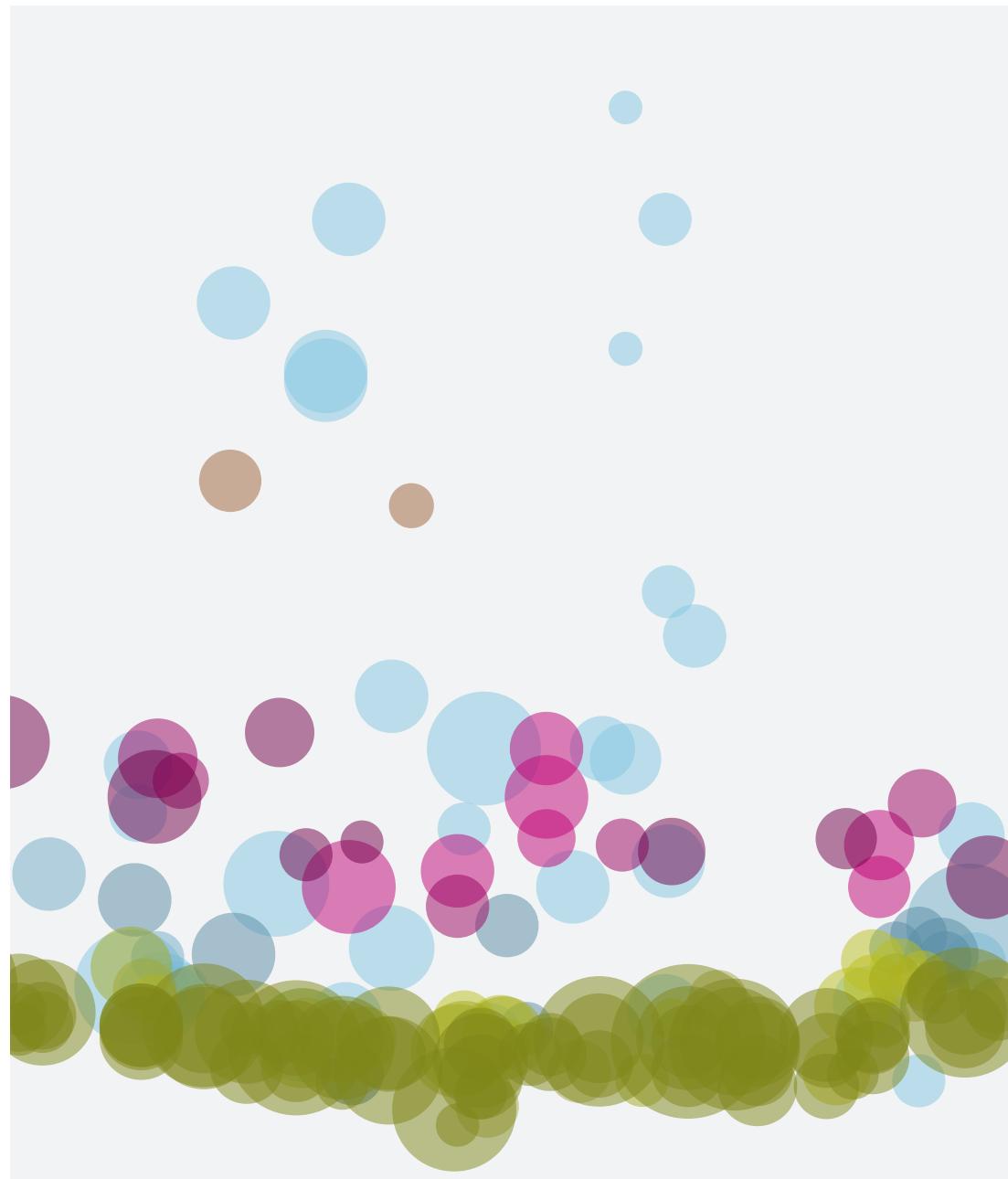


# IFZ Finanzierungs- und Treasurystudie 2023

Prof. Dr. Thomas K. Birrer, Prof. Markus O. Rupp und Dr. Manuel Bauer  
[hslu.ch/ifz](http://hslu.ch/ifz)



# Inhaltsverzeichnis

Geleitwort SwissACT	5
Geleitwort CFO Forum Schweiz – CFOs	6
Einleitung	7
Untersuchte Unternehmen	10
<b>Teil I – Liquiditätssituation</b>	11
Summary	12
1 Entwicklung der Liquiditätsbestände	13
1.1 Anteile der Branchen	14
1.2 Liquiditätsvolumen nach Branchen 2022	15
1.3 Liquiditätsvolumen und Nettoliquidität nach Unternehmungen 2022	16
1.4 Nettoliquidität nach Unternehmungen	17
2 Branchenvergleich Bargeldniveau	18
3 Cashflow Entwicklungen	21
4 Übersicht über vorhandene Kreditlimiten	22
4.1 Branchenverteilung der vorhandenen Kreditlinien	23
4.2 Aufteilung der höchsten Kreditlinienvolumen nach Unternehmen	23
5 Übersicht über die Entwicklung der Liquiditätsgrade	24
6 Interview Holcim	26
Literaturverzeichnis	28
<b>Teil II – Working Capital Management</b>	29
Summary	30
1 Theoretische Grundlagen	31
1.1 Definition	31
1.2 Working Capital Kennzahlen	32
2 Untersuchte Unternehmen	34
3 Auswertung Working Capital	35
4 Branchenübergreifende Entwicklung	37
5 Entwicklung in den einzelnen Branchen	40
5.1 Industrie	40

5.2	Gesundheitswesen	42
5.3	Diskretionäre Verbrauchsgüter	43
5.4	Verbrauchsgüter	46
5.5	Kommunikation	48
	Literaturverzeichnis	50
<b>Teil III – Die Kapitalstruktur kotierter Schweizer Unternehmen</b>		51
	Summary	52
1	Übersicht über die Entwicklung der Kapitalstruktur	53
2	Übersicht über die Entwicklung der Eigenkapitalquote	56
	Literaturverzeichnis	62
<b>Teil IV – Finanzierung mit Eigenkapital</b>		63
	Summary	64
1	Performance und Rendite	65
1.1	Aktienkursentwicklung	65
1.2	Ausschüttungsrendite	69
1.3	Aktienrückkäufe	73
2	Eigenkapitaltransaktionen	75
2.1	IPOs und Listings	75
2.2	Kapitalerhöhungen	77
2.3	Öffentliche Übernahmen	80
3	Bewertungs- und Kapitalkosten- analyse	82
3.1	Analyse der Aktienrenditen	82
3.2	Analyse des Return on Equity	85
3.3	Analyse der Marktkapitalisierungsrendite	88
3.4	Analyse der WACC	90
	Literaturverzeichnis	92
<b>Teil V – Finanzierung mit Fremdkapital</b>		93
	Summary	94
1	Veränderung des verzinslichen Fremdkapitals	95
2	Fremdkapitalstruktur nach Marktkapitalisierung	96
3	Verzinsliches Fremdkapital nach Branchen	97
3.1	Diskretionäre Verbrauchsgüter	98
3.2	Gesundheitswesen	99

3.3	Immobilien	100
3.4	Industrie	101
3.5	Chemie & Rohstoffe	103
3.6	IT	104
3.7	Kommunikation	105
3.8	Verbrauchsgüter	106
4	Nettoverschuldung und Nettoverschuldungsgrad	108
5	Fremdkapitalkosten	113
6	Anleihen	115
6.1	Anleihevolumen über die Jahre	116
6.2	Ausstehende Anleihen nach Branche	119
6.3	Einzeltransaktionen im Inlandsegment	120
6.4	Green Bonds und Sustainability Linked Bonds	122
6.5	Auto Covered Bond	129
6.6	Digital Bond und SIX Digital Exchange	130
7	Trendanalyse	132
7.1	Veränderung Anleihensrendite	132
7.2	Veränderung auf dem Geldmarkt	134
7.3	Reaktionen der Unternehmen auf die Zinserhöhungen	135
	Literaturverzeichnis	140
	<b>Teil VI – Gastartikel</b>	142
1	Swiss debt issuance remains strong in midst of tight debt capital markets	143
1.1	Bond issuance to resume growth in 2023 as investment-grade companies refinance maturing debt	144
1.2	Loan issuance to fall from last year's record high as mix shifts back to speculative-grade	146
1.3	Sustainable bond issuance in Switzerland remains quite low compared with other European countries	148
1.4	Credit quality of Swiss companies remains solid	149
2	Going Private vs. Staying Public – ein Langzeitvergleich	153
2.1	Einführung	153
2.2	Umfrage bei börsenkotierten Gesellschaften	157
2.3	Markt für Going Private	166
2.4	Fazit	173
3	Working-Capital-Finanzierung im Jahre 2023	175
3.1	Haben Working-Capital-Finanzierungslösungen «Sonderkonjunktur»?	175
3.2	Überblick über die gängigen Working-Capital-Finanzierungsinstrumente	177

3.3	Motive für den Einsatz von Working-Capital-Finanzierungsinstrumenten	180
3.4	Voraussetzungen für den Einsatz von Working-Capital-Finanzierungsinstrumenten	181
3.5	Conclusio	183
4	Sustainability challenges in plastics and food & beverage packaging	185
4.1	The plastics value chain	185
4.2	UNEP FI Finance Leadership Group on Plastic, 10 key messages	186
4.3	Sustainability has a price	187
4.4	Companies are signalling the potential for reducing carbon emission through packaging	190
4.5	Challenges are manifold	192
5	iStar Rises: Five Arguments for a Higher Inflation Target	193
5.1	Price Controls Never Work	194
5.2	The Zero Lower Boundary Problem in an Age of Low-Trend Growth	196
5.3	Basic Public Debt Accounting	197
5.4	Asset Bubbles and Generational Inequalities	199
5.5	Financial Stability: R-Star-Star Dominates R-Star	199
	Herausgeber	202
	Autorinnen/Autoren	203
	Unternehmensportraits	208
	Institut für Finanzdienstleistungen Zug IFZ der Hochschule Luzern Wirtschaft	208
	Schwabe, Ley & Greiner	209
	ING Wholesale Banking	210
	Moody's	212
	Aktionariat AG	213
	Bloomberg	213
	Eprox Consulting AG	214
	Fides Treasury Services AG	214
	FIS	215
	Instimatch Global AG	215
	Landesbank Baden-Württemberg	216
	SEB AB	216
	UBS Switzerland AG	217
	Zürcher Kantonalbank	217
	Abkürzungsverzeichnis	218

# Geleitwort SwissACT



*von Frank Rust, Präsident SwissACT und Group Treasurer Bucher Industries*

Wer zu Beginn der Pandemie seine Liquiditätsreserve, sei es über die Ziehung bestehender Kreditlinien, mittels Bondemissionen oder der Einrichtung zusätzlicher kommittierter Kreditfazilitäten, erhöht hat, um für das Worstcase-Szenario gewappnet gewesen zu sein, konnte sich im Jahr 2022 dank der im Allgemeinen raschen wirtschaftlichen Erholung über die bereits gesicherte Liquidität für beispielsweise den Aufbau von Working Capital freuen oder von ins positive drehenden Anlagezinsen profitieren. Andere wiederum wurden vermutlich von rasant ansteigenden Finanzierungskosten überrascht. In jedem Fall zeigt sich, sei es nun angesichts einer sich anbahnenden Krise oder eines veränderten Zinsniveaus, dass eine strategisch ausgerichtete Treasury Funktion, flankiert von einem engen Austausch mit dem CFO sowie der prinzipiellen Unterstützung des Verwaltungsrates, für eine nachhaltige Umsetzung der als optimal betrachteten Finanzierungsstruktur von zentraler Bedeutung ist.

Die Treasury muss in der Lage sein, das Unternehmen in finanzieller Hinsicht jederzeit veränderten ökonomischen, geopolitischen und, vor dem Hintergrund des derzeitigen ESG Trends, auch gesellschaftspolitischen Rahmenbedingungen anzupassen. Die relevante operative Kompetenz, Finanzierungsbedürfnisse, sei es über die Erhöhung des Eigenkapitals oder durch die Aufnahme von Fremdkapital, zu befriedigen, liegt für gewöhnlich in einer zentralisierten Treasury Funktion. In der Group Treasury werden sämtliche Beziehungen mit den Banken aktiv bewirtschaftet sowie der Zugang zu den relevanten Marktinformationen und zu jedweden Finanzierungsprodukten sichergestellt. Darüber hinaus lässt der Treasurer keine Gelegenheit aus, sich mit Peers über die aktuellen Trends und Erfahrungen bezüglich Geld- und Kapitalmarkttransaktionen sowie über den Einsatz spezifischer Finanzprodukte auszutauschen.

Die Kunst besteht darin, mit diesem Wissen und dieser Erfahrung den Geld- und Kapitalbedarf, der sich neben der Sicherstellung der operativen Liquidität aus der Geschäftstätigkeit des Unternehmens im Zusammenhang mit Capex, Working Capital Management sowie dem geplanten strategischen internen und externen Wachstum ergibt, zu bedienen. In Zusammenarbeit mit den Bereichen M&A, Controlling und Steuern werden die entscheidungsrelevanten Daten erhoben und geprüft, um letztendlich den stetigen Prozess zur Umsetzung und Bewahrung der definierten Finanzierungsstruktur zu orchestrieren. Die Finanzierungsstudie des IFZ berücksichtigt in einer wissenschaftlich beeindruckenden Analyse, welche Handlungsoption je nach Unternehmensgrösse und -situation aus empirischer Sicht gewählt wird. Meines Erachtens wird insbesondere das in der Studie u.a. analysierte Working Capital Management aufgrund gestiegener Liquiditätskosten und damit einhergehender verzögerten bis hin zu ausfallenden Zahlungen wieder vermehrt in den Fokus rücken. Sogleich werden die Anforderungen beziehungsweise die Erwartungen gegenüber der Treasury bezüglich effizienter Zahlungsprozesse und deren Überwachung sowie einer zentralen Cash Allokation steigen!

## Geleitwort CFO Forum Schweiz – CFOs



*von Prof. Dr. Markus Gisler, Präsident CFO Forum Schweiz – CFOs*

Vier börsenkotierte Firmen halten Ende 2022 50 % des Liquiditätsvolumens der 147 analysierten Firmen. Der Liquiditätsbestand aller untersuchten Unternehmen hat gegenüber Ende 2021 um 9.6% abgenommen. Die Unternehmen verfügten am 31. Dezember 2022 über CHF 68.8 Mrd. an Kreditlimiten. Der Median Return on Equity der SPI-Gesellschaften betrug im Jahr 2022 8.9%.

Diese Informationen und noch viel mehr sind in der IFZ Finanzierungs- und Treasurystudie 2023 wiederum sehr gut recherchiert, aufbereitet und dokumentiert. Damit empfiehlt sich die Studie als wertvolles Nachschlagewerk für CFOs, wenn sie ihre Finanzstrategie überprüfen oder neu ausrichten. Welches ist die richtige Kapitalstruktur für mein Unternehmen? Wo stehen wir hinsichtlich Eigenkapitalquote im Vergleich zu Konkurrenz? Sollen wir kotiert bleiben?

Bei der Entscheidungsvorbereitung im Prozess der Festlegung der Finanzierungsstrategie sucht man als Finanzchefin, als Finanzchef häufig Anhaltspunkte, wie sich vergleichbare Unternehmen positionieren und finanzieren. Immer wieder steht dabei die Frage nach Benchmarks im Raum. Die vorliegende Studie stellt auch dieses Jahr in verdankenswerter Weise differenzierte Vergleichswerte zur Verfügung.

Die Daten stammen von an der Schweizer Börse SIX kotierten Unternehmen, denen in Finanzierungsfragen eine Benchmark-Funktion zukommt. In gewohnter Weise sind die jüngsten Daten aufbereitet und mit den Zeitreihen über die letzten 5-10 Jahre verknüpft worden. So werden Trends gut sichtbar. Wie im Vorjahr vermutet, zeigt sich der Ende 2021 begonnene Zinsanstieg in den Jahresabschlüssen 2022.

Auch dieses Jahr habe ich den Abschnitt zum Working Capital Management besonders sorgfältig gelesen. Er beleuchtet eine Finanzierungsquelle, die von kleinen und mittleren Unternehmen noch stärker genutzt werden könnte. Die Grafiken zeigen, was für eine grosse Bedeutung der Lagerbewirtschaftung zukommt, und wie viel Liquidität in dieser wichtigen Bilanzposition gebunden ist. Dank den auf sechs Branchen heruntergebrochenen Benchmarkzahlen zu DIO, DSO und DPO können Unternehmen für sich bisher noch ungehobenes Finanzierungspotenzial identifizieren.

Ich bin sicher, die Leserin, der Leser wird je nach individuellem Hintergrund und Interesse auf die eine oder andere neue Erkenntnis, vielleicht sogar Überraschung stossen. Die Links zu interaktiven Grafiken ermöglichen, je nach Grad der Neugier, auf Einzelheiten einzugehen und sich zusätzliche Informationen anzeigen zu lassen. Das Renommee des Instituts für Finanzdienstleistungen Zug IFZ der Hochschule Luzern gewährleistet unvoreingenommene, methodisch korrekt aufbereitete Daten, die CFOs bei der Gestaltung und Umsetzung der Finanzierungsstrategie wertvolle Dienste leisten. Damit wünsche ich der Leserin, dem Leser viele interessante Erkenntnisse und daraus abgeleitete zweckmässige Entscheidungen hinsichtlich Finanzierung und Treasury!

# Einleitung

Aller guten Dinge sind drei! Eigentlich steht das Sprichwort im übertragenen Sinne dafür, dass man bei einer Sache bereits zwei Mal gescheitert ist und nicht aufgeben bzw. einen dritten Versuch wagen soll. Doch die ersten beiden Ausgaben der IFZ Finanzierungs- und Treasurystudie würden wir keinesfalls als gescheitert bezeichnen. Vielmehr freuen wir uns, dass wir nun die bereits dritte erfolgreiche Ausgabe der Studie vorlegen dürfen.

Denn die Finanzierung und das Corporate Treasury Management sind nicht nur spannend, sondern zwei überaus facettenreiche Themengebiete. Die Herausforderungen scheinen keinesfalls weniger zu werden. Der Studie liegen in Bezug auf Finanzierungen nach wie vor die folgenden Fragen zugrunde:

- A. Wie viel Kapital ist für die Ausübung der Geschäftstätigkeit erforderlich? Und
- B. Wie und zu welchen Konditionen kann das benötigte Kapital beschafft werden?

Doch Finanzierungsentscheide werden von vielen Faktoren beeinflusst und im Verlaufe des Jahres 2022 haben sich verschiedene Faktoren grundlegend verändert. Insbesondere bewirkte ein regelrechter Inflationsschub entsprechende Gegenmassnahmen von Zentralbanken in der Form rascher und entschiedener Leitzinserhöhungen. Diese haben selbstverständlich Spuren an den Finanzmärkten hinterlassen. In der Schweiz bedeutete dies das Ende eines jahrelangen Negativzinsumfeldes. Vor diesem Hintergrund beabsichtigt die vorliegende dritte Ausgabe der IFZ Finanzierungs- und Treasurystudie, die folgende Frage zu beantworten:

**Wie steht es um die Liquidität sowie die Finanzierung von Schweizer Unternehmen und welche Handlungsoptionen gibt es?**

Dazu werden von in der Schweiz gelisteten SMI- und SPI-Unternehmen umfassende Daten zu Liquidität und Finanzierung beschafft und ausgewertet. Danach wird erstens grafisch aufgezeigt, welche Unternehmen sich in welcher Situation befinden. Zweitens wird untersucht werden, ob es typische Unterschiede nach Branchen oder Grösse gibt.

Wie bereits im letzten Jahr verändert, schliesst die vorliegende Untersuchung überdies weitere Themen im Bereich des Corporate Treasury Managements ein. Dazu zählt insbesondere das Working Capital Management. Insofern versucht die vorliegende Studie zudem, Antworten auf folgende Frage zu liefern:

**Was sind aktuelle Entwicklungen im Corporate Treasury Management?**

Mit den fünf Gastartikeln will die Studie zudem ein umfassendes Bild über aktuelle Fakten und Trends zu vermitteln. Die vorliegende Studie gliedert sich in die folgenden Teile:

- I. Liquiditätssituation
- II. Working Capital Management
- III. Kapitalstruktur
- IV. Finanzierung mit Eigenkapital
- V. Finanzierung mit Fremdkapital
- VI. Gastartikel:
  - Swiss debt issuance remains strong in midst of tight debt capital markets

- Going Private vs. Staying Public – ein Langzeitvergleich
- Working Capital Finanzierung im Jahre 2023
- Sustainability challenges in plastics and food & beverage packaging
- iStar rises: Five arguments for a higher inflation target

Diese Studie soll nicht im Sinne eines universell gültigen Leitfadens für Finanzierungs- und Treasurythemen verstanden werden. Vielmehr geht es uns darum, gezielt interessante Entwicklungen der Finanzierungspraxis von Schweizer Unternehmen aufzuzeigen und bestimmte Aspekte gezielt zu vertiefen. Somit richtet sich die Studie in erster Linie an Praktiker und an Studierende sowie Kursteilnehmende in der Aus- und Weiterbildung – insbesondere der Studiengänge zum MAS Corporate Finance und zum Swiss Certified Treasurer (SCT)® am Institut für Finanzdienstleistungen IFZ der Hochschule Luzern – Wirtschaft.

Unser herzlicher Dank richtet sich an alle Autorinnen und Autoren, welche Beiträge zu dieser Studie verfasst haben. Nebst der Bewältigung ihres fordernden Tagesgeschäfts ermöglichen sie es nun, dass eine interessierte Leserschaft an ihren Erfahrungen teilhaben kann. Zudem danken wir Dr. Markus Unternährer, Group Treasurer von Holcim, für die Bereitschaft zu einem Interview zum Thema Liquidität. Weiter gebührt unser Dank den Partnern, die mit ihren finanziellen und ideellen Beiträgen diese Studie erst ermöglichten. Es sind dies die Hauptpartner Schwabe, Ley & Greiner, ING, StoneX und Moody's sowie die weiteren Partner Aktionariat, Bloomberg, Eprox Consulting, Fides, FIS, Helvetische Bank, Instimatch, LBBW, SEB, UBS und Zürcher Kantonalbank sowie die beiden Netzwerkpartner SwissACT und CFO Forum Schweiz – CFOs.

Zur Sicherung der Praxisrelevanz und Plausibilität der Inhalte haben wir die Finanzierungsstudie Praktikern und Kollegen zur Durchsicht vorgelegt. Für das sehr wertvolle Feedback bedanken wir uns herzlich. Unser Dank gebührt insbesondere Prof. Dr. Philipp Lütolf (Hochschule Luzern). Zusätzlich danken wir Simon R. Arnold, Daniel Flückiger, Fabian Leisi, und Luca Zantedeschi. Sie haben in aufwändiger Detailarbeit die Datengrundlage geschaffen, Analysen durchgeführt und die vielen Abbildungen gelayoutet und so der Studie ein einheitliches Gesicht gegeben. Ebenso gebührt Xhenet Stalder und Nadine Woolley von der Hochschule Luzern ein grosser Dank, sie haben die einzelnen Teile der Studie in minutiöser Detailarbeit formell geschliffen und zusammengefügt.

Weiter danken wir der Swiss Association of Corporate Treasurers (SwissACT) und dem CFO Forum Schweiz – CFOs. Bereits seit vielen Jahren dürfen wir – auch zur Durchführung des Studiengangs zum Swiss Certified Treasurer (SCT)® – auf die geschätzte Zusammenarbeit zählen.

Es ist uns bewusst, dass die vorliegende Studie über Weiterentwicklungspotenzial verfügt. Für zukünftige Ausgaben der IFZ Finanzierungs- und Treasurystudie wäre es mitunter denkbar, vertiefte ökonometrische Auswertungen vorzunehmen.

Wir wünschen Ihnen, werte Leserinnen und Leser, viele interessante Erkenntnisse bei der Lektüre. Über Feedback und Anregungen aller Art freuen wir uns!



Prof. Dr. Thomas K. Birrer



Prof. Markus O. Rupp



Dr. Manuel Bauer

## **Disclaimer**

Obwohl alle in dieser Publikation verwendeten Informationen aus zuverlässigen Quellen stammen und sorgfältig recherchiert bzw. aufbereitet wurden, wird keinerlei Verantwortung für die Richtigkeit oder Vollständigkeit der dargestellten Informationen bzw. zukunftsgerichteten Aussagen übernommen. Alle dargestellten Aspekte und zukunftsgerichteten Aussagen dienen lediglich zu Informationszwecken und stellen keine Empfehlung, keinen Ratschlag, keine Aufforderung, kein Angebot und keine Verpflichtung zur Durchführung einer Transaktion oder zum Abschluss von Rechtshandlungen jeglicher Art dar. In keinem Fall dürfen das Institut für Finanzdienstleistungen Zug IFZ oder die Herausgeber bzw. Autorinnen und Autoren für alle Folgen, die im Zusammenhang mit der Verwendung der in dieser Studie dargestellten Informationen oder zukunftsgerichteten Aussagen entstehen, haftbar gemacht werden. Das Institut für Finanzdienstleistungen Zug IFZ und die Herausgeber bzw. Autorinnen und Autoren haben keinerlei Verpflichtung, die in der Studie dargestellten Ergebnisse oder zukunftsgerichteten Aussagen aufgrund von neuen Informationen, zukünftigen Ereignissen oder Ähnlichem öffentlich zu revidieren oder zu aktualisieren.

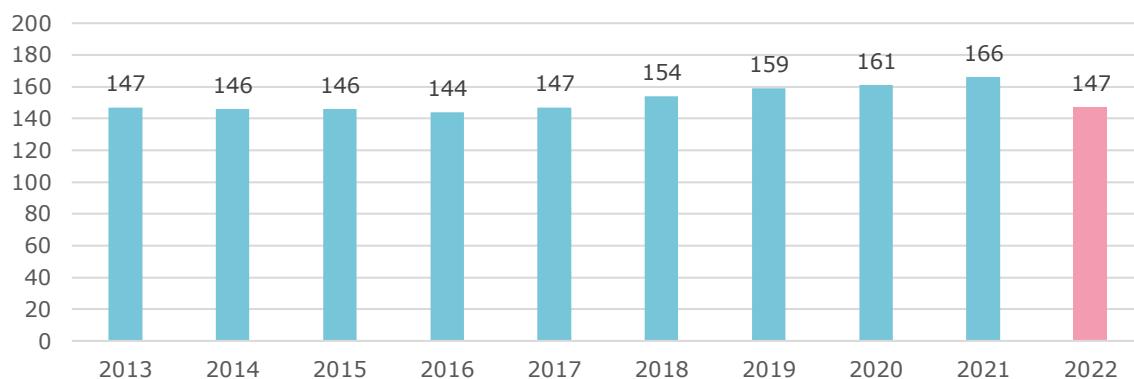
# Untersuchte Unternehmen

Die vorliegende Analyse basiert grösstenteils auf den in Bloomberg verfügbaren Jahresabschlüssen. In den folgenden Kapiteln werden die Unternehmen des gesamten Swiss Performance Index (SPI) exklusive der Unternehmen der Finanzbranche betrachtet. Allfällige Abweichungen der Datengrundlage werden in den jeweiligen Abschnitten spezifisch erwähnt.

Für das Jahr 2022 wurden Daten von total 147 Unternehmen ausgewertet. Die in Abbildung 1 ersichtliche Abweichung zur Auswahl analysierten Unternehmen des Vorjahres besteht vor allem aus Unternehmen, von welchen die Daten der Jahresabschlüsse zum Stichtag noch nicht über Bloomberg verfügbar waren. Über den ganzen Betrachtungszeitraum von 2013 bis 2022 sind 106 Unternehmen kontinuierlich Bestandteil der analysierten Unternehmen im SPI.

**Abbildung 1: Anzahl Unternehmen in der analysierten Zeitperiode**

(Datenquelle: Bloomberg)



**Abbildung 2: Unternehmen nach Branche im Jahr 2022**

(Datenquelle: Bloomberg)



Zu erwähnen ist, dass die Branche «Chemie & Rohstoffe» per Berichtsjahr 2022 in die Branche «Industrie» umklassiert wurde. Die Brancheneinteilung entspricht dem Bloomberg Industry Classification Standard (BICS). Die jeweilige Neukategorisierung der Unternehmen im Jahr 2022 wird in den entsprechenden Auswertungen nach Branche spezifisch erwähnt. Bei den Vergleichen nach Branche wird die Einteilung jeweils spezifisch ausgewiesen, um die Erkenntnisse der Studie nicht zu verfälschen. Im Teil zur Finanzierung mit Eigenkapital sind zusätzlich Finanzunternehmen enthalten, um ein umfassendes Bild der Marktentwicklungen darzustellen.

# Teil I – Liquiditätssituation

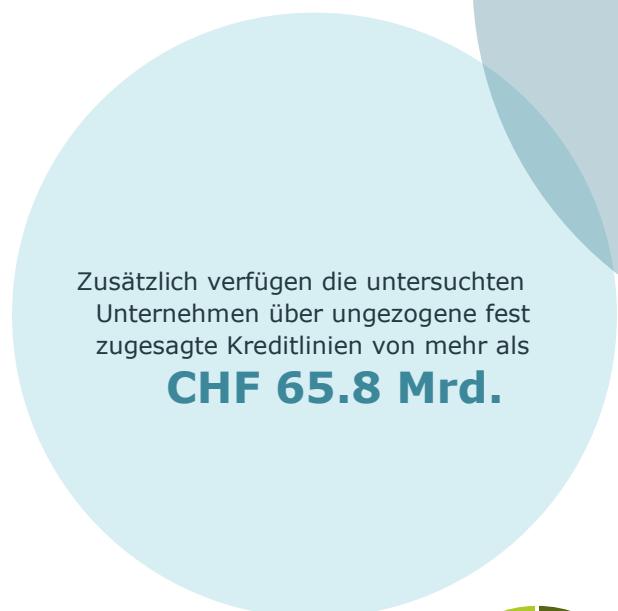
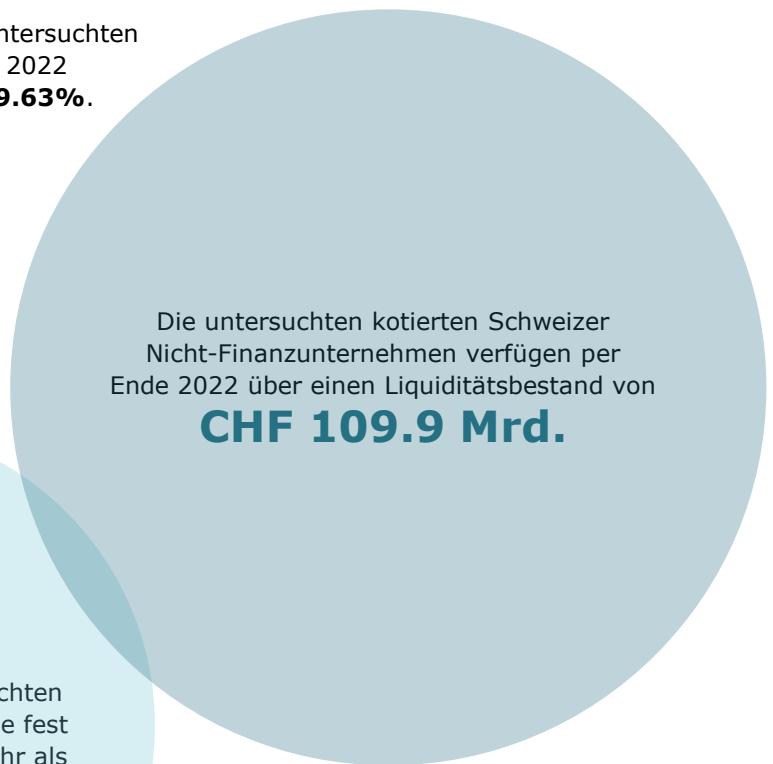
Autoren: Thomas K. Birrer, Xhenet Stalder und Luca Zantedeschi

# Summary

Link zu den interaktiv aufbereiteten Daten:  
[www.hslu.ch/ifz-finanzierungsstudie](http://www.hslu.ch/ifz-finanzierungsstudie)



Der Liquiditätsbestand der untersuchten Unternehmen sank per Ende 2022 gegenüber dem Vorjahr um **-9.63%**.



Novartis, Richemont, Holcim und Roche halten **49.91%** des gesamten Liquiditätsvolumens.



Im Jahr 2022 machen die Liquiditätspositionen **11%** der Bilanzsumme aus.

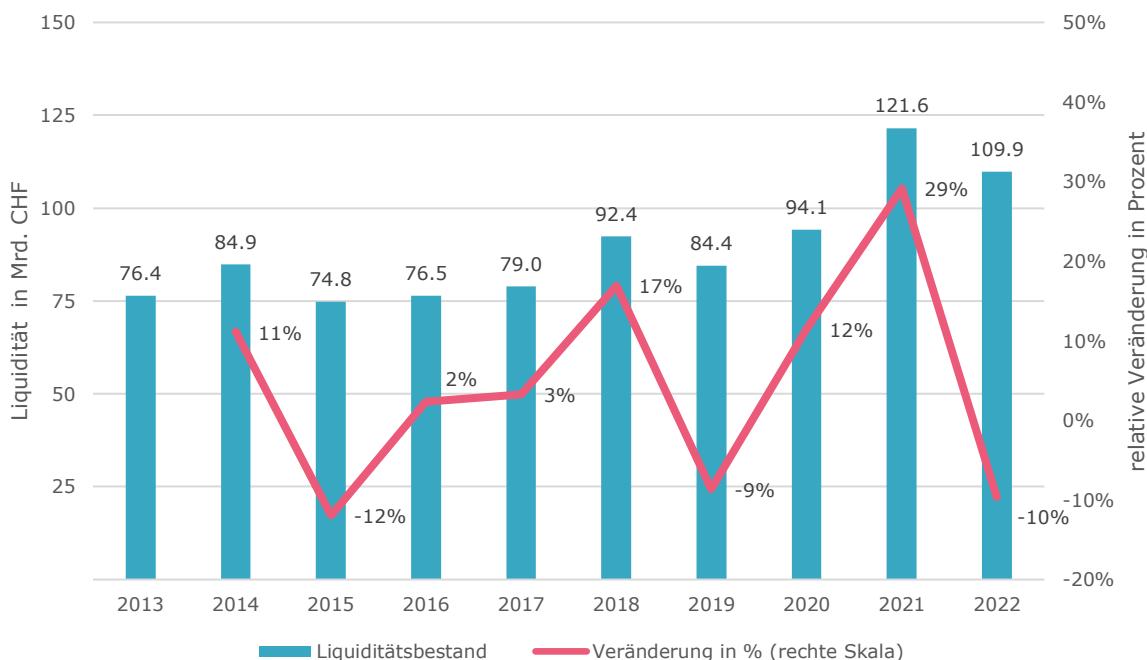
# 1 Entwicklung der Liquiditätsbestände

In diesem Kapitel wird die aktuelle Liquiditätssituation der kotierten Schweizer Unternehmen empirisch untersucht und grafisch aufgezeigt. Dabei wird die historische Entwicklung der vergangenen zehn Jahren analysiert und die aktuelle Liquiditätssituation dargestellt. Es folgen ausführliche Untersuchungen zur Liquiditätssituation in einem Branchenvergleich, zum Bargeldniveau, zu den Cashflow-Entwicklungen und zu den Kreditlinien. Letzteres ist ein nicht unerheblicher Anteil an potenzieller Liquidität, worauf Gesellschaften zugreifen können, um kurzfristige Liquiditätsengpässe zu decken.

Im Rahmen der vorliegenden Analyse wird der Liquiditätsbegriff anhand der Definition der Bilanzposition «Cash and Cash Equivalents» definiert. Dazu gehören kurzfristige liquide Mittel wie Kassenbestände und weitere liquide Finanzinstrumente wie kurzfristige Einlagen und kurzfristige veräußerbare Wertpapiere. Kreditlinien werden nach dieser Definition der Liquidität nicht eingeschlossen und deshalb in der vorliegenden Studie eigenständig ausgewertet. Diese Vermögenswerte dienen als sofort verfügbare finanzielle Ressourcen.

Abbildung 3 zeigt die absolute Liquiditätsentwicklung im Berichtszeitraum. Über den gesamten Zeitraum nahmen die Liquiditätspositionen um CHF 33.3 Mrd. zu, was einer relativen Zunahme von 44 % über 10 Jahre entspricht.

**Abbildung 3: kumulierte Liquiditätsbestände über die letzten 10 Jahre**  
(Datenquelle: Bloomberg 2022)



Die Entwicklung seit dem Pandemiejahr 2020 ist besonders erwähnenswert. Viele Unternehmen standen während der Pandemie vor finanziellen Herausforderungen und hatten einen erhöhten Liquiditätsbedarf. Um die Geschäftsfortführung während der Pandemieperiode zu gewährleisten und Liquiditätsengpässe zu vermeiden, erhöhten sie ihre Bargeldreserven. Der grösste Zuwachs wurde vor allem im Jahr 2021 verzeichnet. Ein weiterer Erklärungsansatz für den Anstieg der Liquiditätspositionen ist, dass die Unternehmen Working Capital freisetzen konnten und die Gesellschaften die Investitionstätigkeiten einschränkten. Die negative Veränderung aus dem Jahre 2015 ist sicherlich eine Folge der Einführung der Negativzinspolitik der SNB.<sup>1</sup> Insbesondere war es in den Folgejahren

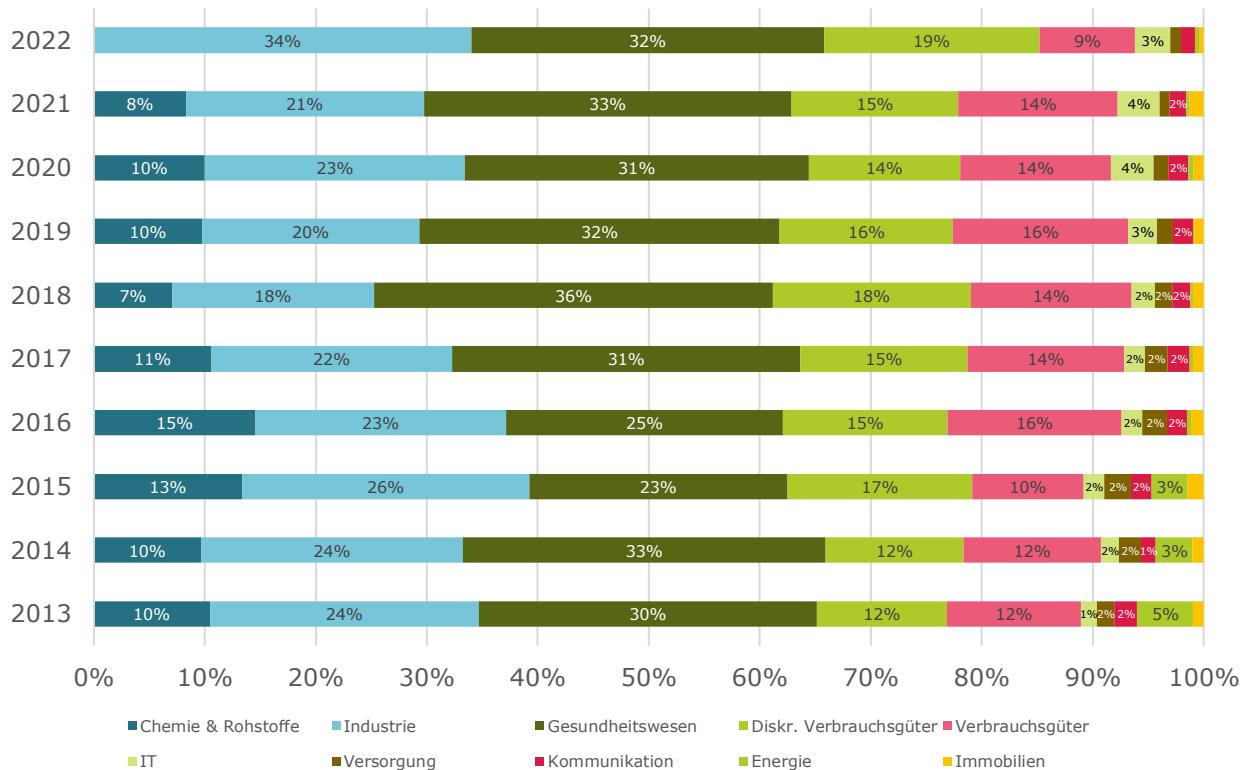
<sup>1</sup> Nationalbank führt Negativzinsen ein – Medienmitteilung, Zürich, 18.12.2014.

bis zum Jahre 2021 attraktiv Investitionen in die eigenen Geschäftsbetriebe oder für Akquisitionen zu tätigen. Allein Novartis konnte im Geschäftsjahr 2021 ihre liquiden Mittel um CHF 16.8 Mrd. erhöhen, was hauptsächlich aus dem Verkauf der Roche-Beteiligung resultierte.

## 1.1 Anteile der Branchen

Abbildung 4 visualisiert die Veränderungen der Branchenanteile am gesamten Liquiditätsvolumen über die letzten zehn Jahre.

**Abbildung 4: Zusammensetzung des Liquiditätsvolumens nach Branchen**  
(Datenquelle: Bloomberg 2022)



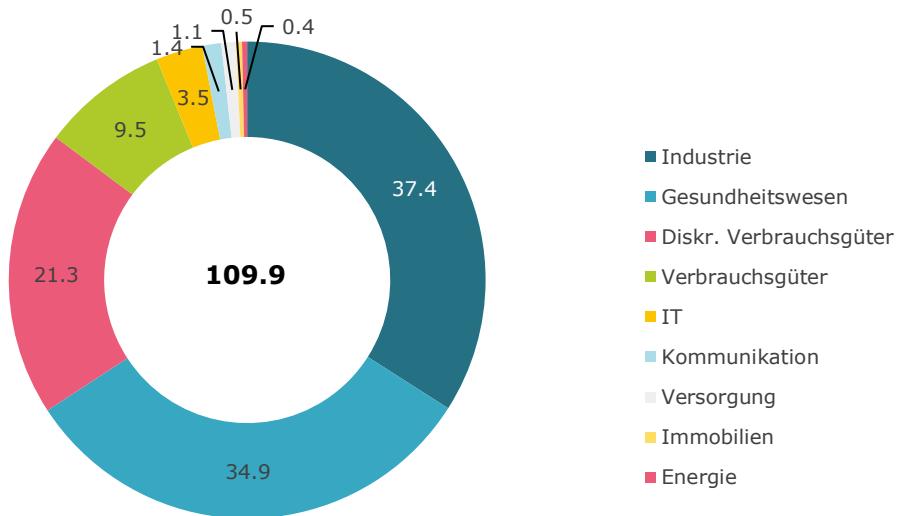
Der Gesundheitssektor hält seit zehn Jahren jeweils bis auf das Jahr 2022 das anteilmässig grösste Liquiditätsvolumen. Rund ein Drittel des Gesamtvolmens entfällt auf die Liquiditätsbestände von Gesellschaften aus dem Gesundheitswesen. Dabei ist zu beachten, dass Novartis und Roche zusammen 80 % der im Sektor gehaltenen Liquidität auf sich vereinen. Ebenfalls rund ein Drittel des Gesamtvolmens entfällt auf Unternehmen aus dem Bereich Industrie und Chemie & Rohstoffe. Dies unterstreicht das kapitalintensive Geschäft der Sektoren, das einen erhöhten Liquiditätsbedarf zur Finanzierung erforderlich macht. Bei den diskretionären Verbrauchsgütern sind nahezu 80 % des Liquiditätsbestandes der Branche auf Richemont zurückzuführen. Auch der IT-Sektor wird von einigen wenigen Unternehmen, wie etwa Logitech, geprägt. Der geringe Anteil der Versorgungs- und Energiebranche erklärt sich durch die geringe Anzahl der Unternehmen. Immobilien und Kommunikation verfügen aufgrund ihres Geschäftsmodells über eine deutlich niedrigere Liquidität als die anderen Sektoren.

## 1.2 Liquiditätsvolumen nach Branchen 2022

Der Anteil der Liquiditätsbestände für das Jahr 2022 zeigt gemäss Abbildung 5 die folgende Sektorverteilung. In der Gesamtbetrachtung ist zu bemerken, dass die Anzahl der Unternehmen in der jeweiligen Branche entscheidend ist. Gewisse Branchen wie Gesundheitswesen beinhalten zudem Unternehmungen mit enorm hoher Marktkapitalisierung.

**Abbildung 5: Aufteilung des Liquiditätsvolumens (Total: CHF 109.9 Mrd.) nach Branchen per Ende 2022**

(Datenquelle: Bloomberg 2022)



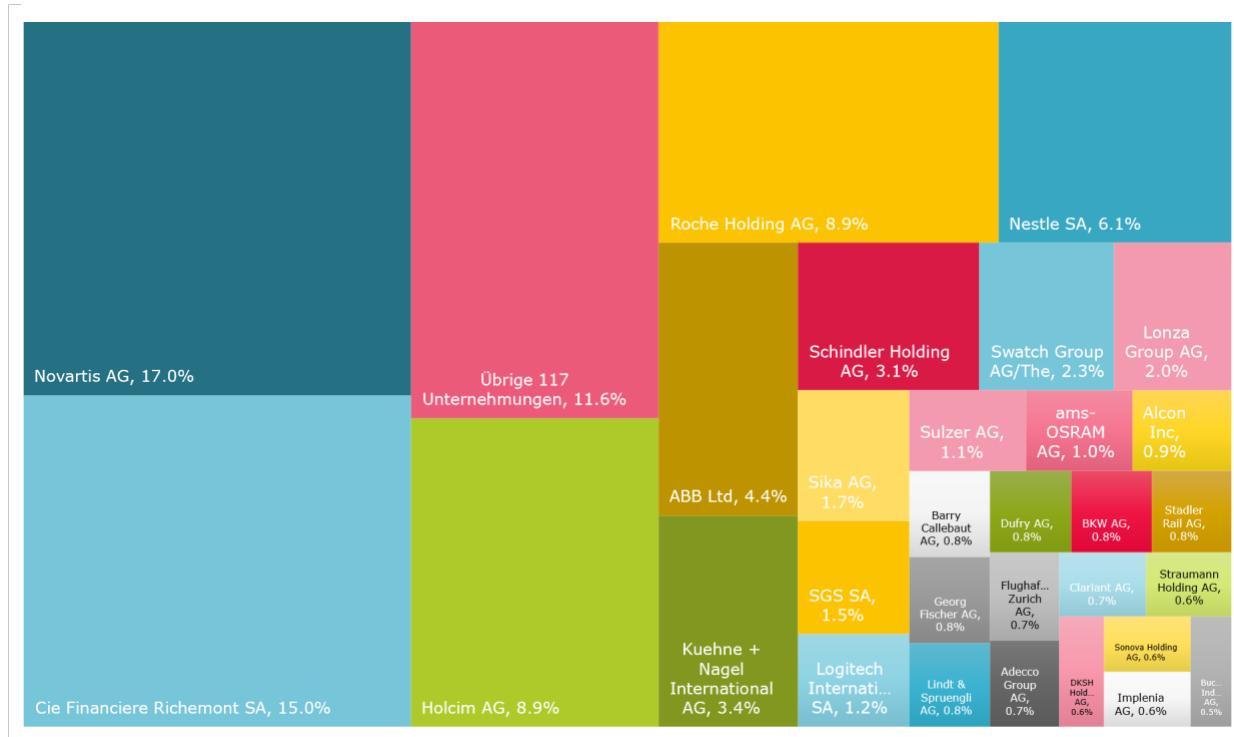
Hinweis zur Anzahl der Unternehmen: Industrie (59), Gesundheitswesen (27), Diskr. Verbrauchsgüter (14), Verbrauchsgüter (11), IT (11), Kommunikation (6), Versorgung (3), Immobilien (14), Energie (2)

Im Endergebnis ist der Industriesektor mit einem Liquiditätsbestand von CHF 37.4 Mrd. und einem prozentualen Anteil von 34 % am Gesamtvolume am stärksten gewichtet. Zu den Industrieunternehmen mit den höchsten liquiden Positionen gehören Holcim, ABB und Kuehne + Nagel. Die Industrieunternehmen verfügen im Durchschnitt über CHF 634 Mio. an flüssigen Mitteln. Der Gesundheitssektor verfügt gesamthaft über eine etwas geringere Liquiditätsposition von CHF 34.9 Mrd., was einem relativen Anteil von 32 % entspricht. Allerdings ist die durchschnittliche Liquiditätsposition mit CHF 1.3 Mrd. etwa doppelt so hoch. Dies ist insbesondere auf die Bestände von Novartis, Roche und Lonza zurückzuführen. Der Sektor der diskretionären Verbrauchsgüter umfasst insgesamt CHF 21.3 Mrd., was 19 % des Gesamtvolume entspricht. In diesem Sektor entfällt der Hauptanteil auf Richemont mit einer Liquiditätsreserve von CHF 16.5 Mrd. Die Verbrauchsgüter Branche mit einer totalen Liquiditätsposition im Umfang von CHF 9.5 Mrd. und einem relativen Anteil von 9 % zeichnet sich durch hohe durchschnittliche Liquiditätsreserven von über CHF 860 Mio. aus. Die Dominanz eines einzigen Unternehmens ist auch in diesem Sektor bemerkenswert. Nestlé verfügt mit CHF 6.7 Mrd. an liquiden Mitteln über zwei Drittel der Branchenliquidität. Das Liquiditätsvolume des IT-Sektors beträgt mit einem relativen Anteil von 3% CHF 3.5 Mrd. Im Gesamtbild ist dies ein kleiner Anteil, wobei dieser Sektor auch Unternehmen wie Logitech oder ams OSRAM umfasst, welche Liquiditätsbestände von über einer Milliarde halten. Der Versorgungssektor mit einem Liquiditätsbestand von CHF 1.1 Mrd., der Immobiliensektor mit CHF 0.5 Mrd. und der Energiesektor mit CHF 0.4 Mrd. erreichen jeweils einen Anteil von weniger als 1 % des Gesamtvolume.

