

## Verschärfung der Lex Koller Gründe für eine Ablehnung

27.01.2014

Derzeit werden zwei Verschärfungen der Lex Koller im Schweizer Parlament diskutiert. In der ersten Motion wird gefordert, dass der Erwerb betrieblich genutzter Immobilien wieder unter die Bewilligungspflicht fallen soll. Die zweite Motion verlangt, dass der Erwerb von Anteilen an Immobilienfonds und börsenkotierten Immobiliengesellschaften durch Personen im Ausland auch wieder der Lex Koller unterstellt wird. Beide Motionen wurden Mitte Dezember 2013 vom Nationalrat angenommen und werden demnächst im Ständerat behandelt. Vor dem Hintergrund von unpräzisen und zum Teil nicht den Tatsachen entsprechenden Aussagen in den beiden Motionen werden nachstehend die Dinge ins richtige Licht gerückt.

### Argumente gegen die Motion «Gewerbeimmobilien»

**Falsches Bild dominiert die Debatte:** Die Preisentwicklung auf dem schweizerischen Immobilienmarkt hängt von inländischen und nicht von ausländischen Faktoren ab. Der Anteil ausländischer Investoren ist in der Schweiz gemäss einer Untersuchung von Wüest & Partner, in der 900 Einzeltransaktionen analysiert wurden, mit 13% viel zu klein, um als Preistreiber zu wirken. Die Analyse bezieht sich dabei auf das Jahr 2006. Der Ausbruch der Finanzkrise im Jahr 2007 führte dazu, dass sich zahlreiche ausländische Investoren vom Schweizer Immobilienmarkt zurückzogen. Sie sind seitdem erst teilweise wieder zurückgekehrt, daher dürfte der durchschnittliche Anteil ausländischer Investoren in Wahrheit geringer sein, als in der Debatte angenommen wird. Für ausländische Investoren sind die tiefen Renditen in der Schweiz oftmals unattraktiv. Die Motion dürfte entsprechend kaum eine Wirkung auf die Preisentwicklung entfalten. Die Preisentwicklung ist in hohem Masse hausgemacht.

**Verwechslung von Immobilienmarkt und Mietermarkt:** Ausländische Investoren erhöhen das Angebot. Ein steigendes Angebot kann Mietanstiege dämpfen. Die Motion suggeriert jedoch, dass die Präsenz von ausländischen Investoren auch die Mieten in die Höhe treibe. Dabei muss ökonomisch zwischen dem Eigentümermarkt und dem Nutzermarkt unterschieden werden. Anlagedruck mag die Preise von Immobilien auf dem Eigentümermarkt erhöhen, auf die vorherrschenden

Mieten hat der ausländische Investor indessen keinen Einfluss. Diese werden auf dem Mietermarkt bestimmt. Langfristig bewirkt Anlagedruck ein Mehrangebot und sinkende Mieten. Beobachten lässt sich das aktuell auf dem Schweizer Büroflächenmarkt, auf dem die Mieter zurzeit am längeren Hebel sitzen.

**Im Höhepunkt sollte man nicht die Regeln ändern:** Die Motion ist kurzfristig und aus einer momentanen Marktsituation entstanden, die von starken Preisanstiegen geprägt ist. Es ist ein grosses Risiko, auf dem Höhepunkt des Zyklus die Spielregeln zu ändern und die Anzahl potenzieller Nachfrager unnötigerweise zu reduzieren. Die Hausse dauert nicht ewig. Es werden wieder Zeiten kommen, in denen Schweizer Investoren Immobilienobjekte abstossen wollen. Wer soll dann als Käufer einspringen? Dannzumal wird man um ausländische Käufer froh sein, auch wenn sie keinen grossen Anteil ausmachen. Fehlen ausländische Gelder, fehlt eine wertvolle Stütze. In nicht allzu ferner Zukunft werden die Schweizer Pensionskassen gar auf ausländische Käufer angewiesen sein. Wegen der demografischen Entwicklung werden die Pensionskassen dereinst per Saldo Kapital auflösen müssen. Schliesst man die ausländischen Investoren vom Markt aus, stellt sich die Frage, wer dann diese Kapitalanlagen kaufen wird.

**Ausländische Nachfrage ergänzt einheimische:** Ausländische Investoren diversifizieren die Nachfrage. Sie haben oftmals andere Präferenzen als Schweizer Anleger und unterscheiden sich dadurch von den heimischen institutionellen Investoren. Erstere haben zumeist höhere Renditevorstellungen, sind dafür aber auch oftmals bereit, höhere Risiken einzugehen als hiesige Baugenossenschaften, Pensionskassen und Privatinvestoren. Die Investitionen von Personen im Ausland sind folglich eher eine Ergänzung des Immobilienmarktes als eine Konkurrenz für die inländischen Akteure. Insbesondere für Grosstransaktionen sind ausländische Käufer eine wichtige Marktstütze. Nur wenige Pensionskassen in der Schweiz wären in der Lage gewesen, den Verkauf des Bürogebäudes «Uetlihof» der Credit Suisse in der Grössenordnung von CHF 1 Mrd. zu stemmen, ganz zu schweigen davon, dass eine solche Transaktion wegen der BVG-Anlagerichtlinien für eine inländische Kasse gar nicht möglich gewesen wäre.

