja vom „Greenbook“ von der Quellensteuer ausdrücklich ausgeschlossen. Und da wir annehmen, dass nicht nur wir eine Politik der Verabschiedung aus dem amerikanischen Kapitalmarkt vollziehen, gehen wir davon aus, dass sich das Universum von nichtamerikanischen Wertschriften mit amerikanischem Exposure noch deutlich erhöhen wird.

Vielleicht findet auch Herr Abdullah aus Dubai Gefallen daran.

Möglicherweise sollte er aber auch nicht. Denn wenn das Bild des tautologischen Gebäudes rund um das amerikanische Schatzamt zutrifft, dann müsste man zumindest mit den Nominalwerten extrem vorsichtig sein. Treasury Bonds und Bills wären dann eindeutig überbewertet, ebenso der US-Dollar als Ganzes, was natürlich auch gegen alle übrigen US-Obligationen sprechen würde. Aus unserer Sicht lohnt sich nicht einmal ein Engagement in US-Aktien wirklich. Ihr Wert liegt nach unseren Berechnungen trotz Abwertung in der Finanzkrise rund 12 Prozent über dem langfristig fairen Kursniveau, währenddem europäische Aktien zu fast 17 Prozent unterbewertet sind. In diese Berechnungen sind die Effekte künftiger Steuer- und Zinserhöhungen noch nicht einbezogen.

Wir leben in einer Epoche, in der sich die *Gewichte* auf der Welt *am Verschieben* sind. Asien steigt auf, Brasilien vermutlich ebenfalls, Australien wird lachender Dritter sein, Europa kann sich möglicherweise noch einmal im Wiederaufschwung dieser Länder positionieren. Den USA bleiben die unbestreitbar vorhandene Militärmacht und die Schulden- und Problemlage. Redimensionierungsprozesse bergen, weil sie schmerzhaft sind und die Schuld dafür lieber auf Dritte überwältigt wird, in sich aggressives Potential. Die Schweiz bekommt dies derzeit zu spüren. Damit wird es aber nicht sein Bewenden haben. „Aggressives Potential“ und wirtschaftliche Entfaltung schliessen sich gegenseitig aus. Deshalb ist man wohl gut beraten, ganz generell den Abschied von Amerika zu vollziehen. Das schmerzt, denn die USA waren einmal die vitalste Marktwirtschaft der Welt. Aber bis auf weiteres muss es heissen: It's time to say Goodbye.

KH, 24.08.2009