### 1.3 Liquiditätsvolumen und Nettoliquidität nach Unternehmungen 2022

Abbildung 6 zeigt die Aufteilung des Liquiditätsvolumens auf die einzelnen Unternehmen der insgesamt 147 untersuchten Gesellschaften. Das Gesamtvolumen beträgt CHF 109.9 Mrd. In der Abbildung 6 werden die 30 Unternehmen abgebildet mit den höchsten Liquiditätsbeständen im Geschäftsjahr 2022.

**Abbildung 6: Aufteilung des Liquiditätsvolumens (Total: CHF 109.9 Mrd.) nach Unternehmungen per Ende 2022** (Datenquelle: Bloomberg 2022)



Den grössten Anteil hält derzeit Novartis mit CHF 18.7 Mrd. Trotz einem Rückgang von CHF -9.5 Mrd. (-34 %) gegenüber dem Vorjahr bleibt das Unternehmen führend in Bezug auf die gehaltene Liquiditätsposition. Der Anteil am Gesamtvolumen beläuft sich auf 17 %. Der Luxusgüterkonzern Richemont hingegen konnte seine liquiden Mittel um CHF 3.1 Mrd. (23 %) erhöhen und hält insgesamt CHF 16.5 Mrd. an Liquidität, womit sie ebenfalls einen substanziellen Anteil von 15 % am Gesamtvolumen erreichen. Damit verfügen die beiden Unternehmen jeweils über mehr Liquiditätsreserven als die übrigen 117 Gesellschaften zusammen. Jene 117 Unternehmungen, die nicht zu den 30 Unternehmen mit den höchsten Liquiditätsbeständen angehören, haben gesamthaft einen Anteil von CHF 11.1 % und halten insgesamt CHF 12.7 Mrd. Mit einem ebenfalls signifikanten Anteil von je 8,9 % und absoluten Liquiditätsreserven von je CHF 9.8 Mrd. folgen Holcim und Roche.

## 1.4 Nettoliquidität nach Unternehmungen

Die Differenz aus den flüssigen Mitteln (inkl. kurzfristig gehaltener Wertschriften) und den verzinslichen Verbindlichkeiten entspricht der Nettoliquidität. Sofern eine Unternehmung einen Bestand an Nettoliquidität aufweist, kann diese als schuldenfrei bezeichnet werden.<sup>2</sup> Eine positive Nettoliquiditätsposition impliziert, dass sämtliche bestehenden Finanzverbindlichkeiten mit den aktuellen flüssigen Mitteln beglichen werden können und zusätzlich Barreserven gehalten werden. Unternehmen mit den höchsten Nettoliquiditätspositionen sind in Tabelle 1 aufgelistet. Solche Unternehmen können Geschäftsmöglichkeiten nutzen oder Investitionen tätigen, ohne dass sie direkt zusätzliches Fremdkapital aufnehmen müssen.

**Tabelle 1: Unternehmungen mit der höchsten Nettoliquidität**  
(Datenquelle: Bloomberg 2022)

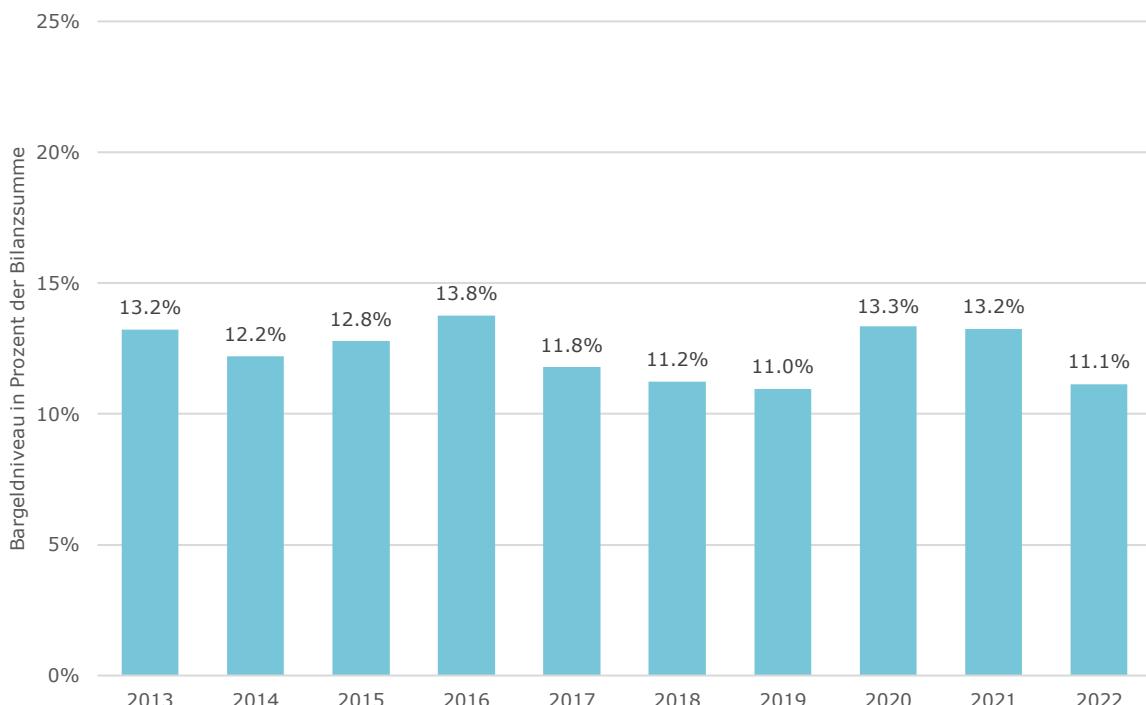
Top 10 Unternehmungen	Branche	Nettoliquidität in CHF Mio.
Schindler Holding AG	Industrie	2'752
Swatch Group AG	Diskr. Verbrauchsgüter	2'543
Kuehne + Nagel International AG	Industrie	2'078
Cie Financiere Richemont SA	Diskr. Verbrauchsgüter	1'503
Logitech International SA	IT	1'287
Softwareone Holding AG	IT	461
Bucher Industries AG	Industrie	457
Bystronic AG	Industrie	341
EMS-Chemie Holding AG	Industrie	338
Georg Fischer AG	Industrie	159

<sup>2</sup> Quelle: Lütfolf et. al., 2019, S. 41.

## 2 Branchenvergleich Bargeldniveau

Das Bargeldniveau widerspiegelt den relativen Anteil der Liquiditätsposition in Relation zur Bilanzsumme der Unternehmung. Hierfür wird der Bestand an liquiden Mitteln ins Verhältnis zur Bilanzsumme gesetzt. Das Bargeldniveau ermöglicht eine Vergleichbarkeit unter den Unternehmungen, sowie auf Branchenebene. Darüber hinaus kann auch die Entwicklung über den Zeitverlauf nachvollzogen werden. Die Analyse des Bargeldniveaus ermöglicht Rückschlüsse auf die Liquiditätsreserven und die finanzielle Stabilität einer Unternehmung. Durch die systematische Überwachung des Bargeldniveaus können Unternehmen ihre Liquiditätsposition optimieren und ihre Zahlungsfähigkeit zu jedem Zeitpunkt sicherstellen.

**Abbildung 7: Median des Bargeldniveaus über die letzten 10 Jahre**  
(Datenquelle: Bloomberg 2022)



In Abbildung 7 wird das durchschnittliche Bargeldniveau aller untersuchten Unternehmungen über den Zeitraum der letzten 10 Jahre dargestellt. Ein tiefes Zinsniveau und stabiles Wirtschaftswachstum<sup>3</sup> führten im Zeitraum 2016 – 2019 zur geringeren Liquiditätshaltung und verstärkten Investitionstätigkeiten im Vergleich zu den Folgejahren. Infolgedessen ging der Median des Bargeldniveaus in diesen Jahren stetig zurück und erreichte im Jahr 2019 einen Tiefstwert von 11 %. Aufgrund der Ungewissheit und der wirtschaftlichen Unsicherheit im Pandemiejahr 2020 haben einige Unternehmen ihre Investitionsaktivitäten zurückgefahren. Diese Unternehmen haben dadurch ihre Liquidität geschont, um sich vor Finanzierungsengpässen und unvorhersehbaren Ereignissen zu schützen. Dies führte zu einem Anstieg der Liquiditätsbestände während der Covid-Pandemie in den Jahren 2020 und 2021.

Das aktuelle Niveau von 11.1 % ist praktisch identisch mit der Liquiditätsquote von 11.4 %, welche in einer früheren empirischen Studie mit einem Sample von 156 Schweizer Unternehmungen erhoben wurde. Für amerikanische und britische Unternehmungen wurde ein Niveau im gleichen Zeitraum von 8.1 % bzw. 6.4 % gemessen.<sup>4</sup> Eine empirische Studie aus Deutschland konnte für deutsche

<sup>3</sup> BFS 2022, Bruttoinlandprodukt: jährliche Veränderung in %.

<sup>4</sup> Drobetz & Grüninger, 2007, S. 300.

Unternehmungen im Zeitraum 2002 bis 2018 ein Bargeldniveau von 14.4 % ermitteln.<sup>5</sup> Hierbei konnte nachgewiesen werden, dass seit der Finanzkrise deutsche Unternehmen in der Regel mehr Bargeld hielten als zuvor.<sup>6</sup>

Abbildung 8 visualisiert den Medianwert des Bargeldniveaus per Ende 2022. Die Ergebnisse zeigen, dass sich die Bargeldniveaus in den einzelnen Sektoren mit Ausnahme des Immobiliensektors nur geringfügig unterscheiden. Die Sektoren Industrie (12.9 %), Gesundheitswesen (12.8 %), IT (12.5 %), Kommunikation (11.4 %) und Verbrauchsgüter (11.2 %) weisen ähnliche Medianwerte auf, was insofern überraschend ist, da sich die Geschäftsmodelle der einzelnen Unternehmungen deutlich unterscheiden und die Kapitalintensität variiert.

**Abbildung 8: Median Bargeldniveau per Ende Jahr 2022**

(Datenquelle: Bloomberg 2022)

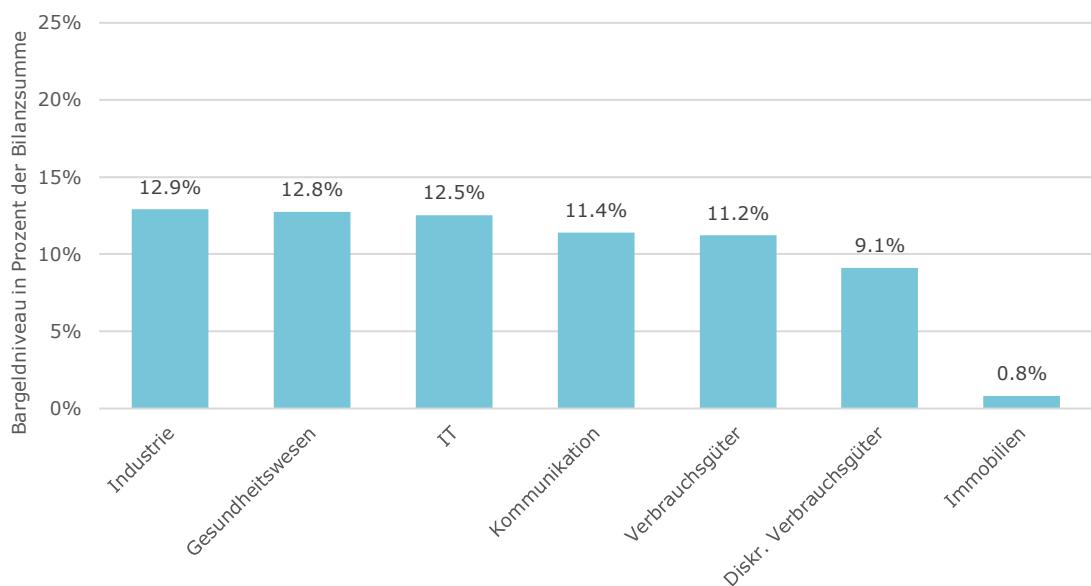


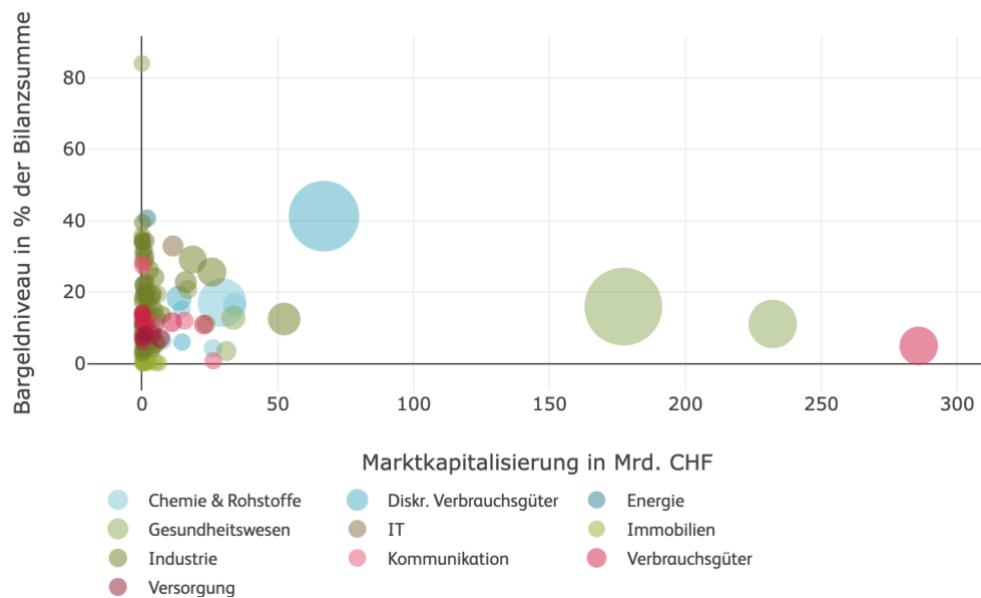
Abbildung 9 zeigt zusätzlich zum entsprechenden Bargeldniveau der einzelnen Branchen auf der Y-Achse das absolute Liquiditätsvolumen anhand der Grösse der Blasen als auch die Marktkapitalisierung, welche auf der X-Achse abgebildet wird. Dabei ist zu erkennen, dass Branchen, welche Unternehmen mit hoch kapitalisierten Unternehmungen enthalten, nicht zwingend mehr Liquidität halten. Der Verbrauchsgütersektor, in dem sich Unternehmen mit einer hohen Marktkapitalisierung befinden, verfügt kumuliert über ein geringeres absolutes Volumen an liquiden Mitteln als andere Sektoren mit einer deutlich geringeren Börsenkapitalisierung wie etwa der Energiesektor. Der Energiesektor verfügt aufgrund der Kapitalintensität und der Zyklizität der Branche über ein hohes Liquiditätsniveau in absoluten Zahlen und auch im Verhältnis zur Bilanzsumme (Bargeldniveau). Der Industriesektor hält absolut die höchsten Volumina an liquiden Mitteln, was ebenfalls auf das investitionsintensive Geschäft zurückzuführen sind.

<sup>5</sup> In beiden Studien wurden ebenfalls Finanzinstitute aufgrund spezifischer Regulatorien und Liquiditätsverordnungen ausgeschlossen, damit die empirische Analyse vergleichbare Unternehmen umfasst.

<sup>6</sup> Polten & Westerman, 2021, S. 3-6.

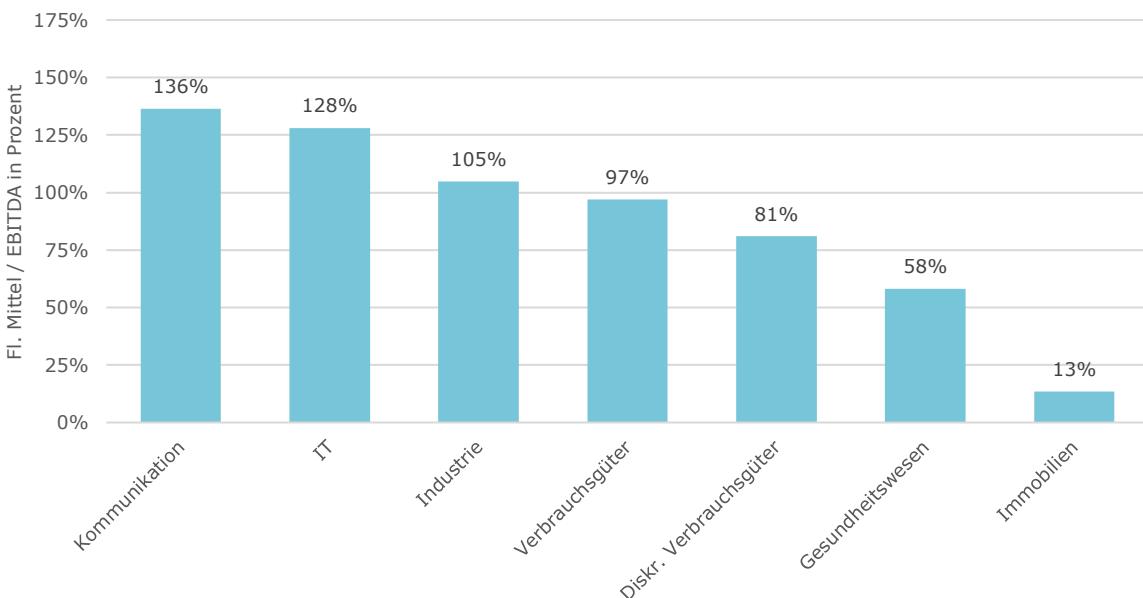
Link zum interaktiven Chart: [www.hslu.ch/ifz-finanzierungsstudie](http://www.hslu.ch/ifz-finanzierungsstudie)

**Abbildung 9: Bargeldniveau nach Marktkapitalisierung im Jahr 2022**  
(Datenquelle: Bloomberg 2022)



Das Bargeldniveau in Relation zum EBITDA (siehe Abb. 10) ergibt sich aus dem Quotienten aus liquiden Mitteln und dem Betriebsergebnis vor Zinsen, Steuern, Abschreibungen und Amortisationen. Dadurch wird der Liquiditätsbestand anhand einer Kennzahl aus der Erfolgsrechnung gemessen, wodurch im Gegensatz zum Bargeldniveau die Grösse der Bilanzsummen, die durch hohe Schuld- oder Beteiligungspositionen beeinflusst werden können, ausgeschlossen werden. Die Werte für Kommunikation (136 %) und IT (128 %) zeigen, dass die Unternehmen in diesen Sektoren über relativ hohe Liquiditätsbestände verfügen. Dies kann ein Hinweis für eine solide Liquiditätssituation und finanzielle Tragfähigkeit sein. Unternehmen der Branche Industrie (105 %), Verbrauchsgüter (97 %), Diskr. Verbrauchsgüter (81 %) halten einen Liquiditätsbestand, welcher in etwa der Größenordnung ihres EBITDA Ergebnisses entspricht. Beim Industriesektor ist anzumerken, dass die Liquiditätsposition aufgrund der Kapitalintensität des Sektors höher als in anderen Wirtschaftssektoren ist. Das Gesundheitswesen (58 %) und der Immobiliensektor (11 %) weisen im Vergleich zu ihrer Gewinngrösse EBITDA die geringsten Liquiditätsbestände auf.

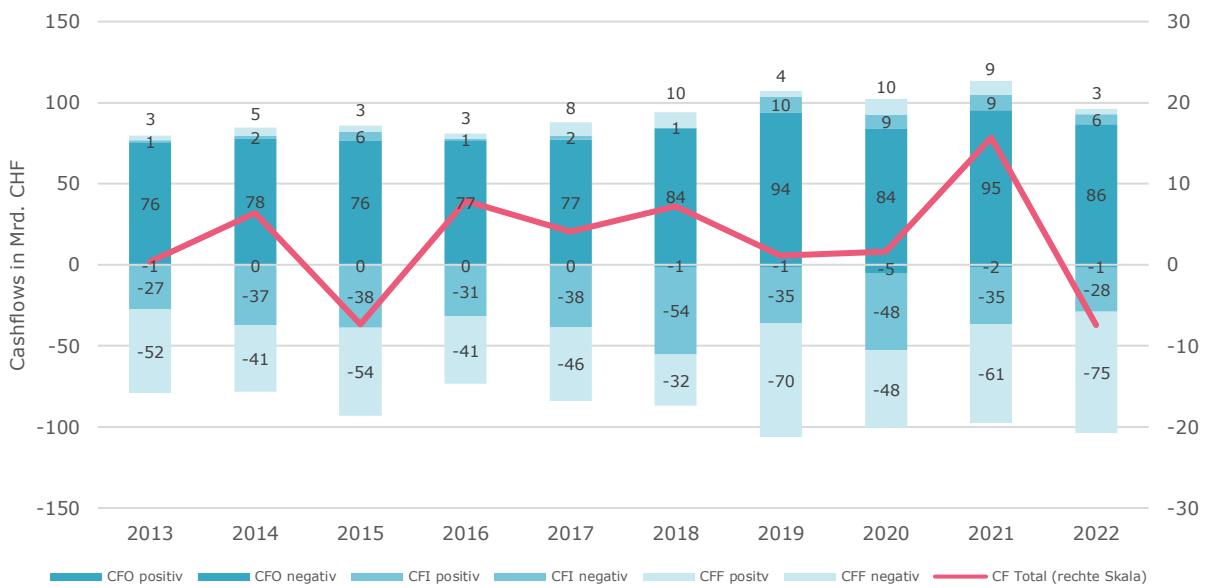
**Abbildung 10: Bargeldniveau in Relation zum EBITDA nach Branchen 2022**  
(Datenquelle: Bloomberg 2022)



## 3 Cashflow Entwicklungen

Aus den Geldflussrechnungen lassen sich die geldmässigen Zu- und Abflüsse der Unternehmen kumulieren. So kann ermittelt werden, wie viel Liquidität die untersuchten Unternehmen aus der Geschäftstätigkeit generieren, sowie welche Zu- und Abflüsse aus dem Investitions- und dem Finanzierungsbereich resultieren. Der operative Cashflow war in den letzten Jahren konstant bis leicht wachsend und belief sich im Geschäftsjahr 2022 auf CHF 86 Mrd. Die Investitionen sind in den letzten Jahren leicht zurückgegangen, wobei die Desinvestitionen seit 2019 im Vergleich zu den Vorjahren angestiegen sind. Die Ausgaben für die Finanzierungstätigkeit steigen seit der Pandemie wieder kontinuierlich an. Im vergangenen Jahr wurde ein Rekordbetrag von CHF 75 Mrd. aufgrund von Finanzierungstätigkeiten aufgewendet. Der Gesamtcashflow erreichte im Jahr 2021 einen Höchststand von CHF 16 Mrd. und sank im nachfolgenden Jahr auf einen Tiefststand von CHF -7 Mrd., was auf deutlich höhere Abflüsse im Finanzierungsbereich und einen leicht verringerten operativen Cashflow zurückgeht.

**Abbildung 11: Entwicklungen der einzelnen Cashflow-Komponenten**  
 (Datenquelle: Bloomberg 2022)

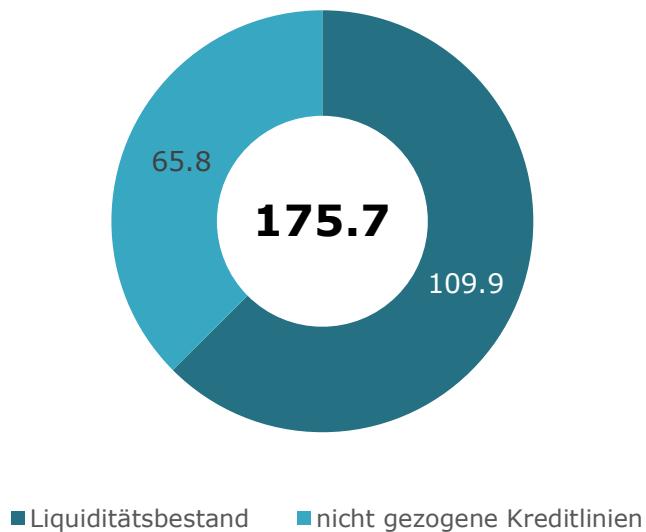


Hinweis: CFO steht für Cash from Operations, CFI für Cashflows aus dem Investitionsbereich und CFF für Cashflow aus dem Finanzierungsbereich.

## 4 Übersicht über vorhandene Kreditlimiten

Für 91 von 147 untersuchten Unternehmen sind Daten zu den vorhandenen Kreditlimiten per Ende 2022 vorhanden. Der Ausweis von Kreditlinien untersteht keiner Offenlegungspflicht. Die frei verfügbaren Kreditlinien werden anhand der Differenz zwischen der insgesamt genehmigten Kreditlimite und den bereits in Anspruch genommenen Kreditlimiten berechnet. Abhängig vom Bedarf und den unternehmerischen Erfordernissen kann das Unternehmen die frei verfügbaren Kreditlimiten nutzen, um Investitionen zu tätigen, Betriebskosten zu decken oder andere Unternehmensausgaben zu finanzieren. Wie zu Beginn erwähnt, verfügen die untersuchten Unternehmungen über vorhandene Kreditlimiten von total CHF 68.8 Mrd. Davon wurden CHF 3.0 Mrd. beansprucht, was einem relativen Anteil von 4.4 % entspricht. Im Umkehrschluss bedeutet dies, dass 95.6 % der fest zugesagten Kreditlinien bisher von den Unternehmungen nicht gezogen wurden. Gemäss Abbildung 12 stehen den untersuchten Unternehmungen insgesamt CHF 175.7 Mrd. zur freien Verfügung, welche sich aus dem Liquiditätsbestand von CHF 109.9 Mrd. und den nicht beanspruchten Kreditlinien von CHF 65.8 Mrd. zusammensetzen, die als zusätzliche potenzielle Liquidität betrachtet werden können. Der relative Anteil der ungezogenen Kreditlinien im Verhältnis zum gesamten Liquiditätsvolumen entspricht 37 %.

**Abbildung 12: Gesamtes Liquiditätsvolumen 2022 in CHF Mrd.**  
(Datenquelle: Bloomberg 2022 & publizierte Geschäftsberichte)



## 4.1 Branchenverteilung der vorhandenen Kreditlinien

Tabelle 2 veranschaulicht die Branchenverteilung des Gesamtvolumens an ungezogenen Kreditlinien.

**Tabelle 2: Kreditlinienvolumen nach Branchen per Ende 2022 (Total: CHF 65.8 Mrd.)**  
(Datenquelle: Bloomberg 2022)

Branchen	Unbeanspruchte Kreditlinien in CHF Mrd.	Anteil am Gesamtvolume	kumulierter Anteil am Gesamtvolume	Anzahl Unternehmen	Ø unbeanspruchte Kreditlinien in CHF Mrd.
Industrie	22.67	34.5%	34.5%	42	0.54
Gesundheitswesen	16.19	24.6%	59.1%	13	1.25
Verbrauchsgüter	12.75	19.4%	78.4%	4	3.19
Diskr. Verbrauchsgüter	4.29	6.5%	85.0%	9	0.48
Immobilien	2.51	3.8%	88.8%	8	0.31
IT	2.48	3.8%	92.5%	7	0.35
Kommunikation	2.36	3.6%	96.1%	4	0.59
Versorgung	2.24	3.4%	99.5%	3	0.75
Energie	0.32	0.5%	100.0%	1	0.32
<b>Gesamtergebnis</b>	<b>65.80</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>91</b>	<b>0.72</b>

Tabelle 2 verdeutlicht, dass die Sektoren Industrie, Gesundheitswesen und Verbrauchsgüter einen wesentlichen Anteil von 78.4 % am Gesamtvolume der vorhandenen Kreditlinien aller Gesellschaften ausmachen. Ihre hohe Gewichtung zeigt die Bedeutung von Kreditlinien als finanzielle Ressource in diesen Sektoren. Interessant ist auch, dass der Verbrauchsgütersektor nicht nur einen bedeutenden Anteil am Gesamtvolume der verfügbaren Kreditlinien aufweist, sondern auch mit Abstand die höchste durchschnittliche verfügbare Kreditlinie mit CHF 3.19 Mrd. pro Unternehmen verzeichnet. Es ist zu beachten, dass Nestlé einen signifikanten Einfluss auf den Durchschnittswert im Verbrauchsgütersektor aufweist und diesen erheblich erhöht. Die höheren Kreditlinien in diesem Sektor können zusätzlich auf branchenspezifische Anforderungen oder eine höhere Investitionstätigkeit zurückgeführt werden. Die hohe durchschnittliche ungezogene Kreditlinie unterstreicht die solide Bonität der Unternehmen und die Bereitschaft der Finanzinstitute, den Kapitalbedarf dieser Unternehmen zu decken. Es ist zu beachten, dass die Unternehmen die Inanspruchnahme der Kreditlinien so konzipieren, dass sie die Kreditlinien nur in ausserordentlichen, nicht vorhersehbaren Situationen in Anspruch nehmen, um zusätzliche Gebühren für die Beanspruchung zu vermeiden.

## 4.2 Aufteilung der höchsten Kreditlinienvolumen nach Unternehmen

In der nachfolgenden Tabelle werden die Unternehmungen mit den höchsten nicht beanspruchten und fest zugesagten Kreditlinien aufgelistet. Spitzenreiter ist Nestlé mit einem Volumen an frei verfügbaren Kreditlinien von CHF 11 Mrd., was einem Anteil von 16.7 % des gesamten Kreditlinienvolumens entspricht. Neben Nestlé weisen Roche (CHF 7.5 Mrd.), Novartis (CHF 6 Mrd.), Holcim (CHF 5.4 Mrd.) und Sika (CHF 5.2 Mrd.) die höchsten ungenutzten Kreditlinien auf. Ihr kumulierter Anteil macht 54 % des Gesamtvolume aller nicht beanspruchten Kreditlinienbestände der untersuchten Unternehmen aus. Insgesamt verfügen die Top 10 Unternehmen mit den höchsten ungenutzten Kreditlinienbeständen über einen Anteil von 69.7 % des Gesamtvolume aller Kreditlinienbestände. Die übrigen 81 Unternehmungen tragen mit einem Restvolumen von CHF 19.9 Mrd. zusammen 30.3 % zum Gesamtvolume bei.

**Tabelle 3: Die höchsten unbeanspruchten Kreditlinienvolumen nach Unternehmungen per Ende 2022**  
(Datenquelle: Bloomberg 2022)

Top 10 Unternehmungen	Volumen unbeanspruchter Kreditlinien in CHF Mrd.	Relation zum Gesamtvolume	kumulierter Anteil am Gesamtvolume
Nestle SA	11.00	16.7%	16.7%
Roche Holding AG	7.50	11.4%	28.1%
Novartis AG	6.00	9.1%	37.2%
Holcim AG	5.40	8.2%	45.4%
Sika AG	5.16	7.8%	53.3%
ABB Ltd	4.00	6.1%	59.4%
Swisscom AG	2.20	3.3%	62.7%
BKW AG	2.00	3.0%	65.8%
Dufry AG	1.49	2.3%	68.0%
Lonza Group AG	1.14	1.7%	69.7%
<b>Gesamtvolume Top 10 Unternehmungen</b>	<b>45.89</b>	<b>69.7%</b>	<b>69.7%</b>
<b>Gesamtvolume aller Unternehmungen</b>	<b>65.80</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>

## 5 Übersicht über die Entwicklung der Liquiditätsgrade

Abbildung 13 veranschaulicht, wie sich die Liquiditätsgrade über einen Zeitraum von 10 Jahren unterteilt nach ihrer Marktkapitalisierung entwickelt haben. Large Caps konnten eine leicht wachsende Cash Ratio<sup>7</sup> über den Beobachtungszeitraum vorweisen. Im Jahr 2022 lag der Median bei 45 %, was bedeutet, dass in etwa die Hälfte der kurzfristigen Verbindlichkeiten mit den liquiden Mitteln beglichen werden könnten. Bei den Mid Caps ist die Spannweite deutlich grösser. Die Trendlinie ist negativ mit einem Medianwert, welcher in den letzten Jahren bedeutend unter demjenigen der Large Caps liegt. Bei den Small Caps ist die Streubreite nochmals grösser. Der Medianwert liegt im Jahr 2022 bei (42 %) im Vergleich zu den Large Caps (45 %) und den Mid Caps (33 %).

Die Auswertung der Quick Ratio<sup>8</sup> zeigt wiederum, dass die Schwankungsbreite bei den Large Caps am niedrigsten und bei den Small Caps am höchsten ist. Der Medianwert ist im Untersuchungszeitraum in allen Gruppen leicht rückläufig, wobei er bei den Large Caps am konstantesten verläuft. Am deutlichsten ist der Rückgang bei den Mid Caps, die ebenso wie die Small Caps eine Quick Ratio von unter 100 % aufweisen.

Die Werte für die Current Ratios<sup>9</sup> zeigen auch hier deutlich mehr Ausreisser bei den Mid und Small Caps als bei den Large Caps. Der Medianwert für alle Unternehmen liegt bei rund 200 %. Dies bedeutet, dass die kurzfristigen Verbindlichkeiten im Durchschnitt durch den doppelten Umfang des Umlaufvermögens abgedeckt werden können.

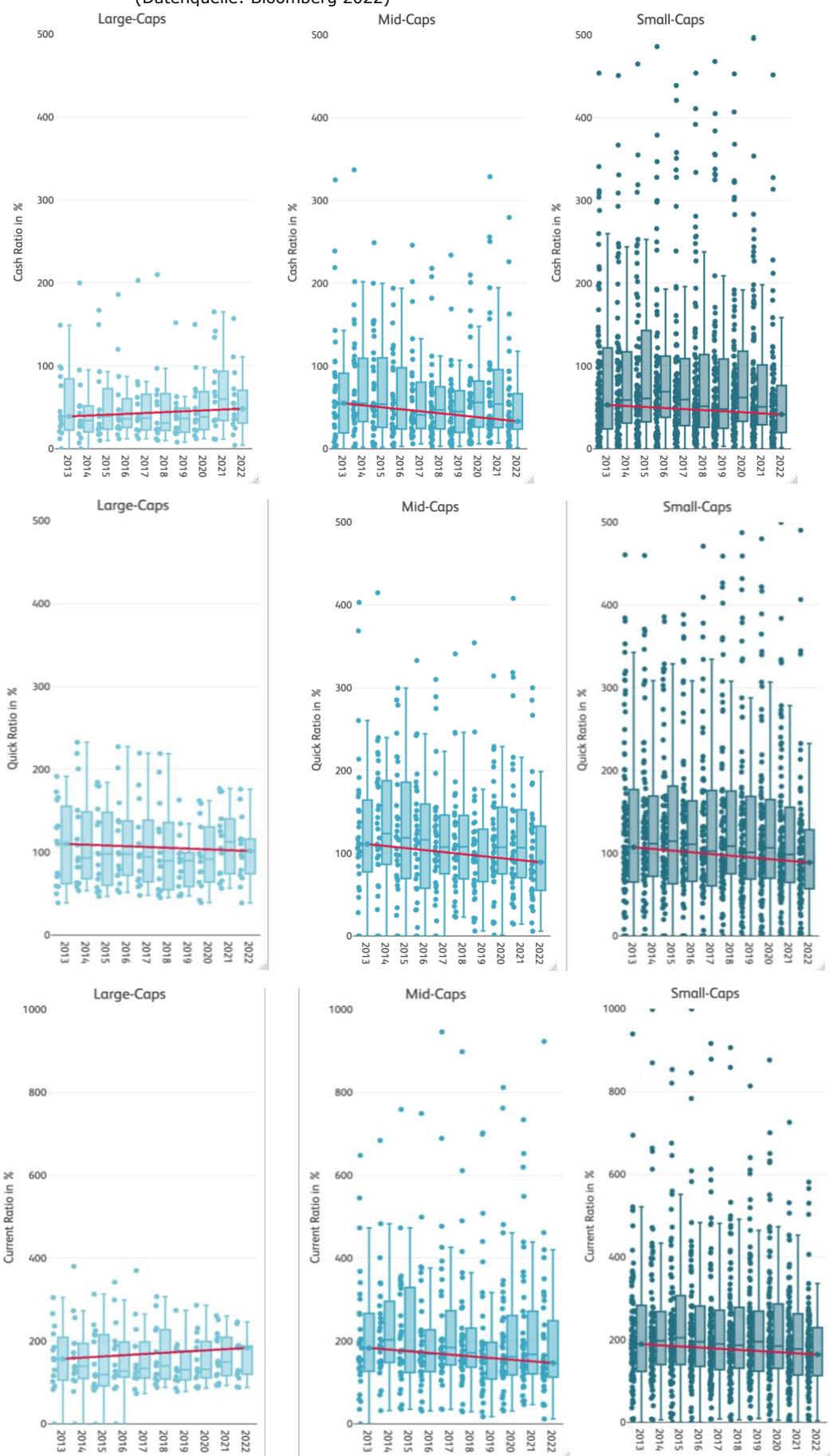
<sup>7</sup>  $\text{Cash Ratio} = \frac{\text{flüssige Mittel} + \text{kurzfristig gehaltene Aktiven mit Börsenkurs}}{\text{kurzfristiges Fremdkapital}}$

<sup>8</sup>  $\text{Quick Ratio} = \frac{\text{Umlaufvermögen} - \text{Vorräte}}{\text{kurzfristiges Fremdkapital}}$

<sup>9</sup>  $\text{Current Ratio} = \frac{\text{Umlaufvermögen}}{\text{kurzfristiges Fremdkapital}}$

Link zum interaktiven Chart: [www.hslu.ch/ifz-finanzierungsstudie](http://www.hslu.ch/ifz-finanzierungsstudie)

**Abbildung 13: Entwicklung der Liquiditätsgrade nach Marktkapitalisierung über zehn Jahre**  
(Datenquelle: Bloomberg 2022)



## 6 Interview Holcim

Um das Thema Liquidität noch aus einer praxisorientierten Sicht eines einzelnen grossen Unternehmens zu beleuchten, folgen an dieser Stelle zentrale Aussagen aus einem Interview mit **Dr. Markus Unternährer, Head Group Treasury von Holcim** zum Umgang mit Liquidität. Bezogen auf die liquiden Mittel eines Unternehmens gilt es zu beachten, dass das Unternehmen stets über einen ausreichenden Kassenbestand verfügt, um den kurzfristigen Verpflichtungen wie der Zahlung von Löhnen, Mieten, Schulden und Lieferanten nachzukommen.



Wie überwachen Sie bei Holcim die Liquiditätssituation und welche Kennzahlen sind für Sie am relevantesten?

«Wir haben einen Rolling 12-Monats-Forecast, welcher jeden Monat aktualisiert wird und die Grundlage bildet, um den Liquiditätsbedarf zu definieren. Basierend auf dem Forecast definieren wir, wie viel Finanzierungsbedarf wir haben, um einen gewissen Mindestliquiditätsbestand immer aufrecht halten zu können. Dies wird ergänzt mit einem langfristigen Forecast. Bei der langfristigen Finanzplanung sehen wir, wie hoch der Liquiditätsbedarf in den nächsten vier bis fünf Jahren ist, welcher auf den getroffenen Annahmen für den Free Cashflow, Capex und Fälligkeiten von Schulden beruht.»

Wie berechnen Sie den für Holcim adäquaten Liquiditätsbestand?

«Es gibt im Wesentlichen zwei Dinge. Das eine ist der Aspekt Risikobereitschaft. Auch die Kreditlinien spielen hier eine grosse Rolle. Wir haben ungezogene Kreditlinien, welche für uns praktisch die gleiche Qualität wie Cash haben. Je nachdem, wie hoch die Risikobereitschaft des Konzerns ist, kann man den Liquiditätsbestand deutlich reduzieren, wenn man sich vollständig auf die Kreditlinien verlässt. Wenn man das Gefühl hat, dass unter gewissen Umständen die Kreditlinien wegfallen könnten, halten wir entsprechend mehr Liquidität. Der zweite Punkt ist die Sichtweise der Ratingagenturen. Ratingagenturen bewerten regelmässig die Qualität des Liquiditätsbestands. Wir möchten die Qualifikation «Strong» erhalten. Vor allem Standard & Poor's legt dar, welchen Mindestbestand an Liquidität gehalten werden muss, um das entsprechende Rating zu erhalten. Dies basiert wiederum auf Finanzkennzahlen, welche die Agentur analysiert und in das Rating einbezieht.»

Holcim hat diverse Investitionen und Desinvestitionen getätigt, unter anderem auch diverse M&A-Transaktionen. Welche Rolle spielen solche Aktivitäten im Rahmen der Liquiditätshaltung?

«Die Investitions- und M&A-Aktivitäten sind Teil der Liquiditätsplanung. Das Problem ist, dass die Vorhersehbarkeit gering ist, denn auf beiden Seiten, bei Verkäufen und Übernahmen, hat man zwar einen 12-monatigen Liquiditätsplan, aber eine Akquisition oder ein Verkauf kann relativ kurzfristig durchgeführt werden. Deshalb wird in vielen Fällen auch eine Szenarioanalyse erstellt, wobei wir hypothetisch den Liquiditätsbedarf schätzen, wenn wir zusätzlich eine Akquisition in Milliardenhöhe tätigen, oder Verkäufe von Assets oder Ländergesellschaften, die sich in der Regel

früher abzeichnen, werden auch hier über Szenarien berücksichtigt. Wir hatten letztes Jahr eine besondere Situation. Wir verkauften unsere Betriebe in Indien und Brasilien. Allein für Indien erhielten wir CHF 6.4 Mrd. Der Verkauf kam relativ kurzfristig, so dass wir seither einen Liquiditätsüberschuss aufweisen. Es gibt bestimmte Ereignisse, die man nicht im Vorfeld planen kann und die zu überschüssiger Liquidität führen. Auf der Akquisitionsseite sieht es etwas anders aus. Da arbeiten wir eng mit der M&A-Abteilung zusammen und wenn man sieht, dass man sich eine Akquisition finanziell nicht leisten kann, lässt sich das auch im Unternehmen besser steuern.

Die gesamte Liquiditätsplanung ist ein umfangreicher Prozess. Jeden Monat müssen alle Abteilungen und alle Länder ihre Liquiditätsplanung an uns berichten. Daher findet ein intensiver Dialog, nicht nur mit der M&A-Abteilung, sondern auch mit anderen Abteilungen statt.»

Im Rahmen der Steuerung der Liquidität können auch verschiedene Instrumente wie Stresstests, Szenarioanalysen und Contingency Planning eingesetzt werden, um die Fähigkeit zur Absorbierung potenzieller Liquiditätsschocks zu bewerten. Wie sieht das bei Ihnen aus, setzen Sie solche Instrumente ein?

«Ein Szenario, welches wir regelmässig laufen lassen, ist Folgendes: Was würde geschehen, wenn sich der Cashflow in den Ländern um 30 % einbrechen würde? Stresstests sind relativ simpel. Wir ziehen 30 % des Cashflows ab. In der Vergangenheit wurden komplexere Analysen durchgeführt, bei denen auch die Volatilität des Cashflows berücksichtigt wurde. Heute bevorzugen wir das Motto «keep it simple», um es für unsere Stakeholder, die mit unserer Liquiditätsplanung arbeiten, verständlich zu halten.»

Inwiefern beeinflusst die makroökonomische Entwicklung die Liquiditätshaltung bei Holcim? Oder anders gefragt: inwiefern haben die Inflation und die damit einhergehenden – je nach Währung rapiden – Zinsanstiege einen Einfluss auf Ihre Liquiditätshaltung?

«Die makroökonomischen Einflüsse sind für die Liquiditätsplanung relevant. Insofern werden die einzelnen Einflüsse aus den Ländern, welche wir aus Rapporten zu Dividenden, Zinszahlungen aus Intercompany Darlehen oder auch Management Fees erhalten, miteinbezogen. Die Prognosen, welche die Länder liefern, sollten ebenfalls makroökonomische Einflüsse reflektieren, wenn die Visibility und deren Einfluss auf den Geschäftsverlauf zu erkennen ist. Das gleiche gilt für die Inflation, die ebenfalls in unserer Liquiditätsprognose einbezogen wird. Bei den Währungen halten wir die Liquidität nicht nur in Schweizer Franken, sondern auch in Euro und Dollar. Die Währung ist immer ein Faktor bei der Währungsallokation. In welcher Währung wollen wir Cash halten? Dabei ist einerseits der Bedarf der Währungen entscheidend und anderseits auch die Sicht auf den Wechselkurs. Wenn der Dollar beispielsweise hoch bewertet ist, werden eher geringe Dollarbestände gehalten und vice versa. Der Zinsanstieg zeigt sich vor allem über die Währungsallokation. Dies spielt eine Rolle beim Entscheid, welche Währung wir halten und ist beim Free Cashflow ebenfalls von Bedeutung. Der Zinsanstieg führt zu höheren Finanzierungskosten und daher zu einem geringeren Free Cashflow und folglich zu einer niedrigeren Liquiditätsposition.»

# Literaturverzeichnis

- BFS. (2022). *Bruttoinlandprodukt: jährliche Veränderung in %*. Volkswirtschaftliche Gesamtrechnung: Abgerufen von <https://www.bfs.admin.ch/bfs/de/home/statistiken/volkswirtschaft/volkswirtschaftliche-gesamtrechnung/bruttoinlandprodukt.assetdetail.23184449.html>
- Droboz, W. & Grüninger, M. C. (2007). Corporate cash holdings: evidence from Switzerland. *Financial markets and portfolio management*.
- Lütfolf, P., Rupp, M., & Birrer, T. K. (2019). *Handbuch Finanzmanagement Bewertungen, Finanzierungen und Risikomanagement im Rahmen der wertorientierten Unternehmensführung* (Bd. 2. korrigierte Auflage). Basel: NZZ, Libro, Schwabe Verlagsgruppe.
- Polten, M.-O., & Westerman, W. (2021). Liquidität deutscher Firmen bis zu und nach der Finanzkrise. SSRN.
- SNB. (2014). *Medienmitteilung Nationalbank führt Negativzinsen ein*. Kommunikation: Zürich
- Spremann, K., & Grüner, A. (2019). *Finance Investition - Unternehmensfinanzierung - Kapitalstruktur* (Bd. 5. Auflage). Berlin/Boston: Walter de Gruyter GmbH.