**Ausländische Investoren tragen auch Verluste:** Die Motion wendet sich dagegen, dass Gewinne auf dem Immobilien-

markt ins Ausland abfliessen. Dabei unterlässt sie es zu erwähnen, dass erhebliche Risiken und auch Verluste von ausländischen Kapitalgebern zu tragen sind. Spezifisch im Hotelsegment engagieren sich diverse ausländische Investoren in der Schweiz, gehen hohe Risiken ein und werden wohl auch den einen oder anderen Verlust verkraften müssen. Es spricht Bände, dass die Motion hier plötzlich keinen Handlungsbedarf mehr erkennt und sogar Ausnahmen zum Schutz der Schweizer Hotellerie zulassen will.

**Wirtschaftliche Integration ist keine Einbahnstrasse:** In einem Zeitalter, in dem der ungehinderte Fluss von Gütern, Kapital und Personen international propagiert wird, muss die Schweiz damit rechnen, dass ihre Abschottungstendenz unliebsame Retorsionsmassnahmen auslöst. Als kleine, offene Volkswirtschaft ist die Schweiz auf den Zugang zu ausländischen Märkten angewiesen.

**Rechtssicherheit nicht aufs Spiel setzen:** 2007 wollte der Bundesrat die Lex Koller noch aufheben, um volkswirtschaftliche Impulse auszulösen; jetzt soll sie sogar verschärft werden. Das Hin und Her dürfte den jüngst entstandenen Eindruck im Ausland, dass es mit der Rechtssicherheit in der Schweiz nicht mehr weit her ist, weiter zementieren. Es steht mithin auch die Glaubwürdigkeit unserer politischen Behörden auf dem Spiel.

**Den Ruf einer wirtschaftsliberalen und wirtschaftsfreundlichen Schweiz nicht gefährden:**

Die wirtschaftsfeindlichen Vorstösse der letzten Zeit, die auch von ausländischen Arbeitgebern mit Sorge beobachtet werden, wären um ein Beispiel reicher und könnten dem Bild einer wirtschaftsliberalen Schweiz schaden. Die Folgen solcher Unsicherheiten sind nicht zu unterschätzen.

**Rechtsprechung sichert den Fall «Umzonungen» bereits:**

Die Motion will verhindern, dass ausländische Investoren bei Umzonungen letztlich doch in den Besitz von Wohnimmobilien gelangen. Eine strenge, aber recht klare Praxis des Bundesgerichts läuft darauf hinaus, dass Grundstücke, die als Betriebsstätten erworben wurden, dem Ausländer immer als Betriebsstätten dienen müssen. Diesen Zweck erfüllen umgezonte Grundstücke nicht mehr, sodass nachträglich eine Bewilligungspflicht festgestellt werden könnte. Die Rechtsprechung genügt in diesem Fall und macht keine Gesetzesverschärfung notwendig.

**Argumente gegen die Motion «Indirekte Immobilienanlagen»**

**Geringe ausländische Anteile an Schweizer AGs und Fonds:** Die Anteile ausländischer Investoren an Schweizer Aktiengesellschaften (AGs) und Fonds variieren stark, dürften im Mittel jedoch bei maximal 20% liegen. Das zeigen einzelne Geschäftsberichte von Schweizer Immobilienaktiengesellschaften. Im Falle der Immobilienfonds beschränken sich die Anteile ausländischer Investoren sogar auf wenige Prozentpunkte. Der Anteil von Investoren, welche beispielsweise im CS Real Estate Funds LivingPlus gebucht sind und ihr Domizil nicht in der

Schweiz haben, ist mit 5% sehr klein. Hinter Beteiligungen, die im Ausland gebucht sind, stehen nicht selten wieder Schweizer Institute, weil diese Halteform für sie Vorteile hat. Den echten Ausländeranteil in diesem Fonds schätzen wir demnach auf gerade mal 2%.

**Geringe Konkurrenz:** Die Konkurrenz durch die kotierten Immobiliertitel wird generell überschätzt. Im Vergleich zu Baugenossenschaften, Pensionskassen und Privaten, die zusammen den Markt für Wohnliegenschaften dominieren, sind Fonds und insbesondere Immobilien-AGs stärker in Geschäftsliegenschaften investiert. Berücksichtigt man zudem den vergleichsweise geringen Anteil ausländischer Investoren in Fonds und Immobilien AGs, ist das Konkurrenzpotenzial verschwindend gering und rechtfertigt keine Rechtsanpassung.

**Potenziell schwerwiegende Konsequenzen:** Die Umsetzung der Motion wäre mit etlichen ernsthaften Problemen verbunden, für welche sich zum heutigen Zeitpunkt keine praktikable Lösungen abzeichnen. An der Börse wird die Herkunft eines Anlegers zurzeit nicht überprüft. Es müsste also ein Herkunftsnachweis implementiert werden. Doch wer würde die Richtigkeit dieser Angaben überprüfen? Die Börsen agieren heute global, funktionieren voll elektronisch und kennen keine Landesgrenzen. Im Falle einer Verschärfung der Lex Koller wäre demnach unklar, wie der rein schweizerische Handel sichergestellt werden könnte. Ausländer könnten beispielsweise über Indexfonds weiterhin Anteile an Schweizer Immobilien erwerben. Lupenrein liesse sich das Problem nur mittels einer Dekotierung lösen.

**Motion schadet denen, die sie zu schützen vorgibt:** Auch wenn über den Weg der Vinkulierung der Erwerb von Wertpapieren in der Schweiz grundsätzlich eingeschränkt werden kann, verträgt sich eine Vinkulierung nicht mit dem Börsenhandel. Vinkulierte Wertpapiere können prinzipiell zwar zum Börsenhandel zugelassen werden, bedingen jedoch, dass das Zustimmungserfordernis nicht zu einer Störung des Börsenhandels führt. Dies ist dann der Fall, wenn die Zustimmung zu einem Erwerb nur in Ausnahmefällen verweigert würde. Der generelle Ausschluss von Personen im Ausland geht jedoch weit über Ausnahmefälle hinaus und wäre für die Abwicklung von Massengeschäften, den eigentlichen Zweck des Börsenhandels, ungeeignet. Wie schon erwähnt, lässt sich das Problem nur mit der Dekotierung lösen – notabene der Dekotierung eines ganzen Marktsegments mit einer Marktkapitalisierung von CHF 26 Mrd. Damit würde die Verkehrsfähigkeit von Fondsanteilen erheblich eingeschränkt. Die Anteilseigner von Schweizer Immobilienfonds müssten eine Verschlechterung der Liquidität und Preisrückgänge der bestehenden Titel hinnehmen. Institutionelle Anleger, vor allem Versicherungen und Pensionskassen, zählen zu den grössten Anteilseignern der Schweizer Immobilienfonds. Je nach Fonds macht deren Anteil mehr als die Hälfte aus. Sie wären damit die grossen Leidtragenden einer Verschärfung der Lex Koller. Dadurch entstünden genau denjenigen Pensionskassen die grössten Nachteile, welche die Motion in ihrer Begründung zu schützen vorgibt.

**Motion steht quer zur Finanzplatzstrategie:** Der Finanzplatz Schweiz bemüht sich, mit dem Asset Management – neben der traditionellen Vermögensverwaltung – auch international ein zweites Standbein aufzubauen. Im Real Estate Asset Management verfügt die Schweiz bereits über eine grosse Expertise und kann einige Erfolge verbuchen, auf denen sich aufbauen liesse. Es wäre strategisch wenig klug, genau diesen Bereich mit einer Verschärfung der Lex Koller zu schwächen.

**Zusammengefasst:** Die Preiseffekte einer erneuten Unterstellung unter die Lex Koller wären gering, weil der Anteil des ausländischen Kapitals massiv überschätzt wird. Dieses macht nur einen Bruchteil des inländischen Kapitals aus, wirkt eher komplementär als konkurrenzierend, würde bei einem Abschwung die Wertverluste limitieren und damit die Volatilität reduzieren. Die möglichen negativen Konsequenzen der Motion stehen demzufolge in keinem Verhältnis zum Problem, das bei Licht betrachtet gar keines ist. Dafür würde die Umsetzung der Motion dem Standortfaktor Rechtssicherheit in der Schweiz einen Bärendienst erweisen und der bereits vorherrschenden Verunsicherung Vorschub leisten. Der Vorstoss gehorcht einer kurzsichtigen Logik, entspringt dem Höhepunkt einer zyklischen Entwicklung und wäre ein schlechter Ratgeber für eine ruhige Hand bei der Rechtssetzung in der Schweiz.

## Wie es im politischen Prozess weitergeht

Sofern auch der Ständerat beiden Motionen oder auch nur einer davon zustimmt, muss der Bundesrat in den kommenden Monaten den Entwurf einer revidierten Lex Koller in die Wege leiten. Dieses wird im Rahmen des Gesetzgebungsprozesses nach einem Vernehmlassungsverfahren dem National- und Ständerat zugestellt. Stimmen beide Räte der Gesetzesanpassung zu, wird diese – vorbehaltlich eines fakultativen Referendums – umgesetzt. Beide Motionen sind politisch breit abgestützt. Unterstützt werden sie nicht nur vom linken politischen Lager, sondern auch von etlichen bürgerlichen Parlamentariern. Damit ist derzeit ein finales Ja zur Verschärfung der Lex Koller alles andere als abwegig.