# Teil II – Working Capital Management

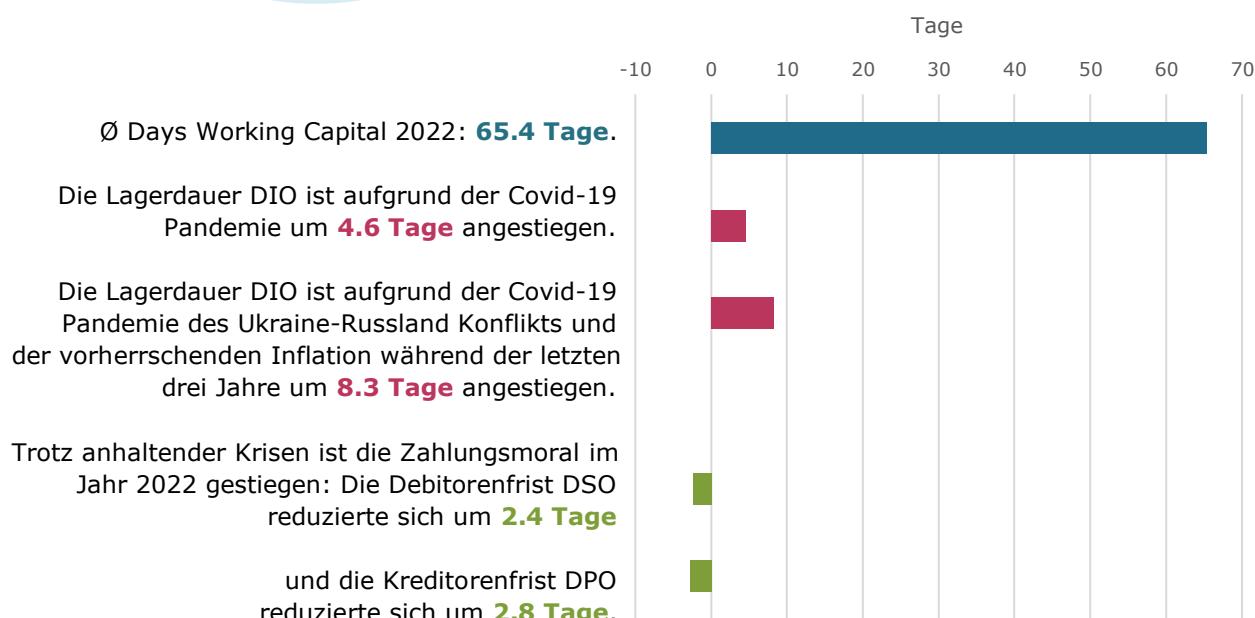
Autoren: Thomas K. Birrer, Markus O. Rupp und Simon R. Arnold

# Summary

Link zu den interaktiv aufbereiteten Daten:  
[www.hslu.ch/ifz-finanzierungsstudie](http://www.hslu.ch/ifz-finanzierungsstudie)

Per Ende 2022 summiert sich das bei  
kotierten Schweizer Unternehmen  
gebundene Working Capital auf  
**CHF 104 Mrd.**

Die Working Capital Ratio stieg im  
Vergleich zum Vorjahr um  
**1 Prozentpunkt.**



Infolge Verlängerung der Lagerdauer wurden in den  
letzten zehn Jahren bei Annahme konstanter  
Nettoerlöse insgesamt  
**CHF 11.6 Mrd.**  
seit dem Jahr 2013 an flüssigen Mitteln gebunden.

Das durchschnittliche investierte Working Capital pro  
Unternehmen stieg im Vergleich zum Vorjahr um  
**CHF 154.8 Mio.**

# 1 Theoretische Grundlagen

In diesem Abschnitt werden die Begrifflichkeiten im Bereich Working Capital definiert und die Berechnungen der dazugehörigen Kennzahlen aufgezeigt.

## 1.1 Definition

Für das Working Capital existieren unterschiedliche Definitionen. Es kann zwischen der umfassenden, der mittleren und der engen Definition unterschieden werden. In der Praxis sind jedoch auch Zwischenformen der drei Definitionen möglich. Die eine «richtige» Definition gibt es in der Praxis nicht.<sup>10</sup>

Die Grundlage für die Berechnung des Working Capital bildet das Nettoumlauvermögen, welches aus der Differenz des Umlaufvermögens und dem kurzfristigen Fremdkapital gebildet wird. Das Nettoumlauvermögen beinhaltet dadurch diverse Werte, die durch operative Tätigkeiten aber auch von Finanzierungsentscheidungen beeinflusst werden können.<sup>11</sup>

Für die umfassende Definition des Working Capital werden vom Nettoumlauvermögen die kurzfristigen Finanzverbindlichkeiten, sowie die flüssigen Mittel und die kurzfristig gehaltenen Wertschriften abgezogen. Durch diesen Abzug sind in der umfassenden Definition alle operativen Bestandteile des Umlaufvermögens und des kurzfristigen Fremdkapitals beinhaltet. Dazu gehören jedoch auch Positionen, die sich nur wenig durch operative Massnahmen beeinflussen lassen. Beispiele dafür sind kurzfristige Rückstellungen und Steuerverbindlichkeiten.<sup>12</sup>

Bei der mittleren Definition werden, ausgehend von der umfassenden Definition, die sonstigen Forderungen sowie die sonstigen Verbindlichkeiten und die kurzfristigen Rückstellungen eliminiert. Weiter werden ebenfalls der Aufwandvortrag der aktiven Rechnungsabgrenzung und der Ertragsvortrag der passiven Rechnungsabgrenzung abgezogen. Diese Differenzierung in der Rechnungsabgrenzung steht im Zusammenhang mit der operativen Beeinflussbarkeit durch das Management. Wenn diese Positionen einen grossen Einfluss auf das Working Capital haben, kann die mittlere Definition als sinnvoll erachtet werden. Wenn keine hohe Bedeutung von diesen Positionen ausgeht, ist die enge Definition am besten geeignet.<sup>7</sup>

Bei der engen Definition werden lediglich drei Elemente zur Berechnung herbeigezogen. Dabei handelt es sich um Forderungen aus Lieferungen und Leistungen (FLL), Vorräte und Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen (VLL). Bei den drei Elementen handelt es sich für die meisten Unternehmen zugleich auch um die betragsmässig wichtigsten Bestandteile.<sup>13</sup>

In dieser Studie wird das Working Capital nach der engen Definition berechnet. Die Berechnung erfolgt gemäss der folgenden Formel:

$$\text{Working Capital} = \text{FLL} + \text{Vorräte} - \text{VLL}$$

---

<sup>10</sup> Birrer et al., 2018, S. 53.

<sup>11</sup> Lütfolf et al., 2019, S. 559-561.

<sup>12</sup> Quelle: Lütfolf et. al., 2019, S. 41.

<sup>13</sup> Lütfolf et al., 2019, S. 559.

Neben dem Working Capital wird zusätzlich noch die Kennzahl Working Capital Ratio berechnet. Die Working Capital Ratio wird verwendet, um einen Vergleich des Working Capital mit anderen Unternehmen durchzuführen. Sie wird wie folgt berechnet:

$$\text{Working Capital Ratio (WC-Ratio)} = \frac{\text{Working Capital}}{\text{Nettoerlös}}$$

## 1.2 Working Capital Kennzahlen

Um die Kapitaleffizienz zu messen, gibt es in der Theorie unzählige Varianten von Formeln und Kennzahlen. In der vorliegenden Analyse werden vier Kennzahlen betrachtet, die in direkter Verbindung zum Working Capital Management stehen.<sup>14</sup> Diese vier Kennzahlen können von Branche zu Branche stark abweichen. Ebenfalls haben länderspezifische Gebräuche, wie eine längere Zahlungsfrist, einen grossen Einfluss auf das Working Capital und deren Kennzahlen.<sup>15</sup>

Die Days Working Capital - auch Cash to Cash Cycle (C2C) genannt - geben die Kapitalbindungs-dauer des Working Capital an. Vereinfacht ausgedrückt, geben die Days Working Capital die Zeitdauer zwischen der Bezahlung einer Kreditorenrechnung bis zum Zahlungseingang einer Debitorenrechnung an. Während dieser Zeit sind flüssige Mittel im Unternehmen gebunden und können nicht für andere Zwecke ausgegeben werden.

Die Berechnung der Days Working Capital besteht aus den drei Kennzahlen Lagerdauer (DIO), Debitorenlaufzeit (DSO) und Kreditorenlaufzeit (DPO). Folgend wird die Formel zur Berechnung der Days Working Capital aufgezeigt und die drei Kennzahlen sowie deren Berechnung gemäss dem Handbuch Finanzmanagement vorgestellt.<sup>16</sup> In der vorliegenden Studie werden die Days Working Capital wie folgt berechnet:

$$\text{Days Working Capital} = \text{C2C} = \text{DIO} + \text{DSO} - \text{DPO}$$

Die Lagerdauer (DIO) gibt an, wie lange Rohmaterial, Halb- und Fertigfabrikate im Lager des Unternehmens gehalten werden. Die Lagerhaltung beginnt mit der Anlieferung der Ware, geht weiter zur Produktion/Verarbeitung und endet bei der Auslieferung an den Kunden.

$$\text{DIO} = \frac{\text{Vorräte} \times 360}{\text{COGS}}$$

Die Debitorenlaufzeit (DSO) gibt an, wie lange es vom Versand der Rechnung an den Kunden bis zu dessen Bezahlung dauert. Die Kennzahl wird wie folgt berechnet:

$$\text{DSO} = \frac{\text{Forderungen aus Lieferungen und Leistungen} \times 360}{\text{Nettoerlös}}$$

Bei der Kreditorenlaufzeit (DPO) wird die Dauer des Rechnungseinganges des Lieferanten bis zur Begleichung der Rechnung gemessen. Die DPO wird wie folgt berechnet:

$$\text{DPO} = \frac{\text{Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen} \times 360}{\text{COGS}}$$

<sup>14</sup> Birrer et al., 2018, S. 55.

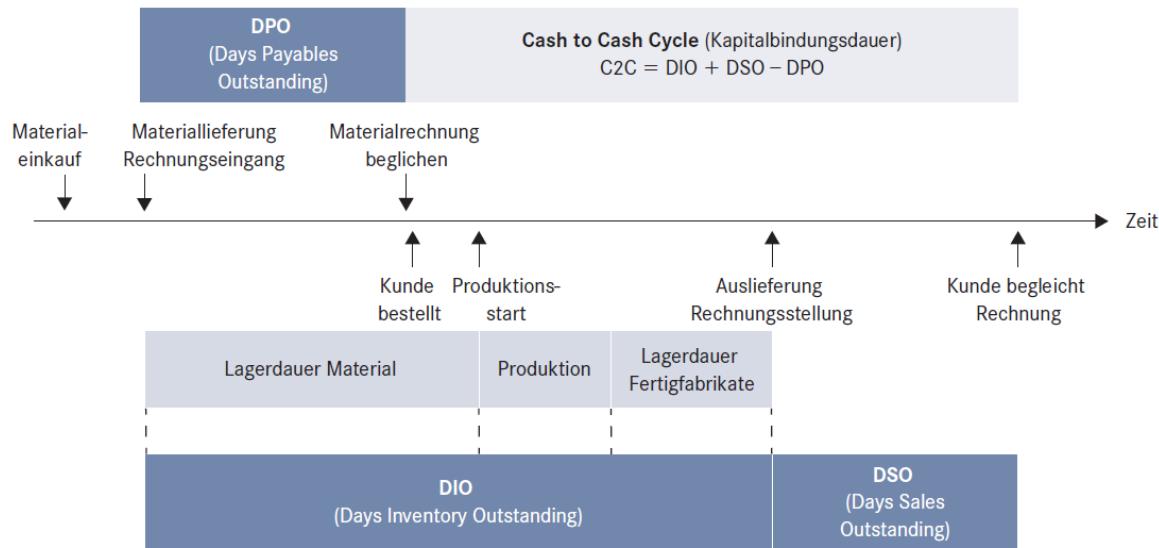
<sup>15</sup> Lütolf et al., 2019, S. 573.

<sup>16</sup> Lütolf et al., 2019, S. 568.

Abbildung 14 zeigt den Zusammenhang dieser drei Kennzahlen grafisch auf.

**Abbildung 14: Working Capital Kennzahlen**

(Quelle: Lütolf et al., 2019, S. 567 in Anlehnung an Vater et al. 2013, S. 23)



Abhängig von den unterschiedlichen Rechnungslegungsvorschriften können Unternehmen mehrheitlich selbständig entscheiden, ob die Rechnungslegung anhand einer Produktionserfolgsrechnung (Gesamtkostenverfahren) oder einer Absatzerfolgsrechnung (Umsatzkostenverfahren) erstellt wird.<sup>17</sup> Während bei der Absatzerfolgsrechnung die COGS (Cost of goods sold) ausgewiesen werden, wird bei der Produktionserfolgsrechnung der Materialaufwand gezeigt. Zwecks Vergleichbarkeit der Unternehmen für die Finanzierungs- und Treasurystudie 2023 werden deshalb die beschriebenen DIO und DPO-Formeln dahingehend angepasst, indem in den beiden Formeln im Nenner die COGS durch den Nettoerlös ersetzt wird. Diese Anpassungen wird ebenfalls in den Studien der grössten Wirtschaftsprüfungsunternehmen angewendet.<sup>18</sup> Aufgrund dieser Anpassungen werden die Working Capital Kennzahlen anhand der in Tabelle 4 aufgeführten Formeln berechnet.

**Tabelle 4: Berechnung der Working Capital Management Kennzahlen in der Finanzierungs- und Treasurystudie** (in Anlehnung an Lütolf et al., 2019, S. 568)

Kennzahl	Berechnung
Days Working Capital (C2C)	$DIO + DSO - DPO$
Lagerdauer (Days Inventory Outstanding – DIO)	$\frac{\text{Vorräte}}{\text{Nettoerlös}} \times 360$
Debitoren-Laufzeit (Days Sales Outstanding – DSO)	$\frac{\text{Forderungen aus L + L}}{\text{Nettoerlös}} \times 360$
Kreditoren-Laufzeit (Days Payables Outstanding – DPO)	$\frac{\text{Verbindlichkeiten aus L + L}}{\text{Nettoerlös}} \times 360$

<sup>17</sup> Treuhand-Kammer, 2014, S. 103-113.

<sup>18</sup> EY, 2019, S. 22 und PWC, 2013, 47.

## 2 Untersuchte Unternehmen

In der vorliegenden Studie wurden im Jahr 2022 insgesamt 126 Unternehmen für die Analyse der Working Capital Kennzahlen untersucht. Von diesen Unternehmen gehörten 60 zur Industriebranche, 25 zur Gesundheitsbranche, 13 zur diskretionären Verbrauchsgüterbranche, 11 zur IT-Branche, 11 zur Verbrauchsgüterbranche und 6 zur Kommunikationsbranche. Die Branche «Chemie & Rohstoffe» wurde rückwirkend der Branche Industrie zugeteilt, um einen Vergleich über 10 Jahre aufzeigen zu können. Neben der Brancheneinteilung werden die Unternehmen ebenfalls in Gruppen nach der Marktkapitalisierung (Large-Caps, Mid-Caps und Small-Caps) eingeteilt. Tabelle 5 zeigt die entsprechende Einteilung.

**Tabelle 5: Gruppierung der Unternehmen nach Marktkapitalisierung**

Gruppen	Marktkapitalisierung in CHF	Anzahl Unternehmen im 2022
Large-Caps	> 20 Mrd.	13
Mid-Caps	2 Mrd. ≤ 20 Mrd.	39
Small-Caps	< 2 Mrd.	74

In der Tabelle 6 werden die im Working Capital Teil ausgeschlossenen Branchen und Unternehmen aufgeführt und die Gründe kurz beschrieben.

**Tabelle 6: Ausschluss Unternehmen Working Capital**

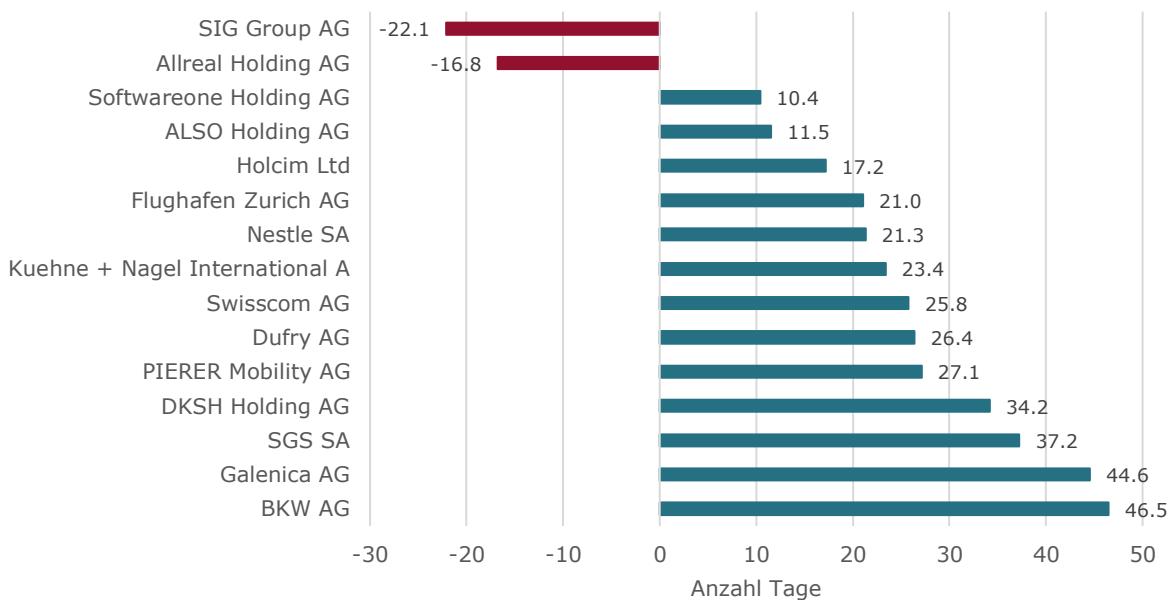
Unternehmen	Branche	Jahr	Ausschluss Grund
	Energie	Alle	Geringe Anzahl Unternehmen
	Immobilien	Alle	Working Capital in der Branche nicht relevant
	Versorgung	Alle	Geringe Anzahl Unternehmen
Accu Holding AG	Diskr. Verbrauchs-güter	2016	Daten nicht verfügbar
Achiko AG	IT	2021	Working Capital nicht sinnvoll
Addex Therapeutics Ltd	Gesundheitswesen	2013 – 2017	Berechnungen nicht möglich
Advanced Digital Broadcast Hold.	Diskr. Verbrauchs-güter	2013; 2014	Daten nicht verfügbar
Airopack Technology IP AG	Industrie	2013	Working Capital nicht sinnvoll
Blackstone Resources AG	Industrie	2018 – 2021	Working Capital nicht sinnvoll
Cassiopea SpA	Gesundheitswesen	2015 – 2020	Berechnungen nicht möglich
Highlight Event and Entertainment	Kommunikation	2013 – 2016	Änderung Rechnungslegung
Idorsia Ltd	Gesundheitswesen	2017 – 2021	Working Capital nicht sinnvoll
Kuros Biosciences AG	Gesundheitswesen	2015	Working Capital nicht sinnvoll
Molecular Partners AG	Gesundheitswesen	2018	Working Capital nicht sinnvoll
ObsEva SA	Gesundheitswesen	2018 – 2022	Berechnungen nicht möglich
Perfect Holding SA	Industrie	2021	Berechnungen nicht möglich
Relief Therapeutics Holding AG	Gesundheitswesen	2013 – 2022	Berechnungen nicht möglich
Santhera Pharmaceuticals Hold.	Gesundheitswesen	2021	Berechnungen nicht möglich
Spexis AG	Gesundheitswesen	2019 2021	Working Capital nicht sinnvoll Berechnungen nicht möglich
Swmtl Holding AG	Industrie	2014 – 2016	Berechnungen nicht möglich

### 3 Auswertung Working Capital

In diesem Kapitel wird die Entwicklung der Working Capital Kennzahlen aufgezeigt. In einem ersten Teil werden die wichtigsten Ergebnisse vom Jahr 2022 überblicksartig aufgezeigt. Der zweite Teil zeigt die branchenübergreifende Entwicklung der Working Capital Kennzahlen auf. Der dritte Teil befasst sich mit der Entwicklung der Kennzahlen in den einzelnen Branchen.

Je tiefer die Working Capital Days sind, desto weniger lange ist das Geld im Unternehmen gebunden und kann früher für andere Zwecke verwendet werden. In Abbildung 15 werden die 15 tiefsten Days Working Capital aller 52 Large und Mid Cap Unternehmen dargestellt. Im Normalfall ist der Wert der Days Working Capital eine positive Kennzahl. Die SIG Group AG und die Allreal AG weisen jedoch negative Days Working Capital aus. Dies ist möglich, wenn beispielsweise die Kunden Vorauszahlungen leisten oder wenn die Rechnung von einem Kunden beglichen wird, bevor der Lieferant bezahlt wird.

**Abbildung 15: 15 Large und Mid Cap Unternehmen mit den tiefsten Days Working Capital im Jahr 2022**  
(Datenquelle: Bloomberg)



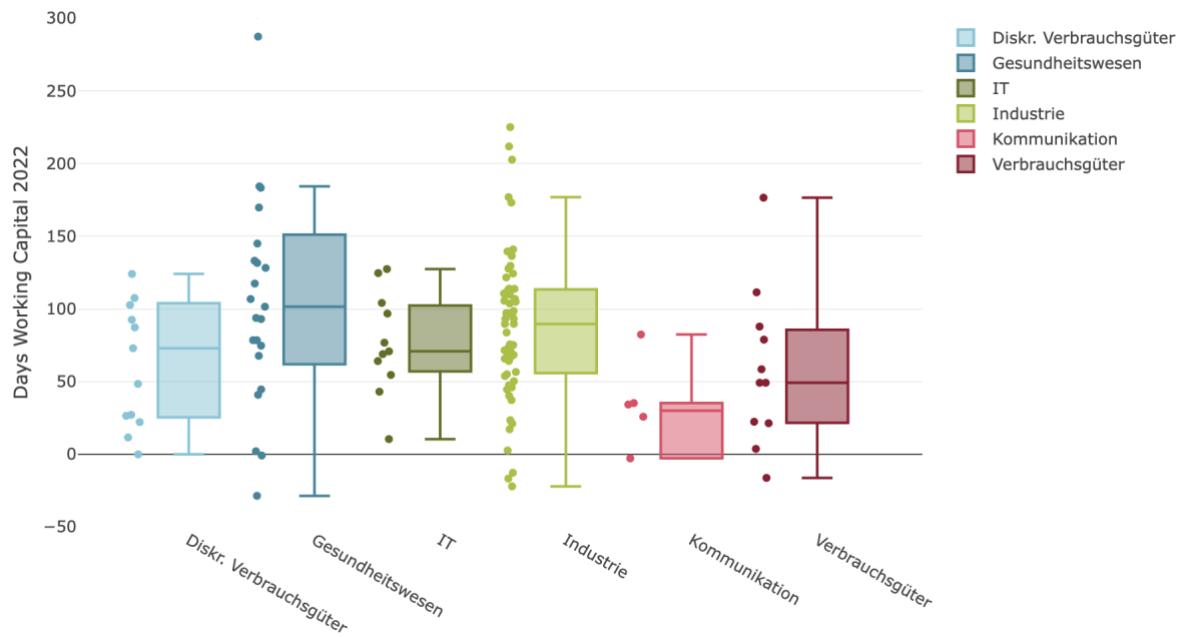
Unter den 15 Unternehmen mit den tiefsten Days Working Capital befinden sich vier Large Cap und elf Mid Cap Unternehmen. Ob nun die Unternehmensgrösse bei der Kennzahl entscheidend ist, kann aufgrund der unterschiedlichen Gruppengrössen nicht klar aufgezeigt werden. Beim Betrachten des Medians der beiden Gruppen kann jedoch ein Trend festgestellt werden. Während der Median der Large Caps bei rund 90 Tagen liegt, liegt er bei den Mid Caps bei ca. 75 Tagen.

Die beiden Medianwerte müssen jedoch mit Vorsicht betrachtet werden. Denn ein weiteres Kriterium für die Differenz der beiden Werte liegt bei der Verteilung der Branchen.

Abbildung 16 illustriert die Days Working Capital im Jahr 2022 nach Branchen. Auffallend ist, dass es innerhalb der Branchen grosse Unterschiede gibt. Dies lässt sich darauf zurückführen, dass trotz gleicher Branchenzugehörigkeit die Geschäftsmodelle und die betrieblichen Dynamiken sehr unterschiedlich sein können.

Link zum interaktiven Chart: [www.hslu.ch/ifz-finanzierungsstudie](http://www.hslu.ch/ifz-finanzierungsstudie)

**Abbildung 16: Days Working Capital der Branchen im Jahr 2022**  
(Datenquelle: Bloomberg)



Die Branche «Gesundheitswesen» weist mit einem Median von rund 102 Tagen den höchsten Wert auf. Die Branche weist zugleich die grösste Streuung auf. Der niedrigste Median ist bei der Branche «Kommunikation» mit 30 Tagen zu finden. Bei der Kommunikationsbranche ist die Streuung am tiefsten.

## 4 Branchenübergreifende Entwicklung

Abbildung 17 zeigt die Entwicklung des investierten Working Capital (Balken) und der Days Working Capital (Linie) über die letzten zehn Jahre.

**Abbildung 17: Branchenübergreifende Entwicklung investiertes Working Capital und Days Working Capital**  
(Datenquelle: Bloomberg)



Die Summe des investierten Working Capital blieb in den Jahren 2013 bis 2020 relativ konstant. Der tiefste Wert wurde im Jahr 2015 festgestellt. Der ebenfalls tiefe Wert im Jahr 2020 lässt sich aufgrund der plötzlichen Schwankungen im Hinblick auf Angebot und Nachfrage, während der Covid-19 Pandemie erklären. Denn diese Schwankungen von Angebot und Nachfrage haben in allen Branchen Einbussen beim Nettoumlauvermögen verursacht.<sup>19</sup>

Das Working Capital im Jahr 2022 weicht deutlich von den vorangehenden Jahren ab. Im Vergleich mit dem Jahr 2021 nahm das Working Capital um CHF 12.1 Mrd. zu. Eine mögliche Erklärung für die markante Erhöhung auf CHF 104.3 Mrd. wird aufgrund der folgenden Aussage aus der Medienmitteilung der Kardex AG verdeutlicht:

«The inventory levels deliberately increased and the trade accounts receivable rose substantially based on the very strong net revenues by the end of the year under review, leading to a further increased net working capital».<sup>20</sup>

Diese Mitteilung unterstreicht die beobachtete Entwicklung. Denn die Forderungen aus Lieferungen und Leistungen sind im Jahr 2022 um CHF 1.9 Mrd. und die Vorräte um CHF 10.5 Mrd. gestiegen. So hat sich das Working Capital aller Unternehmen im Vergleich zum Jahr 2021 deutlich erhöht.

<sup>19</sup> PWC, online.

<sup>20</sup> Kardex Holding AG, 02.03.2023, online.

Unter Berücksichtigung des Nettoerlöses, welcher um CHF 37.7 Mrd. angestiegen ist, stieg das WC-Ratio im Vergleich zum Jahr 2021 um 1.0 % Punkt. Das WC-Ratio entspricht damit genau dem WC-Ratio im Jahr 2013.

Beim Betrachten der Entwicklung der Days Working Capital fällt auf, dass sich dieser Wert in den letzten zehn Jahren dreimal deutlich erhöht hat und dies jeweils in den Jahren, bei denen es auf der Welt zu Ausschreitungen, Kriegen oder medizinischen Notsituationen (Epidemien, Pandemien) gekommen ist. Folgend wird auf die beiden stärkeren Erhöhungen in den Jahren 2020 und 2022 eingegangen.

Während die Days Working Capital von 2014 bis 2019 rund 8 Tage gesunken sind, ist dieser Wert innerhalb von drei Jahren wieder auf das Niveau von 2013 gestiegen. Die Covid-19 Pandemie erhöhte die Days Working Capital im Jahr 2020 um ca. 5 auf rund 63 Tage. Gemäss einer Studie von PWC hat die Covid-19 Pandemie zu einer schlechteren Zahlungsmoral und zu beeinträchtigten Lieferketten geführt.<sup>21</sup> Dies zeigt sich mit einer Zunahme der Debitorenfrist und der Kreditorenfrist um jeweils ca. 2 Tage. Dieser Effekt hat sich für die Berechnung der Days Working Capital wieder neutralisiert. Die beeinträchtigten Lieferketten haben für Engpässe und volle Lager gesorgt, was die Lagerdauer um die rund 5 Tage erhöht hat. Entsprechend ist die gesamte Veränderung der Days Working Capital im Jahr 2020 auf die Veränderung des DIO zurückzuführen. Nachdem sich die durchschnittlichen Days Working Capital im Jahr 2021 wieder auf 61 Tage reduzierten, ist dieser Wert im Jahr 2022 bereits wieder auf 64.5 Tage angestiegen. Das Jahr 2022 war von steigender Inflation, dem Ukraine-Russland Konflikt sowie von anhaltenden Lieferkettenproblemen geprägt.<sup>22</sup> Trotzdem konnte, wie oben erwähnt, im Vergleich zum Jahr 2021 CHF 37.7 Mrd. mehr Umsatz generiert werden. Die DSO und DPO reduzierten sich trotz den Unsicherheiten um 2.4 bzw. 2.8 Tage.

Durch die Veränderung der DSO und DPO-Werte ist auch im Jahr 2022 ersichtlich, dass die Lagerdauer hauptsächlich für die Veränderung der Days Working Capital verantwortlich ist. Die DIO haben im Vergleich um ca. 3 Tage zugenommen. Die Erhöhung des DIO und die Erhöhung der vorangehend erwähnten Vorräte im Vergleich zum Jahr 2021 um CHF 10.5 Mrd. lassen sich auf die erhöhte Nachfrage sowie auf die Erhöhung des Lagers aufgrund den Lieferkettenproblemen zurückführen. Diese Schlussfolgerung wird auch von der Aussage aus dem Geschäftsbericht der ABB Ltd. bestätigt.

**«Inventories, net, increased 24 percent and were significantly higher in all inventory categories. A portion of this increase reflects higher business activities at the end of 2022 compared to 2021 as well as higher inventories in order to fulfil the higher order backlog. We also had a significant build-up in the amount of raw materials as well as cost increases for materials. Supply chain challenges and shortages in the availability of some items have created the need for our businesses to stockpile certain key components. These challenges have also resulted in some delays in completing and delivering finished goods.»<sup>23</sup>**

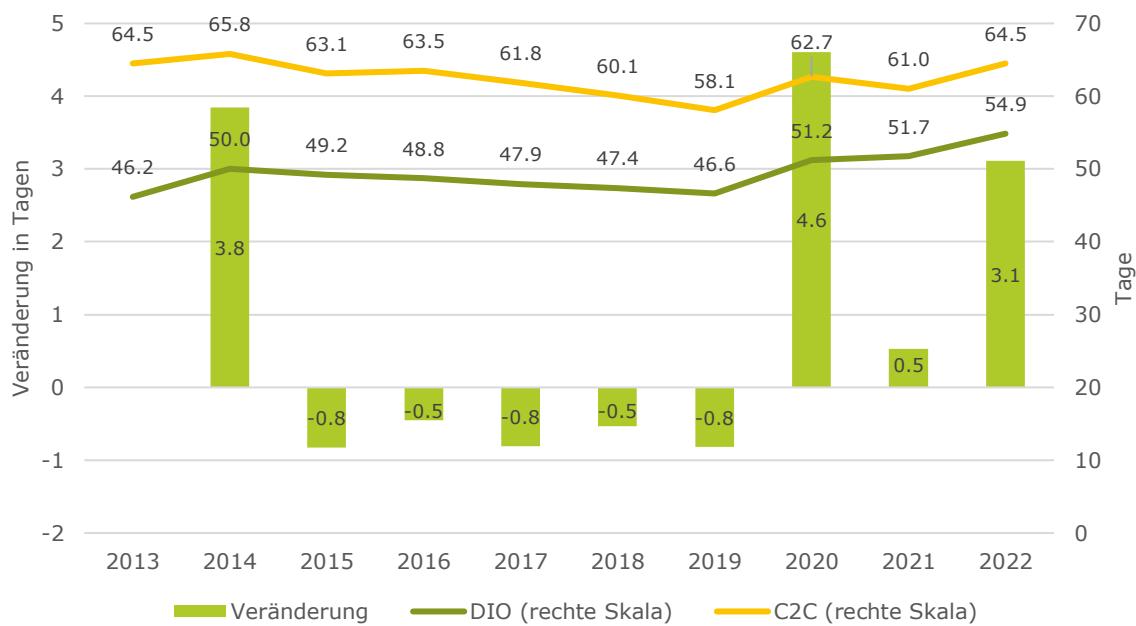
Die Erhöhung der Days Working Capital in den Jahren 2020 und 2022 sind daher beide auf die Erhöhung der DIO zurückzuführen. Abbildung 18 verdeutlicht, dass die Days Working Capital und die DIO zudem über alle zehn Jahre mehrheitlich parallel verlaufen. Daraus kann gefolgert werden, dass die DSO und DPO nur eine untergeordnete Rolle bei den kotierten Schweizer Unternehmen spielen.

<sup>21</sup> PWC, online.

<sup>22</sup> Deloitte, online.

<sup>23</sup> ABB Ltd, 2023, S. 51.

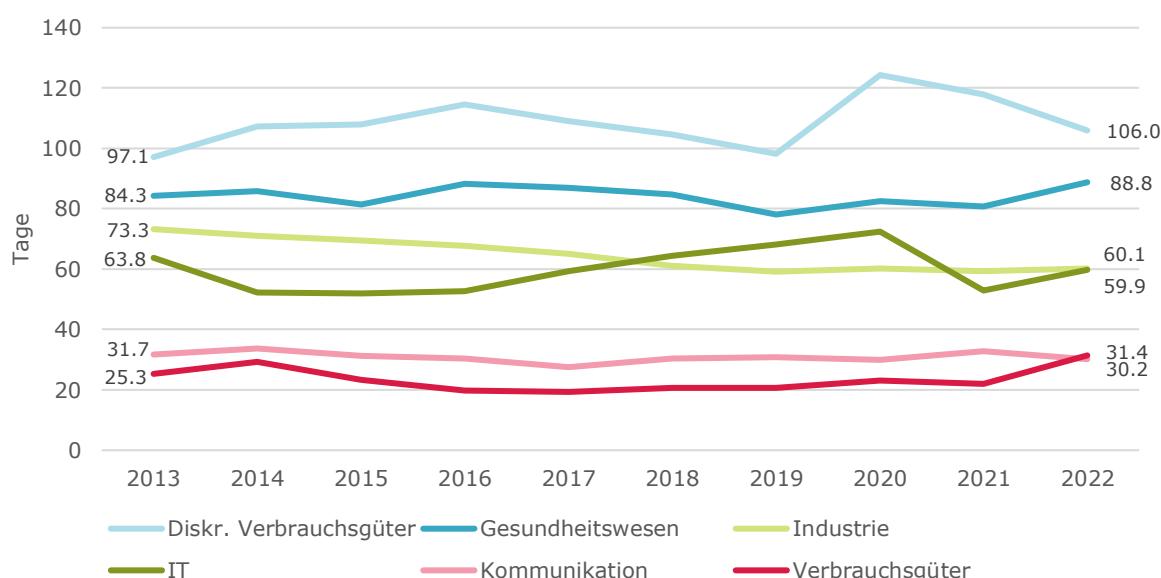
**Abbildung 18: Vergleich branchenübergreifende DIO zu Days Working Capital**  
(Datenquelle: Bloomberg)



Der Entwicklung der branchenübergreifenden Days Working Capital zeigt die allgemeine Entwicklung der kotierten Schweizer Unternehmen auf. Jedoch kann dieser Wert, wie in Abschnitt 3 erwähnt, von Branche zu Branche stark unterschiedlich ausfallen. Abbildung 19 zeigt daher die unterschiedlichen (volumengewichteten) Days Working Capital pro Branche auf.

Die Branche der diskretionären Verbrauchsgüter weist mit einem Wert von 106 Tagen der Days Working Capital im Jahr 2022 den höchsten Wert auf, während die Kommunikationsbranche mit nur 30 Tagen den tiefsten Wert erreicht. Entsprechend sollten Unternehmen, welche ihre Days Working Capital vergleichen möchten, das Benchmarking innerhalb der gleichen Branche vornehmen und zudem auch die Kundenstruktur berücksichtigen.

**Abbildung 19: Days Working Capital aller Branchen**  
(Datenquelle: Bloomberg)



# 5 Entwicklung in den einzelnen Branchen

In diesem Teil werden die einzelnen Branchen vertieft betrachtet. Es wird jeweils pro Branche die Entwicklung anhand der drei Bestandteile der Days Working Capital – DIO, DSO und DPO – aufgezeigt. Die Kennzahlen werden volumengewichtet dargestellt. Die Balken zeigen die Veränderung in Tagen an, währenddem die Linie den Wert in Tagen darstellt. Die Branche «IT» wird hier nicht vertieft betrachtet, da bei der volumengewichteten Darstellung die Branche aufgrund weniger Unternehmen stark verfälscht dargestellt wird.

## 5.1 Industrie

Die Branche «Industrie» umfasst im Jahr 2022 60 Unternehmen. Mit einem Working Capital Ratio von 16.7 % liegt die Branche leicht unterhalb der branchenübergreifenden Working Capital Ratio von 17.9 %. Weiter konnte die Branche die Days Working Capital von 73 Tagen im Jahr 2013 auf 60 Tage im Jahr 2022 reduzieren. Damit hat die Branche im Vergleich zu den anderen Branchen absolut gemessen die grösste Verbesserung erreicht.

### DIO

Nach einem Anstieg des DIO im Jahr 2014 von 2 Tagen hat sich dieser Wert zwischen 2015 bis 2019 um 7 Tage reduziert. In demselben Zeitraum hat der branchenübergreifende DIO lediglich um 3 Tage abgenommen. Weiter ist erkennbar, dass der DIO aufgrund der Auswirkungen der Covid-19 Pandemie und dem Russland-Ukraine Konflikt seit dem Jahr 2020 wieder um 4 Tage angestiegen ist. Auch hier hat die Branche «Industrie» besser abgeschnitten als der branchenübergreifende DIO, welcher sich um ca. 8 Tage erhöhte. Die Industrie ist die einzige Branche, die den DIO über zehn Jahre verkürzen konnte. Diese Verbesserung um einen Tag ist zwar nicht die einzige Erklärung für die Verbesserung der Days Working Capital der Industriebranche. Jedoch ist dies ein möglicher Grund, weshalb die Verkürzung der Days Working Capital im Vergleich zu den anderen Branchen deutlich stärker ausgefallen ist.

### DSO

Die Industrie weist die grösste Abnahme des DSO über die betrachteten zehn Jahre auf. Während der DSO zwischen 2013 bis 2017 ungefähr gleich hoch geblieben ist, konnte 2018 und 2019 ein Rückgang von rund 7 Tagen erreicht werden. Im Jahr 2020 erhöhte sich der DSO-Wert um 3 Tage, was der schlechteren Zahlungsmoral während der Covid-19 Pandemie zuzuschreiben ist. Weiter hat sich der DSO im Jahr 2022 wieder um etwa 4 Tage reduziert. Diese Veränderungen führten zu einer Abnahme des DSO knapp 10 Tagen. Diese 10 Tage sind der grösste Bestandteil der Veränderung der Days Working Capital.

### DPO

Der DPO der Industriebranche hat sich über zehn Jahre um 2.5 Tage erhöht. Dies entspricht in etwa der branchenübergreifenden Entwicklung von ca. 3 Tagen. Von 2013 bis 2019 konnte der DPO jeweils zwischen 36 bis 39 Tage gehalten werden. Erst die Covid-19 Pandemie hob den DPO auf Werte über 40 Tage an. Doch im Jahr 2022 ist der Wert bereits wieder auf 38 Tage gefallen. Mit den 38 Tagen liegt die Branche rund 5 Tage unterhalb dem branchenübergreifenden DPO.

**Abbildung 20: DIO, DSO und DPO der Branche Industrie**  
 (Datenquelle: Bloomberg)



## 5.2 Gesundheitswesen

In der Gesundheitsbranche werden im Jahr 2022 25 Unternehmen untersucht. Die grössten Unternehmen sind Roche und Novartis. Die Working Capital Ratio der Branche liegt mit 24.7 % deutlich über dem branchenübergreifenden Wert. Die Days Working Capital in der Gesundheitsbranche haben sich über die zehn Jahre von knapp 84 auf rund 89 Tage erhöht. Dieser Wert ist seit dem Jahr 2019 um rund 11 Tage gestiegen.

**Abbildung 21: DIO, DSO und DPO der Branche Gesundheitswesen**  
(Datenquelle: Bloomberg)



**DIO**

Wie auch in der Industrie ist der DIO im Jahr 2014 im Gesundheitswesen angestiegen. Der Anstieg war jedoch mit rund 5 Tagen mehr als doppelt so hoch. Ebenfalls konnte die Industriebranche den DIO in den darauffolgenden Jahren deutlich senken, was der Gesundheitsbranche erst im Jahr 2019 gelang. Die Covid-19 Pandemie im Jahr 2020 wirkte sich ebenfalls stark auf die Gesundheitsbranche aus. Der DIO erhöhte sich innerhalb eines Jahres um knapp 6 Tage. Die Roche Holding AG, welche aufgrund der volumengewichteten Berechnung einen grossen Einfluss ausübt, hat den DIO im Jahr 2020 um 9 Tage erhöht. Im Finanzbericht 2020 hat Roche dazu folgendes geschrieben:

«Inventory was higher by 19 % and driven by active management to ensure product availability and by launch supply.»<sup>24</sup>

Weiter hat sich der DIO auch aufgrund des Ukraine-Russland Konflikts innerhalb eines Jahres in der gesamten Branche um 4 Tage erhöht. Auch hier wurden die Vorräte von Roche um 15 % erhöht. Gemäss Finanzbericht 2022 ist dies auf die Sicherstellung der Versorgungssicherheit aufgrund globaler Lieferengpässe zurückzuführen. Die Erhöhung des C2C hat daher vor allem mit der Veränderung des DIO zu tun.

**DSO**

Der DSO der Gesundheitsbranche hat während den letzten zehn Jahren in der Summe um gut 4 Tage abgenommen. Im Vergleich zum branchenübergreifenden DSO, welcher um etwa 5 Tage abgenommen hat, hat sich dieser leicht weniger reduziert. Zusätzlich fällt auf, dass sich die Gesundheitsbranche während der Covid-19 Pandemie im Jahr 2020 und dem Ukraine Russland Konflikt im Jahr 2022 gegenteilig zur branchenübergreifenden Entwicklung veränderte.

**DPO**

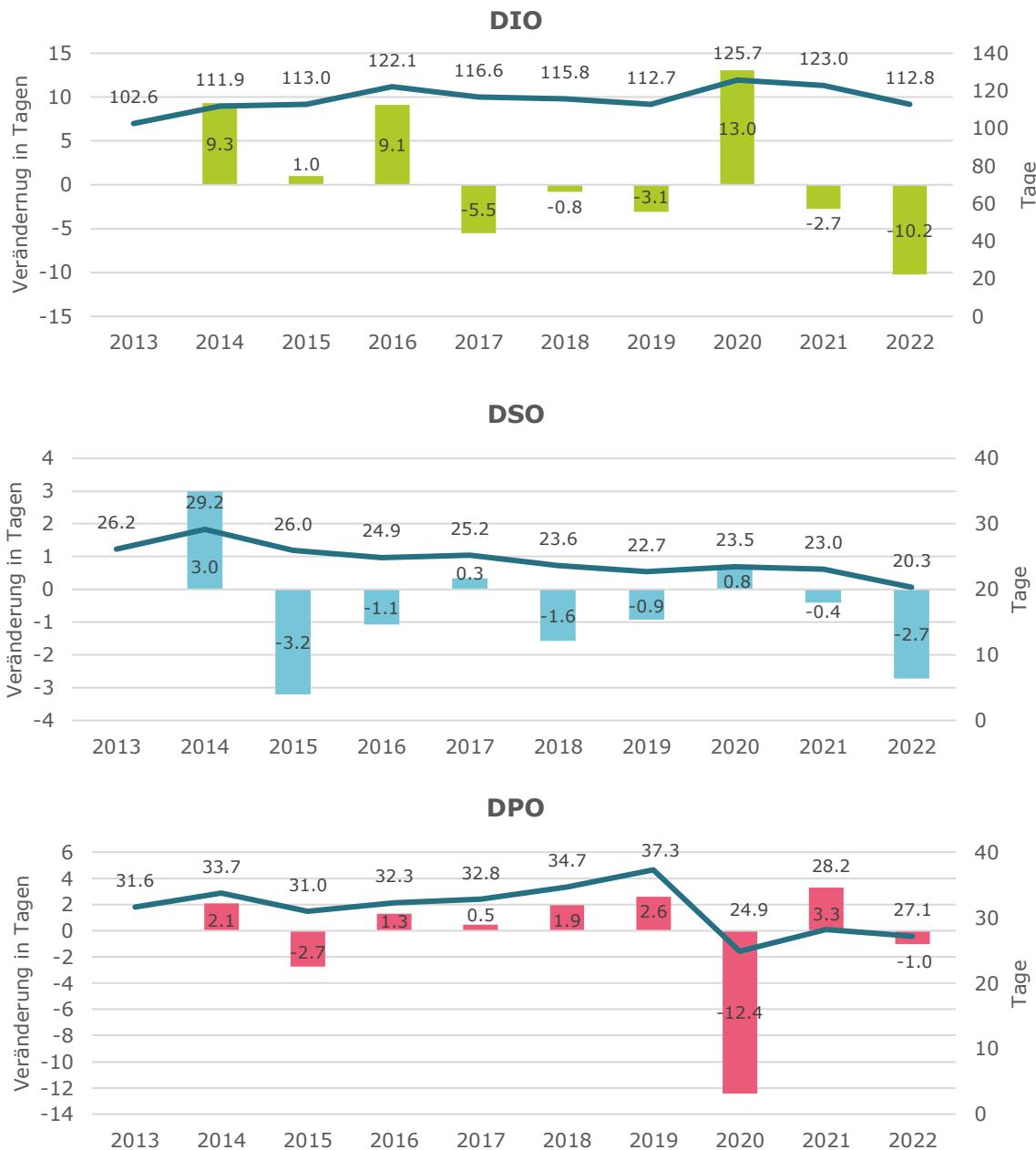
Die Veränderung des DPO während den untersuchten zehn Jahren beträgt knapp 1 Tag. Nach einem kurzen Anstieg in den Jahren 2014 und 2015 hat sich dieser im Jahr 2015 wieder auf rund 28 Tage reduziert. Danach hat sich der DPO jeweils zwischen 27 und 29 Tagen bewegt.

### 5.3 Diskretionäre Verbrauchsgüter

In der Branche diskretionäre Verbrauchsgüter ist das Unternehmen Richemont das grösste der dreizehn untersuchten Unternehmen. Die Branche weist mit 29.4 % die höchste Working Capital Ratio auf. Das WC-Ratio hat sich über die betrachteten zehn Jahre um 2.4 % Punkte erhöht. Die Erhöhung von 2.4 % Punkten entspricht einer Erhöhung des durchschnittlichen Working Capital von CHF 494.7 Mio. Neben der Erhöhung der WC-Ratio haben sich in der Branche die Days Working Capital um knapp 9 Tage erhöht. Diese Erhöhung ist zugleich die höchste aller Branchen.

<sup>24</sup> Roche Holding AG, 2021, S. 27.

**Abbildung 22: DIO, DSO und DPO der Branche diskretionäre Verbrauchsgüter**  
(Datenquelle: Bloomberg)



**DIO**

Die Branche diskretionäre Verbrauchsgüter weist über die zehn Jahre stets den höchsten DIO aller Branchen aus. Im Vergleich zu den anderen Branchen ist der DIO mit über 100 Tagen vergleichsweise hoch. In den zehn Jahren hat sich in drei Jahren der DIO deutlich erhöht. Die letzte Erhöhung erfolgte im Jahr 2020 mit 13 Tagen. Die Erhöhung ist mit dem Umsatzrückgang aufgrund der Covid-19 Pandemie erklärbar. Denn während die Vorräte um CHF 1.1 Mrd. zurückgegangen sind, musste die Branche einen Umsatzeinbruch von CHF 9 Mrd. hinnehmen. Auffällig ist, dass es sich bei den diskretionären Verbrauchsgütern um die einzige Branche handelt, welche den DIO im Jahr 2022 reduzieren konnte. Es konnte sogar eine Reduktion von knapp 10 Tagen erreicht werden. Auch hier ist die Entwicklung durch den Umsatz erklärbar. Dieser hat im Jahr 2022 um CHF 8.9 Mrd. zugenommen, während die Vorräte lediglich um CHF 1.4 Mrd. gestiegen sind. Trotz der Reduktion der DIO im Jahr 2022 hat die Kennzahl der Branche über zehn Jahre um 10 Tage zugenommen.

**DSO**

Der DSO ist mit lediglich 20.3 Tagen im Jahr 2022 mit Abstand der tiefste Wert aller Branchen. Im Vergleich zum branchenübergreifenden DSO liegt dieser 32 Tage tiefer. Es ist anzunehmen, dass in dieser Branche aufgrund der vergleichsweisen grossen Anzahl privater Kunden die Forderungen schneller bezahlt werden.