## Anhang

### Details zur Motion «Gewerbeimmobilien»

Die Motion «Wiederherstellung von betrieblich genutzten Immobilien unter die Bewilligungspflicht der Lex Koller» verlangt, dass Betriebsliegenschaften wieder unter die Lex Koller fallen. Entsprechende Ausnahme ist seit 1997 in Kraft. Wird die Motion angenommen, können ausländische Investoren ohne Ausnahmebewilligung keine Betriebsliegenschaften mehr erwerben. Als Betriebsliegenschaften gelten Liegenschaften wie Büro-, Gewerbe- und Detailhandelsbauten sowie Hotels, nicht aber Ferienwohnanlagen. Ausnahmen sollen jedoch bei Hotelliegenschaften geprüft werden. Begründet wird der Vorstoss insbesondere damit, dass der Boden und nicht das Kapital der limitierende Faktor auf dem Schweizer Immobilienmarkt ist und

verhindert werden muss, dass die Gewinne ins Ausland abfliessen. Daneben vermuten die Initianten, dass das Vorhandensein von ausländischen Investoren die Preise von Gewerbeimmobilien sowie deren Volatilität erhöht hat. Hinzu kommt die Problematik von Mischnutzungen mit Wohnflächen, was die Lex Koller in Bezug auf Wohnimmobilien aushöhle. Zudem führe die Anlagemöglichkeit in Gewerbeimmobilien zusätzliches Kapital in die Schweiz, was den Druck auf den Franken erhöhe.

### Details zur Motion «Immobilienanlagen»

Die Motion «Aufhebung der Privilegierung des Erwerbs von Anteilen an Immobilienfonds und börsenkotierten Immobiliengesellschaften in der Lex Koller» verlangt, dass der Erwerb von Anteilen an Immobilienfonds und börsenkotierten Immobiliengesellschaften durch Personen im Ausland wieder der Lex Koller unterstellt wird. Damit wären ausländische Investitionen in Immobilienfonds und in börsenkotierte Immobiliengesellschaften bewilligungspflichtig. Die entsprechende Ausnahme ist erst seit April 2005 in Kraft. Gemäss den Initianten unterläuft das derzeitige System den Zweck der Lex Koller, dass Gewinne aus Boden- und Immobilienbesitz im Inland bleiben und wieder investiert werden. Die Berücksichtigung von ausländischen Investoren sei unnötig, da börsenkotierte Immobiliengesellschaften und Immobilienfonds Pensionskassen, Baugenossenschaften und Private konkurrenzieren und damit die Immobilienpreise in die Höhe treiben. Dies schmälere die Rendite der Pensionskassen und treibe die Mieten weiter in die Höhe. Zudem erhöhe das zusätzlich in die Schweiz fließende Kapital den Aufwertungsdruck auf den Franken.

## Impressum

### Herausgeber

Giles Keating  
Head of Research for Private Banking & Wealth Management  
Tel. +41 44 332 22 33  
E-Mail: [giles.keating@credit-suisse.com](mailto:giles.keating@credit-suisse.com)

Fredy Hasenmaile  
Head Real Estate Research & Regional Research  
Tel. +41 44 333 89 17  
E-Mail: [fredy.hasenmaile@credit-suisse.com](mailto:fredy.hasenmaile@credit-suisse.com)

### Besuchen Sie uns auf dem Internet

[www.credit-suisse.com/research](http://www.credit-suisse.com/research)

### Copyright

Die Publikation darf mit Quellenangabe zitiert werden.  
Copyright © 2014 Credit Suisse Group AG und/oder mit ihr verbundene Unternehmen. Alle Rechte vorbehalten

## Autoren

Fredy Hasenmaile  
Tel. +41 44 333 89 17  
E-Mail: [fredy.hasenmaile@credit-suisse.com](mailto:fredy.hasenmaile@credit-suisse.com)

Dr. Christian Kraft  
Tel. +41 44 333 73 14  
E-Mail: [christian.kraft@credit-suisse.com](mailto:christian.kraft@credit-suisse.com)

## Offenlegungen

### Bestätigung

Alle in diesem Bericht aufgeführten Analysten bestätigen hiermit, dass die in diesem Bericht geäusserten Ansichten über Unternehmen und deren Wertschriften mit ihren persönlichen Ansichten über sämtliche hier analysierten Unternehmen und Wertschriften übereinstimmen. Die Analysten bestätigen darüber hinaus, dass eine bereits erhaltene oder zukünftige Entschädigung in keiner Art und Weise direkt oder indirekt mit den in diesem Bericht ausgedrückten Empfehlungen oder Ansichten in Verbindung steht.

Die in diesem Bericht erwähnten Knowledge Process Outsourcing Analysten (KPO-Analysten) sind bei der Credit Suisse Business Analytics (India) Private Limited angestellt.

### Wichtige Offenlegungen

Die Credit Suisse veröffentlicht Research-Berichte nach eigenem Ermessen. Dabei bezieht sie sich auf Entwicklungen in den analysierten Unternehmen, im Sektor oder Markt, die für die im Bericht geäusserten Meinungen und Ansichten wesentlich sein können. Die Credit Suisse veröffentlicht ausschliesslich unparteiische, unabhängige, eindeutige, faire und nicht irreführende Anlagestudien.

Der für alle Mitarbeiterinnen und Mitarbeiter der Credit Suisse verbindliche Code of Conduct ist online unter folgender Adresse abrufbar:

[https://www.credit-suisse.com/governance/doc/code\\_of\\_conduct\\_de.pdf](https://www.credit-suisse.com/governance/doc/code_of_conduct_de.pdf)

Weitere Informationen finden Sie im Dokument «Unabhängigkeit der Finanzanalyse» unter folgender Adresse:

[https://www.credit-suisse.com/legal/pb\\_research/independence\\_de.pdf](https://www.credit-suisse.com/legal/pb_research/independence_de.pdf)

Die Entschädigung der für diesen Research-Bericht verantwortlichen Analysten setzt sich aus verschiedenen Faktoren zusammen, darunter dem Umsatz der Credit Suisse. Einen Teil dieses Umsatzes erwirtschaftet die Credit Suisse im Bereich Investment Banking.

### Zusätzliche Offenlegungen für folgende Rechtsordnungen

**Vereinigtes Königreich:** Weitere Offenlegungsinformationen für den Bereich Fixed Income erhalten Kunden der Credit Suisse (UK) Limited und der Credit Suisse Securities (Europe) Limited unter der Telefonnummer +41 44 333 33 99.

Weitere Informationen wie Offenlegungen im Zusammenhang mit anderen Emittenten erhalten Sie online auf der Seite «Disclosure» der Credit Suisse unter folgender Adresse:

<http://www.credit-suisse.com/disclosure>

## Allgemeiner Haftungsausschluss / Wichtige Information

Informationen zu den mit Anlagen in die hierin behandelten Wertpapiere verbundenen Risiken finden Sie unter folgender Adresse:

<https://research.credit-suisse.com/riskdisclosure>

Alle Hinweise auf die Credit Suisse beziehen sich ebenfalls auf mit ihr verbundene Unternehmen und Tochtergesellschaften. Weitere Informationen über die Organisationsstruktur finden sich unter folgender Adresse:

[http://www.credit-suisse.com/who\\_we\\_are/de/](http://www.credit-suisse.com/who_we_are/de/)

Die Informationen und Meinungen in diesem Bericht wurden von der Abteilung Research der Division Private Banking & Wealth Management der Credit Suisse am angegebenen Datum erstellt und können sich ohne vorherige Mitteilung ändern. Aufgrund unterschiedlicher Bewertungskriterien können die in diesem Bericht geäusserten Ansichten über einen bestimmten Titel von Ansichten und Beurteilungen des Credit Suisse Research Department der Division Investment Banking abweichen oder diesen widersprechen. Die vorliegende Publikation ist nicht für die Verbreitung an oder die Nutzung durch natürliche oder juristische Personen bestimmt, die Bürger eines Landes sind oder in einem Land ihren Wohnsitz bzw. ihren Gesellschaftssitz haben, in dem die Verbreitung, Veröffentlichung, Bereitstellung oder Nutzung dieser Informationen geltende Gesetze oder Vorschriften verletzen würde oder in dem die Schweizer Bank Credit Suisse AG, oder ihre Tochter- und verbundenen Unternehmen («CS») Registrierungs- oder Zulassungspflichten erfüllen müssten. Alle Informationen in dieser Publikation unterliegen dem Copyright der CS, sofern nicht anders angegeben. Weder der Bericht noch sein Inhalt noch Kopien davon dürfen ohne die vorherige schriftliche Genehmigung durch die CS verändert, übertragen, kopiert oder an Dritte verteilt werden. Alle in diesem Bericht verwendeten Warenzeichen, Dienstleistungsmarken und Logos sind Warenzeichen oder Dienstleistungsmarken

bzw. eingetragene Warenzeichen oder Dienstleistungsmarken der CS oder ihrer verbundenen Unternehmen.

Der Bericht wurde einzig zu Informationszwecken publiziert und ist weder ein Angebot noch eine Aufforderung zum Kauf, Verkauf oder zur Zeichnung von Wertpapieren oder ähnlichen Finanzinstrumenten. Die CS bietet keine Beratung hinsichtlich der steuerlichen Konsequenzen einer Anlage und empfiehlt Anlegern, einen unabhängigen Steuerberater zu konsultieren. Zu beachten ist insbesondere, dass sich die Steuerbasis und die Höhe der Besteuerung ändern können.