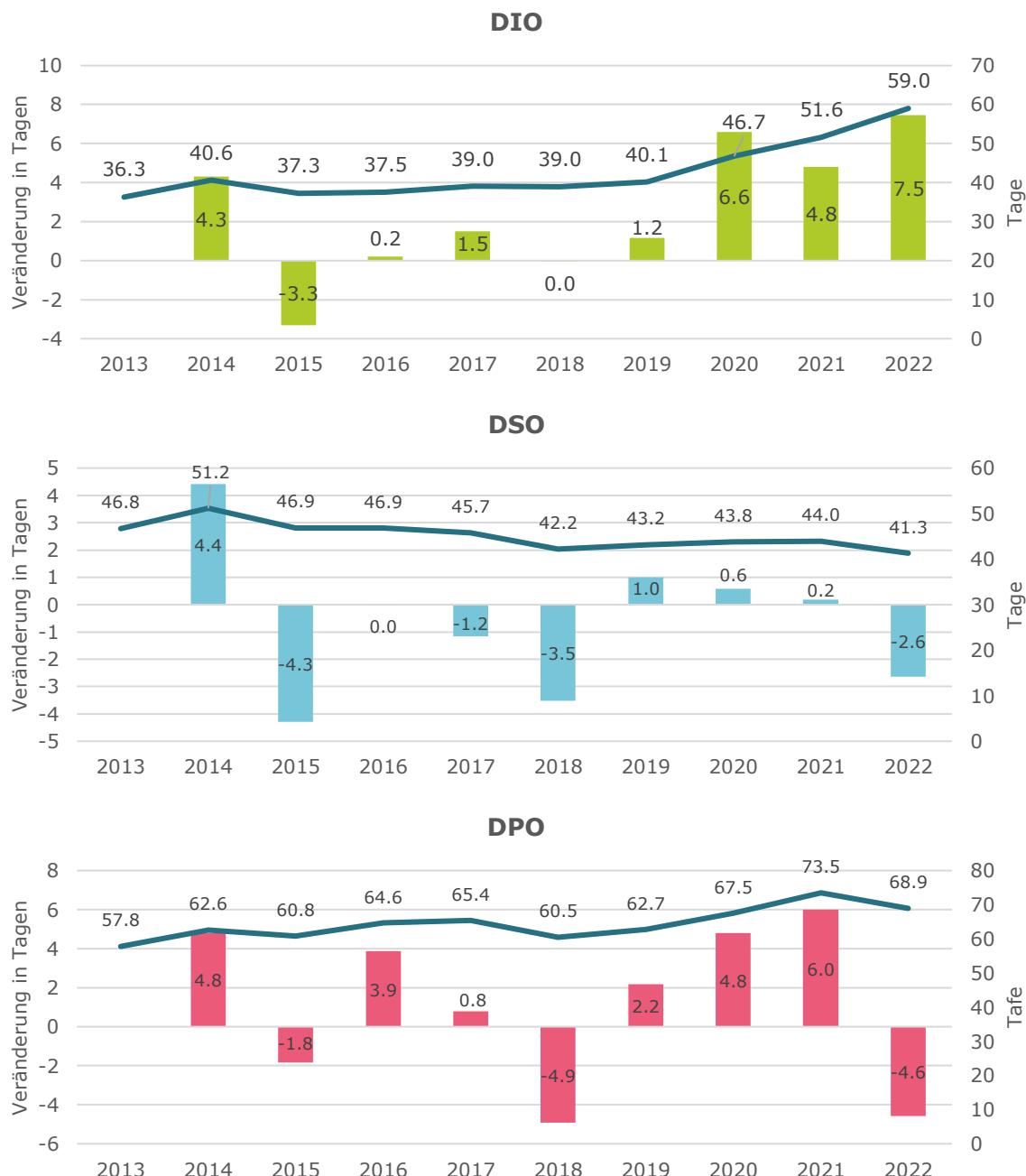
**DPO**

Die Auswirkungen der Covid-19 Pandemie im Jahr 2020 ist in der Abbildung 22 deutlich ersichtlich. Der DPO ist innerhalb dieses Jahres um 12 Tage gesunken. Die Kennzahl widerspiegelt die nachgelassene Nachfrage nach Luxusgütern in unsicheren Zeiten. Denn wie oben bereits erwähnt, hat der Nettoerlös im Jahr 2020 um CHF 9 Mrd. abgenommen. Zugleich sind die Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen um CHF 2.5 Mrd. zurückgegangen. Aufgrund des gefallenen DPO im Jahr 2020 ist der DPO in den zehn Jahren um 4.5 auf 27 Tage gesunken. Mit einem DPO von 27 Tagen handelt es sich um den tiefsten DPO-Wert aller Branchen. Dieser liegt 16 Tage unter dem branchenübergreifenden DPO.

## 5.4 Verbrauchsgüter

Nestlé ist das grösste Unternehmen der elf Firmen in der Verbrauchsgüterbranche. Die Verbrauchsgüterbranche wies zwischen 2013 bis 2021 die tiefste WC-Ratio aus. Aufgrund des Anstieges im Jahr 2022 von 2.6 % Punkten wurde die Branche «überholt». Ebenfalls hat die Branche eine Erhöhung der Days Working Capital über die zehn Jahre von 6 Tagen erlitten. Vor allem das Jahr 2022 ist hier besonders herauszuheben, wo die Days Working Capital innerhalb eines Jahres um 11 Tage zunahmen.

**Abbildung 23: DIO, DSO und DPO der Branche Verbrauchsgüter**  
(Datenquelle: Bloomberg)



**DIO**

Die Verbrauchsgüterbranche verzeichnet in den zehn Jahren eine Erhöhung des DIO von knapp 23 Tagen. Von 2013 bis 2019 hat sich der DIO lediglich um rund 4 Tage erhöht. Entsprechend beträgt die Erhöhung der letzten drei Jahre 19 Tage. Nestlé als grösstes Unternehmen der Branche schrieb im Geschäftsbericht 2020 (S.157) folgendes zu den Vorräten:

«Die Gruppe erhöhte während des Jahres 2020 die Vorräte an Roh- und Verpackungsmaterialien, um die Produktion und den Absatz trotz möglicher Unterbrechungen aufrechtzuerhalten.»<sup>25</sup>

Die Erhöhung der Vorräte in der Branche und der zusätzliche Umsatzerückgang von CHF 11.4 Mrd. führte im Jahr 2020 zum Anstieg des DIO von knapp 7 Tagen. In den beiden darauffolgenden Jahren hat Nestlé keine Aussagen mehr zu den Gründen der Entwicklung gemacht. Doch die Gründe dürften, wie im Jahr 2020 mit der Aufrechterhaltung der Geschäftstätigkeit zu tun haben. Denn in den Jahren 2021 und 2022 haben die Vorräte der Verbrauchsgüterbranche um CHF 2.1 Mrd. bzw. CHF 3.5 Mrd. zugenommen. Durch diese Erhöhung der Vorräte lässt sich die restliche Veränderung des DIO erklären.

**DSO**

Beim DSO zeigt sich analog zum branchenübergreifenden DSO eine Reduktion um 5.5 Tage. Während den zehn untersuchten Jahren ist erkennbar, dass mehrmals grössere Reduktionen vorkamen und nur einmal eine grössere Erhöhung stattfand. Ansonsten hat sich der DSO konstant gehalten. Die Forderungen aus Lieferungen und Leistungen haben mit Ausnahme des Jahres 2014 stets zwischen CHF 13.3 Mrd. und CHF 14.8 Mrd. geschwankt.

**DPO**

Der DPO ist von 2013 bis 2022 um 11 Tage angestiegen. Mit dem Anstieg hat sich dieser im Vergleich zu den anderen Branchen am stärksten erhöht. Der DPO hat in den zehn Jahren stark geschwankt. Denn in sechs der zehn Jahre hat sich der DPO mehr als 4 Tage zum Vorjahr verändert. Die Erhöhung ist auch bei den Bestandteilen des DPO erkennbar. Denn die Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen hat in den zehn Jahren um CHF 4.7 Mrd. zugenommen. Der Nettoerlös hat sich im gleichen Zeitraum um lediglich CHF 6.1 Mrd. erhöht.

<sup>25</sup> Nestlé AG, 2021, S. 157.

## 5.5 Kommunikation

Die Branche «Kommunikation» umfasst sechs Unternehmen. Die Branche wird vor allem von Swisscom geprägt. Die Branche weist mit einer WC-Ratio von 8.4 % den tiefsten Wert aller Branchen auf. Auch bei den Days Working Capital kann die Branche mit knapp 30 Tagen den tiefsten Wert aufweisen. Weiter ist die Kommunikationsbranche neben der Industriebranche die einzige Branche, welche die Days Working Capital über die zehn Jahre verringern konnte.

**Abbildung 24: DIO, DSO und DPO der Branche Kommunikation**  
(Datenquelle: Bloomberg)



**DIO**

Der DIO der Branche «Kommunikation» hat sich in den letzten 10 Jahren um gut 6 Tage erhöht. Die Erhöhung verlief einigermassen konstant. Nur in den Jahren 2014 und 2022 hat der DIO im Vergleich zu den anderen Jahren stärker zugelegt. Trotz dem jährlich ansteigenden DIO kann die Branche den tiefsten Wert aufweisen. Weiter ist auffallend, dass die Branche «Kommunikation» als einzige Branche keine grössere Zunahme des DIO aufgrund der Covid-19 Pandemie verzeichnet. Dies hat wahrscheinlich mit dem Geschäftsmodell der Unternehmen zu tun, da diese Branche nicht auf grosse Vorräte angewiesen ist.

**DSO**

Die Branche «Kommunikation» weist mit 71 Tagen im Jahr 2022 den höchsten DSO-Wert aller Branchen auf. Dieser kommt zustande, weil die Forderungen aus Lieferungen und Leistungen im Vergleich zum Nettoerlös deutlich höher sind als bei anderen Branchen. Entsprechend könnte es darin liegen, dass die Zahlungsfrist dieser Branche relativ hoch ist und die Kunden ihre Rechnungen verhältnismässig spät bezahlen. Bei der Swisscom AG sind beispielweise 36.2 % der Forderungen aus Lieferungen und Leistungen überfällig.<sup>26</sup> Ausserdem ist erkennbar, dass beim DSO im Vergleich zum DIO deutlich mehr Schwankungen vorhanden sind. Trotz den Schwankungen konnte der DSO zwischen 69 und 74 Tagen gehalten werden.

**DPO**

Der DPO erhöhte sich über zehn Jahre um knapp 10 Tage. Im Vergleich zum branchenübergreifenden DPO von gut 3 Tage hat sich dieser Wert somit fast dreimal so stark erhöht. Der DPO im Jahr 2022 liegt bei knapp 63 Tagen, was etwa 20 Tage über dem branchenübergreifenden DPO ist.

---

<sup>26</sup> Swisscom AG, 2023, S. 132-133.

# Literaturverzeichnis

- ABB Ltd. (2023). Financial Report 2022. Abgerufen von <https://global.abb/group/en/investors/annual-reporting-suite>
- Birrer, T. K., Rupp, M., & Spillmann, M. (Hrsg.). (2018). *Corporate Treasury Management: Konzepte für die Unternehmenspraxis*. Springer Gabler. <https://doi.org/10.1007/978-3-658-18567-1>
- Deloitte Deutschland (2022). *Working-Capital-Optimierung in Krisenzeiten*. Abgerufen am 6.12.2022 von [https://www2.deloitte.com/de/de/pages/finance\\_transformation/articles/working-capital\\_optimierung-in-krisenzeiten.html](https://www2.deloitte.com/de/de/pages/finance_transformation/articles/working-capital_optimierung-in-krisenzeiten.html)
- Ernst & Young (2019). *All tied up Working capital management report 2019*. Abgerufen am 01.12.2022 von [https://assets.ey.com/content/dam/ey-sites/ey-com/en\\_gl/topics/transaction-advisory-services/\\_transactions-pdfs/ey-working-capital-report-2019.pdf](https://assets.ey.com/content/dam/ey-sites/ey-com/en_gl/topics/transaction-advisory-services/_transactions-pdfs/ey-working-capital-report-2019.pdf)
- Kardex Holding AG. (02.03.2023). Financial Results 2022. Abgerufen von <https://www.kardex.com/de/unternehmen/news/kardex-holding-ag-financial-results-2023>
- Lütfolf, P., Rupp, M., & Birrer, T. K. (2019). *Handbuch Finanzmanagement: Bewertungen, Finanzierungen und Risikomanagement im Rahmen der wertorientierten Unternehmensführung* (2., korrigierte Auflage). NZZ Libro.
- Nestlé AG. (2021). Finanzielle Berichterstattung 2020. Abgerufen von <https://www.nestle.com/sites/default/files/2021-02/2020-financial-statements-de.pdf>
- PWC (2022). *Herausforderungen in der Lieferkette beeinträchtigen das Working Capital Management*. Abgerufen am 15.05.2023 von <https://www.pwc.ch/de/dienstleistungen/deals/working-capital-report.html>
- Roche Holding AG. (2021). Financial Report 2020. Abgerufen von <https://assets.cwp.roche.com/f/126832/84508b6936/fb20e.pdf>
- Swisscom AG. (2023). Geschäftsbericht 2022. Abgerufen von [https://reports.swisscom.ch/download/2022/de/swisscom\\_geschaeftsbericht\\_gesamt\\_2022\\_de.pdf](https://reports.swisscom.ch/download/2022/de/swisscom_geschaeftsbericht_gesamt_2022_de.pdf)
- Treuhand-Kammer (2014). *Schweizer Handbuch der Wirtschaftsprüfung Band "Buchführung und Rechnungslegung"*.

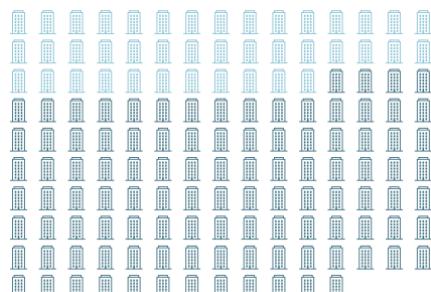
# Teil III – Die Kapitalstruktur kotierter Schweizer Unternehmen

Autoren: Thomas K. Birrer und Daniel Flückiger

# Summary

Link zu den interaktiv aufbereiteten Daten:  
[www.hslu.ch/ifz-finanzierungsstudie](http://www.hslu.ch/ifz-finanzierungsstudie)

Im Rahmen der vorliegenden Studie wurden für das Jahr 2022 insgesamt  
**147**  
 im SPI gelistete Unternehmen untersucht.

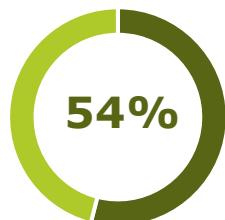


**106**

Unternehmen waren von 2013 bis 2022 durchgehend an der Börse kotiert.



In den letzten 10 Jahren hat sich die Fremdkapitalquote bei den 106 durchgehend gelisteten Unternehmen um **7 Prozentpunkte** auf 51 % der Bilanzsumme erhöht.



Die Immobilienbranche zeigt über den Betrachtungszeitraum von 2013 bis 2022 im Median eine gestiegene Eigenkapital von 45% auf **54%**.



Der Median der Eigenkapitalquote von Small Caps im Vergleich zu Large- und Mid-Caps ist um **11 Prozentpunkte** höher.



In der Betrachtungsperiode von 2013 bis 2022 haben die durchgehend gelisteten Unternehmen **Eigenkapital durch langfristig verzinsliches Fremdkapital substituiert.**

# 1 Übersicht über die Entwicklung der Kapitalstruktur

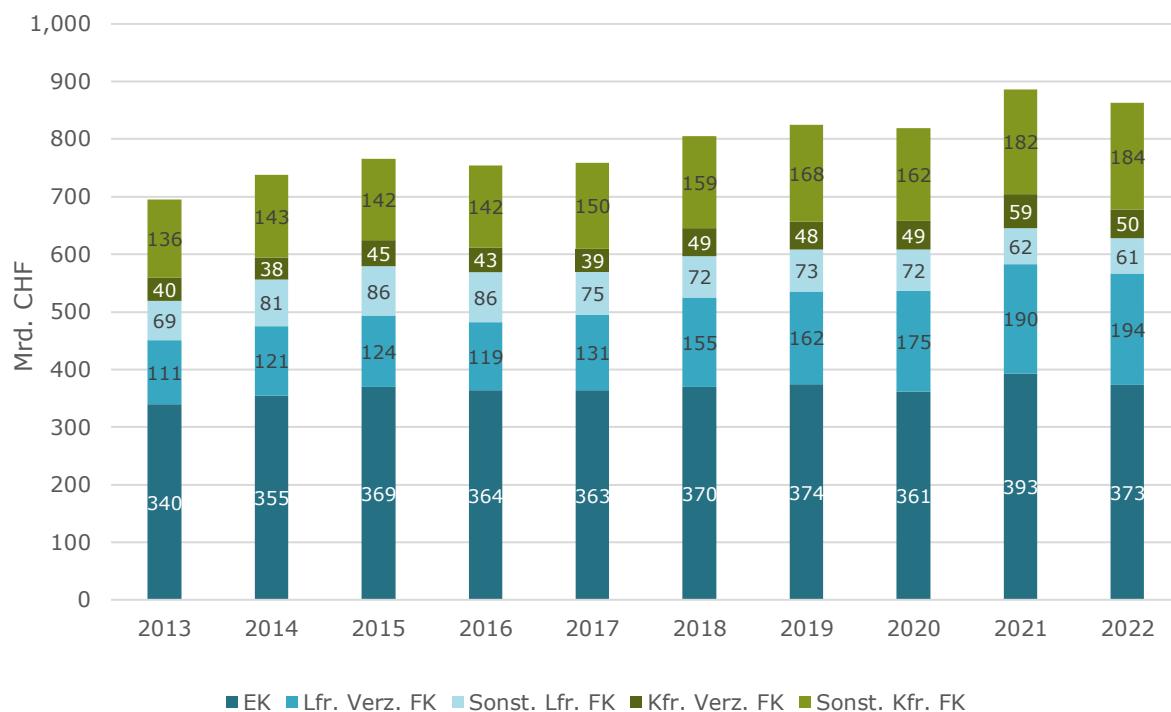
Im folgenden Kapitel wird auf die Entwicklung der Kapitalstruktur der Unternehmen eingegangen. Das Fremdkapital wird dabei sowohl nach der Frist wie auch nach der Verzinsung unterschieden. Daraus ergeben sich die folgenden analysierten Kategorien, wobei jeweils Buchwerte betrachtet werden:

- Sonstiges kurzfristiges Fremdkapital (sonst. kfr. FK)
- Kurzfristig verzinsliches Fremdkapital (kfr. verz. FK)
- Sonstiges langfristiges Fremdkapital (sonst. lfr. FK)
- Langfristig verzinsliches Fremdkapital (lfr. verz. FK)
- Eigenkapital (EK)

Abbildung 25 zeigt die Finanzierungsstruktur der untersuchten Unternehmen in ihrer Gesamtheit auf. Dabei ist ersichtlich, dass nach dem vergleichsweisen starken Anstieg der Bilanzsumme von 8.08 % in den Jahren 2020 bis 2021, das Gesamtkapital im Jahr 2022 um 2.62 % gesunken ist. Diese Veränderung des Gesamtkapitals kann unter anderem mit der Transaktion zweier Grossunternehmen erklärt werden. Roche kaufte im Jahr 2021 ein grosses Paket eigener Aktien, welches Novartis als Beteilung hielt, zurück. Deswegen ist im Jahr 2021 ein grosser Anstieg der Bilanzsummen ersichtlich. Der Wert dieses Aktienpakets lag bei rund CHF 19 Mrd. Die Bilanzsumme der beiden Unternehmen stieg im Jahr 2021 an und sank im Jahr 2022 wieder.

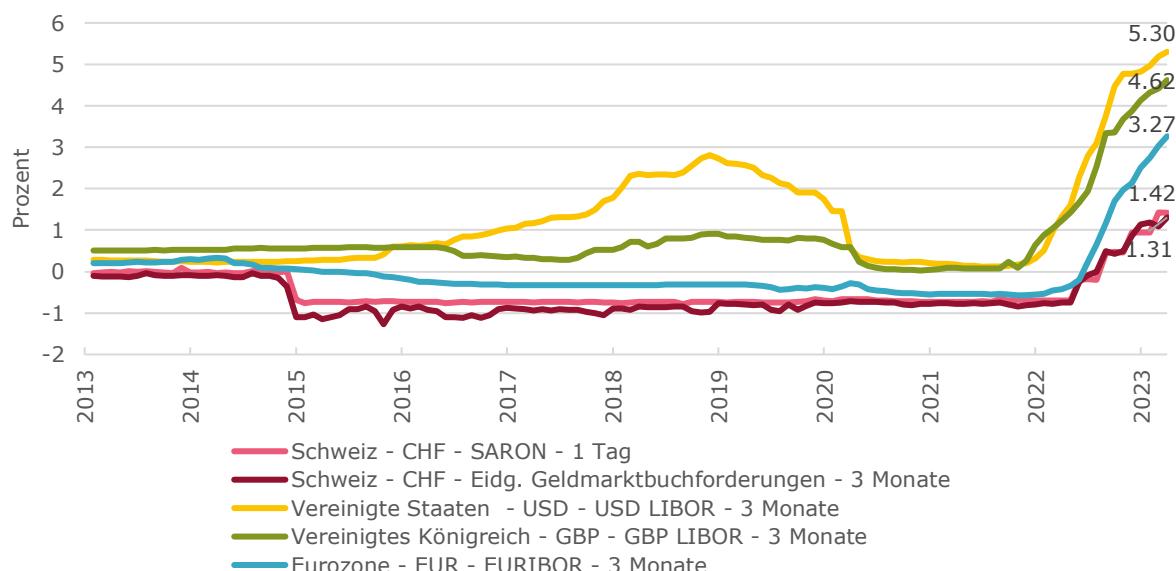
Wenn das jährliche Wachstum (CAGR) über die ganze Betrachtungsperiode von 2013 bis 2022 angeschaut wird, ist die Bilanzsumme im Durchschnitt jährlich um 2.43 % angestiegen. Der Durchschnitt von 2020 bis 2022 zeigt ein jährliches Wachstum (CAGR) von 2.59 % und ist somit nahe am durchschnittlichen Wachstum der gesamten Betrachtungsperiode. Aufgrund dieser Daten ist ersichtlich, dass das überdurchschnittliche Wachstum im Jahr 2021 von 8.08 % im Vergleich zum Vorjahr an der Transaktion zwischen den beiden grossen Pharmaunternehmen liegen könnte.

**Abbildung 25: Finanzierungsstruktur kotierter Unternehmen**  
(Datenquelle: Bloomberg)



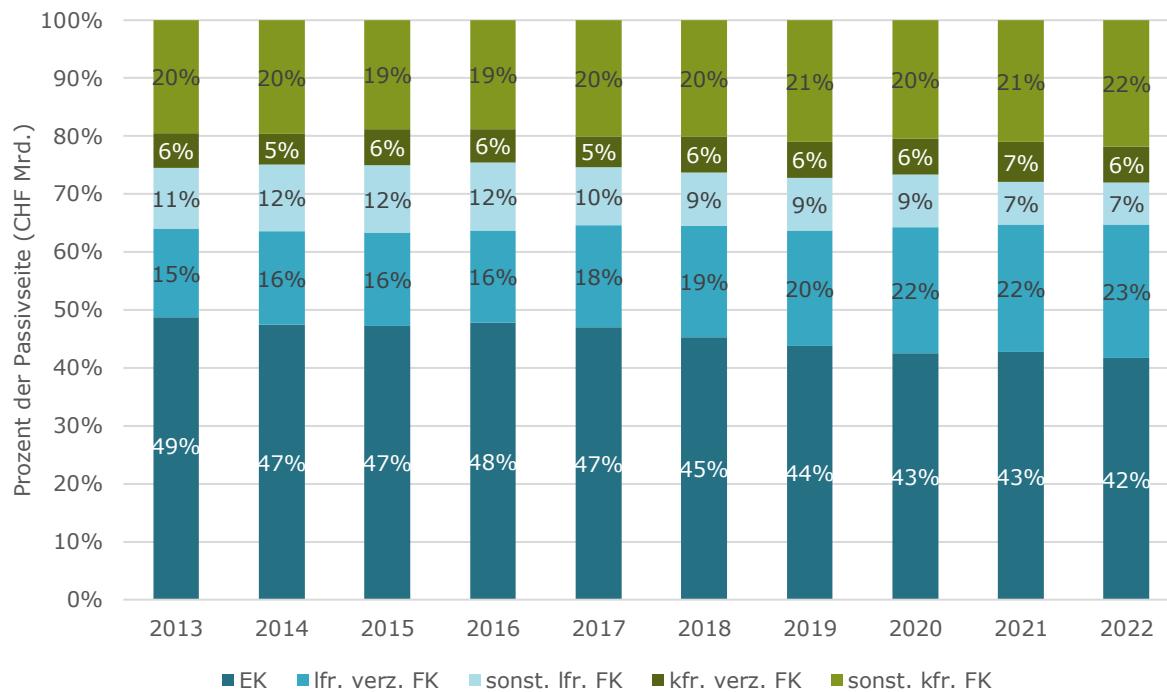
Das Jahr 2022 war von der veränderten Zinspolitik der Nationalbanken geprägt. Aufgrund des Inflationsdrucks erhöhten die Nationalbanken die Leitzinsen stark. In der Schweiz herrschten seit Januar 2015 Negativzinsen. Im September 2022 wurden die Zinsen zum zweiten Mal erhöht und die Negativzinsphase war folglich vorüber. Seit September 2022 erhöhte die Schweizerische Nationalbank die Leitzinsen zwei weitere Male. Auf die Auswirkungen dieser Zinserhöhungen wird im Teil V Abschnitt 7.3 vertiefter eingegangen.

**Abbildung 26: Zinsentwicklung von Januar 2013 bis April 2023**  
(Datenquelle: SNB, 2023)



Um die Veränderungen der anteilmässigen Kapitalstruktur zu analysieren, bietet sich der Blick auf die 106 kontinuierlich kotierten Unternehmen an. Diese Betrachtung eignet sich besonders gut für die anteilmässige Analyse, da jeweils dieselben Unternehmen über den Zeitraum betrachtet werden.

**Abbildung 27: Finanzierungsstruktur durchgehend kotierter Unternehmen**  
(Datenquelle: Bloomberg)



In Abbildung 27 ist zu erkennen, dass der Anteil Eigenkapital über die Betrachtungsperiode sinkt. Die Eigenkapitalquote der betrachteten Unternehmen ist von 2013 bis 2022 von 49 % auf 42 % gesunken. Der Anteil des langfristig verzinslichen Fremdkapitals ist über den Betrachtungszeitraum von 16 % auf 23 % angestiegen. Die Summe des Eigenkapitals und des langfristigen Fremdkapitals bewegte sich im Betrachtungszeitraum kontinuierlich zwischen 63.3 % und 64.8 %. Somit kann davon ausgegangen werden, dass das sinkende Eigenkapital mit langfristigem Fremdkapital substituiert wird. Auf die spezifischen Veränderungen im Eigen- sowie Fremdkapital wird in den folgenden Abschnitten detailliert eingegangen.

Die kontinuierlich kotierten Unternehmen wiesen im Betrachtungszeitraum folgende durchschnittlichen jährlichen Wachstumsraten (CAGR) auf:

- Eigenkapital: 1.1 %
- lfr. verz. FK: 7.73 %
- kfr. verz. FK: 3.17 %
- Total FK: 4.17 %

## 2 Übersicht über die Entwicklung der Eigenkapitalquote

Im Folgenden wird auf die Entwicklung der Eigenkapitalquote der Unternehmen eingegangen. Die Eigenkapitalquoten werden nach verschiedenen Kriterien aufgeteilt, um eine ganzheitliche Analyse zu erhalten und Auffälligkeiten zu erkennen und zu beleuchten.

Abbildung 28 zeigt die Eigenkapitalquoten über die letzten 10 Jahre. Die Eigenkapitalquoten berechnen sich aus dem Buchwert des Eigenkapitals, dividiert durch die Bilanzsumme. Es ist ersichtlich, dass der Median der Eigenkapitalquoten rund 50 % beträgt. Der Median im Jahr 2022 betrug 51.4 %, was keine Veränderung zum Vorjahr (2021: 51.4 %) bedeutet. Zu erwähnen ist, dass bei den folgenden Analysen die Unternehmen mit einer negativen Eigenkapitalquote, beziehungsweise negativem Eigenkapital, ausgeschlossen wurden. Dazu gehören die Asmallworld AG, Newron Pharmaceuticals SpA und Idorsia Ltd. Idorsia hatte im Jahr 2022 eine Eigenkapitalquote von -73.1 %, wobei das negative Eigenkapital aufgrund des hohen Verlustvortrags resultierte. Zudem nahm die Bilanzsumme von Idorsia aufgrund der Abnahme der Bestände an liquiden Mitteln ab. Das Biotechnologieunternehmen plant im Jahr 2023 ein Fundraising, um die Geschäftstätigkeit fortzuführen.<sup>27</sup> Bei Newron Pharmaceuticals ist das negative Eigenkapital aufgrund des Jahresverlusts und einer hohen Abnahme der Kapitalrücklage, mit welcher der Verlust des Vorjahres verrechnet wurde, zu begründen.<sup>28</sup> Bei Asmallworld AG basiert das negative Eigenkapital auf der gewählten Methode den Goodwill aus Akquisitionen zu verrechnen. Das Unternehmen wendet Swiss GAAP FER an und kann somit den Goodwill mit dem Eigenkapital verrechnen. Aufgrund dessen weist die Asmallworld AG konsolidiert ein negatives Eigenkapital auf.<sup>29</sup>

Es ist ersichtlich, dass sich die Streuung der Werte veränderte. Im Jahr 2022 gibt es ein Unternehmen mit einer sehr tiefen Eigenkapitalquote von 2.5 %, dies ist das Unternehmen Lastminute.com NV. Die tiefe Eigenkapitalquote stammt aus der Verbuchung einer geplanten Akquisition. Da das akquirierte Unternehmen einzig Anteile an Lastminute.com hält, musste diese Transaktion wie der Rückkauf eigener Aktien verbucht werden. Deswegen verbuchte das Unternehmen eine Rückstellung im Eigenkapital. Die Transaktion wurde im März 2023 annulliert und deshalb wird diese Reserve im Geschäftsjahr 2023 wieder aufgelöst.<sup>30</sup>

<sup>27</sup> Idorsia Ltd, 2023.

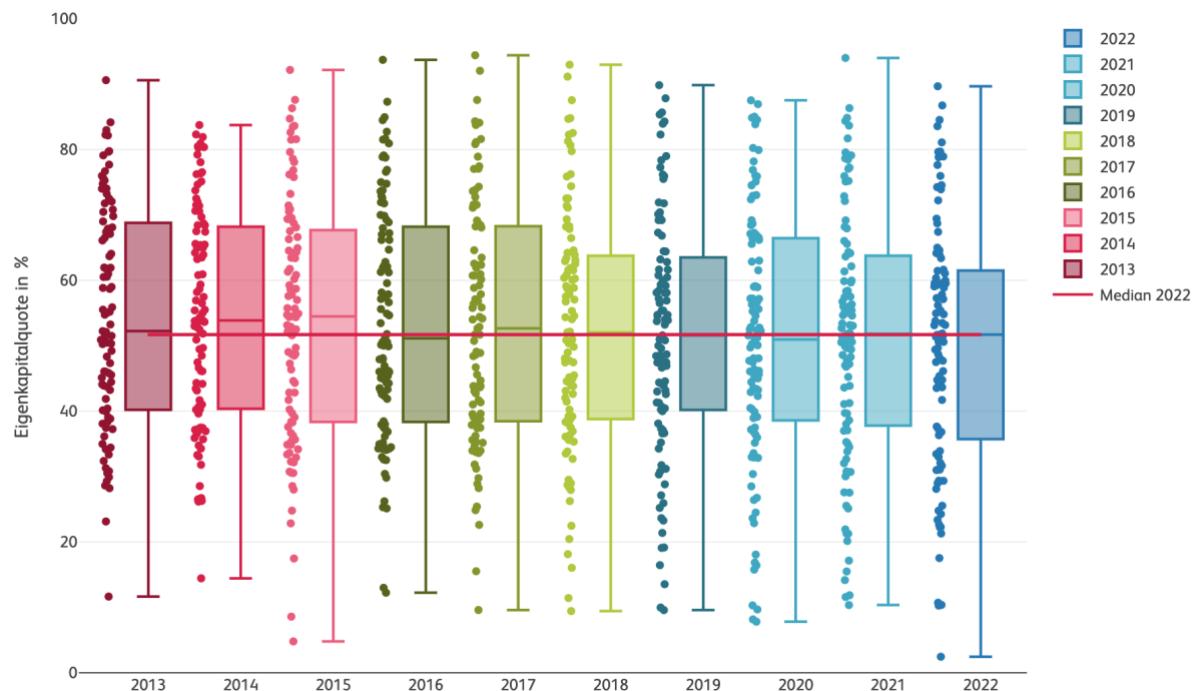
<sup>28</sup> Newron Pharmaceuticals, 2023, S. 79.

<sup>29</sup> Asmallworld, 2023, S. 54.

<sup>30</sup> Lastminute.com, 2023, S. 172.

Link zum interaktiven Chart: [www.hslu.ch/ifz-finanzierungsstudie](http://www.hslu.ch/ifz-finanzierungsstudie)

**Abbildung 28: Eigenkapitalquoten von 2013 bis 2022**  
(Datenquelle: Bloomberg)



Im folgenden Teil wird die Eigenkapitalquote nach Marktkapitalisierung untersucht. Die Einteilung nach Marktkapitalisierung hat das Ziel, den Effekt der sehr grossen Unternehmen herauszufiltern und Unterschiede in den Grössenklassen hervorzuheben.

Die Einteilung nach Marktkapitalisierung wurde in Tabelle 7 durchgeführt. Diese Einteilung stimmt mit der Studie 2021 überein, sodass die Vergleichbarkeit gegeben ist.

**Tabelle 7: Gruppierung der Unternehmen nach Marktkapitalisierung**  
(Datenquelle: Bloomberg)

Gruppe	Markt-kapitalisierung in CHF	Anzahl Unternehmen in der Analyse 2022	Summe Markt- kapitalisierung in CHF Ende 2022	Median Eigenkapital- quote per Ende 2022
<b>Large-Caps</b>	> 20 Mrd.	13	1'091.2 Mrd.	45.37%
<b>Mid-Caps</b>	2 Mrd. ≤ 20 Mrd.	43	260.9 Mrd.	45.21%
<b>Small-Caps</b>	< 2 Mrd.	91	61.8 Mrd.	57.81%
<b>Total</b>		147	1'413.9 Mrd.	51.39%

Aus Abbildung 29 geht hervor, dass die Eigenkapitalquoten der Large Caps näher beieinanderliegen als diese der Mid- und Small-Cap Unternehmen. Die Streuung der Large-Cap Unternehmen ist ebenfalls kleiner, wobei Alcon mit 67.4 %, Lonza mit 61.4 % und Lindt & Sprüngli mit 55.4 % die höchsten Eigenkapitalquoten aufweisen. ABB mit 28.1 %, Nestlé mit 31.7 % und Kuehne + Nagel mit 33.9 % hatten bei den Large-Cap Unternehmen die tiefsten Eigenkapitalquoten.

Die Mid-Cap Unternehmen hatten einen ähnlichen Medianwert der Eigenkapitalquote mit 45.21 % wie die Large-Cap Unternehmen mit 45.37 %. Dabei fällt jedoch auf, dass die Streuung bei den Mid-Cap Unternehmen wesentlich höher ausfällt. Mit einer hohen Eigenkapitalquote fallen die Unternehmen Swatch Group mit 86.7 %, Bachem Holding mit 84.5 % sowie Dottikon Es Holding mit 83.3 % auf. Vergleichsweise tiefe Eigenkapitalquoten weisen die Unternehmen Dufry mit 10.4 %, SGS mit 10.7 % und ABB mit 33.9 % auf.

Die Small-Cap Unternehmen weisen im Jahr 2022 die grösste Streuung auf. Der wesentlich höhere Median von 57.8 % weist darauf hin, dass von den 91 analysierten Unternehmen, 54 über dem durchschnittlichen Median von 51.4 % liegen. Die höchsten Werte bei der Eigenkapitalquote weisen die Unternehmen Molecular Partners mit 89.7 %, Sensirion Holding mit 85 % und die Bergbahnen Engelberg-Truebsee mit 83.6 % auf. Die tiefsten Eigenkapitalquoten weisen das bereits beschriebene Unternehmen Lastminute.com mit 2.5 %, dormakaba Holding mit 10.3 % sowie Mobilezone Holding mit 11.5 % auf. Die Differenz zwischen der Eigenkapitalquote von Molecular Partners mit der höchsten und Lastminute.com mit der niedrigsten Eigenkapitalquote beträgt 87.2 Prozentpunkte.

Link zum interaktiven Chart: [www.hslu.ch/ifz-finanzierungsstudie](http://www.hslu.ch/ifz-finanzierungsstudie)

**Abbildung 29: Eigenkapitalquoten nach Marktkapitalisierung per Ende 2022**  
(Datenquelle: Bloomberg)

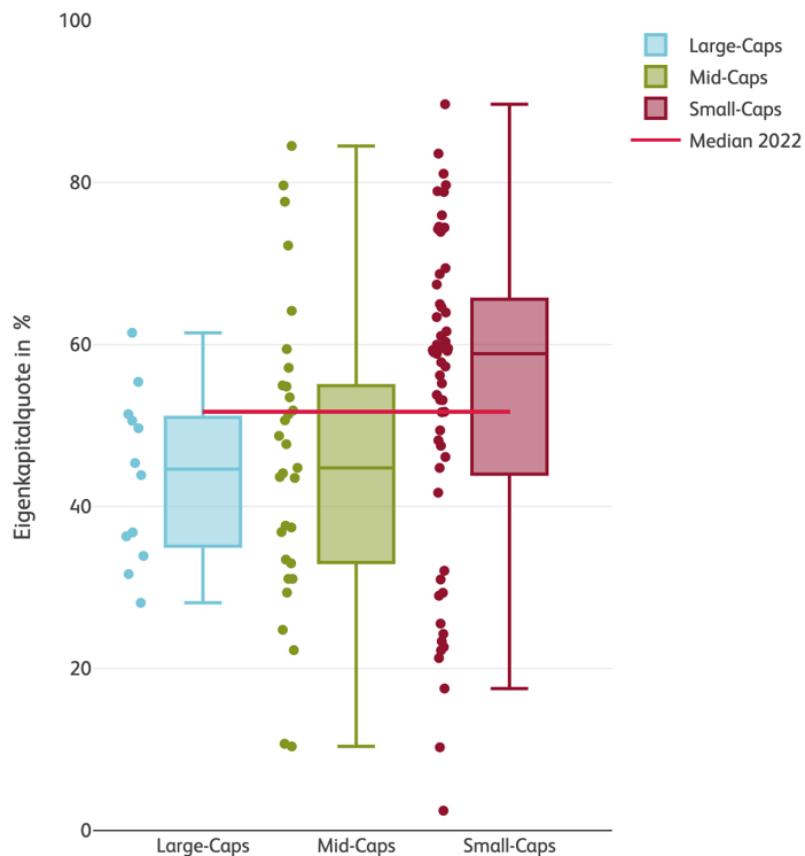
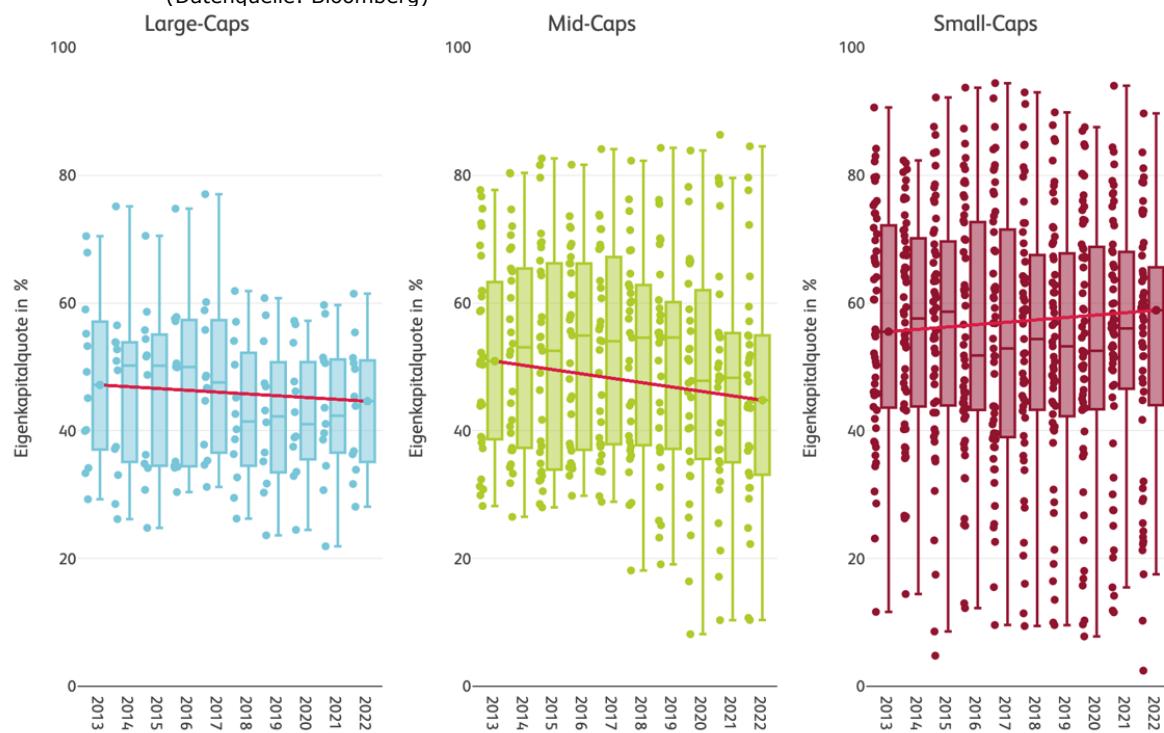


Abbildung 30 zeigt die Eigenkapitalquoten nach Marktkapitalisierung der letzten zehn Jahre. Die dargestellte Entwicklung der Eigenkapitalquoten zeigt bei den Large- und Small-Cap Unternehmen einen Anstieg im Median der Eigenkapitalquoten. Bei den Mid-Cap Unternehmen ist eine Abnahme des Medians ersichtlich. Die Large-Cap Unternehmen hatten im Jahr 2021 einen Median der Eigenkapitalquote von 42.34 %, dieser ist im Jahr 2022 auf 45.37 % angestiegen. Bei den Small Cap Unternehmen fiel der Anstieg der Eigenkapitalquote höher aus, der Medianwert entwickelte sich

von 53.28 % auf 57.81 %. Die Mid-Cap Unternehmen entwickelten sich in die andere Richtung als die Small-Caps, der Median der Eigenkapitalquote sank von 48.43 % im Jahr 2021 auf 45.21 % im Jahr 2022.

Link zum interaktiven Chart: [www.hslu.ch/ifz-finanzierungsstudie](http://www.hslu.ch/ifz-finanzierungsstudie)

**Abbildung 30: Eigenkapitalquoten nach Marktkapitalisierung von 2013 bis 2022**  
(Datenquelle: Bloomberg)



Im folgenden Teil werden die Eigenkapitalquoten nach Branche analysiert. Dabei ist zu wiederholen, dass im Jahr 2022 die Branche Chemie & Rohstoffe der Branche Industrie hinzugefügt wurde. Dies bedeutet, dass im Vergleich zur IFZ Finanzierungs- und Treasurystudie 2022 wesentlich mehr Unternehmen der Branche Industrie zugeordnet wurden. Die Branche Chemie & Rohstoffe ist in der folgenden Analyse komplett der Branche Industrie zugeordnet und somit nicht mehr separat dargestellt.

In der Abbildung 31 sind die verschiedenen Spreads in den Branchen gut ersichtlich. Die Branche Diskretionäre Verbrauchsgüter weist die grösste Streuung auf. Dufry hat in dieser Branche mit 10.4 % die tiefste Eigenkapitalquote und die Swatch Group hat die höchste Eigenkapitalquote mit 86.7 %. Die Differenz der Eigenkapitalquoten dieser beiden Unternehmen beträgt 76.4 Prozentpunkte. Nebst dem Ausreisser Dufry sind auch die eher stark abweichenden Eigenkapitalquoten der restlichen Unternehmen in der Branche Diskretionäre Verbrauchsgüter ersichtlich. Als Kontrast dazu liegen die Eigenkapitalquoten in der Branche Immobilien eher nahe beieinander. In der Immobilienbranche sind die beiden Ausreisser Orascom Development Holding mit einer Eigenkapitalquote von 24.3 % sowie Piazza mit einer Eigenkapitalquote von 74.3 % ersichtlich. Von 14 Unternehmen in der Immobilienbranche liegen die Eigenkapitalquoten von 10 Unternehmen zwischen 40 % und 60 %.

Link zum interaktiven Chart: [www.hslu.ch/ifz-finanzierungsstudie](http://www.hslu.ch/ifz-finanzierungsstudie)

**Abbildung 31: Eigenkapitalquoten nach Branche per Ende 2022**  
(Datenquelle: Bloomberg)

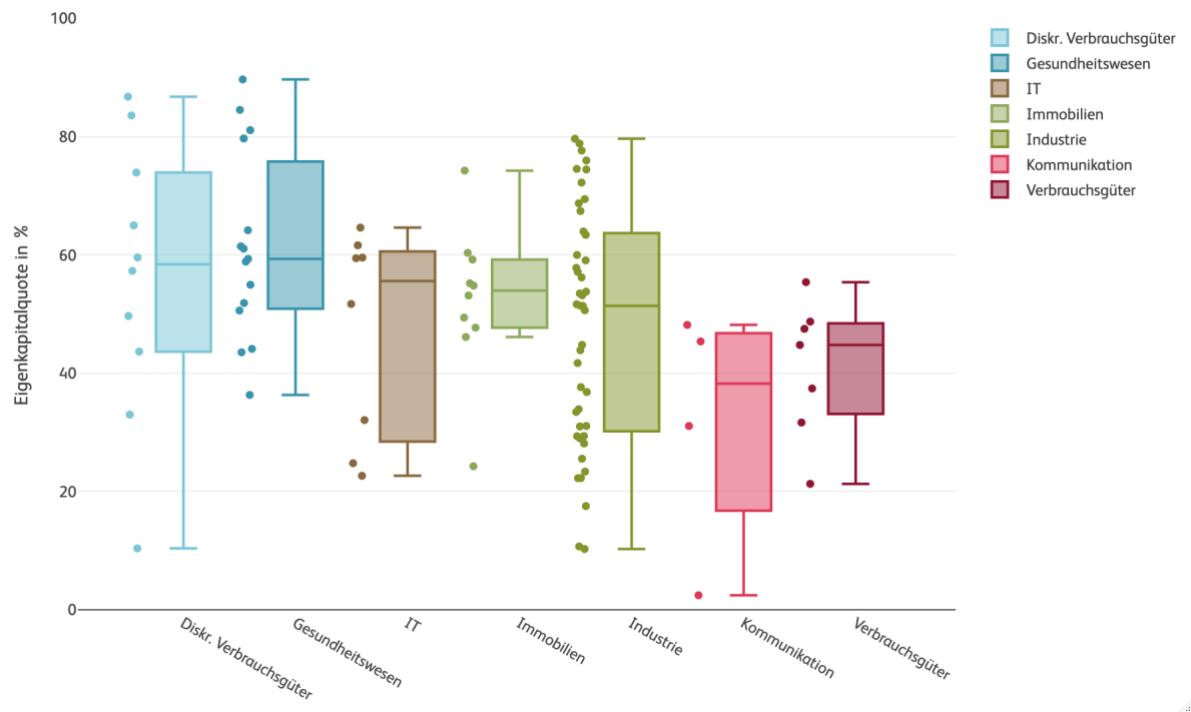
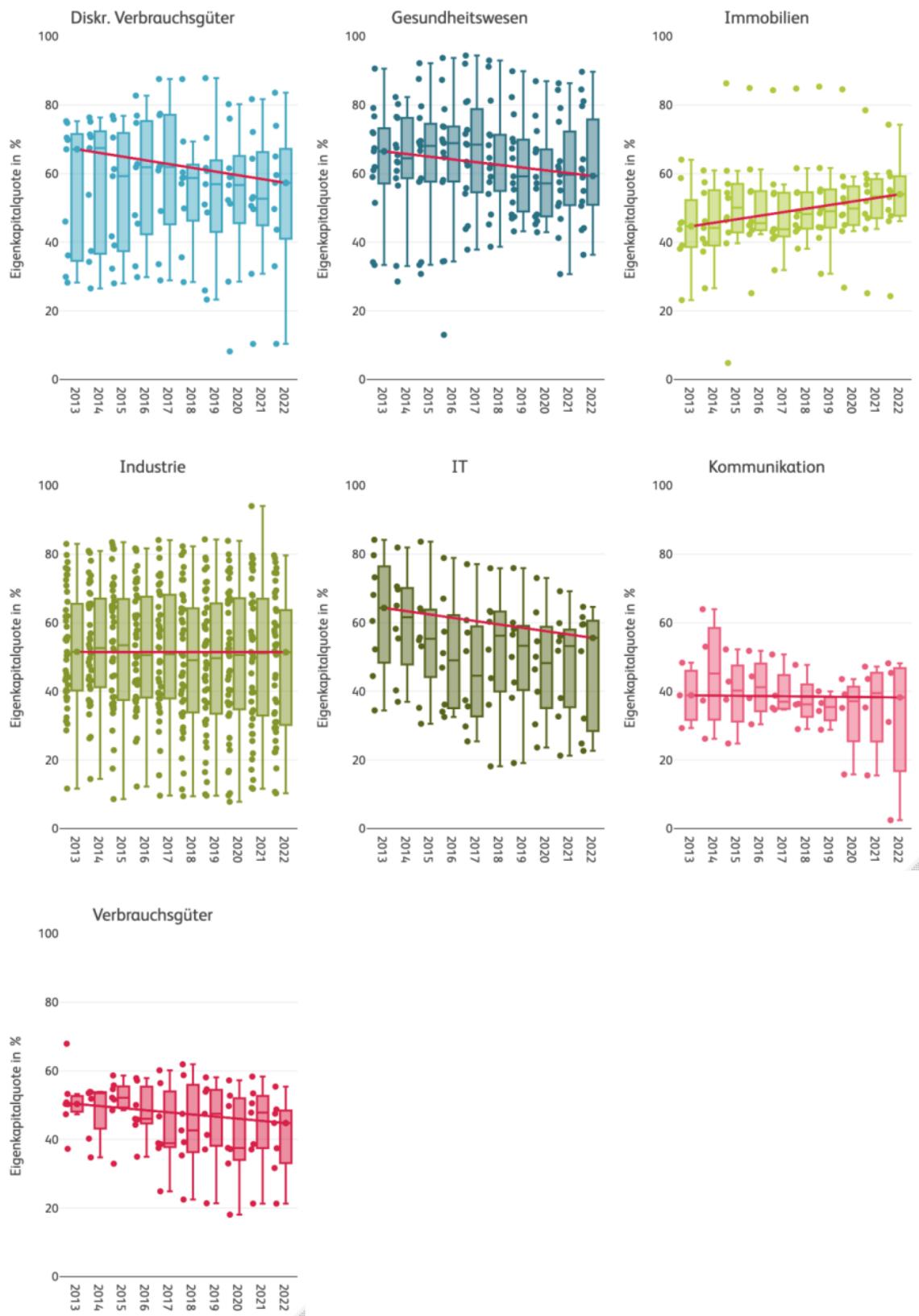


Abbildung 32 illustriert die Entwicklung der Eigenkapitalquoten von 2013 bis 2022, jeweils für die einzelnen Branchen. Dabei ist ersichtlich, dass eine Tendenz zu sinkenden Eigenkapitalquoten besteht. Alle Branchen mit Ausnahme der Immobilienbranche zeigen in den letzten zehn Geschäftsjahren sinkende oder gleichbleibende Eigenkapitalquoten. Die Immobilienbranche hingegen weist anhand des Medianwertes eine von 44.6% auf 54% gestiegene Eigenkapitalquote auf.

Link zum interaktiven Chart: [www.hslu.ch/ifz-finanzierungsstudie](http://www.hslu.ch/ifz-finanzierungsstudie)

**Abbildung 32: Entwicklung der Eigenkapitalquoten nach Branche über zehn Jahre**  
(Datenquelle: Bloomberg)



# Literaturverzeichnis

Asmallworld. (2023). Annual Report 2022. Abgerufen von  
<https://www.asmallworlddag.com/files/reports/1678927132917-de-ASMALLWORLD%20AG%202022%20Annual%20Report.pdf>

Idorsia Ltd. (2023). Idorsia announces financial results for 2022 – building momentum to become a leading mid-sized biopharmaceutical company. Abgerufen am 12. Mai von  
<https://www.idorsia.com/media/news-details?newsId=2926547>

Lastminute.com. (2023). 2022 Integrated Annual Report. Abgerufen von  
[https://res.cloudinary.com/lastminute-contenthub/image/upload/v1681722609/DAM/Artwork/lastminute.com/reports\\_presentations/2023/reports/lastminute.com%20Integrated%20Annual%20Report%20%202022%20with%20audit%20report.pdf](https://res.cloudinary.com/lastminute-contenthub/image/upload/v1681722609/DAM/Artwork/lastminute.com/reports_presentations/2023/reports/lastminute.com%20Integrated%20Annual%20Report%20%202022%20with%20audit%20report.pdf)

Newron Pharmaceuticals. (2023). Annual Report 2022. Abgerufen von  
[https://www.newron.com/sites/newron-pharma-corp/files/reports/MArch%2014/Newron\\_Annual%20Report%202022\\_final.pdf](https://www.newron.com/sites/newron-pharma-corp/files/reports/MArch%2014/Newron_Annual%20Report%202022_final.pdf)

# Teil IV – Finanzierung mit Eigenkapital

Autoren: Manuel Bauer und Fabian Leisi

# Summary

Link zu den interaktiv aufbereiteten Daten:  
[www.hslu.ch/ifz-finanzierungsstudie](http://www.hslu.ch/ifz-finanzierungsstudie)

Die Performance des SPI im Jahr 2022 betrug **-19%**.  
 Auch die anderen wichtigsten Schweizer Indizes (SMI und SMIM) haben deutlich an Wert verloren.



Ende 2022 betrug die Ausschüttungsrendite des SPI **3.1%**. Massgebend für den Anstieg der Rendite im Vergleich zu 2021 waren die deutlich tieferen Aktienkurse kombiniert mit weiter leicht angestiegenen Dividenden.

In der Schweiz wurden im Jahr 2022  
**CHF 32 Mrd.**

durch Aktienrückkäufe ausgeschüttet. Dieser Wert ist doppelt so hoch als im Jahr zuvor.  
 Die Aktienrückkäufe machten im Jahr 2022 38% der gesamten Ausschüttungen an die Aktionäre aus



**9** Chinesische Unternehmen haben mit IPOs in Form von Global Depositary Receipts (GDRs) an der SIX Swiss Exchange Kapital im Umfang von rund USD 3.25 Mrd. aufgenommen.

Die rollierende zehnjährige Median-Aktienrendite (inkl. Dividenden) des SPI war **6.4 % p.a.**  
 Damit hat der SPI im Median gegenüber dem SMI (8.3 % p.a.) klar underperformed.

**6.4 % p.a.**



Der Median Return on Equity 2022 des SPI lag bei **8.9%**. Damit lag der Wert ungefähr auf dem Durchschnitt der letzten zehn Jahre.

Die Marktkapitalisierungsrendite (Gewinn pro Aktie geteilt durch Aktienkurs) des Median-SPI-Unternehmens betrug im Jahr 2022 **4.21%**. Durch das stark gestiegene Zinsniveau hat sich die Marktrisikoprämie des Median-Unternehmens daher deutlich verkleinert.



# 1 Performance und Rendite

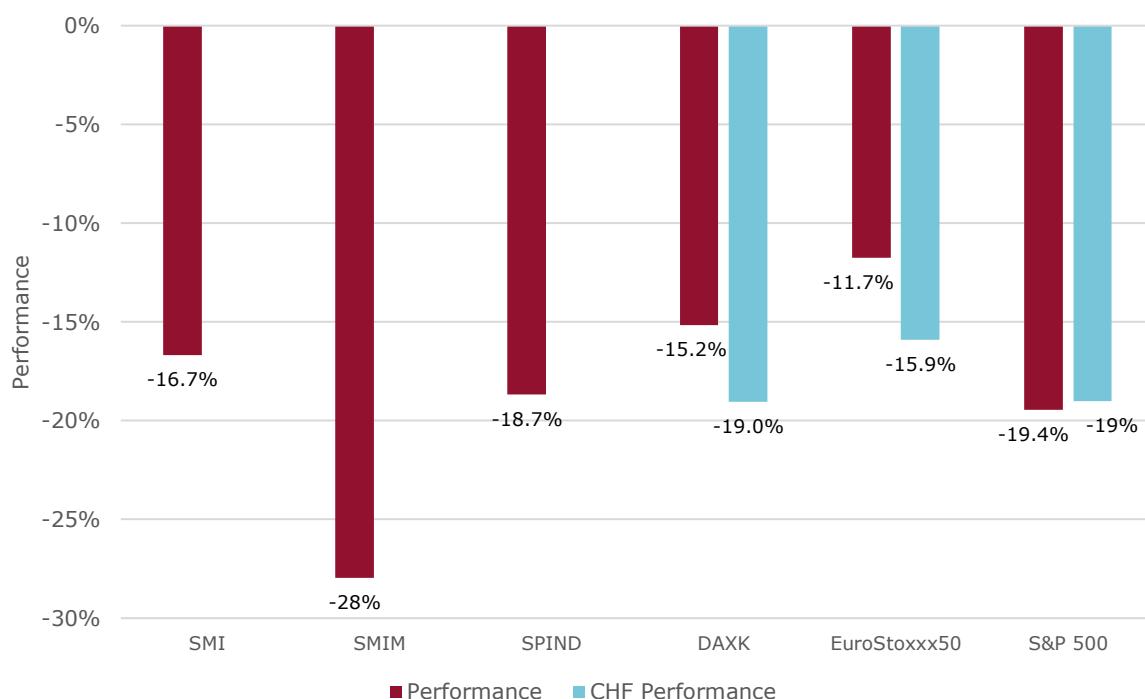
## 1.1 Aktienkursentwicklung

Das Jahr 2022 war für die Aktienmärkte sehr herausfordernd. Das während der Pandemie ange-sparte Vermögen wurde konsumiert und in die Wirtschaft injiziert. Daraus resultierte eine aufkei-mende Inflation, welche seit Jahren nicht mehr da gewesen ist. Der bewaffnete Konflikt in der Ukraine, welcher im Frühjahr 2022 ausgebrochen war, verstärkte die Nervosität an den Aktienmärkten weiter. Ausserdem liess er die Energie- und Rohstoffpreise explodieren. Dies befeuerte die steigende Inflation zusätzlich stark.

Notenbanken auf der ganzen Welt hatten deshalb 2022 begonnen, die Leitzinsen zu erhöhen. Das höhere Zinsniveau löste an den Aktienmärkten eine Bewertungskorrektur aus, weil die zukünftigen Cashflows von Unternehmen mit höheren Zinssätzen diskontiert werden mussten. Diese Bewer-tungskorrektur hatte sich sichtbar in der Jahresperformance 2022 niedergeschlagen.

Alle der analysierten Indizes wiesen eine Jahresperformance von mehr als minus zehn Prozent aus. Der Swiss Market Index (SMI) schnitt im Vergleich mit dem breiten Schweizer Aktienindex Swiss Performance Index (SPIND) um 2 % weniger schlecht ab. Dies ist unter anderem auf die defensive Ausrichtung zurückzuführen. Der Swiss Market Index Mid (SMIM), welcher die 30 grössten Mid Cap Titel des Schweizer Aktienmarktes enthält, hat mit -28 % sehr schwach abgeschnitten. Der SMIM beinhaltet einige wachstumsstarke Unternehmen, deren Aktienkurse besonders unter Druck geraten sind.

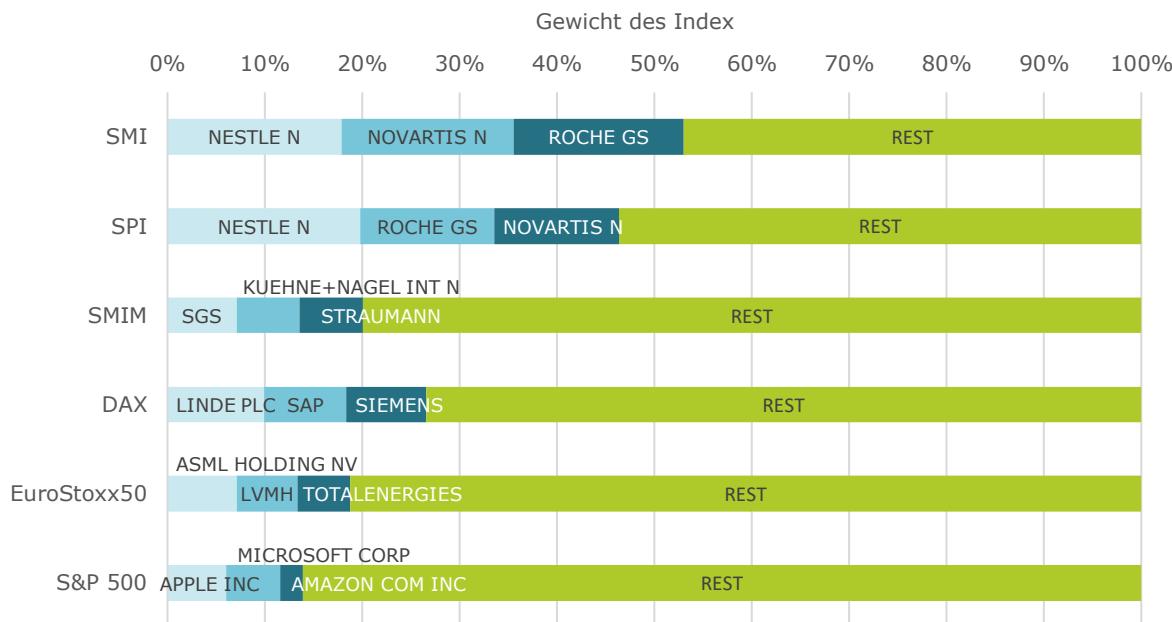
**Abbildung 33: Marktperformance (ohne Dividenden) Indizes 2022**  
(Datenquelle: Bloomberg)



Der Schweizer Leitindex SMI ist bekannt dafür, dass er von Nestlé, Novartis und Roche dominiert wird. Auch der SPI besteht bezogen auf das jeweilige Gewicht im Index fast zur Hälfte aus den drei genannten Unternehmen. Daraus lässt sich ableiten, dass die Performance der beiden Indizes mass-gebend von der Performance der drei Unternehmen abhängt.

In Abbildung 34 sind die jeweils drei grössten Unternehmen, gemessen an der Marktkapitalisierung Ende 2022, sowie der Rest des entsprechenden Index aufgeführt.

**Abbildung 34: Indexgewichtungen per Ende 2022**  
(Datenquelle: iShares.com)



Die meisten ausländischen Haupt-Indizes kennen eine solche Dominanz wie im SMI und SPI nicht. Die Diversifikation ist wesentlich besser. Dennoch betrug zum Beispiel das Indexgewicht von Linde im DAX nahezu 10 Prozent. Das geringste prozentuale Gewicht der drei grössten Unternehmen bestand per 30.12.2022 im S&P 500. Es muss angemerkt werden, dass dieser Index mit 500 Unternehmen bedeutend grösser ist als die anderen Indizes. Unter diesem Umstand haben die Tech-Giganten Apple, Microsoft und Amazon dennoch eine stolze Gewichtung im S&P 500 gehalten.

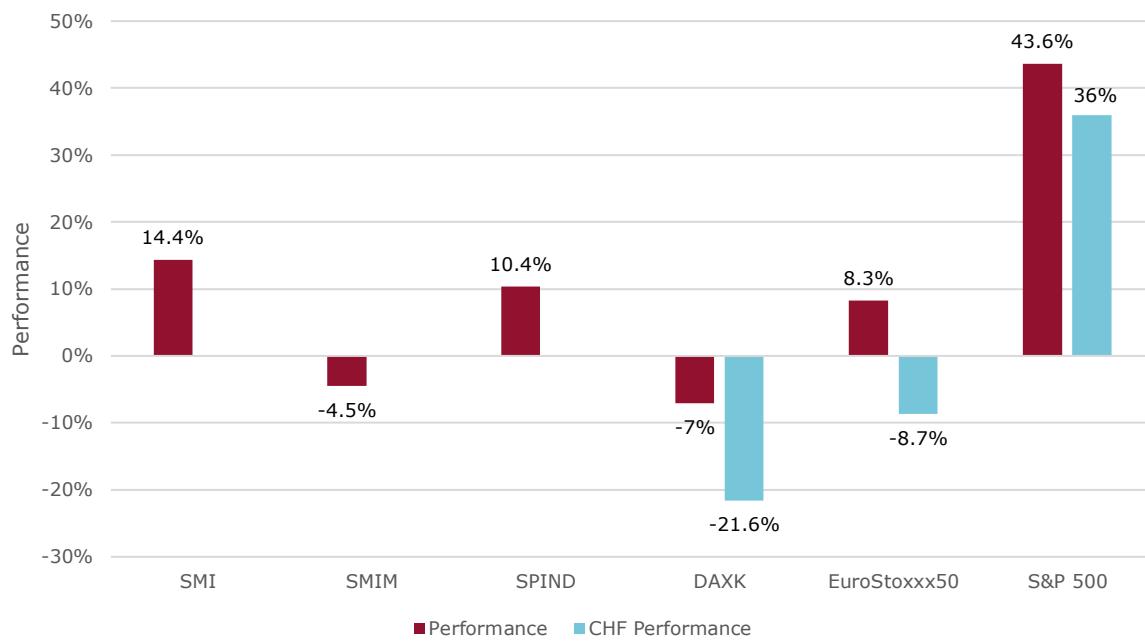
Die untersuchten Indizes unterscheiden sich nicht nur in der Gewichtung der grössten Unternehmen, sondern auch in der Branchenzusammensetzung. So sind die Schweizer Indizes von Unternehmen aus dem Gesundheitswesen dominiert. Im DAX sind hingegen Industrieunternehmen an der Spitze des Index. Beim EuroStoxx 50 sind die drei grössten Unternehmen allesamt in unterschiedlichen Branchen tätig. Beim S&P 500 dagegen sind die drei Tech-Unternehmen alle aus der gleichen Branche. Die Branchenzusammensetzung kann bei der Performance eines Index eine grosse Rolle spielen, denn die einzelnen Branchen entwickeln sich oftmals unterschiedlich.

Ein Blick auf die Indizes ausserhalb der Schweiz zeigt, dass die europäischen Pendants im Jahr 2022 nominal eine weniger schlechte Performance ausweisen konnten. Wird die Performance jedoch in CHF gemessen, wiesen die europäischen Indizes eine ähnlich schwache Performance wie die Schweizer Indizes aus. Der von den US-amerikanischen Tech-Giganten dominierte S&P 500 hingegen hat rund einen Fünftel an Wert verloren. Die Aktienkurse von Technologieunternehmen reagierten besonders stark auf Veränderungen des Zinsniveaus.

Trotz des für die Aktienmärkte überdurchschnittlich schwachen Jahres 2022 war die Marktperformance der meisten Schweizer Aktienindizes der letzten fünf Jahre – auch vor Dividenden-ausschüttungen – immer noch positiv. Die einzelnen Indizes sind in Abbildung 35 ersichtlich. In diesen Jahren wurde die Performance massgebend von den expansiven Ausrichtungen der Notenbanken getrieben. In Börsenkreisen galt der Leitspruch «TINA» (there is no alternative). Aktien

waren die attraktivste Anlageklasse, weil auf der Zinsseite kaum interessante Anlagentmöglichkeiten gefunden wurden. Dieses Narrativ hat sich nun mit dem erhöhten Zinsniveau geändert.

**Abbildung 35: Marktperformance (ohne Dividenden) Indizes 2018 – 2022**  
(Datenquelle: Bloomberg)



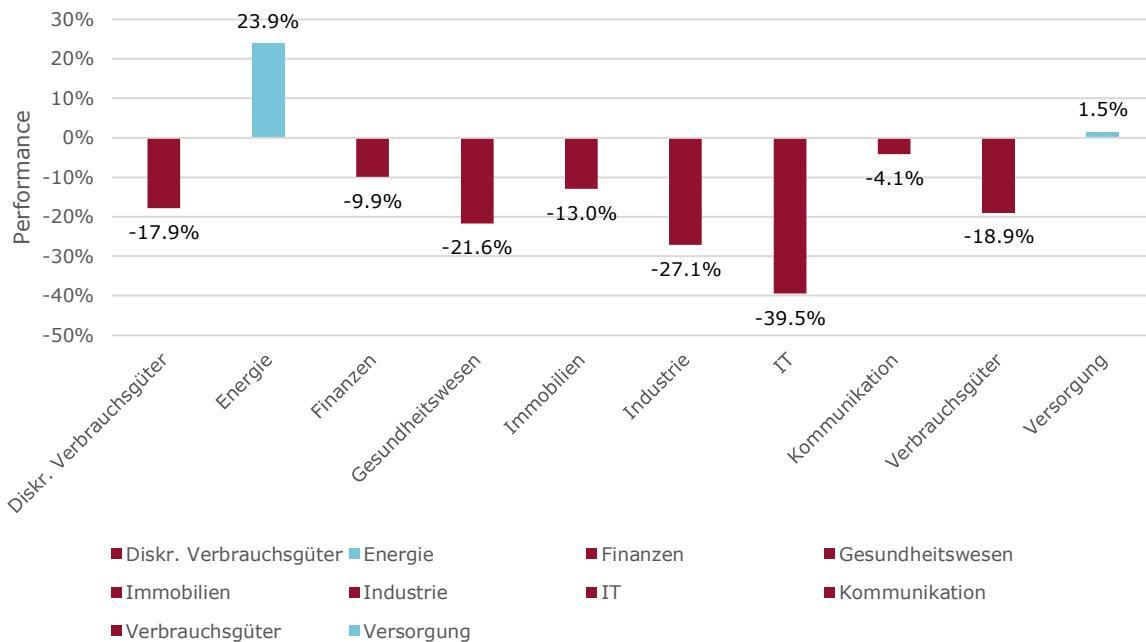
Der S&P 500 kann klar die beste Performance der letzten Jahre aufweisen. Dafür verantwortlich war neben dem starken Gewinnwachstum der amerikanischen Unternehmen zu einem bedeutenden Teil auch eine «Tech-Rally», welche von grossen Technologie-Unternehmen wie Apple und Microsoft, aber auch «Newcomern» wie Nvidia angeführt wurde.

Von den drei beobachteten Schweizer Indizes hat sich in den letzten 5 Jahren der Leitindex SMI am besten entwickelt. Der SMIM wies wegen des sehr schwachen Jahres 2022 sogar eine negative Performance aus. Bemerkenswert ist die Stärke des Schweizer Frankens. Vor allem gegenüber dem Euro hat der Franken stark an Wert gewonnen. Doch auch der US-Dollar hat sich in den letzten Jahren gegenüber dem Schweizer Franken abgeschwächt.

Die meisten Branchen in der Schweiz wiesen per Ende Jahr eine negative 2022 Performance<sup>31</sup> aus. Die Ausnahmen bildeten die beiden Branchen Energie und Versorgung. Bei beiden kann die positive Performance mit den gestiegenen Energiepreisen erklärt werden. Außerdem muss angemerkt werden, dass die beiden Branchen im Vergleich zu den anderen eine kleine Marktkapitalisierung aufweisen. Somit fallen Ausschläge von einzelnen Unternehmen stärker ins Gewicht. Die Performance des Jahres 2022 der einzelnen Branchen ist in Abbildung 36 ersichtlich.

<sup>31</sup> Berechnet als Veränderung der nicht-freefloat-gewichteten gesamten Branchenkapitalisierung innerhalb des SPI. Aktienrückkaufprogramme oder Aktienkapitalerhöhungen können somit einen Einfluss auf diese Kennzahl haben. Birrer et al., 2022, S. 26.

**Abbildung 36: Performance (ohne Dividenden) nach Branchen 2022**  
 (Datenquelle: Bloomberg)



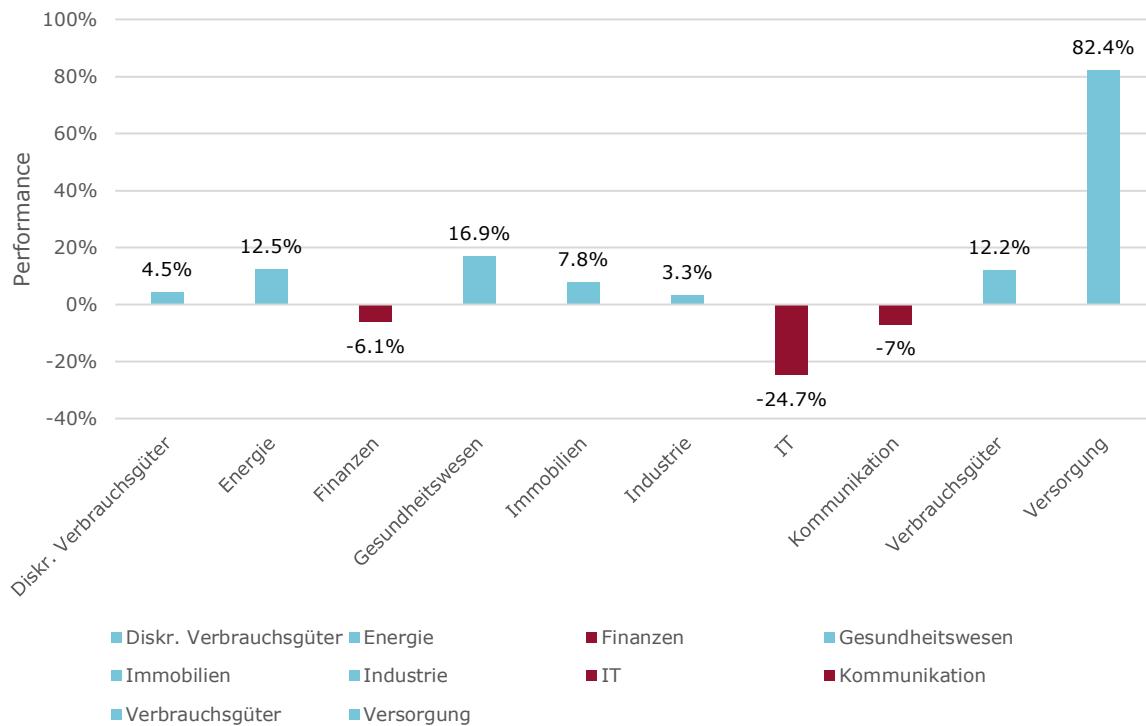
Hinweis: Durch die Reklassifizierung der Branche Chemie und Rohstoffe zu Industrie wurde die Marktkapitalisierung von Industrie adjustiert, damit eine Performanceberechnung möglich ist.

Die IT-Branche war die mit Abstand schwächste Branche im Jahr 2022. Wie vorangehend erläutert, reagieren die Technologieunternehmen besonders sensibel auf Zinserhöhungen. Doch auch defensive Sektoren wie das Gesundheitswesen oder Verbrauchsgüter haben rund einen Fünftel an Wert eingebüßt.

Interessanterweise haben Schweizer Immobilien-Unternehmen vergleichsweise wenig an Wert eingebüßt, obwohl die Bewertung von Immobilien massgeblich vom Zinsniveau abhängt. Auch Finanztitel, welche oftmals eine hohe Dividende ausschütten, haben sich weniger schlecht als der Gesamtmarkt entwickelt.

Während die Performance 2022 bei den meisten Branchen negativ war, zeigt sich über einen längeren Betrachtungszeitraum ein anderes Bild. So wiesen seit Anfang 2018 nur drei der zehn Branchen eine negative Performance aus (siehe Abbildung 37). Die schwächste Branche war dieselbe wie beim Zeitraum über ein Jahr: die IT-Branche. Auffallend ist die sehr starke Performance der Versorger, welche über 80 Prozent an Wert gewonnen haben. Auch über einen längeren Zeitraum besteht diese Branche jedoch aus wenigen Unternehmen. Die Performance hängt somit stark von diesen wenigen Unternehmen ab.

**Abbildung 37: Performance (ohne Dividenden) Branchen 2018 – 2022**  
 (Datenquelle: Bloomberg)



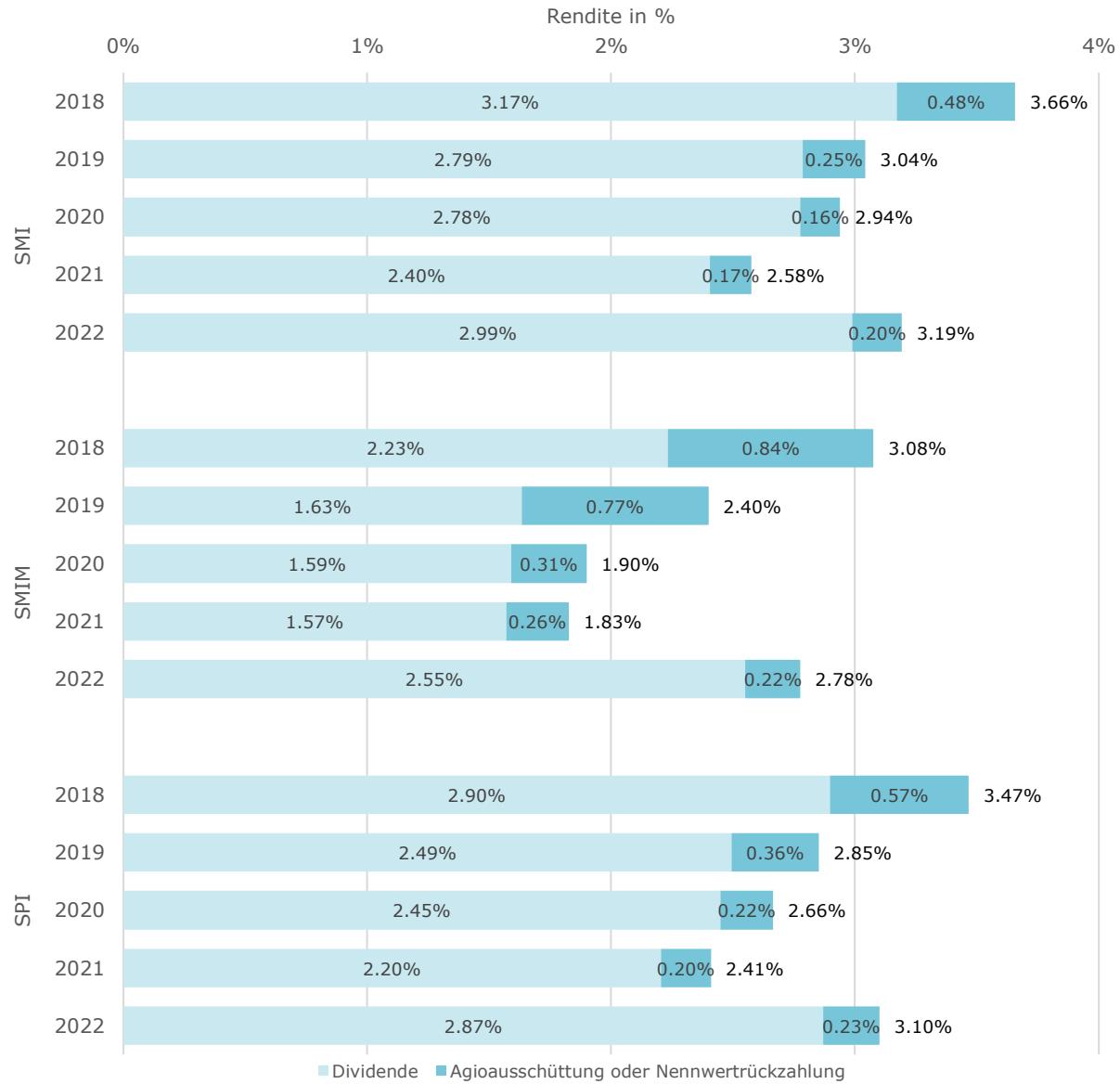
Hinweis: Durch die Reklassifizierung der Branche Chemie und Rohstoffe zu Industrie wurde die Marktkapitalisierung von Industrie adjustiert, damit eine Performanceberechnung möglich ist.

## 1.2 Ausschüttungsrendite

Wegen des schwachen Börsenjahres 2022 wurden Ausschüttungen für Investorinnen und Investoren relevanter. Die in der Schweiz kotierten Unternehmen haben für das Geschäftsjahr 2022 erneut kräftig Dividenden ausgeschüttet. Aufgrund der tieferen Aktienkurse hat sich die Ausschüttungsrendite<sup>32</sup> stark erhöht, weil die Dividendenzahlungen bei vielen Unternehmen konstant blieb oder sogar gestiegen ist. In Abbildung 38 ist die Entwicklung der Ausschüttungsrenditen für die drei Schweizer Indizes SMI, SMIM und SPI der letzten fünf Jahre ersichtlich.

<sup>32</sup> Berechnet als Summe der Dividenden, Agio- und Nennwertrückzahlungen, welche für das jeweilige Geschäftsjahr (im Folgejahr) bezahlt wurden, geteilt durch den Schlusskurs des jeweiligen Jahres. Basierend auf Titel, welche zum Ende des jeweiligen Geschäftsjahres im Index eingeschlossen waren (Birrer et al., 2022, S. 28).

**Abbildung 38: Ausschüttungsrendite Indizes 2018 – 2022**  
(Datenquelle: Bloomberg)



Die Ausschüttungsrendite des SMI betrug 2022 wieder über drei Prozent. Damit konnte in den letzten fünf Jahren der zweithöchste Wert beobachtet werden. Eine noch stärkere Zunahme hatte der SMIM. Dessen Ausschüttungsrendite erhöhte sich um knapp einen Prozentpunkt. Der Grund dazu lag darin, dass die Performance des SMIM 2022 überdurchschnittlich schwach war und sich dadurch die Dividendenrendite erhöht hat. Zum anderen haben beim SMIM Änderungen in der Indexzusammensetzung eine Rolle gespielt. So wurden die Roche Inhaberaktien im letzten Jahr in den SMIM aufgenommen. Diese sind für einen wesentlichen Teil der Gesamtkapitalisierung des SMIM verantwortlich. Die Ausschüttungsrendite des breiten SPI hat sich ähnlich entwickelt wie die des SMI. Sie lag rund 70 Basispunkte über dem Vorjahreswert.

Generell kann festgestellt werden, dass die Dividenden für einen grossen Teil der Ausschüttungsrendite verantwortlich sind. Agioausschüttungen oder Nennwertrückzahlungen haben in den letzten

Jahren an Bedeutung verloren. Vor der Unternehmenssteuerreform 2019<sup>33</sup> war der Anteil noch deutlich grösser.

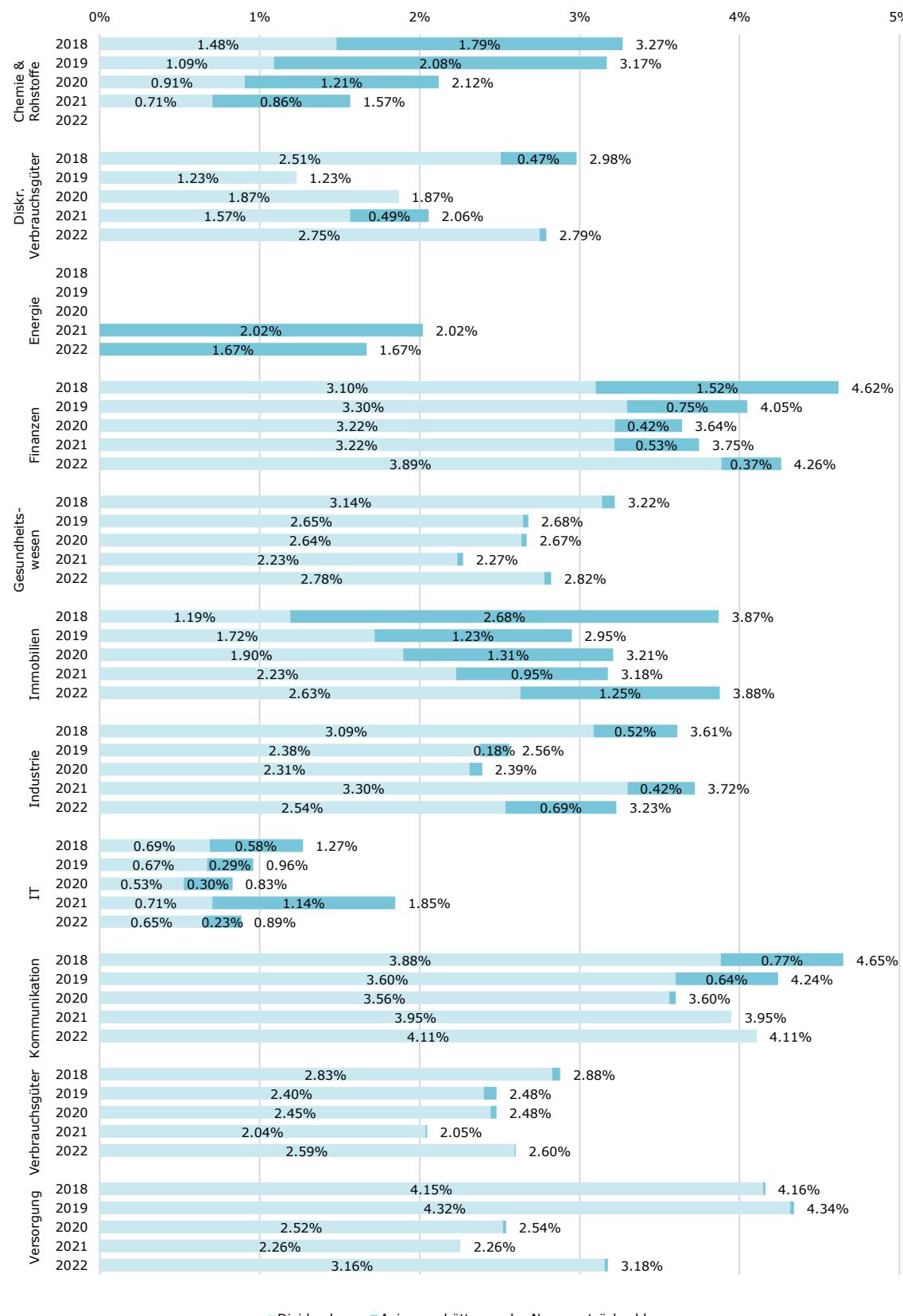
In einer genaueren Betrachtung ergaben sich auf der Ebene der einzelnen Branchen beträchtliche Unterschiede in Bezug auf die Ausschüttungsrendite. Wie in Abbildung 39 ersichtlich ist, wiesen die Finanzunternehmen die höchste Dividendenrendite aus. Dies ist vor allem den Versicherungsunternehmen zuzuschreiben, welche über eine sehr hohe Ausschüttungsrendite verfügen. Die IT-Branche hat von allen Branchen die tiefste Rendite ausgewiesen. Bemerkenswert ist dabei, dass sich die Rendite um rund einen Prozentpunkt verringert hat. Sie lag ungefähr auf dem Niveau von 2020. Obwohl die IT-Branche am Aktienmarkt eine sehr schwache Performance erzielt hat und die Kurse gesunken sind, hat sich die Dividendenrendite, im Gegensatz zu den meisten anderen Branchen, verringert. Das liegt primär an der restriktiven Ausschüttungspolitik der Unternehmen. Einige Unternehmen haben Verluste erzielt, andere wollten die Gewinne bei unsicherer Wirtschaftslage im Unternehmen behalten. Bei der Branche Versorgung fällt der starke Anstieg im Vergleich zum Vorjahr auf. Dieser wurde von einer Sonderdividende der BKW ausgelöst.

Generell sind die Unterschiede bei der Ausschüttung in Form von Agioausschüttungen oder Nennwertrückzahlungen zwischen den Branchen gross. Während das Energieunternehmen Landis+Gyr ausschliesslich solche ausgeschüttet hat<sup>34</sup>, ist der Anteil bei den Branchen Gesundheitswesen und Verbrauchsgüter nahezu null. Bei den Industrieunternehmen hat sich der Anteil an Agioausschüttungen oder Nennwertrückzahlungen ebenfalls erhöht, die Gesamtrendite liegt jedoch deutlich unter dem Vorjahreswert. Dies liegt an der Integration der Branche Chemie & Rohstoffe in die Branche Industrie. Steuerfreie Ausschüttungen in grösserem Umfang sind in der Branche Immobilien zu finden, da diese in den letzten Jahren oft Kapitalerhöhungen durchgeführt haben und somit noch wesentliche Bestände von Kapitalrücklagen aufweisen.

<sup>33</sup> Seit der Unternehmenssteuerreform dürfen grundsätzlich nur noch maximal 50 Prozent der gesamten Ausschüttung aus Kapitaleinlagereserven stammen. Vgl. hierzu Boyadjian, R. (2022).

<sup>34</sup> Bestehen Kapitaleinlagereserven aus Übernahmen von ausländischen Unternehmen (Ausland-KER), kann die gesamte Ausschüttung aus diesen bestehen. Vgl. hierzu Boyadjian, R. (2022).

**Abbildung 39: Ausschüttungsrendite Branchen 2018 – 2022<sup>35</sup>**  
(Datenquelle: Bloomberg)



## 1.3 Aktienrückkäufe

In der bisherigen Beobachtung der Volumina der Aktienrückkäufe von Unternehmen des SPI war das Jahr 2019 mit knapp 20 Mrd. Schweizer Franken das Spitzenjahr. Darauf folgten, mitunter bedingt durch die Corona-Pandemie, zwei Jahre mit niedrigerem Volumen. In Tabelle 8 sind die Unternehmen und deren Volumina in Schweizer Franken ersichtlich.

**Tabelle 8: Aktienrückkäufe zwecks Kapitalherabsetzung 2018 – 2022**  
(Datenquelle: Unternehmensangaben, Übernahmekommission)

Gesellschaft (in CHF Mio.)	2018	2019	2020	2021	2022
ABB Ltd.	-	-	2 573	2 383	2 689
Adecco Group AG	129	69	-	88	-
Alpine Select	10	20	5	-	-
ams AG	214	33	134	-	-
Bâloise Holding AG	135	190	93	-	-
bfw liegenschaften ag	64	16	-	-	-
Chocoladefabriken Lindt & Sprüngli AG	124	332	-	443	554
Credit Suisse Group AG	-	733	325	305	-
Dufry AG	402	-	-	-	-
EFG International AG	30	32	3	-	-
Forbo Holding AG	133	-	-	139	25
Geberit AG	183	47	157	-	569
HBM Healthcare Investments	-	-	-	-	-
Holcim AG	81	-	-	-	450
HUBER+SUHNER AG	-	-	-	12	63
Intershop Holding AG	-	52	-	-	-
Julius Bär Gruppe AG	-	36	77	500	276
Landis+Gyr Group AG	-	34	10	-	-
Meier Tobler AG	-	-	-	-	11
mobilezone holding AG	-	-	-	11	17
Nestlé AG	6 810	9 675	6 796	6 261	10 621
Novartis AG	1 838	5 318	2 629	2 512	10 296
SGS AG	250	-	169	-	250
Sonova Holding AG	92	365	116	492	597
Spice Private Equity AG	-	-	-	15	3
Swiss Life Holding AG	93	907	29	409	701
Swiss Re AG	1 304	926	185	-	-
Temenos AG	-	-	-	182	-
The Swatch Group AG	389	33	-	-	-
UBS Group AG	750	800	350	2 394	4 185
Valartis Group AG	2	1	-	-	-
Vaudoise Versicherungen Holding AG	-	-	-	-	11
Zurich Insurance Group AG	548	-	-	-	373
Zehnder Group AG	-	-	-	17	18
<b>Total</b>	<b>13 580</b>	<b>19 618</b>	<b>13 650</b>	<b>16 164</b>	<b>31 709</b>

*Hinweis: Nicht in dieser Statistik enthalten ist der einmalige Rückkauf der eigenen Aktien durch die Roche Holding von der Novartis, welche Ende 2021 angekündigt wurde, da es sich um einen einmaligen Tatbestand handelt und nicht Ausschüttungscharakter hat.<sup>36</sup>*

<sup>35</sup> Aufgrund einer Reklassifizierung durch Bloomberg werden die Unternehmen der Branche Chemie & Rohstoffe neu der Branche Industrie zugeordnet

<sup>36</sup> Birrer et al., 2022, S. 31

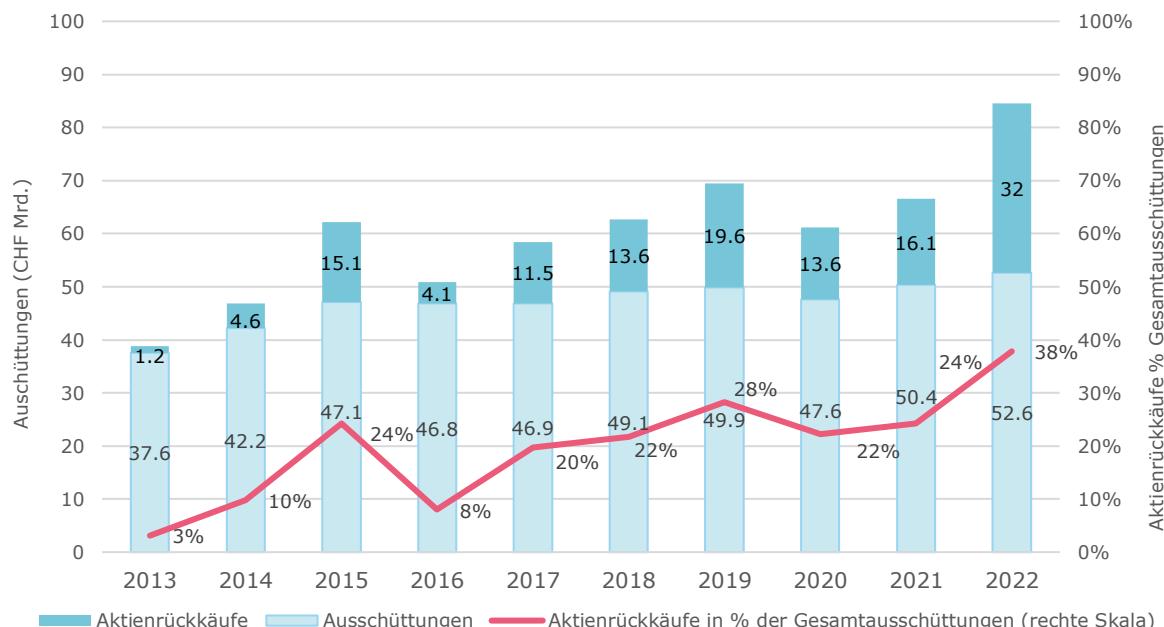
Frei von etwaigen Covid-Restriktionen haben Schweizer Unternehmen 2022 für ein rekordhohes Volumen eigene Aktien zurückgekauft. Dieses hat sich im Vergleich zu 2021 mit knapp CHF 32 Mrd. fast verdoppelt. Dabei hat nicht nur das Volumen der Aktienrückkaufprogramme zugenommen, sondern auch die Anzahl an Unternehmen, welche Aktien zurückgekauft haben. Nach 17 Unternehmen 2021 waren es 2022 bereits 21 Unternehmen.

Am auffälligsten ist die Veränderung bei Novartis, welche jedoch auch indirekt auf den erhöhten Cashbestand aufgrund des Verkaufs der Roche-Aktien zurückzuführen ist. Doch auch Nestlé und die UBS Group haben 2022 bedeutend mehr Aktien zurückgekauft als in den vorherigen Jahren. Vor allem bei der UBS Group dürfte dies unter anderem auf die wegfallenden Covid-Restriktionen zurückzuführen sein. Dies deutet auf eine solide Bilanz und einen hohen Free Cashflow hin. Außerdem kann festgestellt werden, dass die freien Mittel nicht investiert wurden und deshalb über Aktienrückkäufe an das Aktionariat ausgeschüttet wurden.

Es muss beachtet werden, dass vor allem Blue Chips aktive Aktienrückkaufprogramme haben. Der Anteil von ABB, Nestlé, Novartis und der UBS Group am Gesamtvolumen betrug über 85 Prozent. Die kleineren Unternehmen haben oftmals nicht die notwendigen finanziellen Mittel, um im grossen Stil Aktien zurückzukaufen. Außerdem werden freie Mittel eher als Innenfinanzierung im Unternehmen gehalten oder in neue Projekte oder Akquisitionen investiert.