Die CS hält die im Disclosure-Anhang des vorliegenden Berichts enthaltenen Informationen und Meinungen für richtig und vollständig. Die Informationen und Meinungen in den übrigen Abschnitten des Berichts stammen aus oder basieren auf Quellen, die die CS als zuverlässig erachtet. Dennoch kann keine Gewähr für die Richtigkeit oder Vollständigkeit der Informationen geleistet werden. Weitere Informationen sind auf Anfrage erhältlich. Die CS lehnt jede Haftung für Verluste aus der Verwendung dieses Berichts ab, es sei denn, dieser Haftungsausschluss steht im Widerspruch zu einer Haftung, die sich aus bestimmten für die CS geltenden Statuten und Regelungen ergibt. Dieser Bericht ist kein Ersatz für eine unabhängige Beurteilung. Die CS hat möglicherweise eine Handelsidee zu diesem Wertpapier veröffentlicht oder wird dies möglicherweise in Zukunft tun. Handelsideen sind kurzfristige Handlungsempfehlungen, die auf Marktereignissen und Katalysatoren basieren, wohingegen Unternehmensempfehlungen Anlageempfehlungen darstellen, die auf dem erwarteten Gesamtertrag im 6 bis 12-Monats-Horizont basieren, gemäss der Definition im Disclosure-Anhang. Da Handelsideen und Unternehmensempfehlungen auf unterschiedlichen Annahmen und Analysemethoden basieren, könnten die Handelsideen von den Unternehmensempfehlungen abweichen. Ausserdem hat die CS möglicherweise andere Berichte veröffentlicht oder wird möglicherweise Berichte veröffentlichen, die im Widerspruch stehen zu dem vorliegenden Bericht oder zu anderen Schlussfolgerungen gelangen. Diese Berichte spiegeln die verschiedenen Annahmen, Einschätzungen und Analysemethoden wider, auf denen sie basieren, und die CS ist in keiner Weise verpflichtet, sicherzustellen, dass der Empfänger Kenntnis von anderen entsprechenden Berichten erhält. Die CS ist involviert in zahlreiche Geschäfte, die mit dem genannten Unternehmen in Zusammenhang stehen. Zu diesen Geschäften gehören unter anderem Handel, Risikoarbitrage, Market Making und anderer Eigenhandel.

Die Informationen, Meinungen und Schätzungen in diesem Bericht entsprechen der Beurteilung durch die CS am angegebenen Datum und können sich ohne vorherige Mitteilung ändern. Der Bericht kann Internet-Adressen oder die entsprechenden Hyperlinks beinhalten. Die CS hat die Inhalte der Internet-Seiten, auf die Bezug genommen wird, nicht überprüft und übernimmt keine Verantwortung für deren Inhalte, es sei denn, es handelt sich um eigene Internet-Seiten der CS. Die Adressen und Hyperlinks (einschliesslich Adressen und Hyperlinks zu den eigenen Internet-Inhalten der CS) werden nur als Annehmlichkeit und Information für Sie veröffentlicht, und die Inhalte der Seiten, auf die verwiesen wird, sind keinesfalls Bestandteil des vorliegenden Dokuments. Der Besuch der Internet-Seiten oder die Nutzung von Links aus dem vorliegenden Bericht oder der Internet-Seite der CS erfolgt auf Ihr eigenes Risiko.

### Distribution von Research-Berichten

Wo im Bericht nicht anders vermerkt, wird dieser Bericht von der Schweizer Bank Credit Suisse AG verteilt, die der Zulassung und Regulierung der Eidgenössischen Finanzmarktaufsicht untersteht. **Australien:** Dieser Bericht wird von der Credit Suisse AG, Sydney Branch (CSSB) (ABN 17 061 700 712 AFSL 226896), ausschliesslich an «Wholesale-Kunden», definiert nach s761G des Corporations Act 2001, verteilt. CSSB übernimmt keine Gewähr, noch macht sie Zusicherungen zur Wertentwicklung der in diesem Bericht erwähnten Finanzprodukte. **Bahamas:** Der vorliegende Bericht wurde von der Schweizer Bank Credit Suisse AG erstellt und im Namen der Credit Suisse AG, Nassau Branch, verteilt. Diese Niederlassung ist ein bei der Securities Commission der Bahamas eingetragener Broker-Dealer. **Bahrain:** Dieser Bericht wird von der Credit Suisse AG, Bahrain Branch, verteilt, die über eine Zulassung der Central Bank of Bahrain (CBB) als Investment Firm Category 2 verfügt und von dieser reguliert wird. **Brasilien:** Die hierin enthaltenen Angaben dienen lediglich zu Informationszwecken und sollten nicht als ein öffentliches Angebot für Wertpapieren in Brasilien verstanden werden. Hierin erwähnte Wertschriften sind möglicherweise nicht bei der brasilianischen Börsenaufsicht CVM (Comissão de Valores Mobiliários) registriert. **Deutschland:** Die Credit Suisse (Deutschland) AG untersteht der Zulassung und Regulierung der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin). Sie verbreitet Finanzanalysen an ihre Kunden, die durch ein mit ihr verbundenes Unternehmen erstellt worden sind. **Dubai:** Diese Informationen werden von der Credit Suisse AG, Dubai Branch, verteilt, die über eine ordnungsgemässe Lizenz der Dubai Financial Services Authority (DFSA) verfügt und unter deren Aufsicht steht. Finanzprodukte oder -dienstleistungen in diesem Zusammenhang richten sich ausschliesslich an Grosskunden mit liquiden Mitteln von über USD 1 Mio., die über ausreichend Erfahrung in Finanzfragen verfügen, um sich im Sinne eines Grosskundengeschäfts in Finanzmärkten engagieren zu können, und die regulatorischen Kriterien für eine Kundenbeziehung erfüllen. **Frankreich:** Dieser Bericht wird von der Credit Suisse (France) verteilt. Diese ist ein Anbieter von Investitionsdienstleistungen und verfügt über eine Zulassung der Autorité de Contrôle

Prudential (ACP).. Die Credit Suisse (France) untersteht der Aufsicht und Regulierung der Autorité de Contrôle Prudential und der Autorité des Marchés Financiers.

**Gibraltar:** Dieser Bericht wird von der Credit Suisse (Gibraltar) Limited verteilt. Die Credit Suisse (Gibraltar) Limited ist eine unabhängige Gesellschaft, die zu 100 % im Besitz der Credit Suisse ist. Sie untersteht der Regulierung der Gibraltar Financial Services Commission.

**Guernsey:** Dieser Bericht wird von der Credit Suisse (Channel Islands) Limited verteilt, einer unabhängigen Rechtseinheit, die in Guernsey unter der Nummer 15197 und unter der Anschrift Helvetia Court, Les Echelons, South Esplanade, St Peter Port, Guernsey, eingetragen ist. Die Credit Suisse (Channel Islands) Limited ist zu 100% im Besitz der Credit Suisse AG. Sie wird von der Guernsey Financial Services Commission überwacht. Der jeweils aktuelle testierte Jahresabschluss ist auf Anfrage erhältlich.

**Hongkong:** Der vorliegende Bericht wird in Hongkong von der Credit Suisse AG, Hong Kong Branch, herausgegeben. Die Credit Suisse AG, Hong Kong Branch, ist als Authorized Institution der Aufsicht der Hong Kong Monetary Authority unterstellt und ist ein eingetragenes Institut nach Massgabe der «Securities and Futures Ordinance» (Chapter 571 der gesetzlichen Vorschriften Hongkongs).

**Indien:** Der Vertrieb des vorliegenden Berichts erfolgt durch die Credit Suisse Securities (India) Private Limited («Credit Suisse India»), die vom Securities and Exchange Board of India (SEBI) beaufsichtigt wird unter den SEBI-Registrierungsnummern INB230970637, INF230970637, INB010970631 und INF010970631 und deren Geschäftsadresse wie folgt lautet: 9th Floor, Ceejay House, Plot F, Shivsagar Estate, Dr. Annie Besant Road, Worli, Mumbai 400 018, Indien, Tel. +91-22 6777 3777.

**Italien:** Dieser Bericht wird in Italien einerseits von der Credit Suisse (Italy) S.p.A. verteilt, einer gemäss italienischem Recht gegründeten und registrierten Bank, die der Aufsicht und Kontrolle durch die Banca d'Italia und CONSOB untersteht, sowie andererseits von der Credit Suisse AG, einer Schweizerischen Bank mit Lizenz zur Erbringung von Banking und Finanzdienstleistungen in Italien.

**Japan:** Dieser Bericht wird von Credit Suisse Securities (Japan) Limited, Financial Instruments Dealer, Director-General of Kanto Local Finance Bureau (Kinsho) No. 66, Mitglied der Japan Securities Dealers Association, Financial Futures Association of Japan, Japan Investment Advisers Association und Type II Financial Instruments Firms Association, ausschliesslich in Japan verteilt. Credit Suisse Securities (Japan) Limited wird diesen Bericht nicht ausserhalb Japans verteilen oder in Länder ausserhalb Japans weiterleiten.

**Jersey:** Der Vertrieb des vorliegenden Berichts erfolgt durch die (Channel Islands) Limited, Jersey Branch, die von der Jersey Financial Services Commission beaufsichtigt wird. Die Geschäftsadresse der Credit Suisse (Channel Islands) Limited, Jersey Branch, in Jersey lautet: TradeWind House, 22 Esplanade, St Helier, Jersey JE2 3QA.

**Katar:** Diese Information wird von der Credit Suisse Financial Services (Qatar) L.L.C verteilt, die über eine Bewilligung der Aufsichtsbehörde für den Finanzplatz Katar (QFCRA) verfügt und von dieser reguliert wird (OFC Nr. 00005). Alle Finanzprodukte oder Finanzdienstleistungen im Zusammenhang mit diesem Bericht sind nur für Geschäftskunden oder Vertragspartner (gemäss Definition der Aufsichtsbehörde für den Finanzplatz Katar (QFCRA)) zugänglich. Zu dieser Kategorie gehören auch Personen mit einem liquiden Vermögen von über USD 1 Mio., die eine Einstufung als Geschäftskunden wünschen und die über genügend Kenntnisse, Erfahrung und Verständnis des Finanzwesens verfügen, um sich an solchen Produkten und/oder Dienstleistungen zu beteiligen.