Während die Ausschüttungsrendite für den Schweizer Aktienmarkt durch die tieferen Aktienkurse im Vergleich zum Vorjahr grösser wurde, hat sich das totale absolute Volumen der Ausschüttungen im SPI nur leicht erhöht. Wie in Abbildung 40 ersichtlich ist, stieg die Summe um zwei Mrd. Schweizer Franken an. Im Vergleich zu 2018 hat sich das Niveau daher um 7.1 % erhöht. Massiv angestiegen ist die Höhe der Aktienrückkäufe. Dadurch ist die Gesamtsumme der Ausschüttungen in die Höhe geschnellt. Erstmals wurden insgesamt über CHF 80 Mrd. an die Aktionärinnen und Aktionäre ausgeschüttet.

**Abbildung 40: Ausschüttungen und Aktienrückkäufe SPI 2013 – 2022**  
(Datenquelle: Bloomberg, Unternehmensangaben, Übernahmekommission)



Der Anteil der Aktienrückkäufe an den gesamten Ausschüttungen betrug im Jahr 2022 beinahe 40 %. So hoch war dieser in den letzten Jahren nie gewesen. Dies zeigt, dass Schweizer Unternehmen die Ausschüttung immer häufiger über Aktienrückkäufe tätigen.

## 2 Eigenkapitaltransaktionen

In den folgenden Unterkapiteln werden Transaktionen an der Schweizer Börse analysiert und mit den vorherigen Jahren verglichen. Dazu werden zuerst die IPOs sowie Listings an der Schweizer Börse SIX beschrieben und anschliessend Kapitalerhöhungen sowie öffentliche Übernahmen im Detail erläutert.

### 2.1 IPOs und Listings

Wie vorher beschrieben, war 2022 für die Aktienmärkte ein schwaches Jahr. Dies hat häufig zur Folge, dass die Aktivität bei Börsengängen reduziert wird. Dafür gibt es mehrere Gründe. Erstens waren die Aktienkurse tiefer. Das hätte für die Eigentümer bedeutet, dass wohl ein tieferer Ausgabepreis erzielt worden wäre als dies bei einer Börsenhausse der Fall wäre. Zweitens ist die Nachfrage nach Aktien in schlechten Börsenjahren weniger hoch als in guten Jahren. Die mangelnde Nachfrage kann wiederum zu einem niedrigeren Ausgabepreis oder einem tieferen Volumen der Transaktion führen.

Chinesische Unternehmen haben seit Mitte Juli 2022 die Möglichkeit, sich an der SIX kotieren zu lassen. Dadurch ist die Anzahl an Börsengängen an der SIX, trotz schwachen Aktienmärkten, stark angestiegen. Chinesische Unternehmen sollen, auf Anraten der chinesischen Regierung, ausserhalb der USA ausländisches Kapital aufnehmen. Dadurch gab es neun chinesische Zweitkotierungen über Global Depository Receipts (GDR).<sup>37</sup> In Tabelle 9 sind die Transaktionen des Jahres 2022 ersichtlich.

Neben den chinesischen Unternehmen hat Epic Suisse als einziges Schweizer Unternehmen mit einem IPO Kapital aufgenommen. Im Vergleich mit den letzten Jahren war das Volumen unterdurchschnittlich. Es gab 2022 jedoch vier neue Listings an der SIX Swiss Exchange.

Klammert man die chinesischen IPOs aus, ging das Volumen sowie die Anzahl im Vergleich zu den Vorjahren, mit Ausnahme des Corona-Jahres 2020, zurück. Dieser Rückgang war nicht nur in der Schweiz zu beobachten. Global ging die Anzahl IPOs 2022 zurück.<sup>38</sup> Außerdem waren die Volumina 2022 erneut tief. Dies war bereits in den Jahren 2020 und 2021 der Fall. Die letzten Transaktionen mit Volumina grösser als CHF 1 Mrd. fanden 2019 statt.

Interessant ist der Vergleich der Renditen am ersten Handelstag. Verglichen mit dem Durchschnitt und dem Median waren die Ausschläge 2022 mit -50 % und +51.1 % sehr hoch. Solche Extremwerte konnten, wie in Abbildung 41 dargestellt, in den vergangenen Jahren wenig beobachtet werden. Dabei ist anzumerken, dass diese Ausschläge in Small Caps aufgetreten sind. Bei solchen Unternehmen ist das Handelsvolumen häufig tiefer als bei Large Caps.

---

<sup>37</sup> Kamp, M. 2023.

<sup>38</sup> EY, 2022a.

**Tabelle 9: IPOs und Listings SIX 2018 – 2022**  
(Datenquelle: SIX Swiss Exchange)

Datum	Unternehmen	Kategorie	Preisspanne IPO (Tief/Hoch)	Kapitalaufnahme* IPO (in CHF Mio.)	Ausgabepreis	Erster Schlusskurs	Rendite 1. Tag**
Dezember 2022	Jiangsu Eastern Shenghong Co., Ltd.****	IPO	n/a	781,3	18,1	18,1	0,3%
November 2022	Hangzhou Greatstar Industrial Co., Ltd.****	IPO	n/a	155,0	13,1	13,1	0,2%
November 2022	Sunwoda Electronic Co., Ltd.****	IPO	n/a	440,0	15,3	15,0	0,0%
Oktober 2022	Accelleron Industries AG	Listing		-	21,0	18,1	0,6%
September 2022	Joincare Pharmaceutical Group Industry Co., Ltd.****	IPO	n/a	92,0	14,4	14,4	0,0%
September 2022	Lepu Medical Technology****	IPO	n/a	224,0	12,7	12,7	0,0%
Juli 2022	Keda Industrial Group Co Ltd****	IPO	n/a	173,0	14,4	14,4	0,0%
Juli 2022	Gotion High-tech Co Ltd****	IPO	n/a	685,0	30,0	30,0	0,0%
Juli 2022	Ningbo Shanshan Co Ltd****	IPO	n/a	318,0	20,6	20,6	0,0%
Juli 2022	Gem Co Ltd****	IPO	n/a	381,0	12,3	13,0	5,9%
Juni 2022	Kinarus Therapeutics Holding AG	Listing		-	-	0,05	-50,0%
Mai 2022	Epic Suisse AG	IPO	67 / 77	192,0	68,0	66,9	-1,6%
März 2022	Talenthouse AG	Listing		-	0,94	1,42	51,1%
Februar 2022	Xlife Sciences AG	Listing		-	44,7	52,0	16,3%
Dezember 2021	VT5 Acquisition Company AG	IPO	10 / 10	200	10,0	10,1	1,0%
Oktober 2021	SKAN Group AG	IPO	44 / 55	270	54,0	75,2	39,3%
September 2021	medmix AG	IPO	37 / 47	315	45,0	43,5	-3,4%
Juni 2021	Kursaal Bern AG	IPO	350 / 380	15	370,0	402,0	8,6%
Mai 2021	Montana Aerospace AG	IPO	24.15 / 25.65	506	25,7	34,9	36,1%
April 2021	PolyPeptide Group AG	IPO	57 / 68	848	64,0	78,2	22,2%
Juni 2020	V-Zug AG	Listing		-	72,0	78,2	8,5%
Juni 2020	Ina Invest Holding AG	Listing***		109	22,4	22,2	-0,9%
Dezember 2019	Novarest Real Estate AG	Listing		-	40,2	42,9	6,7%
Oktober 2019	SoftwareONE Holding AG	IPO	16.5 / 21	694	18,0	18,5	2,8%
Juni 2019	Aluflexpack AG	IPO	20 / 26	169	21,0	22,5	7,1%
April 2019	Stadler Rail AG	IPO	33 / 41	530	38,0	43,1	13,4%
April 2019	Alcon AG	Listing		-	-	58,1	5,5%
April 2019	Medacta Group AG	IPO	88 / 104	547	96,0	96,1	0,1%
Dezember 2018	IGEA Pharma N.V.	Listing		-	-	2,5	-33,3%
Dezember 2018	Fundamenta Real Estate AG	IPO	14.5 / 14.5	85	14,5	14,8	1,7%
September 2018	SIG Combibloc Group AG	IPO	10.5 / 13.5	1 708	11,3	12,3	9,3%
Juli 2018	ObsEva SA	Listing		-	15,0	20,0	33,3%
Juli 2018	Blackstone Resources AG	Listing		-	13,5	13,5	0,0%
Juni 2018	Lalique Group SA	Listing			51,0	53,5	4,9%
Juni 2018	Klingelnberg AG	IPO	45 / 54	241	53,0	52,5	-0,9%
Mai 2018	Polyphor AG	IPO	30 / 40	155	38,0	38,2	0,5%
Mai 2018	CEVA Holding AG	IPO	27.5 / 52.5	1 200	27,5	25,9	-5,8%
März 2018	Medartis Holding AG	IPO	44 / 54	143	48,0	62,0	29,1%
März 2018	Sensirion Holding AG	IPO	28 / 36	318	36,0	46,4	28,8%
März 2018	ASMALLWORLD AG	Listing		-	9,8	14,6	49,5%
<b>Durchschnitt</b>				<b>446</b>			<b>7,2%</b>
<b>Median</b>				<b>293</b>			<b>1,4%</b>

\* Die Kapitalaufnahme umfasst das Transaktionsvolumen bei den Endinvestoren.

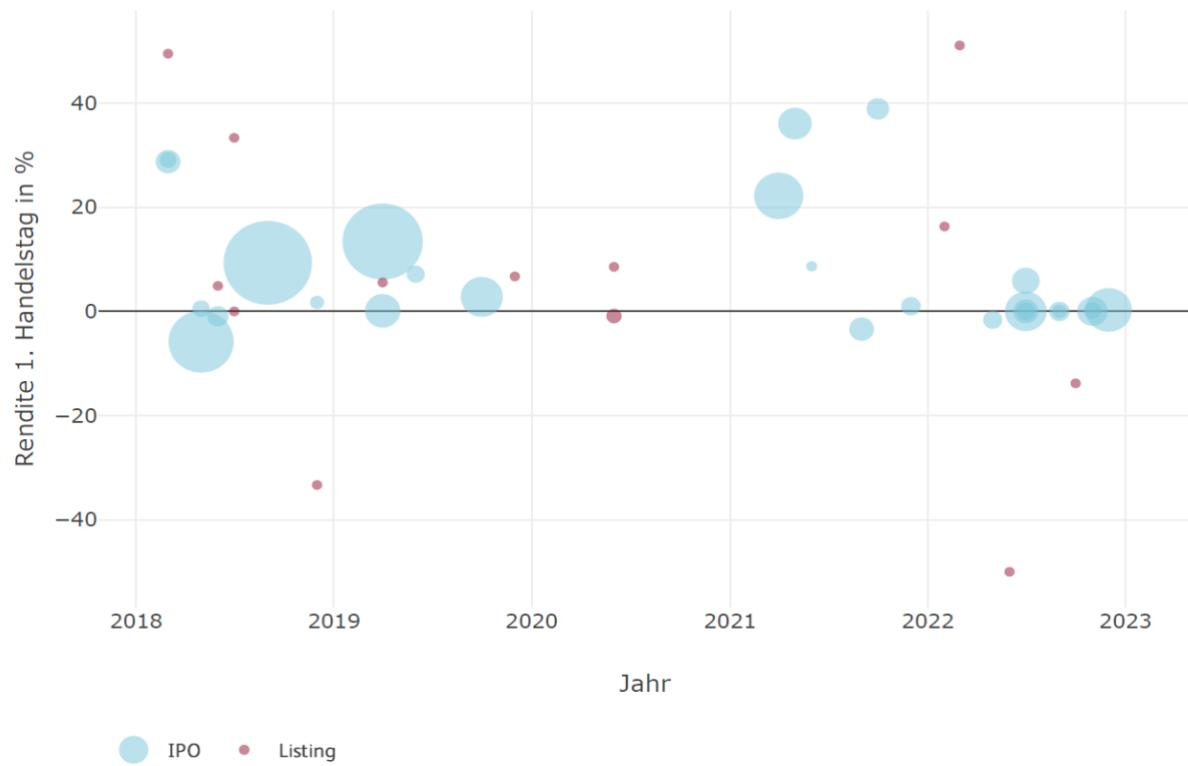
\*\* Rendite 1. Tag gemessen am Ausgabepreis oder bei dessen Fehlen – im Falle von gewissen Listings – der Eröffnungspreis

\*\*\* Gleichzeitige Kapitalerhöhung von CHF 116 Mio. Brutto und CHF 109 Mio. Netto

\*\*\*\* Transaktion in USD

Link zum interaktiven Chart: [www.hslu.ch/ifz-finanzierungsstudie](http://www.hslu.ch/ifz-finanzierungsstudie)

**Abbildung 41: Rendite 1. Handelstag 2018 – 2022**  
(Datenquelle: SIX Swiss Exchange)



Hinweis: Die Grösse der Blasen entspricht dem Emissionsvolumen

Das Listing der Xlife Sciences AG erfolgte an der SIX Swiss Exchange im Segment Sparks. Dieses Segment ist geeignet für kleine Unternehmen, welche ihre Aktien dennoch für das Publikum verfügbar machen wollen. Außerdem ermöglicht die SIX die Kotierung von SPACs. 2021 wurde die VT5 Acquisition Company als erste SPAC an der Schweizer Börse kotiert. Seitdem ist die Nachfrage nach SPACs zurückgegangen. VT5 blieb bis Ende 2022 die einzige SPAC, welche an der Schweizer Börse kotiert ist.

## 2.2 Kapitalerhöhungen

Nachdem es im Jahr 2021 viele Kapitalerhöhungen gab, waren die Schweizer Unternehmen 2022 in diesem Aspekt weniger aktiv. Im Unterschied zu 2021 gab es im letzten Jahr, bezogen auf das Volumen der Transaktionen, jedoch eine sehr grosse Kapitalerhöhung durch die Credit Suisse Group. In den letzten Jahren haben vor allem Small Caps und Mid Caps Kapitalerhöhungen durchgeführt. In Tabelle 10 sind die durchgeföhrten Kapitalerhöhungen<sup>39</sup> seit 2018 aufgeführt.

<sup>39</sup> Aktienkapitalerhöhungen, welche für die Bezahlung von Akquisitionen durchgeführt wurden, werden nicht berücksichtigt.

**Tabelle 10: Kapitalerhöhungen SPI 2018 – 2022**  
(Datenquelle: Unternehmensangaben, Übernahmekommission)

Datum	Unternehmen	Transaktionsform*	Erlös (brutto, in CHF Mio.)	Discount / Premium (-)	Verwendung Erlös Kapitalerhöhung
Dezember 2022	Obseva	at discount	2	47,3%	Rekapitalisierung
Oktober 2022	Meyer Burger Technology AG	at discount	247	28,7%	Wachstumsfinanzierung
Oktober 2022	Credit Suisse Group AG	at market	1 765	5,3%	Rekapitalisierung
Oktober 2022	Credit Suisse Group AG	at discount	2 241	31,5%	Rekapitalisierung
September 2022	MCH Group AG	at market	77	1,9%	Rekapitalisierung
September 2022	Zur Rose Group AG	at discount	44	14,9%	Rekapitalisierung
Juni 2022	Ypsomed Holding AG	at market	123	2,1%	Stärkung Eigenkapital
April 2022	Feintool	at discount	197	14,4%	Rekapitalisierung
April 2022	Mobimo	at discount	162	12,2%	Wachstumsfinanzierung
Januar 2022	Obseva	at discount	2	93,4%	Rekapitalisierung
Dezember 2021	Evolva Holding SA	at discount	3	7,9%	Wachstumsfinanzierung
Dezember 2021	SF Urban Properties AG	at discount	96	12,1%	Wachstumsfinanzierung
Dezember 2021	Zur Rose Group AG	at discount	189	11,8%	Investitions- und Akquisitionszwecke
November 2021	Montana Aerospace AG	at market	152	2,8%	Wachstumsfinanzierung
November 2021	HIAG Immobilien Holding AG	at market	160	0,4%	Projektentwicklung
Oktober 2021	Bachem Holding AG	at market	584	6,6%	Wachstumsfinanzierung
September 2021	Santhera Pharmaceuticals Holding AG	at discount	20	8,9%	Akquisitionsfinanzierung
September 2021	Vetropack Holding AG	at market	117	6,3%	Reallokation der Anteile
September 2021	Tecan Group AG	at market	358	6,1%	Akquisitionsfinanzierung
Juli 2021	Relief Therapeutics Holding AG	at discount	15	12,3%	Akquisitionsfinanzierung
Juni 2021	Novavest Real Estate AG	at discount	27	8,5%	Akquisitionsfinanzierung
Juni 2021	Talenthouse AG (alt. Newvalue)	at discount	8	20,3%	Wachstumsfinanzierung
Juni 2021	Highlight Event and Entertainment AG	at market	9	5,8%	Rekapitalisierung
Mai 2021	AEVIS VICTORIA SA	at market	14	n/a	Akquisitionsfinanzierung
März 2021	Swiss Steel Holding AG	at discount	247	11,3%	Stärkung Eigenkapital
März 2021	DOTTIKON EXCLUSIVE SYNTHESIS AG	at market	204	15,4%	Wachstumsfinanzierung
Februar 2021	SHL Telemedicine Ltd.	at discount	21	17,1%	Rekapitalisierung
Januar 2021	SHL Telemedicine Ltd.	at discount	12	19,2%	Rekapitalisierung
Januar 2021	Addex Therapeutics Ltd	at market	12	5,2%	Produktentwicklung
November 2020	MCH Group AG	at discount	105	n/a	Rekapitalisierung
November 2020	Valora Holding AG	at market	70	5,7%	Rekapitalisierung
November 2020	Novavest Real Estate AG	at market	26	4,1%	Wachstumsfinanzierung
Oktober 2020	Idorsia Ltd	at market	575	2,9%	Wachstumsfinanzierung
Oktober 2020	Dufry AG	at market	820	0,0%	Akquisitionsfinanzierung
Juli 2020	Meyer Burger Technology AG	at discount	165	36,4%	Rekapitalisierung/Wachstumsfinanzierung
Mai 2020	Idorsia Ltd	at market	330	4,6%	Wachstumsfinanzierung
März 2020	AMS AG	at discount	1 750	32,2%	Akquisitionsfinanzierung

\* Alle Bezugsrechtsangebote sowie ABBs (Accelerated Bookbuilding Offers, d.h. Übernachtplatzierungen) „nahe am Marktpreis“ mit einem Discount/Premium von +/- 7% werden in obiger Darstellung als „at market“ klassifiziert

(Fortsetzung Tabelle 10)

Datum	Unternehmen	Transaktionsform*	Erlös (brutto, in CHF Mio.)	Discount / Premium (-)	Verwendung Erlös Kapitalerhöhung
April 2020	Dufry AG	at market	151	-5,2%	Rekapitalisierung
Juli 2019	Lalique Group SA	at discount	48	16,4%	Rekapitalisierung/Wachstumsfinanzierung
Juni 2019	Warteck Invest AG	at discount	77	14,6%	Wachstumsfinanzierung
Mai 2019	St. Galler Kantonalbank	at market	177	2,7%	Stärkung Eigenkapital
April 2019	Bachem Holding AG	at market	48	0,5%	Stärkung Eigenkapital und Wachstumsfinanzierung
Dezember 2018	Asmallworld AG	at market	10	2,8%	Expansion
Oktober 2018	Poenina Holding AG	at discount	38	9,3%	Akquisitionsfinanzierung
Oktober 2018	Zur Rose Group AG	at discount	200	13,8%	Akquisitionsfinanzierung
September 2018	Coltene Holding AG	at market	70	0,4%	Akquisitionsfinanzierung
September 2018	Swiss Prime Site AG	at discount	331	12,3%	Allgemeine Finanzierungs- und Akquisitionszwecke
August 2018	Aryzta AG	at discount	900	37,1%	Stärkung Eigenkapital
Juli 2018	Leonteq AG	at discount	124	15,8%	Stärkung Eigenkapital
Mai 2018	Bell Food Group	at discount	613	25,2%	Akquisitionsfinanzierung
März 2018	mobilezone holding ag	at discount	82	20,5%	Akquisitionsfinanzierung
Februar 2018	Addex Therapeutics Ltd	at market	41	n/a	Research & Development
Januar 2018	Varia US Properties AG	at market	57	5,9%	Expansion
<b>Durchschnitt</b>			<b>262</b>	<b>13,8%</b>	
<b>Median</b>			<b>105</b>	<b>10,3%</b>	

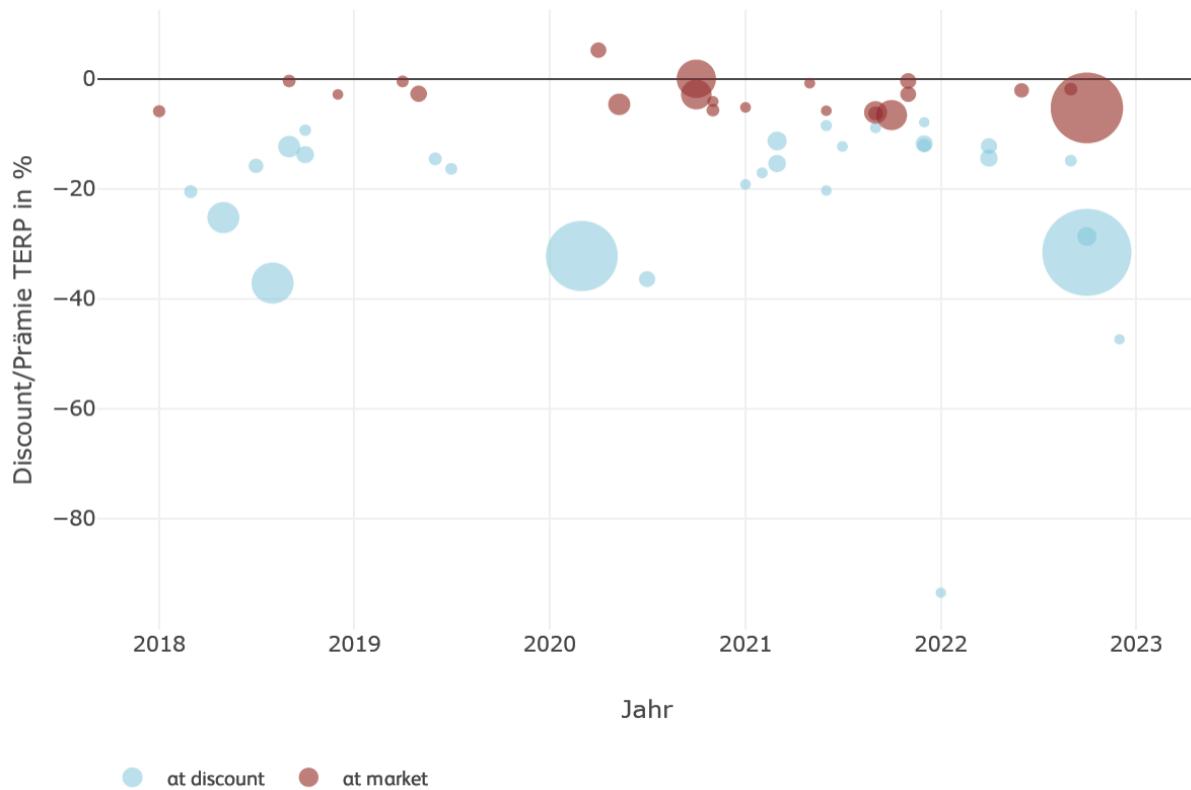
\* Alle Bezugsrechtsangebote sowie ABBs (Accelerated Bookbuilding Offers, d.h. Übernachtplatzierungen) „nahe am Marktpreis“ mit einem Discount/Premium von +/- 7% werden in obiger Darstellung als «at market» klassifiziert

Auffällig sind vor allem die beiden Kapitalerhöhungen der Credit Suisse. Die kleinere der beiden Tranchen wurde bei institutionellen Investorinnen und Investoren durchgeführt. Dies erklärt den tiefen Discount von 5.3 %. Die andere Kapitalerhöhung wurde bei den bisherigen Aktionärinnen und Aktionären platziert. Dabei musste das Risiko mit einem höheren Discount von über 30 % abgegolten werden.

Nicht nur die Credit Suisse musste zur Rekapitalisierung ihr Kapital erhöhen. Auch die meisten anderen durchgeführten Kapitalerhöhungen im Jahr 2022 waren das Resultat einer schwachen Bilanz. Einzig Meyer Burger und Mobimo haben ihr Eigenkapital für die Finanzierung von Wachstum erhöht. Vergleicht man diese Entwicklung mit den letzten Jahren, wird erkennbar, dass der Anteil an Kapitalerhöhungen für die Rekapitalisierung des Unternehmens grösser wurde. Die Gründe dafür sind sehr vielfältig und bei jedem Unternehmen individuell.

Link zum interaktiven Chart: [www.hslu.ch/ifz-finanzierungsstudie](http://www.hslu.ch/ifz-finanzierungsstudie)

**Abbildung 42: Discount/Prämie (%) 2018 – 2022**  
(Datenquelle: Unternehmensangaben, Übernahmekommission)



Hinweis: Die Grösse der Blasen entspricht dem Emissionsvolumen

## 2.3 Öffentliche Übernahmen

Während in den Corona-Jahren 2020 und 2021 nur wenige kotierte Schweizer Unternehmen übernommen wurden, konnte im Jahr 2022 wieder eine erhöhte Aktivität festgestellt werden. So wurden fünf an der SIX kotierte Unternehmen übernommen. Im Vergleich zu den Vorjahren waren die Transaktionsvolumina tief. Einzig bei der von der mexikanischen Fomento Economico Mexicano, S.A.B de C.V. übernommenen Valora Holding AG betrug das Volumen über eine CHF 1 Mrd. Doch auch diese Transaktion blieb unter dem Durchschnitt der letzten fünf Jahre. Die Höhe der Valora-Transaktion hängt mit der hohen Prämie zusammen. Den Aktionärinnen und Aktionären wurde eine Prämie von 57.3 % zum 60-Tage VWAP angeboten. Dieser Wert liegt weit über dem beobachteten Durchschnitt. Die weiteren Transaktionen sind in Tabelle 11 ersichtlich.

2022 hat sich gezeigt, dass mit grösserer Prämie die Erfolgsquote steigt. So hat die JBF Finance SA dem Aktionariat der Bobst Group SA nur eine Prämie von 11.9 % offeriert. Rund ein Drittel der Aktionärinnen und Aktionäre haben die Aktie von Bobst wohl höher bewertet und daher dem Angebot von JBF Finance nicht angedient. Da zum Abschluss der Transaktion nicht mehr als 90 % der Bobst Aktien im Besitz von JBF Finance waren, konnte kein Squeeze-Out durchgeführt werden. Bei Spice Private Equity Ltd war die Prämie sogar noch tiefer, dennoch haben rund 80 % angedient. Bei Valora hingegen war dank der hohen Prämie die Erfolgsquote nahe bei 100 %.

**Tabelle 11: Öffentliche Übernahmen SIX 2018 – 2022**  
(Datenquelle: Angaben von Unternehmen, Übernahmekommission)

Jahr	Zielgesellschaft	Käuferin	Datum Voranmeldung	Endergebnis	Erfolgsquote	Prämie zum 60-Day VWAP*	Transaktionsgrösse (in CHF Mio.)
2022	Bobst Group SA	JBF Finance SA	25.07.2022	85,3%	66,2%	11,9%	397
2022	Valora Holding AG	Fomento Economico Mexicano, S.A.B de C.V.	05.07.2022	96,9%	96,6%	57,3%	1 101
2022	Spice Private Equity Ltd	GP Swiss AG	02.06.2022	97,4%	81,8%	7,6%	17
2022	Bank Linth AG**	Liechtensteinische Landesbank Aktiengesellschaft	27.01.2022	99,7%	95,6%	22,8%	113
2022	poenina holding ag	Burkhalter Holding AG	19.01.2022	n/a	n/a	9,0%	269
2021	Vifor Pharma AG	CSL Limited	14.12.2021	94,0%	94,0%	38,3%	10 867
2021	Cassiopea S.p.A	Cosmo Pharmaceuticals N.V.	04.10.2021	96,5%	93,4%	-4,8%	213
2020	Sunrise Communications AG	UPC	12.08.2020	96,6%	96,6%	32,0%	4 810
2020	Pargesa Holding	Parjointco	11.03.2020	97,4%	94,3%	14,0%	2 734
2019	BFW Liegenschaften	BFW Holding AG	29.11.2019	84,3%	51,1%	1,7%	112
2019	Baumgartner Gruppe Holding AG	Behr Bircher Cellpack BBC AG Schweizer	29.07.2019	99,1%	66,1%	n/a	54
2019	Alpiq Holding SA	Kraftwerksbeteiligungs-AG	29.05.2019	89,9%	13,1%	-3,5%	30
2019	Panalpina Welttransport Holding AG	DSV A/S	01.04.2019	98,5%	98,4%	18,5%	4 579
2019	Edmond de Rothschild (Suisse) S.A.	Edmond de Rothschild Holding SA	13.03.2019	99,9%	93,3%	n/a	86
2019	CEVA Logistics AG	CMA CGM S.A.	26.11.2018	97,9%	95,7%	12,2%	819
2018	Bank Cler AG	Basler Kantonalbank	20.06.2018	98,7%	93,3%	23,0%	158
2018	Hügli Holding AG	Bell Food Group AG	15.01.2018	99,2%	97,6%	14,4%	375
2018	Goldbach Group AG	Tamedia AG	22.12.2017	97,4%	96,9%	3,7%	217
<b>Durchschnitt</b>				<b>95,8%</b>	<b>83,8%</b>	<b>16,1%</b>	<b>1 497</b>
<b>Median</b>				<b>97,4%</b>	<b>94,0%</b>	<b>13,1%</b>	<b>243</b>

\* Im Falle von als «illiquid» taxierten Aktien «n/a»

\*\* Berechnungen auf Basis des Barangebotspreises von CHF 600

Ein Spezialfall bildet die Übernahme der poenina holding ag durch die Burkhalter Holding AG. Anstatt wie bei den meisten Übernahmen eine Barofferte zu unterbreiten, hat Burkhalter mit eigenen Aktien bezahlt. Bei der Übernahme der Bank Linth AG wurde den Aktionärinnen und Aktionären die Wahl zwischen einem Barangebot und einem Angebot in Aktien überlassen.

# 3 Bewertungs- und Kapitalkostenanalyse

In den kommenden Unterkapiteln werden verschiedene Kennzahlen zur Bewertung von Unternehmen und deren Kapitalkosten dargestellt. Damit wird durch verschiedene Ansätze ein möglichst genaues Bild der kotierten Schweizer Unternehmen geschaffen.

Bei sämtlichen Berechnungen wurde der Median verwendet. Es können dadurch Abweichungen gegenüber einer realen, kapitalisierungsgewichteten Betrachtungsweise entstehen.

In diesem Kapitel werden bei den Abbildungen auf Branchenebene die Branchen Energie und Versorgung nicht dargestellt. Der Grund dafür ist die kleine Anzahl an Unternehmen, welche aus diesen Branchen gelistet sind. Dies könnte zu einer Verzerrung der Resultate führen respektive wäre in diesen Branchen teilweise die Bildung eines Medians nicht möglich. Für die Bildung des Medians für den Gesamtmarkt SPI werden hingegen alle im Sample enthaltenen Unternehmen berücksichtigt.

Die Reklassifizierung der Unternehmen der Branche Chemie & Rohstoffe zur Branche Industrie führt dazu, dass keine Werte für die Branche Chemie und Rohstoffe für das Jahr 2022 ausgewiesen werden. In den Abbildungen werden die Vorjahreswerte dennoch weiterhin aufgeführt.

## 3.1 Analyse der Aktienrenditen

Nach einem starken Börsenjahr 2021 hat sich der Median des rollierenden Zehn- respektive Fünf-Jahres Total Return<sup>40</sup> für den SPI und SMI merklich verschlechtert. Während der Median für den Zehn-Jahres Total Return beim SPI um rund 1.25 Prozentpunkte auf 6.39 % p.a. und beim SMI um rund 2.7 Prozentpunkte auf 8.3 % sank, nahm der Median Total Return über die letzten fünf Jahre des SPI respektive SMI ab auf noch 1.75 respektive 7.0 % p.a. ab. Diese starke Kontraktion ist mit der sehr schwachen Performance der Aktienmärkte 2022 zu erklären. In Abbildung 43 ist die Entwicklung des Median Total Return der letzten zehn Jahre ersichtlich.

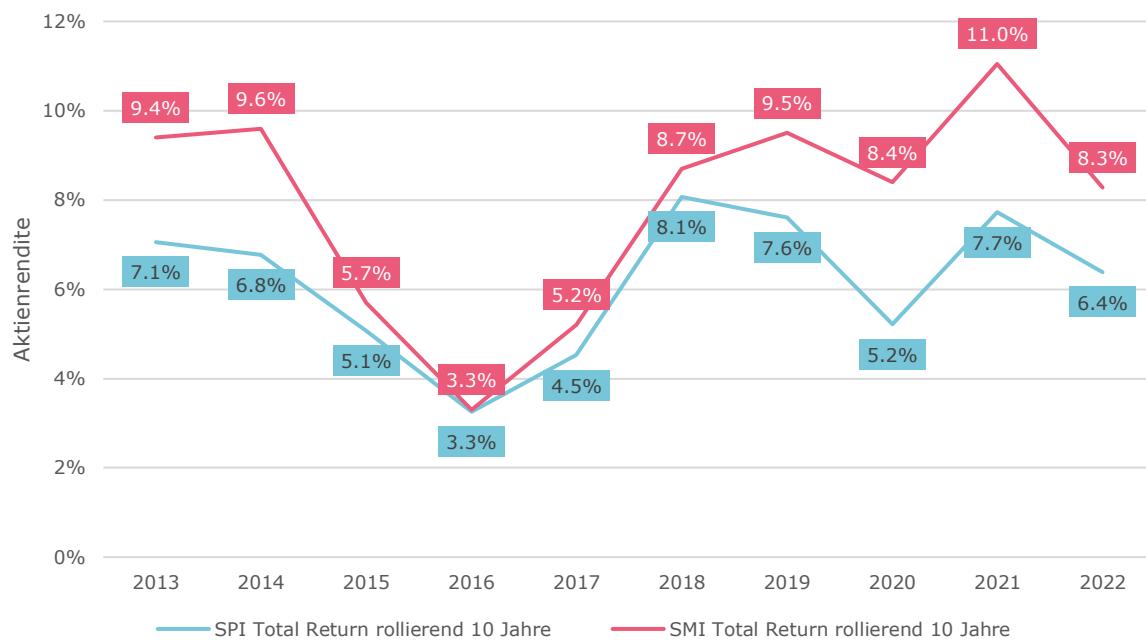
Da es sich bei den oben genannten Kennzahlen um den Median des Samples handelt ist dieser Median nicht mit der marktkapitalisierten Rendite des SMI und des SPI zu vergleichen. Wie erwähnt, machen in beiden Indizes die drei grossen Titel Nestle, Novartis und Roche einen sehr bedeutenden Anteil aus. Diese Analyse ist daher am ehesten mit einem «gleichgewichteten» Index zu vergleichen.

Diese Analyse zeigt aber interessanterweise auch auf, wie schwierig eine Auswahl von Einzeltiteln, sog. «Stock Picking» im Vergleich zum Kauf eines marktwertgewichteten Index ist. Das heisst, würde man versuchen, einen typischen Index mit Schweizer Aktien, d.h. SMI oder SPI aber auch SMIM zu schlagen, dann hätte man mindestens im Beobachtungszeitraum von fünf resp. zehn Jahren mit einem materiellen systematischen «Rückstand» rechnen müssen.

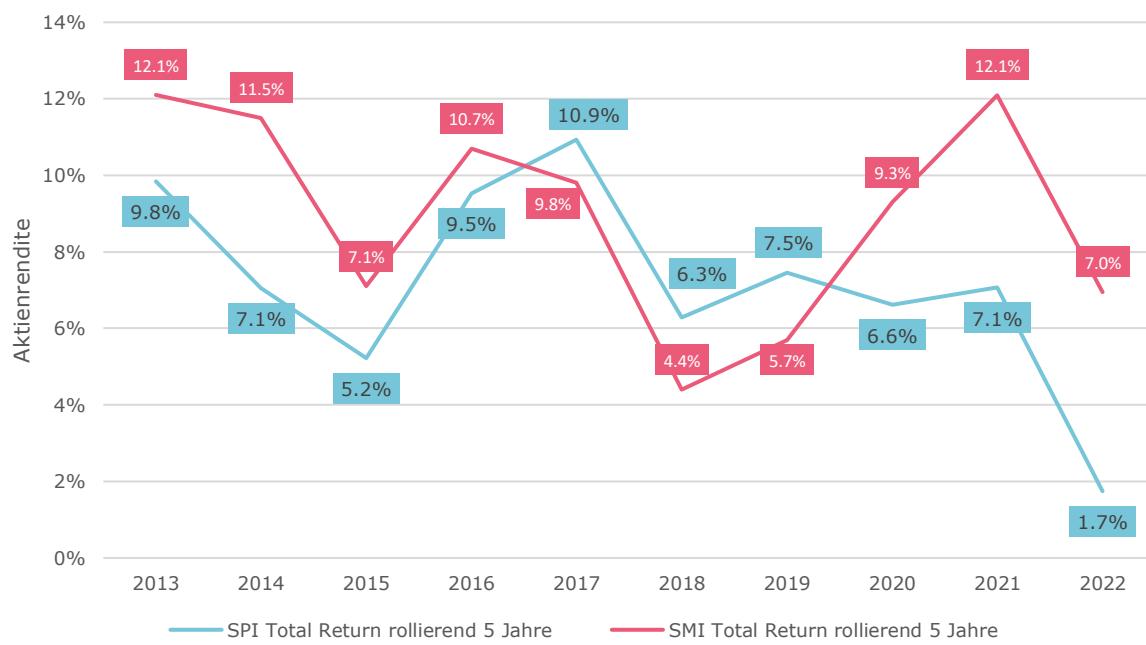
Der jährliche Total Return des SPI und des SMI 2022 lag ungefähr auf dem jeweiligen langjährigen Durchschnitt. Allerdings zeigt die Analyse, dass der Median der Titel des SMI den SPI im Median in jedem Jahr übertraf.

<sup>40</sup> Die Fünf- respektive Zehnjahresperformance wird vereinfacht berechnet als der IRR von Jahresendkurs T plus Summe der Dividenden (vor Steuern) in den letzten fünf respektive zehn Jahren / Aktienkurs T-5, resp. T-10. Transaktionskosten und Steuereffekte sind nicht in dieser Berechnung enthalten.

**Abbildung 43: Median der rollierenden Zehn-Jahres-Aktienrendite von SPI und SMI 2013 – 2022**  
(Datenquelle: Bloomberg)



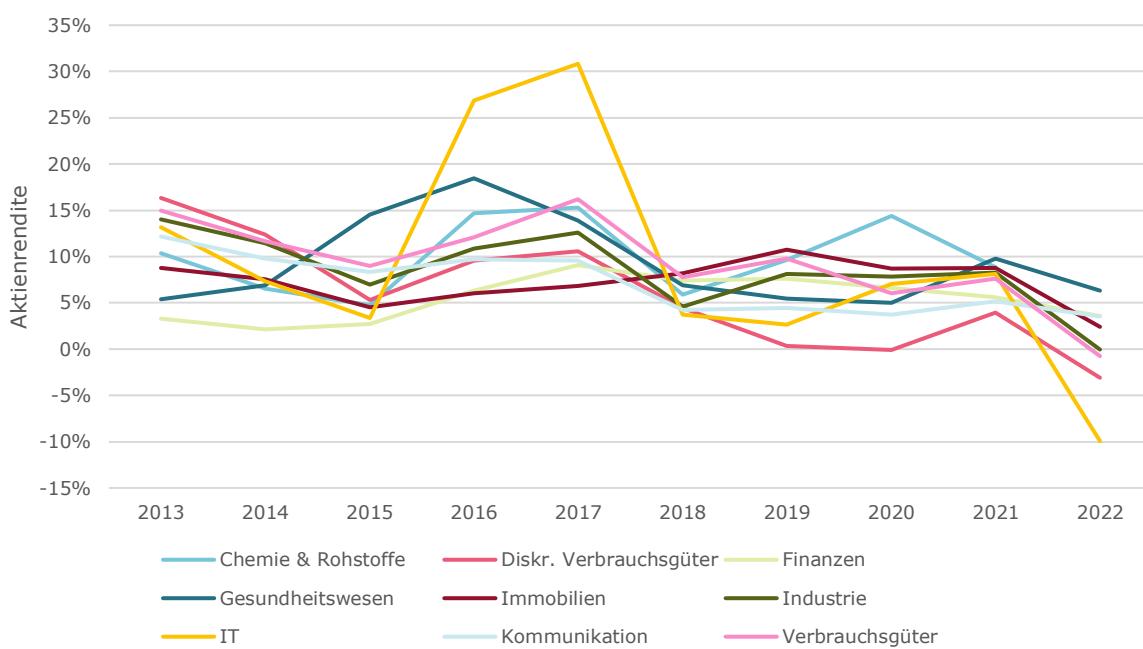
**Abbildung 44: Median der rollierenden Fünf-Jahres-Aktienrendite von SPI und SMI 2013 – 2022**  
(Datenquelle: Bloomberg)



In Abbildung 44 ist die Entwicklung des jährlichen Total Return der letzten fünf Jahre ersichtlich. Die Medianrendite erreichte im SPI einen neuen Tiefstand seit 2013. Auch beim SMI gab es eine starke Korrektur, doch der Wert lag trotzdem bei 7 % p.a. Trotz des Rückganges wurde in den letzten zehn Jahren kein negativer Median-Wert beobachtet. Während der SMI den SPI über zehn Jahre immer geschlagen hat, konnte der SPI den SMI über fünf Jahre zwischen 2017 und 2019 schlagen. Seit 2020 war die jährliche Medianrendite bei den Large Caps wieder grösser als bei den Small Caps.

Abbildung 45 liefert einen detaillierten Einblick über die Entwicklung der Fünf-Jahres Rendite der einzelnen Branchen. Der Trend ist klar gegen unten gerichtet, sämtliche Branchen wiesen Ende 2022 einen tieferen Total Return aus als noch 2021. Besonders stark war der Rückgang in der IT-Branche, welche in den letzten Jahren teilweise mit einer überdurchschnittlichen Rendite geblänzt hat. Auch die Branchen Industrie und Verbrauchsgüter wiesen 2022 neu einen negativen Wert auf. Der beste Wert mit 6.33 Prozent p.a. hat das Gesundheitswesen aufgewiesen. Als besonders stabil haben sich Finanzwerte erwiesen. Die oftmals stabilen und grosszügigen Dividendenzahlungen, insbesondere der Schweizer Versicherungen, haben geholfen, allfällige Kursverluste zu stabilisieren respektive zu kompensieren.

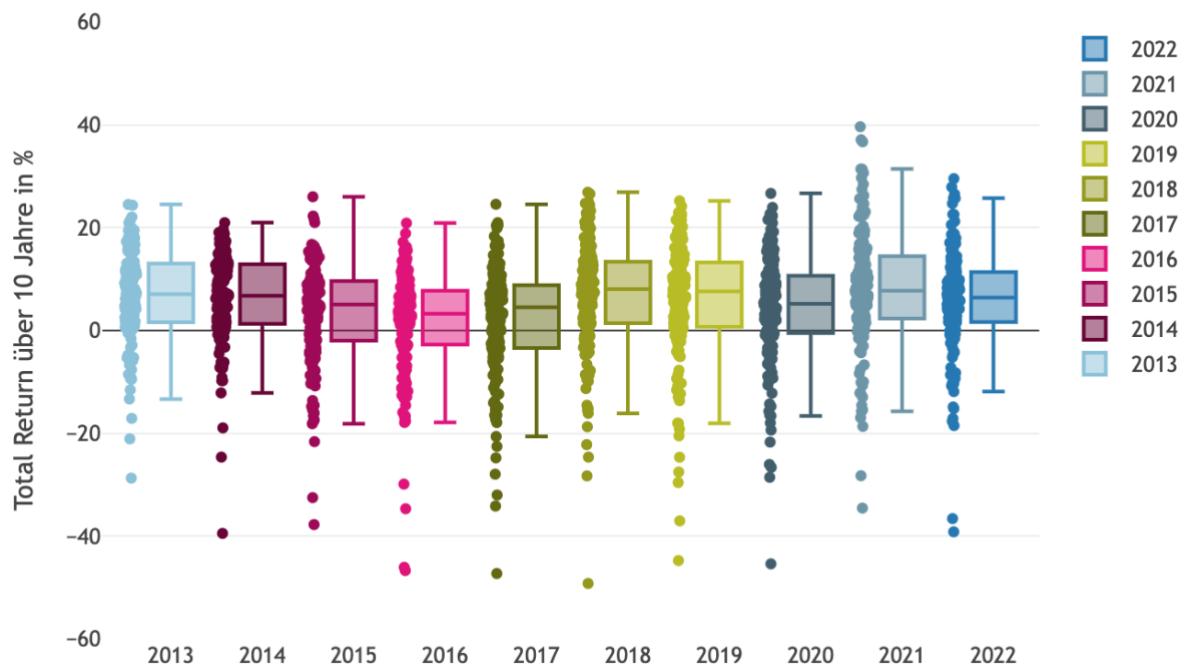
**Abbildung 45: Median rollierende Fünf-Jahres-Aktienrendite Branchen 2013 – 2022**  
(Datenquelle: Bloomberg)



Betrachtet man die Verteilung der Aktienrenditen in Abbildung 46, wird erkennbar, dass der Interquartilsabstand 2022 kleiner geworden ist. Einfache Ausreisser gab es einige. Extreme Ausreisser hingegen gab es wie in den letzten Jahren vor allem im negativen Bereich.

Link zum interaktiven Chart: [www.hslu.ch/ifz-finanzierungsstudie](http://www.hslu.ch/ifz-finanzierungsstudie)

**Abbildung 46: Rollierende Zehn-Jahres-Aktienrendite SPI 2013 – 2022**  
(Datenquelle: Bloomberg)



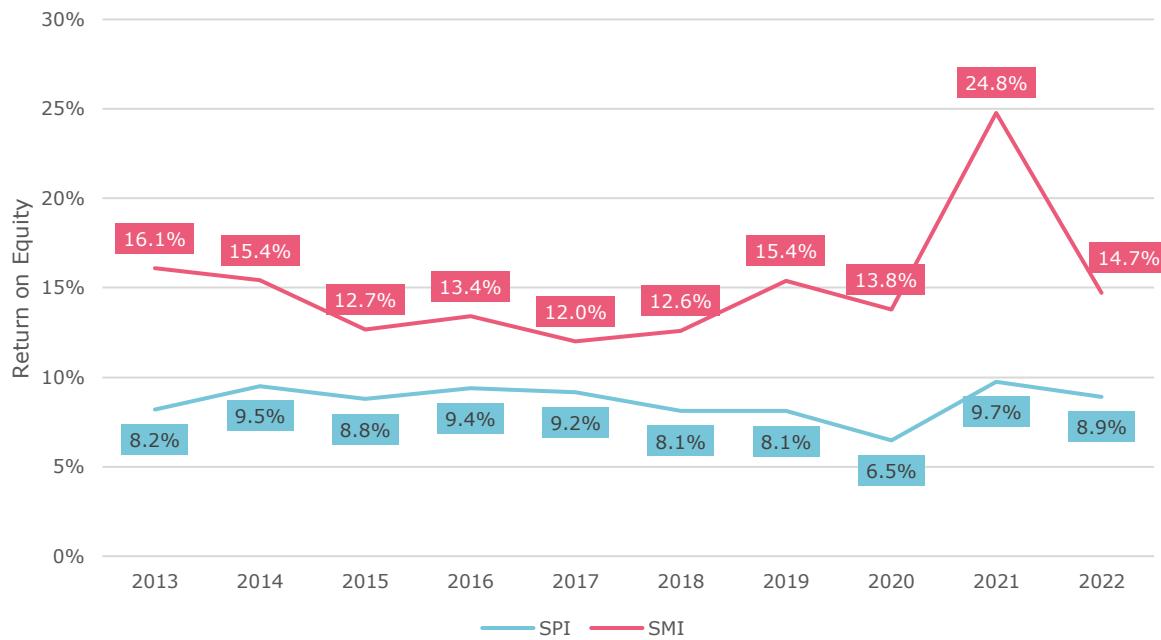
### 3.2 Analyse des Return on Equity

Der Return on Equity<sup>41</sup> (RoE) gibt eine mögliche Indikation für die Eigenkapitalkosten eines Unternehmens. Die Kennzahl hängt stark vom Buchwert einer Aktie ab, welcher je nach Branche sehr unterschiedlich sein kann.

Nach der starken Erholung 2021 nach der Corona-Pandemie ist der Median RoE im Jahr 2022 für den SPI wieder auf 8.9 % gesunken. Dies ist in Abbildung 47 ersichtlich. Damit befindet er sich in der Nähe des Durchschnitts der letzten Jahre. Der Median RoE für den SMI hat 2022 vom Rekordwert 2021, welcher von einigen Sondergewinnen getrieben war, auf noch 14.7 % nach unten korrigiert. Im langjährigen Vergleich hat der Median SMI-Titel stets einen deutlich höheren RoE ausgewiesen als der Median SPI-Titel.

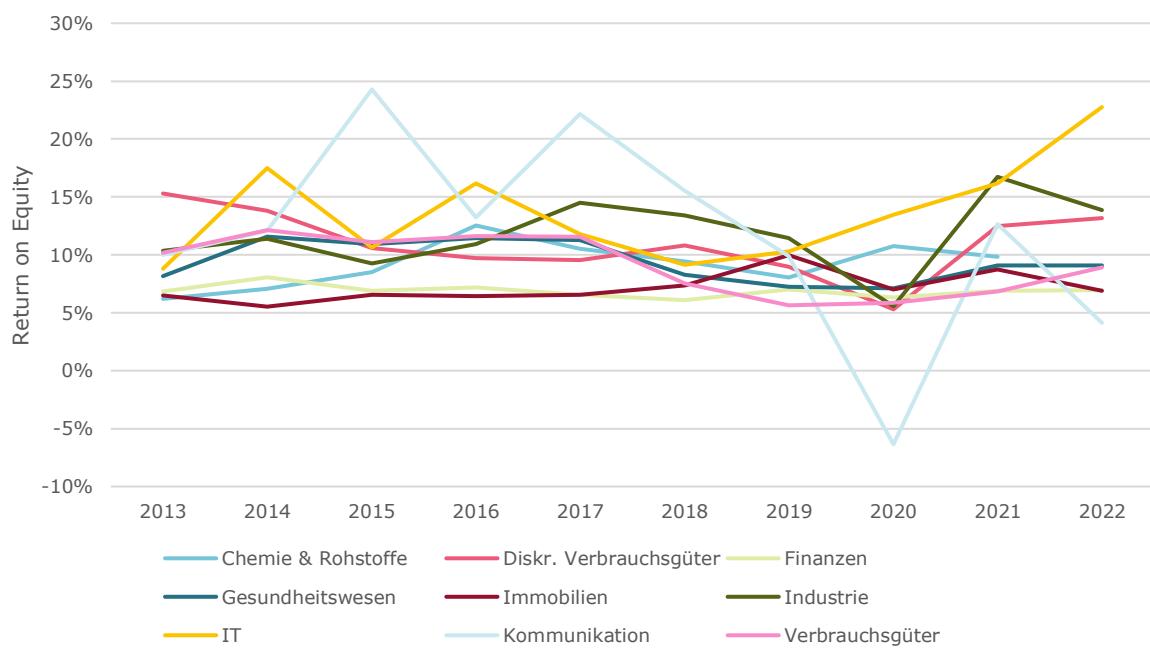
<sup>41</sup> Berechnet als EPS / durchschnittliches Eigenkapital pro Aktie

**Abbildung 47: Median Return on Equity SPI und SMI 2013 – 2022**  
(Datenquelle: Bloomberg)



Der Blick auf die Branchen-Ebene zeigt kein eindeutiges Bild. So haben sich 2022 einige Mediane gesteigert, andere sind hingegen tiefer als im Vorjahr. Die detaillierte Entwicklung der letzten zehn Jahre ist in Abbildung 48 sichtbar.

**Abbildung 48: Median Return on Equity nach Branchen 2013 – 2022**  
(Datenquelle: Bloomberg)



Interessant ist die weitere Zunahme des Medians der IT-Branche. Der Wert lag Ende 2022 bei über 20 %. Gleichzeitig haben die Aktienkurse 2022 von IT-Unternehmen sehr stark korrigiert. Das zeigt, dass die Entwicklung der Unternehmensgewinne nicht zwingend an die Entwicklung des Aktienkur-

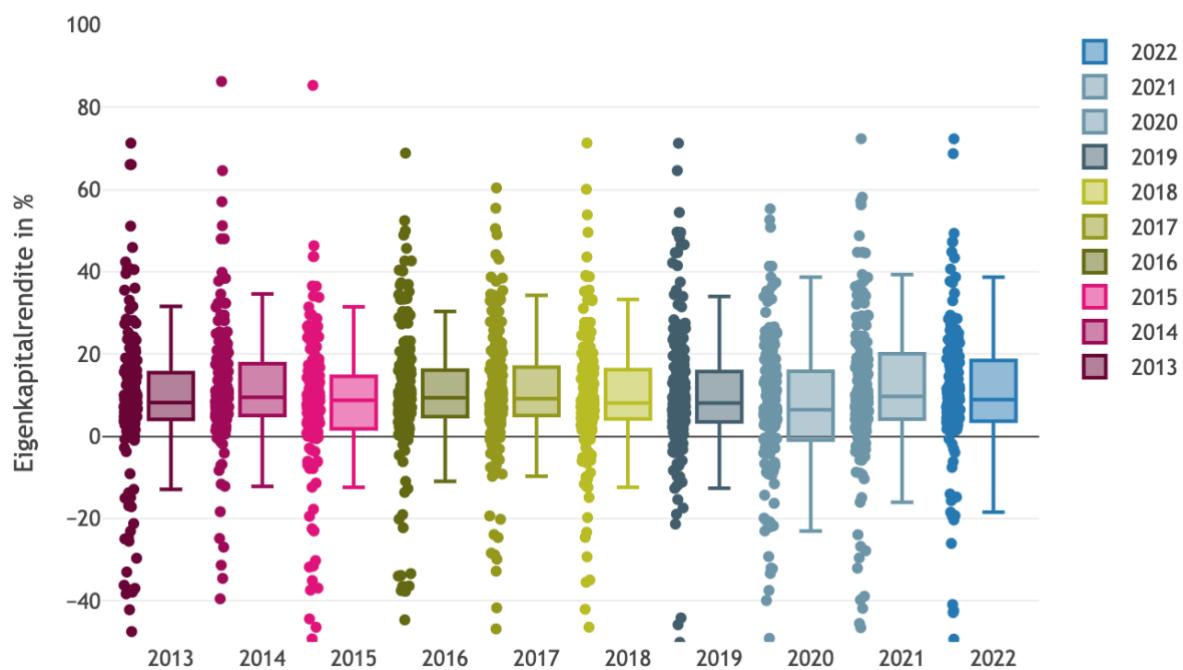
ses gekoppelt sein muss. So können andere Faktoren als Gewinnwachstum oder -rückgang einen grösseren Einfluss auf den Aktienkurs haben. Dazu zählt zum Beispiel das Zinsniveau.

Der schwächste Wert 2022 war der Median der Branche Kommunikation. Ein Blick in die Vergangenheit zeigt, dass diese Kennzahl volatil ist. Während in den Jahren 2015 und 2017 jeweils der beste Wert aller Branchen erreicht wurde, war der Median RoE 2020 sogar als einziger negativ. Bei einigen Unternehmen der Branche Kommunikation hat sich der Gewinn pro Aktie in den letzten Jahren deutlich reduziert.

Bei der Betrachtung von Abbildung 49 fallen in den letzten Jahren die vielen Ausreisser auf. Dies sind oftmals kleinere Unternehmen, welche eine hohe Gewinnvolatilität aufweisen oder in der Wachstumsphase sind und dadurch hohe Verluste erzielen. Zudem zeigt, dass der Interquartilsabstand im Jahr 2022 komplett im positiven Bereich war. Trotz des schwierigen Umfelds 2022 konnten eine Grosszahl von Unternehmen weiterhin positive Return on Equity erzielen.

Link zum interaktiven Chart: [www.hslu.ch/ifz-finanzierungsstudie](http://www.hslu.ch/ifz-finanzierungsstudie)

**Abbildung 49: Return on Equity SPI 2013 – 2022**  
(Datenquelle: Bloomberg)

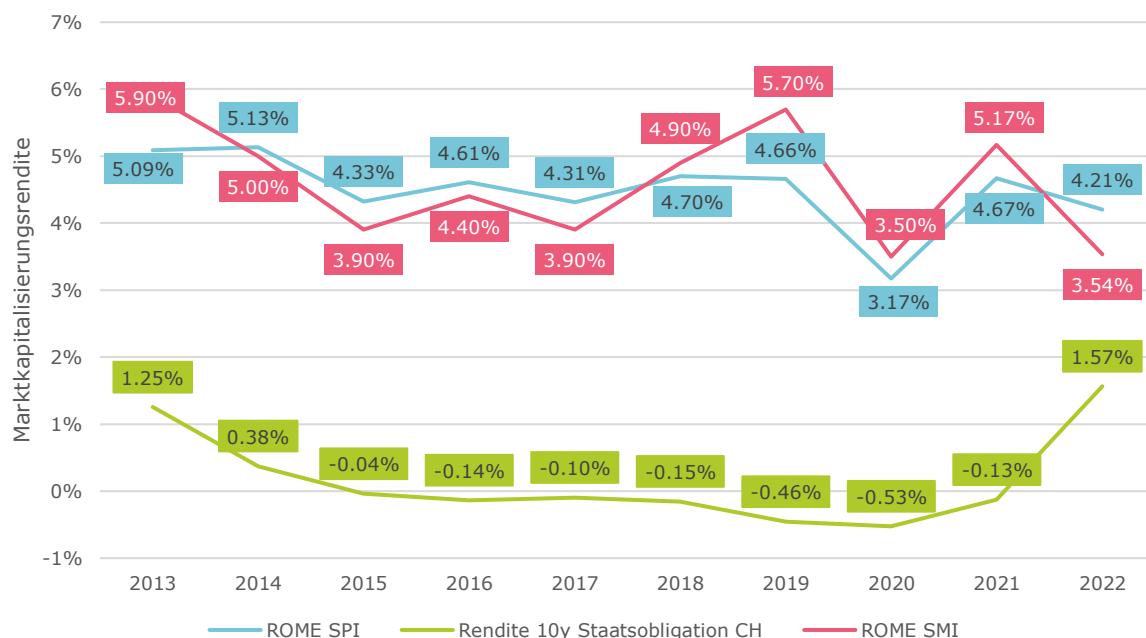


Hinweis: Einige Extremwerte können aus Gründen der Darstellung nicht abgebildet werden

### 3.3 Analyse der Marktkapitalisierungsrendite

Der Median der Marktkapitalisierungsrendite<sup>42</sup> (Inversion des P/E-Ratio) für den SPI ist im Jahr 2022 leicht zurückgegangen. Beim SMI war der Rückgang deutlicher. Dies kann auf die leicht sinkenden Unternehmensgewinne zurückgeführt werden. Außerdem floss das hohe Niveau der Aktienkurse von Ende 2021 in die Berechnung ein. Abbildung 50 zeigt, dass der Median für den SPI und SMI nun, mit Ausnahme vom Jahr 2020, unter den Werten der letzten zehn Jahre liegt.

**Abbildung 50: Median Marktkapitalisierungsrendite SPI und SMI 2013 – 2022**  
(Datenquelle: Bloomberg)



Stellt man die Marktkapitalisierungsrendite dem risikolosen Zinssatz (Schweizer Staatsobligation zehn Jahre) gegenüber, zeigt sich eine klare Verringerung des Spread, resp. der Marktrisikoprämie. War dieser in Zeiten des Null- respektive Negativzinsumfeldes auf oder über der Marktkapitalisierung, lag die Marktrisikoprämie 2022 für den SPI nur noch bei rund 2.6 %, für den SMI sogar nur noch bei 1.97 %.

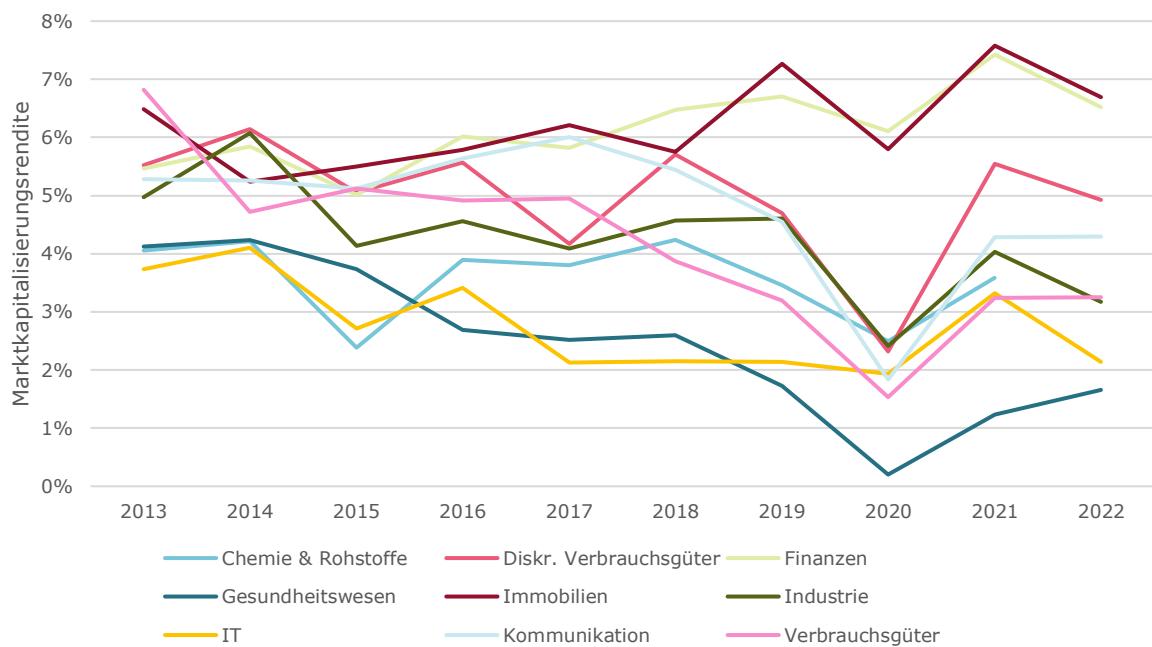
Zwischen den einzelnen Branchen gibt es beträchtliche Unterschiede beim Median der Marktkapitalisierungsrendite. Wie in Abbildung 51 ersichtlich ist, wiesen die Branchen Finanzen und Immobilien die höchsten Marktkapitalisierungsrenditen auf. Dies war bereits in den vorherigen vier Jahren der Fall. Bei den Immobilientiteln kann dies auf die hohen EPS zurückgeführt werden, bei den Finanztiteln auf die tiefe Bewertung. Generell zeigten die meisten Branchen für 2022 einen Rückgang der Kennzahl auf. Nur das Gesundheitswesen konnte die Marktkapitalisierungsrendite von einem tiefen Niveau aus steigern. Dies hängt mit der Bewertungskontraktion der Aktien sowie dem stabilen Gewinnwachstum zusammen.

In Abbildung 52 sind die Boxplots für die Marktkapitalisierungsrenditen der SPI-Unternehmen der letzten zehn Jahre ersichtlich. Wie in den meisten anderen Jahren konnte die Mehrzahl der Unternehmen per Ende 2022 eine positive Marktkapitalisierungsrendite aufweisen. Der Interquartilsabstand hat sich 2022 im Vergleich zu den beiden Vorjahren verringert. Die Anzahl an einfachen

<sup>42</sup> Berechnet als EPS aktuelles Jahr T / Durchschnittlicher Aktienkurs (T / T-1)) (Birrer et al., 2022, S. 44)

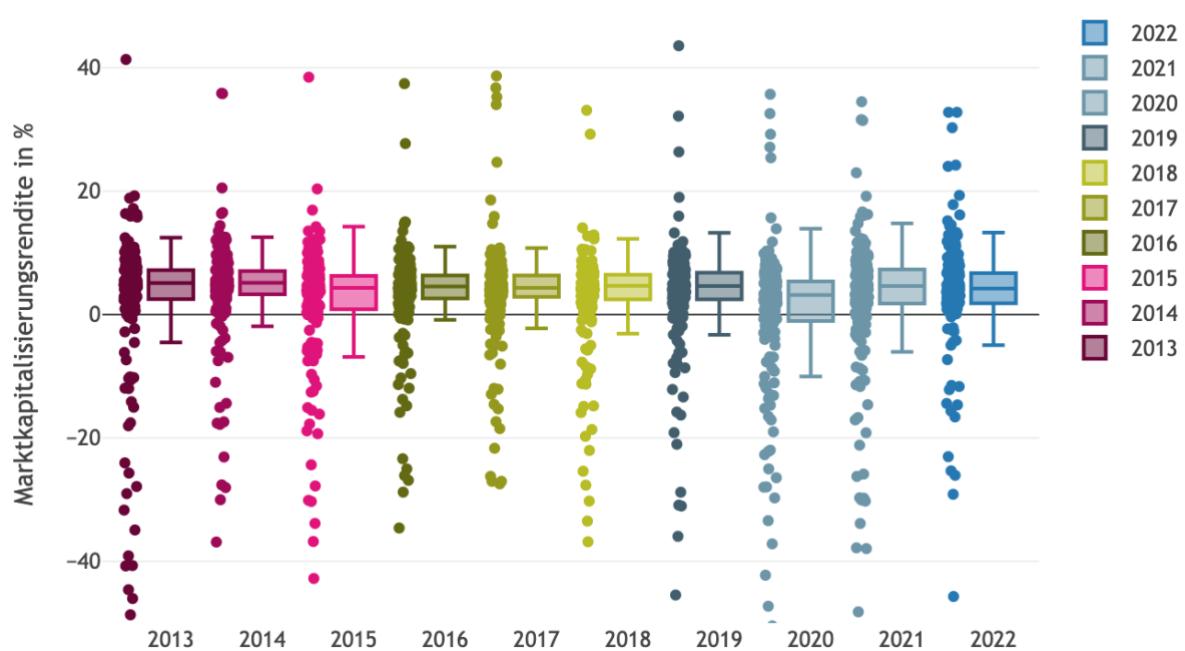
und extremen Ausreisern ist gross. Das sind häufig Unternehmen mit einer hohen Gewinnvolatilität.

**Abbildung 51: Median Marktkapitalisierungsrendite Branchen 2013 – 2022**  
(Datenquelle: Bloomberg)



Link zum interaktiven Chart: [www.hslu.ch/ifz-finanzierungsstudie](http://www.hslu.ch/ifz-finanzierungsstudie)

**Abbildung 52: Marktkapitalisierungsrendite SPI 2013 – 2022**  
(Datenquelle: Bloomberg)

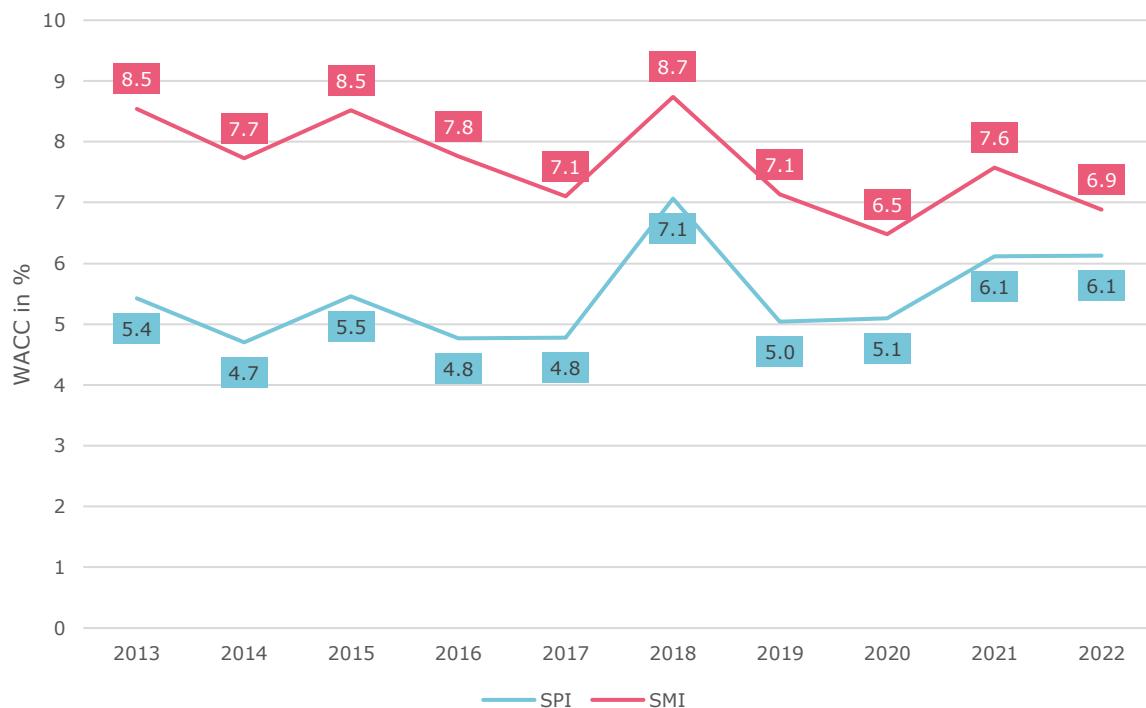


Hinweis: Einige Extremwerte können aus Gründen der Darstellung nicht abgebildet werden

### 3.4 Analyse der WACC

Durch den rapiden Anstieg des Zinsniveaus sahen sich Unternehmen 2021 mit höheren Kapitalkosten konfrontiert. Die Finanzierung mit Fremdkapital muss mit höheren Zinsen abgegolten werden. Abbildung 53 zeigt den Median der gewichteten durchschnittlichen Kapitalkosten (WACC)<sup>43</sup> des SPI und SMI. Er hat für den SPI im Jahr 2022 mit 6.1 % den zweithöchsten Wert seit 2013 erreicht. Allerdings ist er im Vergleich zum Vorjahr konstant geblieben. Im SMI ist der Median des WACC erstaunlicherweise um rund 0.7 Prozentpunkte gesunken. Der Median WACC von 6.9 % ist der zweitiefste der letzten zehn Jahre, insbesondere getrieben durch eine geringere Eigenkapitalrisikoprämie. Der Median des SMI bewegte sich während der letzten zehn Jahre konstant auf höherem Niveau als beim SPI. Doch der Spread der beiden Werte wurde in den letzten Jahren immer kleiner.

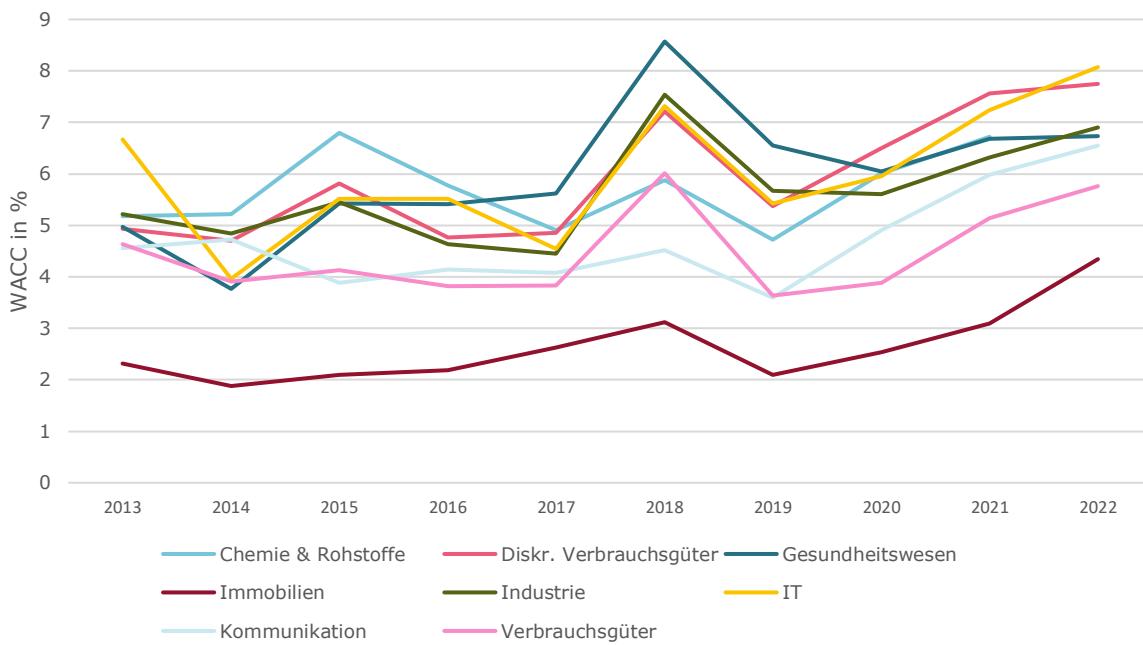
**Abbildung 53: Median WACC SPI und SMI 2013 – 2022**  
(Datenquelle: Bloomberg)



Auf der Ebene der Branchen sind die Medianwerte des WACC gestiegen. Die Entwicklung der letzten Jahre ist gemäss Abbildung 54 bei den meisten Branchen ähnlich, einzig das Niveau der Kapitalkosten ist unterschiedlich.

<sup>43</sup> Die in diesem Kapitel verwendeten WACCs basieren auf Berechnungen von Bloomberg. Unternehmen können ihre eigenen WACCs verwenden, welche zu den Werten aus Bloomberg abweichen. Das bedeutet, die verwendeten Werte müssen nicht zwingend mit den realen Kapitalkosten übereinstimmen.

**Abbildung 54: Median WACC Branchen 2013 – 2022**  
 (Datenquelle: Bloomberg)



Der hohe Wert der diskretionären Verbrauchsgüter dürfte an den hohen Beta-Faktoren dieser Unternehmen liegen. Dadurch werden die Eigenkapitalkosten gemäss CAPM deutlich höher.

# Literaturverzeichnis

- Birrer, T. K., Bauer, M. & Rupp, M. (2022). *IFZ Finanzierungs- und Treasurystudie 2022*.
- Boyadjian, R. (2022). Hier gibt es noch steuerfreie Dividenden. *Finanz und Wirtschaft*.  
<https://www.fuw.ch/article/hier-gibt-es-noch-steuerfreie-dividenden>
- EY (2022a, 15. Dezember). *Zahl der IPOs sinkt im Jahr 2022 weltweit um fast die Hälfte – in der Schweiz steigt die Anzahl der Zugänge auf 13*. [https://www.ey.com/de\\_ch/news/2022-press-releases/12/number-of-ipos-falls-by-almost-half-worldwide-in-2022-in-switzerland](https://www.ey.com/de_ch/news/2022-press-releases/12/number-of-ipos-falls-by-almost-half-worldwide-in-2022-in-switzerland)
- Kamp, M. (2023). China: Firmen streben per GDR an die Zürcher SIX. Neue Zürcher Zeitung.  
Abgerufen von <https://www.nzz.ch/finanzen/immer-mehr-firmen-aus-china-draengen-an-die-schweizer-boerse-ld.1727405>

# Teil V – Finanzierung mit Fremdkapital

Autoren: Thomas K. Birrer, Daniel Flückiger und Nadine Woolley

# Summary

Link zu den interaktiv aufbereiteten Daten:  
[www.hslu.ch/ifz-finanzierungsstudie](http://www.hslu.ch/ifz-finanzierungsstudie)



Das verzinsliche Fremdkapital ging im Vergleich zum Vorjahr um **2%** zurück

Der Anteil der Large Cap Unternehmen am verzinslichen Fremdkapital beträgt **69%**



Die durchschnittlich jährliche Wachstumsrate (CAGR) des verzinslichen Fremdkapitals im Betrachtungszeitraum von 2013 bis 2022 beträgt **5.46%**

Der Anteil Anleihen am verzinslichen Fremdkapital belief sich per Ende 2022 auf **77%**



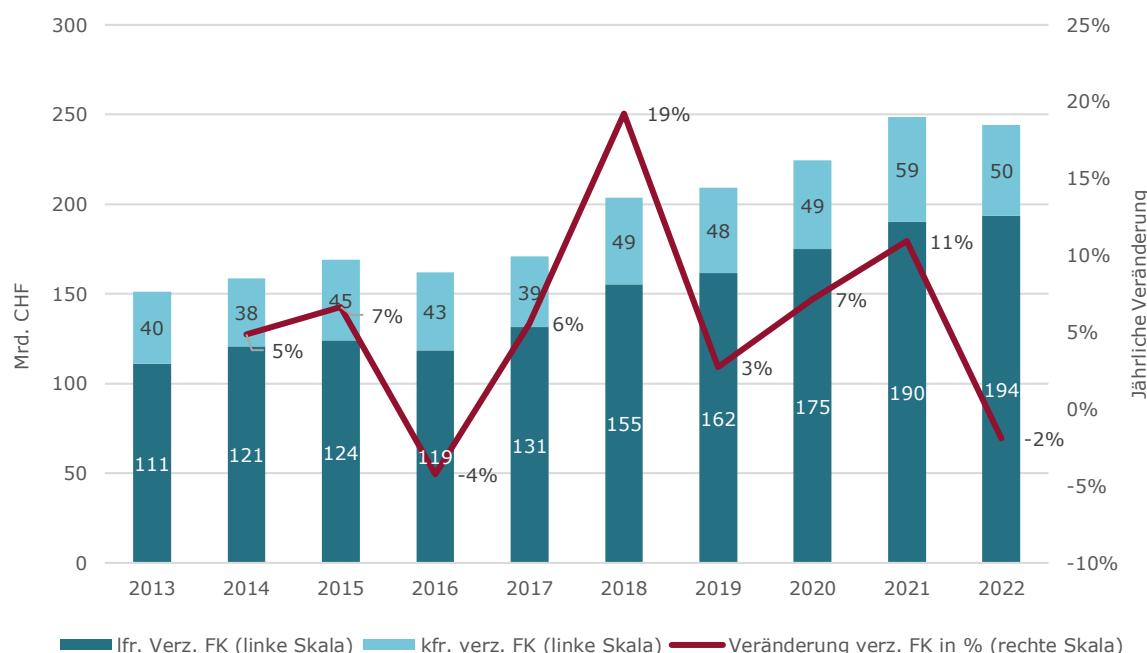
Der Anteil der ersten grünen Anleihe der Schweizer Eidgenossenschaft am Schweizer Markt an Green Bonds im Jahr 2022 beläuft sich auf **40%**

# 1 Veränderung des verzinslichen Fremdkapitals

In den folgenden Teilen wird der Fokus auf das Fremdkapital der Unternehmen gelegt. Dabei wird das Fremdkapital aufgeteilt und nach Branche und Marktkapitalisierung analysiert. Danach wird auf den Markt der Schweizer Anleihen eingegangen sowie verschiedene Arten von Anleihen vorgestellt. Schlussendlich wird noch spezifisch eine Trendanalyse in einem separaten Abschnitt durchgeführt.

In Abbildung 55 ist die Veränderung des verzinslichen Fremdkapitals der letzten zehn Jahre über alle betrachteten Unternehmen ersichtlich. Dabei wurde das verzinsliche Fremdkapital nach Laufzeit unterteilt. Mit der dunkelroten Linie wird die jährliche Veränderung des totalen verzinslichen Fremdkapitals angezeigt. Die Skala ist auf der rechten Seite der Grafik ersichtlich. Es fällt auf, dass die Menge verzinsliches Fremdkapital zum ersten Mal seit 2016 gesunken ist. Das Total des verzinslichen Fremdkapitals befindet sich im Jahr 2022 immer noch über dem Niveau vom Jahr 2020. Ob das gesunkene Fremdkapital mit den Zinserhöhungen zusammenhängt, wird in Abschnitt 7.3 genauer analysiert.

**Abbildung 55: Veränderung des verzinslichen Fremdkapitals von 2013 bis 2022**  
(Datenquelle: Bloomberg)

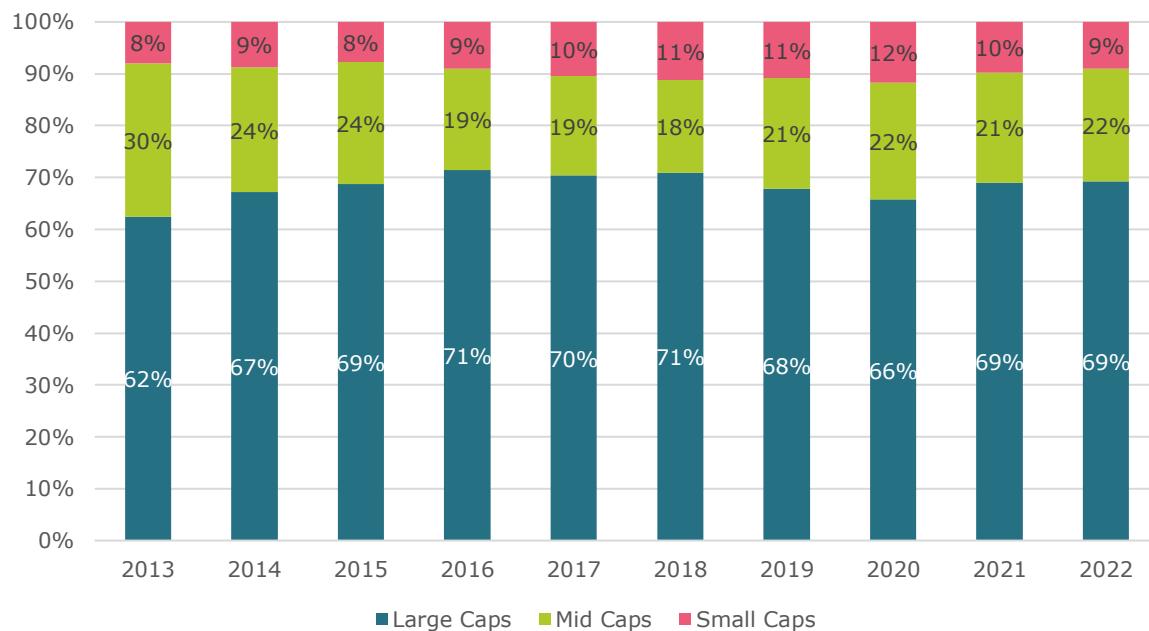


## 2 Fremdkapitalstruktur nach Marktkapitalisierung

In diesem Abschnitt wird auf die Veränderung der Fremdkapitalstruktur nach Marktkapitalisierung eingegangen. Abbildung 56 illustriert den Anteil der jeweiligen nach Marktkapitalisierung kategorisierten Unternehmen am totalen Fremdkapital über die letzten 10 Jahre. Der grosse Anteil der 13 Large-Cap Unternehmen fällt auf den ersten Blick auf. Dies ist aber auch nicht überraschend, da die Unternehmen mit CHF 1'091 Mrd. rund 77 % der Marktkapitalisierung aller analysierten Unternehmen im Jahr 2022 ausmachen. Die 43 Mid Caps machen rund 18.5 % der totalen Marktkapitalisierung aus und repräsentieren im Jahr 2022 rund 22 % des verzinslichen Fremdkapitals. Die 91 Small Cap Unternehmen machen rund 4.5 % der totalen Marktkapitalisierung aus, repräsentieren aber 9 % des total verzinslichen Fremdkapitals.

Es fällt auf, dass die Large Cap Unternehmen beim verzinslichen Fremdkapital einen kleineren Anteil als bei der Marktkapitalisierung repräsentieren. Die Mid Caps hingegen repräsentieren einen grösseren Anteil am verzinslichen Fremdkapital als an der Marktkapitalisierung. Bei den Small Cap Unternehmen ist diese Abweichung noch deutlicher erkennbar. Diese repräsentieren doppelt so viel verzinsliches Fremdkapital wie Marktkapitalisierung im Jahr 2022.

**Abbildung 56: Anteil verzinsliches Fremdkapital nach Marktkapitalisierung der letzten 10 Jahre**  
(Datenquelle: Bloomberg)



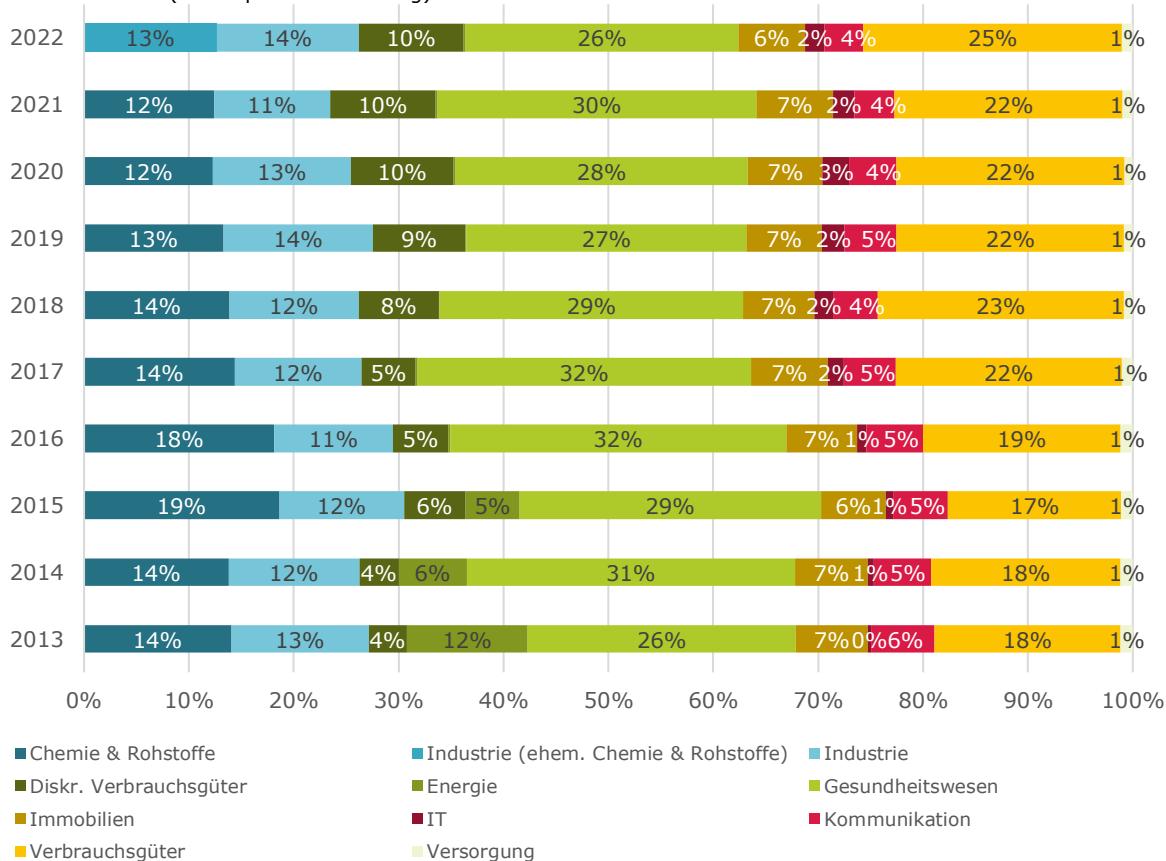
### 3 Verzinsliches Fremdkapital nach Branchen

Um die Veränderungen in der Finanzierung mit Fremdkapital aufzuzeigen, lohnt sich die Betrachtung der einzelnen Branchen. Somit können branchenübergreifende Vergleiche gezogen werden und die jeweiligen Unternehmen der Branchen analysiert werden.

In der Abbildung 57 ist das verzinsliche Fremdkapital nach Branche und Jahr dargestellt. Hier ist die veränderte Kategorisierung der Branche Chemie & Rohstoffe auffällig. Wie bereits im Teil 4.1.2 «Untersuchte Unternehmen» erwähnt, wurde die Branche Chemie & Rohstoffe im Jahr 2022 von Bloomberg der Branche Industrie zugeteilt. Um trotzdem einen Vergleich über die letzten zehn Jahre zu erhalten, wurden die beiden Branchen auch im Jahr 2022 separat ausgewiesen. Diese Branchen sind in Abbildung 57 ganz links ersichtlich. Der Anteil der Branche Industrie inklusive Chemie & Rohstoffe beträgt im Jahr 2022 26 %.

Auffallend ist zudem die Zunahme des Anteils der Branchen Verbrauchsgüter sowie Industrie. Bei den Branchen Gesundheitswesen und Immobilien reduzierte sich das anteilmässige Fremdkapital. In den folgenden Teilen wird auf die Aufteilung des Fremdkapitals der einzelnen Branchen eingegangen. Auf die Branche Energie wird nicht weiter eingegangen, da die Branche seit der Dekotierung von Transocean im Jahr 2016 nur einen sehr kleinen Teil der Marktkapitalisierung, 0.27 % im Jahr 2022, ausmacht.

**Abbildung 57: Zusammensetzung des verzinslichen Fremdkapitals nach Branche**  
(Datenquelle: Bloomberg)



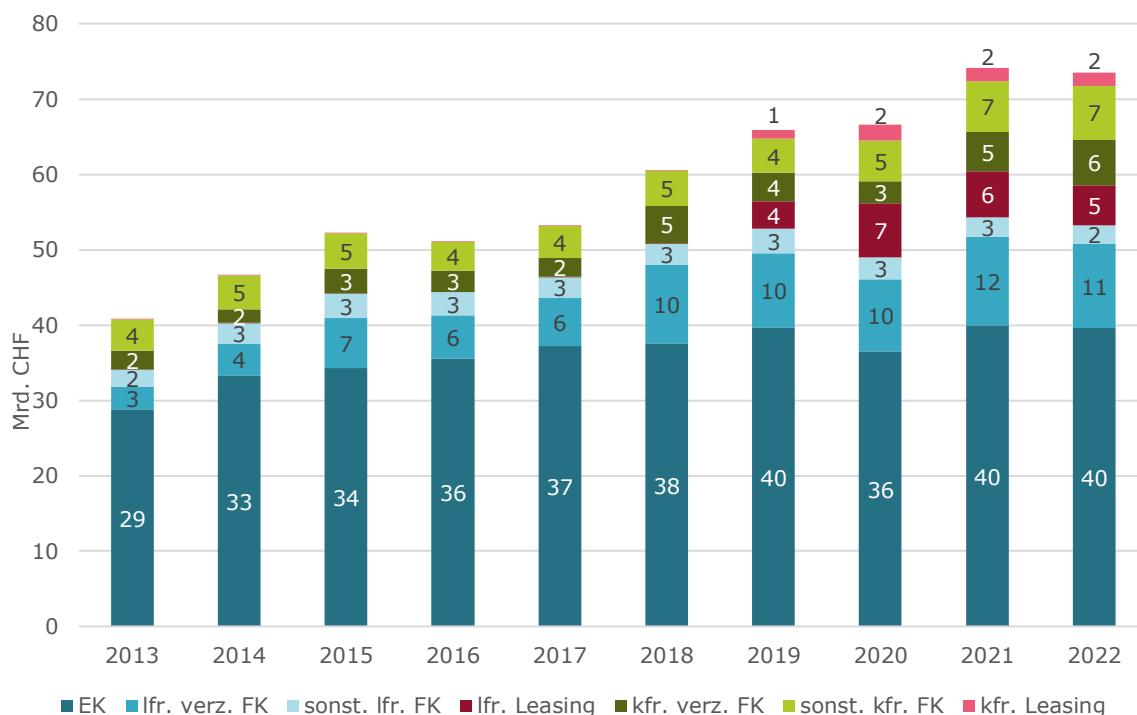
### 3.1 Diskretionäre Verbrauchsgüter

Bei der Branche der diskretionären Verbrauchsgüter sind auf den ersten Blick keine grossen Veränderungen in der Aufteilung der Finanzierung im Jahr 2022 im Vergleich zum 2021 ersichtlich. Im Detail gab es einige Entwicklungen im Jahr 2022, auf welche hier genauer eingegangen wird.

Das Unternehmen Richemont hat kurzfristig verzinsliches Fremdkapital aufgenommen. Das kurzfristig verzinsliche Fremdkapital des Unternehmens hat um 20 % im Vergleich zum Vorjahr zugenommen. Diese Zunahme entspricht einem Betrag von rund CHF 891 Mio. Das langfristig verzinsliche Fremdkapital des Unternehmens hat hingegen um CHF 493 Mio. abgenommen.

Bei Geberit sieht die Entwicklung umgekehrt aus. Das Unternehmen hat das langfristig verzinsliche Fremdkapital im Jahr 2022 fast verdoppelt. Dieses stieg von CHF 401 Mio. im Jahr 2021 auf CHF 798 Mio. im Jahr 2022 an. Auch gegensätzlich zu Richemont hat Geberit das kurzfristig verzinsliche Fremdkapital um fast 50 % abgebaut, dieses betrug im Jahr 2021 rund CHF 306 Mio. und im Jahr 2022 noch rund CHF 156 Mio.

**Abbildung 58: Zusammensetzung der Finanzierung der Branche Diskretionäre Verbrauchsgüter**  
(Datenquelle: Bloomberg)



## 3.2 Gesundheitswesen

Bei der Branche Gesundheitswesen nahm die Bilanzsumme im Jahr 2022 im Vergleich zum Jahr 2021 um rund 6.8 % ab. Dies ist eine Verringerung von rund CHF 19.3 Mrd. Die Verringerung im Jahr 2022 hat dieselbe Ursache wie die starke Erhöhung 2021: Die Transaktion zwischen Roche und Novartis. Novartis hielt eine grosse Beteiligung an Roche, welche Roche im Jahr 2021 zurückgekauft hat. Für das Aktienpaket zahlte Roche rund CHF 19 Mrd. Da Novartis durch den Verkauf einen Gewinn von CHF 14 Mrd. erzielte, stieg das Aktienkapital im Jahr 2021 stark an. Zudem stieg auch das kurzfristig verzinsliche Fremdkapital an, da Roche einen Teil dieser Transaktion damit finanzierte. Die Effekte dieser Transaktion wurden im Jahr 2022 bei den beiden Unternehmen bereinigt und somit sank die Bilanzsumme wieder.

Roche wandelte einen Teil dieses kurzfristigen Fremdkapitals im Jahr 2022 in langfristig verzinsliches Fremdkapital um, dieses stieg damit um rund CHF 5.3 Mrd. Das restliche kurzfristig verzinsliche Fremdkapital aus dieser Transaktion bezahlte Roche mit liquiden Mitteln im Jahr 2022 zurück. Nebst dem Gewinn aus dem Verkauf der Aktien hatte auch bei Novartis die Transaktion einen Effekt. Das Unternehmen erhöhte die Rückzahlungen beim kurz- und langfristig verzinslichen Fremdkapital und erhöhte die Rückkäufe eigener Aktien von rund CHF 3 Mrd. im Jahr 2021 auf rund CHF 10 Mrd. im Jahr 2022. Durch den Aktienrückkauf verringerte sich das Eigenkapital von Novartis im Jahr 2022 um rund CHF 8.4 Mrd.

Ein weiterer Grund für die Abnahme der Finanzierungspositionen im Jahr 2022 im Vergleich zum Vorjahr ist die abgeschlossene Übernahme von Vifor Pharma durch den australischen Konzern CSL Limited. Vifor Pharma wurde nach erfolgreicher Übernahme dekotiert und ist im Jahr 2022 nicht mehr in der Betrachtung vorhanden. Die Bilanzsumme von Vifor betrug per Ende 2021 rund CHF 5.1 Mrd., wovon fast CHF 4 Mrd. Eigenkapital waren.