**Luxemburg:** Dieser Bericht wird von der Credit Suisse (Luxembourg) S.A. verteilt. Diese ist eine luxemburgische Bank, die über eine Zulassung der Commission de Surveillance du Secteur Financier (CSSF) verfügt und von dieser reguliert wird.

**Mexiko:** Die im Bericht enthaltenen Informationen stellen kein öffentliches Angebot von Wertschriften gemäss dem mexikanischen Wertschriftengesetz dar. Der vorliegende Bericht wird nicht in den mexikanischen Massenmedien angeboten. Der Bericht enthält keine Werbung im Zusammenhang mit der Vermittlung oder Erbringung von Bankdienstleistungen oder Anlageberatung auf dem Hoheitsgebiet Mexikos oder für mexikanische Staatsbürger.

**Russland:** Das in diesem Bericht angebotene Research ist in keiner Art und Weise als Werbung oder Promotion für bestimmte Wertpapiere oder damit zusammenhängende Wertpapiere zu verstehen. Dieser Research-Bericht stellt keine Bewertung im Sinne des Bundesgesetzes über Bewertungsaktivitäten der Russischen Föderation dar. Der Bericht wurde gemäss den Bewertungsmodellen und der Bewertungsmethode der Credit Suisse erstellt.

**Singapur:** Dieser Bericht wurde zur Verteilung in Singapur ausschliesslich an institutionelle Anleger, zugelassene Anleger und erfahrene Anleger (wie jeweils in den Financial Advisers Regulations definiert) erstellt und herausgegeben und wird von der Credit Suisse AG, Singapore Branch, auch an ausländische Anleger (gemäss Definition in den Financial Advisers Regulations) verteilt. Aufgrund Ihres Status als institutioneller Anleger, zugelassener Anleger, erfahrener Anleger oder ausländischer Anleger ist die Credit Suisse AG, Singapore Branch, in Bezug auf finanzielle Beratungsdienstleistungen, die die Credit Suisse AG, Singapore Branch, gegebenenfalls für Sie erbringt, von der Einhaltung bestimmter Compliance-Anforderungen gemäss Financial Advisers Act, Chapter 110 of Singapore («FAA»), den Financial Advisers Regulations und den massgeblichen, im Rahmen dieser Gesetze und Bestimmungen herausgegebenen Mitteilungen und Richtlinien befreit.

**Spanien:** Dieser Bericht wird in Spanien von der Credit Suisse AG, Sucursal en España, verteilt. Diese ist ein durch die Banco de España autorisiertes Unternehmen (Registernummer 1460).

**Thailand:** Der Vertrieb des vorliegenden Berichts erfolgt durch die Credit Suisse Securities (Thailand) Limited, die von der Securities and Exchange Commission, Thailand, beaufsichtigt wird und unter der Adresse 990 Abdulrahim Place Building, 27/F, Rama IV Road, Silom, Bangrak, Bangkok Tel. 0-

2614-6000 eingetragen ist.

**Vereinigtes Königreich:** Dieser Bericht wurde von der Credit Suisse (UK) Limited und der Credit Suisse Securities (Europe) Limited herausgegeben. Die Credit Suisse Securities (Europe) Limited und die Credit Suisse (UK) Limited verfügen beide über eine Zulassung der Prudential Regulation Authority und stehen unter der Aufsicht der Financial Conduct Authority und Prudential Regulation Authority. Sie sind der Credit Suisse zugehörige, aber rechtlich unabhängige Gesellschaften. Der Schutz privater Kunden durch die Financial Conduct Authority und/oder Prudential Regulation Authority gilt nicht für Investitionen oder Dienstleistungen, die durch eine Person ausserhalb des Vereinigten Königreichs angeboten werden. Das Financial Services Compensation Scheme gilt nicht, wenn der Emittent seine Verpflichtungen nicht erfüllt.

**USA:** WEDER DER VORLIEGENDE BERICHT NOCH KOPIEN DAVON DÜRFEN IN DIE VEREINIGTEN STAATEN VERSANDT, DORTHIN MITGENOMMEN ODER AN US-PERSONEN ABGEGEBEN WERDEN.

Örtliche Gesetze oder Vorschriften können die Verteilung von Research-Berichten in bestimmten Rechtsordnungen einschränken.

Das vorliegende Dokument darf ohne schriftliche Genehmigung der Credit Suisse weder ganz noch auszugsweise vervielfältigt werden. Copyright © 2014 Credit Suisse Group AG und/oder mit ihr verbundene Unternehmen. Alle Rechte vorbehalten.

14C024A\_R