**Abbildung 59: Zusammensetzung der Finanzierung der Branche Gesundheitswesen**  
(Datenquelle: Bloomberg)

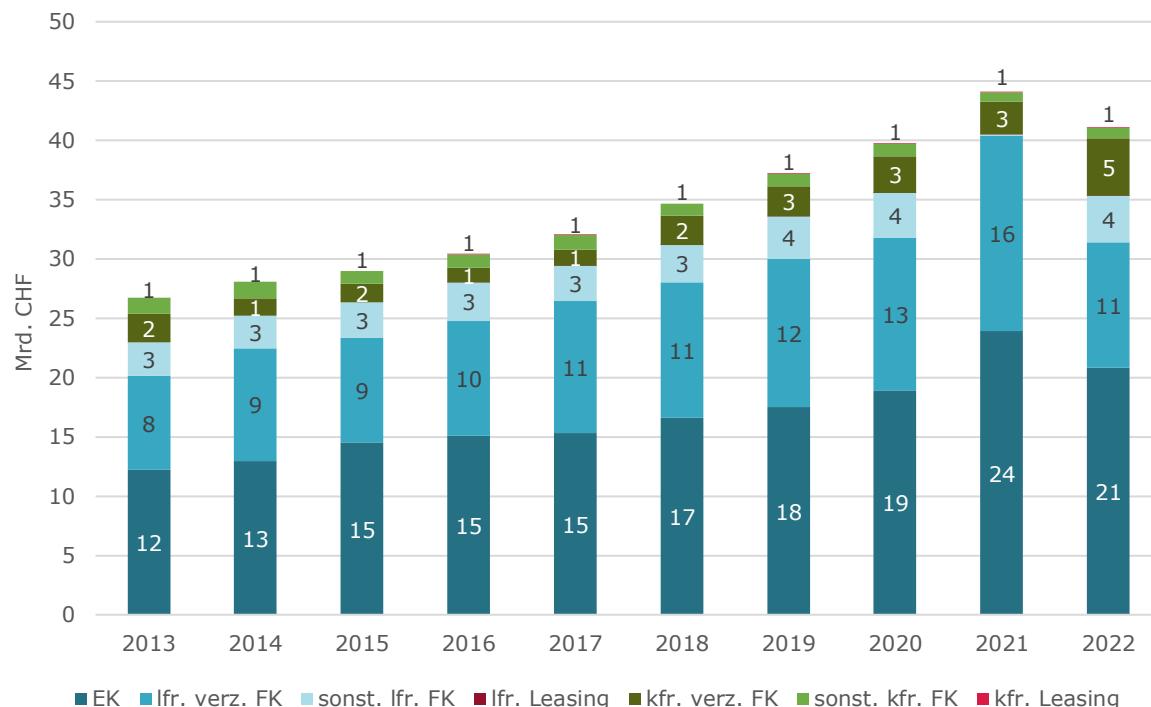


### 3.3 Immobilien

Auch bei der Immobilienbranche ist eine deutliche Senkung der totalen Bilanzsumme ersichtlich. Diese sank um rund 16 % von rund CHF 49.7 Mrd. auf rund CHF 41.6 Mrd. Ein grosser Teil dieser Veränderung ist technischer Natur, da die Allreal Holding von der Branche Immobilien zur Branche Industrie reklassifiziert wurde. Die Allreal Holding hatte im Jahr 2021 eine Bilanzsumme von rund CHF 5.8 Mrd. Ein weiteres Unternehmen, welches im Jahr 2022 im Vergleich zum Vorjahr nicht mehr analysiert wurde ist die Peach Property Group, da zum Stichtag der Datenerhebung noch kein Jahresabschluss dieses Unternehmens in Bloomberg verfügbar war. Die Peach Property Group hatte im Jahr 2021 eine Bilanzsumme von rund CHF 2.8 Mrd.

Die Investis Holding hat sowohl ihr langfristiges wie auch kurzfristig verzinsliches Fremdkapital im Jahr 2022 stark reduziert. Das kurzfristige Fremdkapital nahm um rund 48 %, beziehungsweise rund CHF 190 Mio ab. Beim langfristigen verzinslichen Fremdkapital betrug die Abnahme rund 55 % und somit rund CHF 140 Mio. Ein Verkauf von Immobilien über rund CHF 375 Mio. finanzierte diese Rückzahlung von Fremdkapital.

**Abbildung 60: Zusammensetzung der Finanzierung der Branche Immobilien**  
(Datenquelle: Bloomberg)



### 3.4 Industrie

In der Industriebranche hat die Reklassifizierung der Branche Chemie & Rohstoffe zur Branche Industrie einen erheblichen Einfluss auf die kumulierten Zahlen. Zur detaillierten Betrachtung werden hier zuerst die totale Branche Industrie, danach die Industrie ohne die neu eingeteilten Unternehmen der vorherigen Branche Chemie & Rohstoffe und schlussendlich die Unternehmen der Branche Chemie & Rohstoffe betrachtet. Diese Aufteilung hilft, die effektiven Veränderungen in den Branchen und bei den Unternehmen zu erkennen und auszuwerten. Bei der Branche Industrie als Total inklusive der reklassifizierten Unternehmen der Branche Chemie & Rohstoffe ist logischerweise ein starker Anstieg im Jahr 2022 ersichtlich. Spezifische Veränderungen sind deshalb nicht erkennbar.

**Abbildung 61: Zusammensetzung der Finanzierung der Branche Industrie**  
(Datenquelle: Bloomberg)

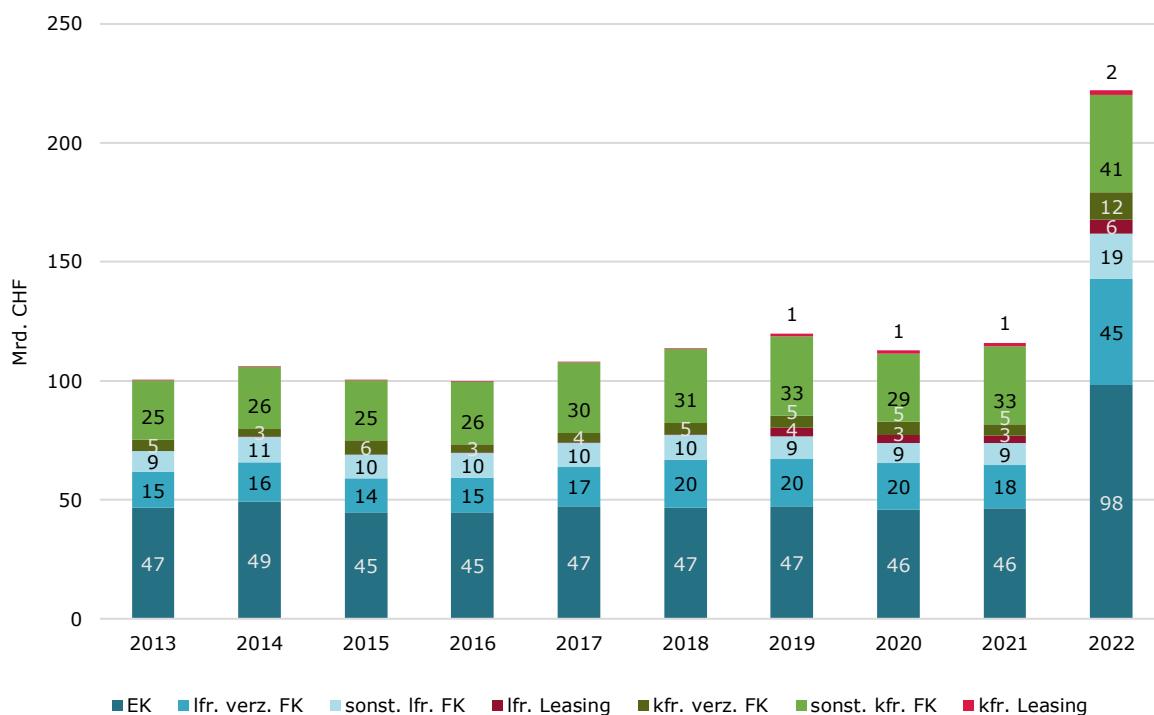


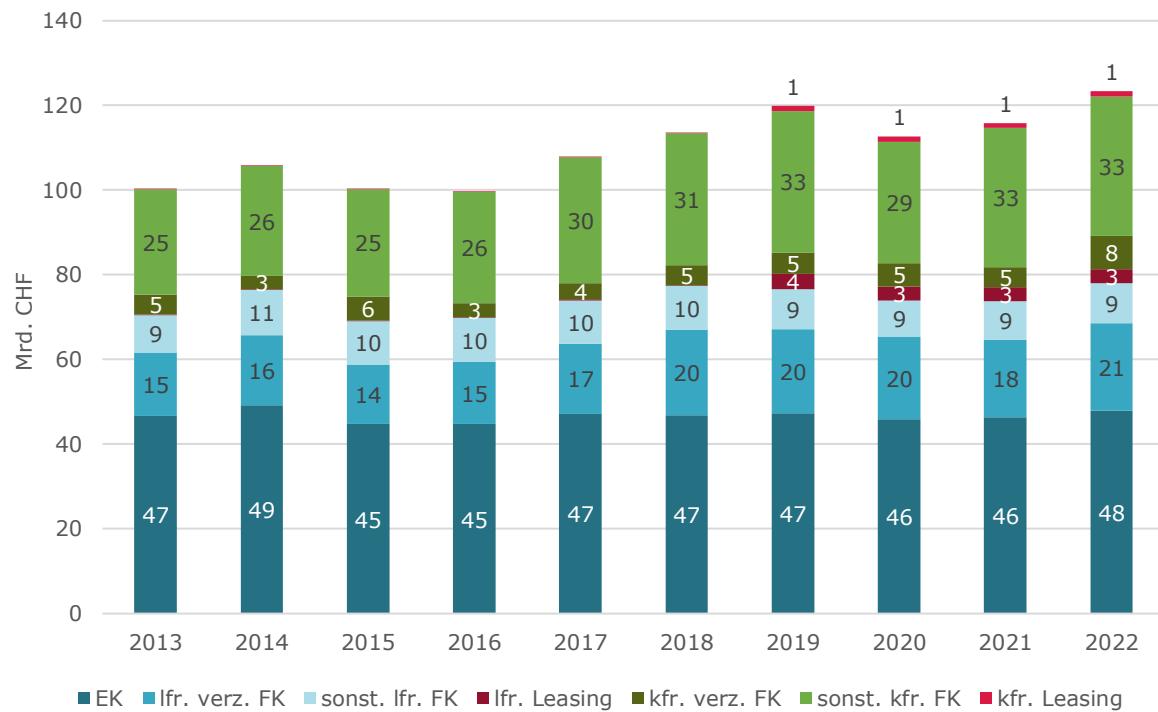
Abbildung 62 zeigt die Veränderungen der Branche Industrie ohne die Unternehmen der Branche Chemie und Rohstoffe im Jahr 2022. Es zeigt sich im Jahr 2022 eine Zunahme der Bilanzsumme um rund CHF 8 Mrd. bzw. rund 6 %. Wie bereits bei der Analyse der Immobilienbranche im Teil 3.3 erwähnt, betrifft rund CHF 5.8 Mrd. die technische Reklassifizierung der Allreal Holding AG, welche Bloomberg im Jahr 2022 von der Immobilienbranche zur Branche Industrie zuordnete. In der Abbildung 62 ist eine Zunahme vom kurzfristigen sowie langfristigen verzinslichen Fremdkapital ersichtlich.

Das Unternehmen ABB erhöhte das verzinsliche Fremdkapital im Jahr 2022. Die Erhöhung beim kurzfristig verzinslichen Fremdkapital betrug rund 87 %, respektive rund CHF 1.1 Mrd. und beim langfristig verzinslichen Fremdkapital rund 24 %, was rund 4.6 Mrd. entspricht.

Bei Implenia verhielt sich das verzinsliche Fremdkapital anders, das kurzfristig verzinsliche Fremdkapital nahm um 88 %, beziehungsweise rund CHF 162 Mio. ab. Auch das langfristig verzinsliche Fremdkapital nahm um rund 15 % ab, was etwa CHF 77 Mio. ausmachte. Gleichzeitig nahm das Eigenkapital um rund 40 % zu, was in etwa CHF 177 Mio. entspricht. Diese Veränderung

kann unter anderem auf den Verkauf eines Teils des eigenen Immobilienportfolios sowie eine höhere Bewertung von Immobilien zurückgeführt werden.

**Abbildung 62: Zusammensetzung der Finanzierung der Branche Industrie ohne Reklassifizierung**  
 (Datenquelle: Bloomberg)



### 3.5 Chemie & Rohstoffe

Um die komplette Übersicht der Branche Industrie zu haben, lohnt sich ein Blick auf die Unternehmen der Chemie & Rohstoff Branche, welche per 2022 der Industrie hinzugefügt wurden. Hier muss hingewiesen werden, dass die Unternehmen im Jahr 2022 nur rein zu Vergleichszwecken der Branche Chemie & Rohstoffe hinzugefügt wurden. Dies ist auch in der Benennung der entsprechenden Säule ersichtlich. Aus Abbildung 63 sind keine speziellen Veränderungen ersichtlich.

**Abbildung 63: Zusammensetzung der Finanzierung der Branche Chemie & Rohstoffe**  
(Datenquelle: Bloomberg)



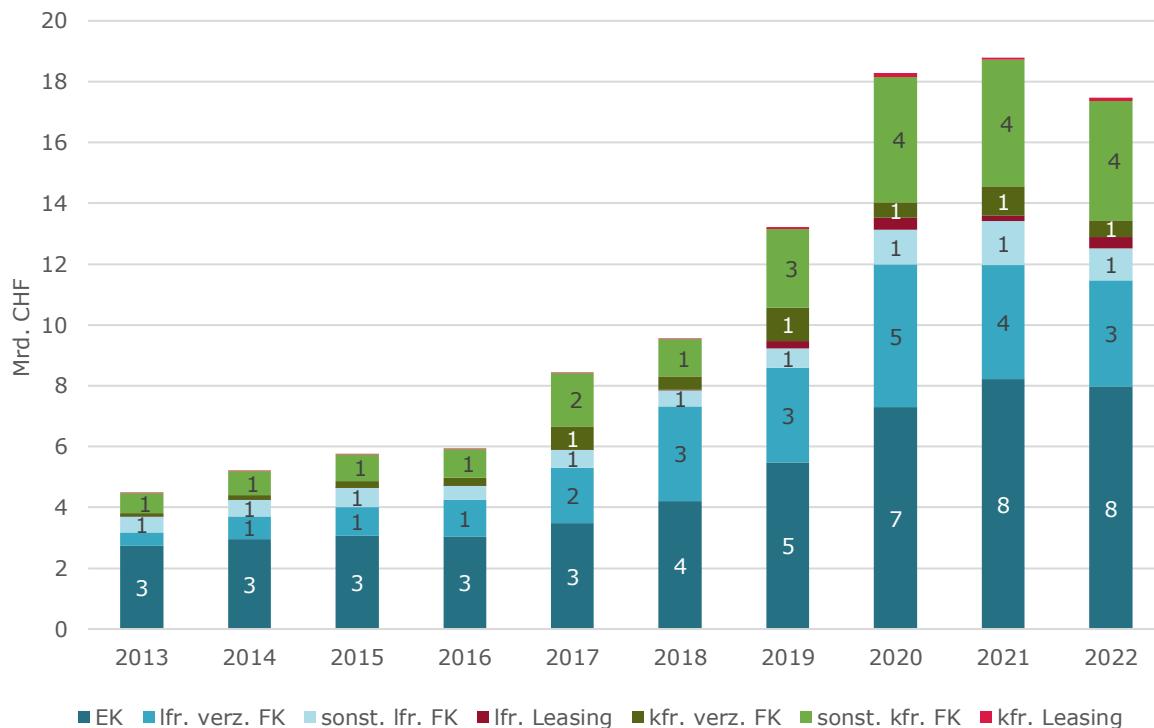
### 3.6 IT

In Abbildung 64 ist ein Rückgang der Bilanzsummen von rund CHF 1.3 Mrd. oder 6 % ersichtlich. Dieser Rückgang basiert auf dem tieferen langfristig und kurzfristig verzinslichen Fremdkapital. Im Jahr 2022 war das kurzfristig verzinsliche Fremdkapital um rund 42 %, respektive rund CHF 411 Mio. tiefer als im Jahr zuvor. Auch das langfristig verzinsliche Fremdkapital reduzierte sich um 7 % und somit um CHF 268 Mio.

Der Rückgang beim kurzfristig verzinslichen Fremdkapital ist vor allem auf die Unternehmen Kudelski und ams OSRAM zurückzuführen. Kudelski verringerte das kurzfristig verzinsliche Fremdkapital um rund 68 %, respektive rund CHF 148 Mio und das langfristig verzinsliche Fremdkapital um rund 6 % oder CHF 12 Mio. Kudelski finanzierte diese Rückzahlungen mit vorhandenen liquiden Mitteln.

Die Firma ams OSRAM reduzierte ihr kurzfristig verzinsliches Fremdkapital um 66 %, was in etwa CHF 331 Mio. ausmacht. Das langfristig verzinsliche Fremdkapital reduzierte ams OSRAM um rund 5 %, was rund CHF 145 Mio. ausmacht. Diese Rückzahlung von ausstehenden verzinslichen Verbindlichkeiten finanzierte ams OSRAM durch diverse Verkäufe von Unternehmensgruppen, welche aufgrund der neu ausgerichteten Strategie durchgeführt wurden. Diese Verkäufe betragen im Jahr 2021 rund CHF 277 Mio. und im Jahr 2022 rund CHF 346 Mio.

**Abbildung 64: Zusammensetzung der Finanzierung der Branche IT**  
(Datenquelle: Bloomberg)

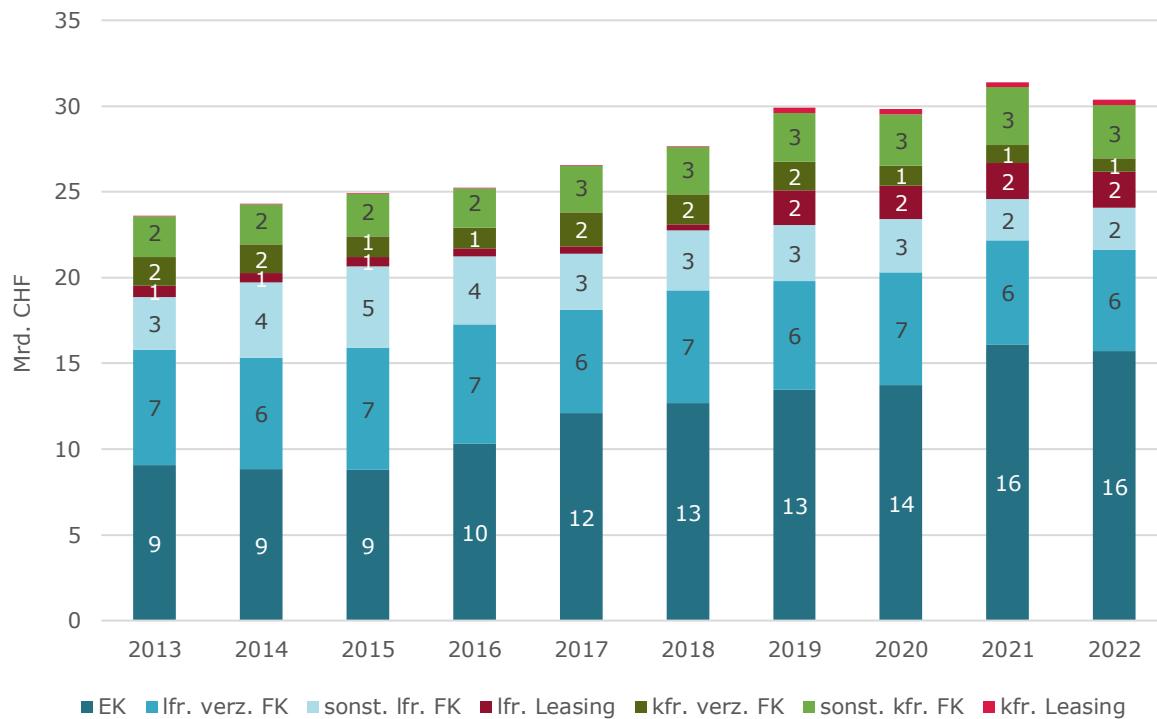


### 3.7 Kommunikation

In der Kommunikationsbranche ist ein leichter Rückgang der Bilanzsumme ersichtlich. Diese reduzierte sich um rund 2 %, respektive CHF 869 Mio. Ein Rückgang ist insbesondere beim Eigenkapital und dem kurzfristig verzinslichen Fremdkapital ersichtlich. Grundsätzlich haben alle Positionen bis auf das kurzfristige Leasing im Jahr 2022 verglichen zum Vorjahr abgenommen. Ein Teil dieses Rückgangs kann darauf zurückgeführt werden, dass beim Unternehmen Highlight Event and Entertainment, mit einer Bilanzsumme von rund CHF 876 Mio., die Jahresabschlusszahlen zum Stichtag der Datenerhebung noch nicht verfügbar waren.

Eine interessante Entwicklung zeigt sich bei der TX Group, welche das langfristig verzinsliche Fremdkapital um rund 85 %, beziehungsweise rund CHF 61 Mio. sowie das kurzfristig verzinsliche Fremdkapital um rund 89 % oder CHF 5.4 Mio. reduzierte. Dieser Reduktion des verzinslichen Fremdkapitals steht eine grosse Erhöhung der Leasing-Forderungen gegenüber. Die Forderungen des kurzfristigen Leasings haben um 112 % oder rund CHF 16 Mio. zugenommen, die Forderungen des langfristigen Leasings haben um 226 % oder CHF 94 Mio. zugenommen. Das verzinsliche Fremdkapital wurde durch Einnahmen aus dem Geschäft getätigten. Die Erhöhung der Leasingforderungen basieren hauptsächlich auf neuen Marketingverträgen und den damit verbundenen Verträgen im Out-Of-Home Marketing. Diese Aussenwerbung beschreibt das Marketing, welches im öffentlichen Raum platziert wird.

**Abbildung 65: Zusammensetzung der Finanzierung der Branche Kommunikation**  
(Datenquelle: Bloomberg)

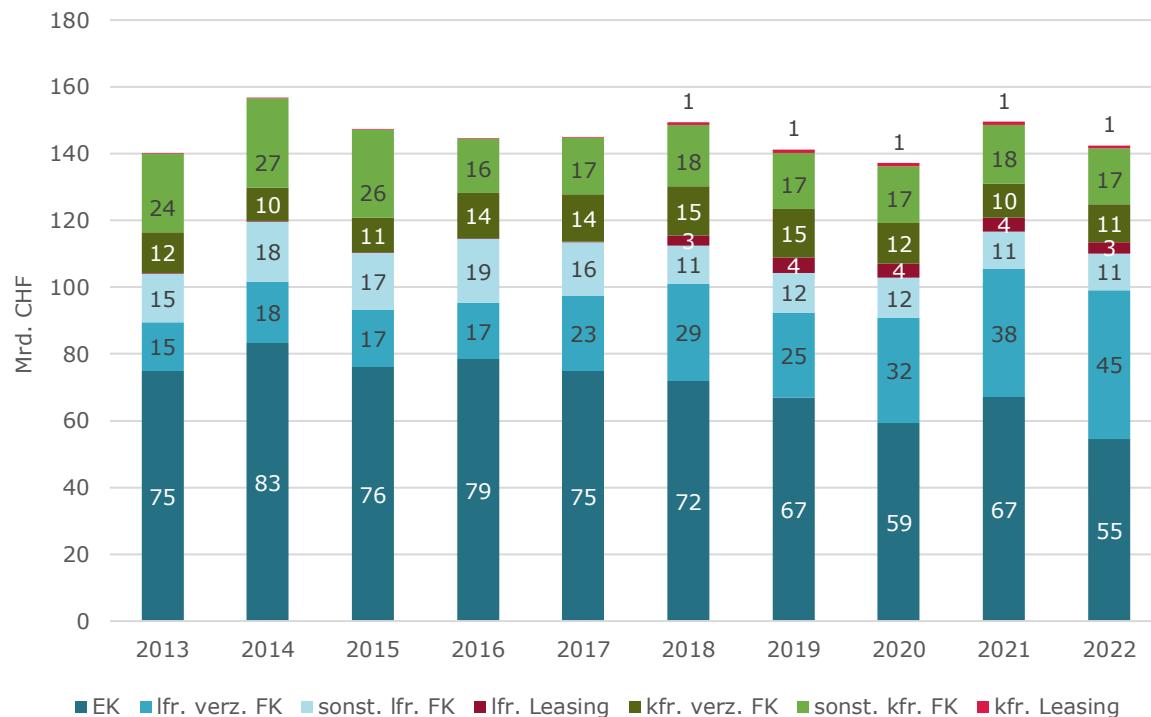


### 3.8 Verbrauchsgüter

Bei der Verbrauchsgüterbranche zeigt sich eine Reduktion der totalen Bilanzsumme. Diese basiert hauptsächlich auf der Reduktion des Eigenkapitals von rund 67 Mrd. im Jahr 2021 auf rund CHF 55 Mrd. im Jahr 2022. Im Gegensatz dazu ist das langfristig verzinsliche Fremdkapital von CHF 38 Mrd. auf CHF 45 Mrd. angestiegen.

Dies ist durch das bei dieser Branche dominierende Unternehmen Nestlé verursacht. Nestlé hat mittels Aktienrückkaufprogramm das Eigenkapital um rund 20 % und somit fast CHF 11 Mrd. gesenkt. Gleichzeitig hat das Unternehmen ihre langfristig verzinslichen Verbindlichkeiten um rund 20 % erhöht, was rund CHF 6.7 Mrd. ausmacht. Auch das kurzfristig verzinsliche Fremdkapital hat um rund 8 % oder CHF 777 Mio. zugenommen.

**Abbildung 66: Zusammensetzung der Finanzierung der Branche Verbrauchsgüter**  
(Datenquelle: Bloomberg)

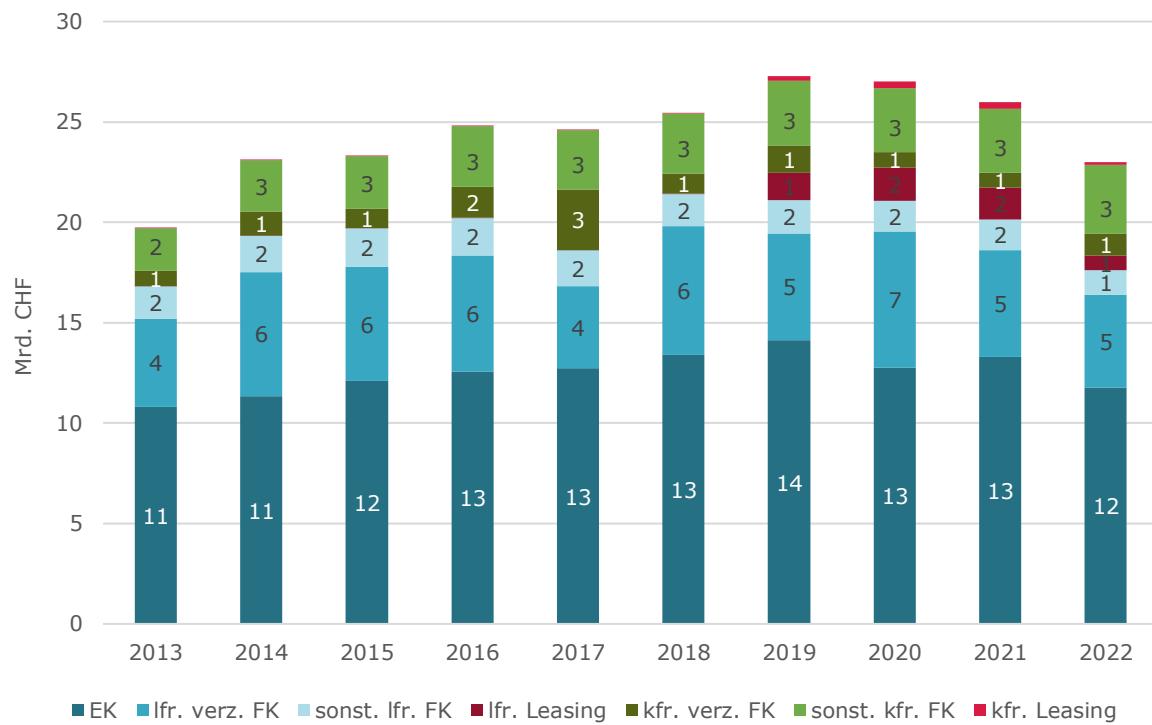


Aufgrund der Dominanz von Nestlé, das Unternehmen macht rund 84 % der Bilanzsumme der Branche aus, wird untenstehend in Abbildung 67 die Branche ohne das Unternehmen Nestlé dargestellt und analysiert. Auch bei der Betrachtung der Verbrauchsgüterbranche ohne Nestlé fällt auf, dass das Eigenkapital im Vergleich zum Vorjahr gesunken ist. Auch der Anteil des langfristigen Leasings hat sich im Vergleich zum Vorjahr verringert.

Bei Lindt und Sprüngli sind ebenfalls Veränderungen in der Finanzierung ersichtlich. Das Unternehmen hat durch den Rückkauf von Aktien und Partizipationsscheinen das Eigenkapital um rund CHF 468 Mio gesenkt. Zudem senkte sich das sonstige langfristige Fremdkapital um 29 %, beziehungsweise CHF 243 Mio. Dies liegt vor allem an einer Verringerung der latenten Steuerforderungen.

Die weiteren Veränderungen basieren hauptsächlich auf der Dekotierung der Valora Holding AG, welche im Jahr 2022 vom mexikanischen Unternehmen FEMSA übernommen wurde. Die Valora Holding hatte im Geschäftsjahr 2021 eine Bilanzsumme von rund CHF 2.3 Mrd.

**Abbildung 67: Zusammensetzung der Finanzierung der Branche Verbrauchsgüter exkl. Nestlé**  
(Datenquelle: Bloomberg)

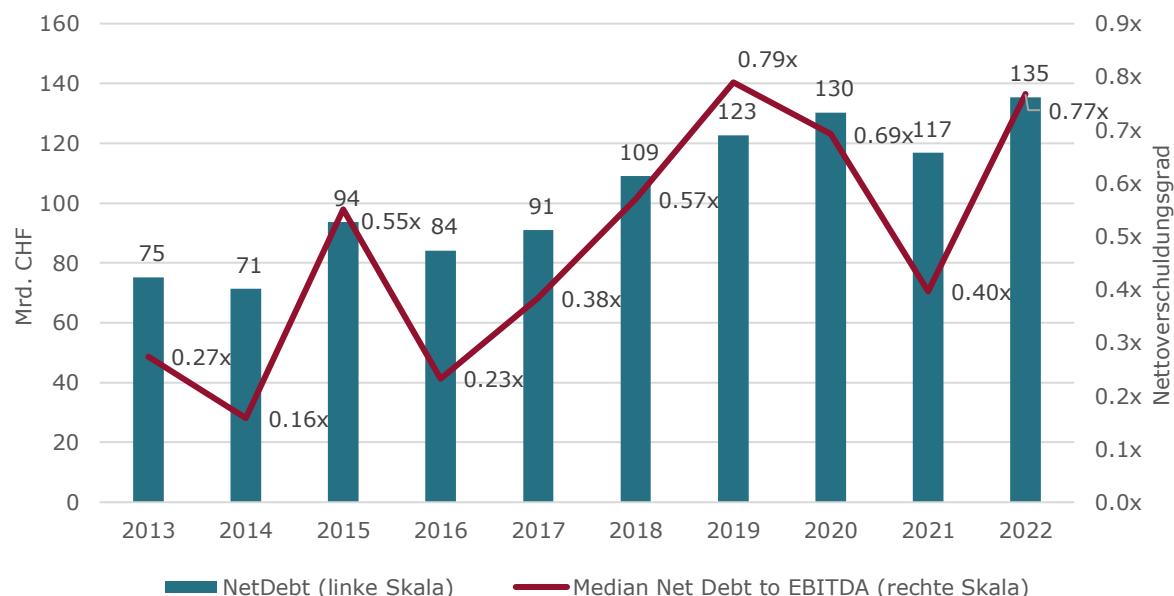


## 4 Nettoverschuldung und Nettoverschuldungsgrad

In den oberen Abschnitten wurde die Finanzierung der Unternehmen als Total betrachtet, beziehungsweise die einzelnen Positionen der Passivseite der Bilanz verglichen. Um das Ausmass der Fremdfinanzierung in den einzelnen Unternehmen zu untersuchen, lohnt sich der Blick auf die Höhe der Schulden im Vergleich zu den liquiden Mitteln.

Dafür eignet sich die Untersuchung der Nettoverschuldung. Die Nettoverschuldung wird aus dem Total des verzinslichen Fremdkapitals abzüglich der verfügbaren flüssigen Mittel errechnet. Die Kennzahl sagt aus, wie viel des verzinslichen Fremdkapitals das Unternehmen zum Zeitpunkt des Unternehmensabschlusses mit den vorhandenen flüssigen Mitteln zurückzahlen könnte. Wird die Nettoverschuldung durch das EBITDA des Unternehmens dividiert, entsteht der Nettoverschuldungsgrad. Diese Kennzahl sagt aus, wie lange es dauert, bis das Unternehmen die Nettoverschuldung mit einem gleichbleibenden EBITDA zurückzahlen könnte. In Abbildung 68 ist die Entwicklung dieser Kennzahlen über alle analysierten Unternehmen der letzten zehn Jahre ersichtlich.

**Abbildung 68: Nettoverschuldung und Median Nettoverschuldungsgrad über zehn Jahre**  
(Datenquelle: Bloomberg)



Aus Abbildung 68 wird ersichtlich, dass der Nettoverschuldungsgrad zum ersten Mal seit dem Jahr 2019 wieder angestiegen ist. Bei der Analyse des verzinslichen Fremdkapitals ist aufgefallen, dass das verzinsliche Fremdkapital im Total eigentlich abgenommen hat. Die Ursache dieses markanten Anstiegs zwischen 2021 und 2022 muss mittels einer weiteren Unterteilung der Kennzahlen zum Verschuldungsgrad nach der Marktkapitalisierung und Branchen analysiert werden. Zudem werden die Large Cap Unternehmen genauer betrachtet, da deren hohe Bilanzsumme das Total beeinflussen kann.

Im nächsten Schritt wird der Nettoverschuldungsgrad mittels Box-Plot Grafiken analysiert, um mögliche Veränderungen in der Streuung der einzelnen Unternehmen zu erkennen. Abbildung 69

zeigt den Nettoverschuldungsgrad von 2013 bis 2022. In dieser Grafik fällt die hohe Streuung der verschiedenen Nettoverschuldungsgrade der Unternehmen auf. Überdies ist auffallend, dass die Streuung der Unternehmen im Vergleich zum Jahr 2021 stark angestiegen ist. Als Ausreißer mit einem tiefen Nettoverschuldungsgrad von rund -9x fällt hier das Unternehmen Lastminute.com auf, welches eine negative Nettoverschuldung aufweist. Beim Unternehmen stehen im Geschäftsbericht 2022 den rund CHF 93 Mio. verzinsliches Fremdkapital rund CHF 132 Mio. liquide Mittel gegenüber. Daraus resultiert eine negative Nettoverschuldung, da das Unternehmen das verzinsliche Fremdkapital zurückzahlen könnte und immer noch liquide Mittel übrig hätte. Ein im Vergleich zur Nettoverschuldung tiefes EBITDA hat somit zur Folge, dass das Unternehmen einen Nettoverschuldungsgrad von rund -9x hat. Die Solarstromproduzentin Edisun Power Europe AG hat einen vergleichsweise hohen Nettoverschuldungsgrad mit 18.9x, welcher an der hohen Summe an langfristigen Schulden und einem im Vergleich dazu eher tiefen EBITDA liegt.

Link zum interaktiven Chart: [www.hslu.ch/ifz-finanzierungsstudie](http://www.hslu.ch/ifz-finanzierungsstudie)

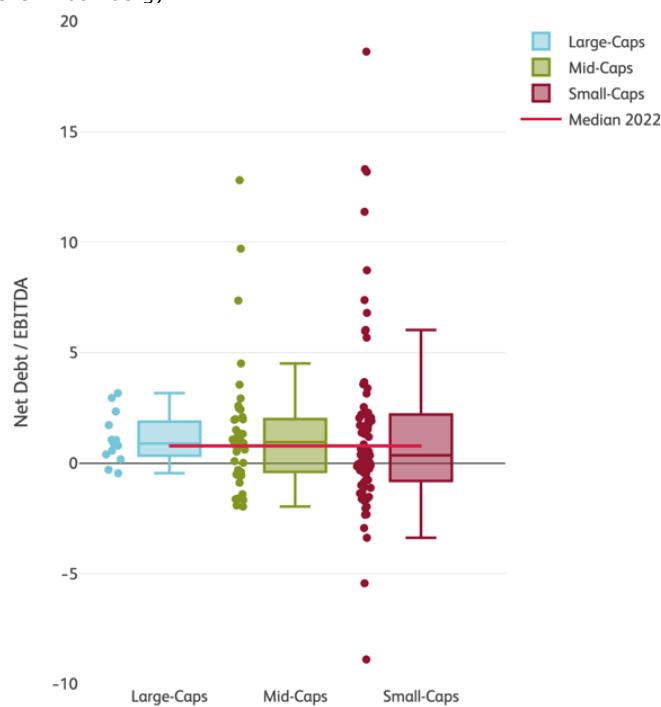
**Abbildung 69: Nettoverschuldungsgrad über die letzten zehn Jahre**  
(Datenquelle: Bloomberg)



Abbildung 70 verdeutlicht, dass die Nettoverschuldung je nach Marktkapitalisierung mehr oder weniger stark streut. Bei den Large-Caps ist ersichtlich, dass die Nettoverschuldungsgrade weniger stark streuen. Diese Unternehmen werden im folgenden Abschnitt noch genauer beleuchtet. Bei den Mid Caps sowie Small Caps sieht man jedoch eine wesentlich stärkere Streuung um den Medianwert. Abbildung 71 zeigt die Entwicklung nach Marktkapitalisierung über die letzten zehn Jahre. Dabei fällt insbesondere auf, dass der Median der Mid Cap Unternehmen von 2013 bis 2022 am stärksten anstieg. Der Median der Small Cap Unternehmen blieb hingegen über die letzten 10 Jahre fast unverändert.

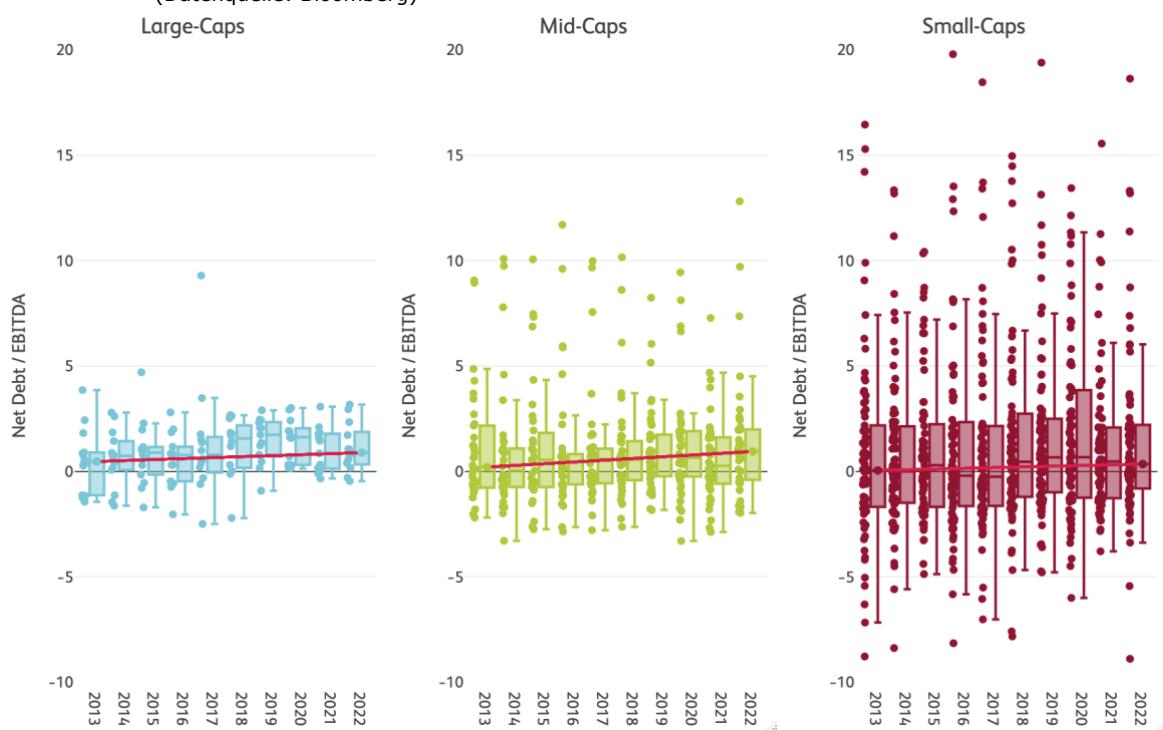
Link zum interaktiven Chart: [www.hslu.ch/ifz-finanzierungsstudie](http://www.hslu.ch/ifz-finanzierungsstudie)

**Abbildung 70: Nettoverschuldungsgrad per Ende 2022 nach Marktkapitalisierung**  
(Datenquelle: Bloomberg)



Link zum interaktiven Chart: [www.hslu.ch/ifz-finanzierungsstudie](http://www.hslu.ch/ifz-finanzierungsstudie)

**Abbildung 71: Nettoverschuldungsgrad über die letzten zehn Jahre nach Marktkapitalisierung**  
(Datenquelle: Bloomberg)



Um den Fokus auf die Entwicklung der Large Cap Unternehmen zu legen, lohnt es sich, diese separat zu betrachten. Abbildung 72 zeigt die Nettoverschuldungsgrade aller Large Cap Unternehmen in den Jahren 2022 und 2021. Dabei fällt auf, dass sich die Unternehmen im Jahr 2022 in verschiedene Richtungen entwickelt haben. Die Unternehmen mit den höheren Nettoverschuldungsgraden, wie dies bei Givaudan, Nestlé und Alcon der Fall ist, haben im Jahr 2022 nochmals höhere Nettoverschuldungsgrade als im Jahr davor. Von den 13 Unternehmen haben sieben Unternehmen höhere Nettoverschuldungsgrade im Jahr 2022 als im Jahr 2021. Einige der Unternehmen wurden bereits in anderen Analysen genauer betrachtet und die erkannten Entwicklungen spiegeln sich auch im Nettoverschuldungsgrad wider: Nestlé führte im Jahr 2022 einen hohen Rückkauf eigener Aktien durch und erhöhte gleichzeitig das verzinsliche Fremdkapital. Dies führte auch hier zu einem Anstieg des Nettoverschuldungsgrades von rund 2.1x auf rund 2.95x. Eine ähnliche Entwicklung ist bei Lindt & Sprüngli sowie bei Novartis ersichtlich, welche beide liquide Mittel für die Aktienrückkaufprogramme nutzten. Lonza wies im Jahr 2021 noch einen negativen Nettoverschuldungsgrad aus. Dies änderte sich im Jahr 2022 aufgrund hoher Investitionen, welche zu einem grossen Teil mit liquiden Mitteln finanziert wurden. Das Large-Cap Unternehmen mit dem tiefsten Nettoverschuldungsgrad ist Kuehne + Nagel. Das Unternehmen hat die Schulden vergleichsweise wenig verringert, konnte jedoch durch den positiven Geschäftsverlauf die liquiden Mittel stark erhöhen.

**Abbildung 72: Nettoverschuldungsgrad der Large-Caps 2022 im Vergleich zu 2021**  
(Datenquelle: Bloomberg)

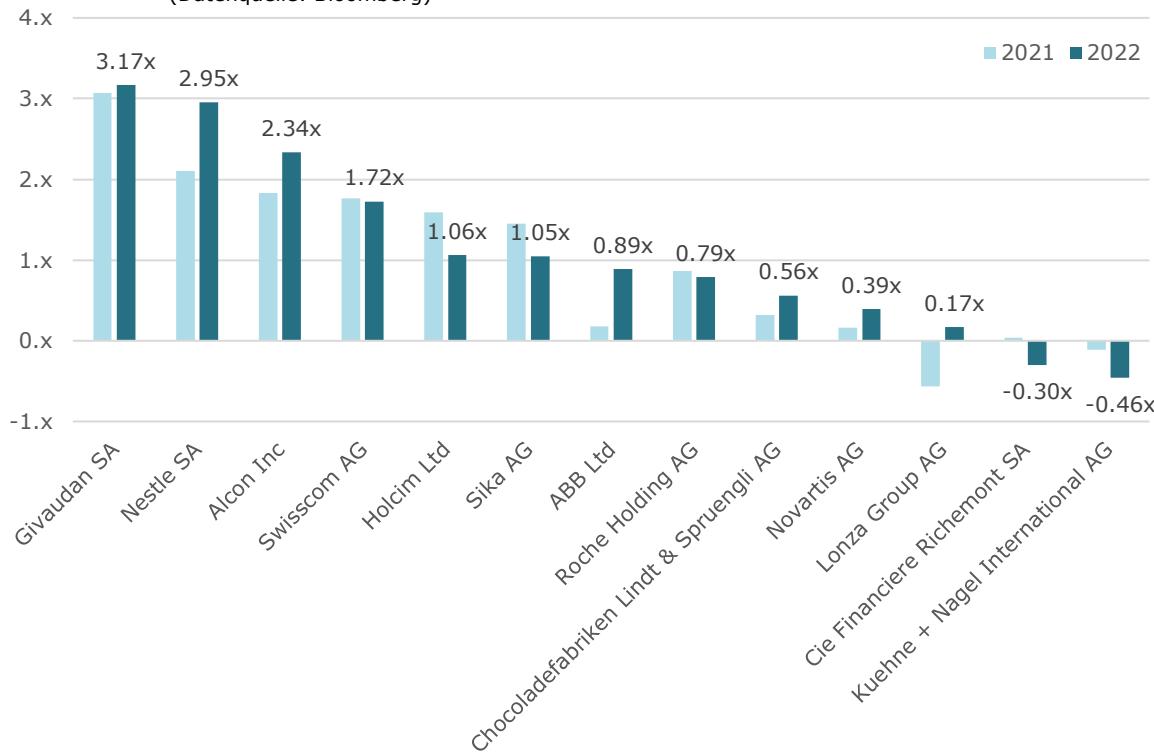


Tabelle 12 illustriert die Medianwerte der Nettoverschuldungsgrade nach Branche über die letzten zehn Jahre. Dabei sind grosse Unterschiede innerhalb der Branchen zu erkennen. Die Immobilienbranche hat eine vergleichsweise hohe Nettoverschuldung. Dies kann jedoch mit dem Geschäftsmodell erklärt werden, da Immobilien sehr kapitalintensiv sind und im Vergleich zu deren Branchen tendenziell tiefere liquide Mittel aus den Investitionen erwirtschaftet werden. Die Medianwerte der Branche der Diskretionären Verbrauchsgüter sowie die Industrie weisen tendenziell tiefe Nettoverschuldungsgrade auf. Hier muss erwähnt werden, dass sich erneut der Effekt der Rekategorisierung der Branche Chemie & Rohstoffe zur Branche Industrie bemerkbar macht. Die Branche Industrie weist einen höheren Medianwert als im Vorjahr aus.

**Tabelle 12: Mediane der Nettoverschuldungsgrade der Branchen von 2013 bis 2022**  
(Datenquelle: Bloomberg)

Branche	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
<b>Chemie &amp; Rohstoffe</b>	0.82	0.77	0.97	0.83	1.09	2.17	1.36	0.69	1.04	n/a
<b>Diskr. Verbrauchsgüter</b>	-0.18	-0.69	-0.27	-0.9	-0.79	-0.47	-0.27	1.18	0.22	0.098
<b>Energie</b>	3.28	0.57	2.63	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	2.45	1.321
<b>Gesundheitswesen</b>	-0.8	-0.47	-0.22	0.14	0.2	0.44	0.95	0.64	0.34	0.47
<b>Immobilien</b>	8.95	9.75	7.4	6.88	7.56	6.68	7.64	8.33	6.1	7.37
<b>Industrie</b>	-0.53	-0.46	-0.62	-0.51	-0.55	-0.18	0.07	0.05	-0.11	0.58
<b>IT</b>	0.61	0.05	0.69	1.1	0.82	0.91	0.98	0.91	-0.63	-0.13
<b>Kommunikation</b>	0	-0.21	0.59	0.21	-0.5	1.1	1.93	0.7	0.99	-1.06
<b>Verbrauchsgüter</b>	1.45	1.44	1.01	1.28	1.16	1.45	1.36	1.68	1.46	1.69
<b>Versorgung</b>	2.71	0.89	0.55	0.76	0.71	0.8	0.96	0.74	1.76	0.98

Hinweis: Die Werte unter -0.25 wurden dunkelgrün markiert, die Werte zwischen -0.25 und 0.25 wurden hellgrün markiert und die Werte über 5 wurden rot hervorgehoben.

## 5 Fremdkapitalkosten

Die Fremdkapitalkostensätze wurden mittels Division des Zinsaufwandes durch das verzinsliche Fremdkapital errechnet. Dabei werden die Kosten nach Branche im Jahr 2022 sowie als Vergleich der letzten zehn Jahre analysiert. Abbildung 73 enthält eine Übersicht über die Fremdkapitalkosten der verschiedenen Branchen im Jahr 2022. Hier muss erneut auf die Rekategorisierung der Branche Chemie & Rohstoffe in die Branche Industrie verwiesen werden.

Es fällt auf, dass die Fremdkapitalkostensätze der Immobilienbranche grundsätzlich sehr nahe beieinander liegen. Dies kann daran liegen, dass ein grosser Teil des verzinslichen Fremdkapitals durch die langfristig gehaltenen Immobilien gedeckt ist und somit eine hohe Sicherheit vorhanden ist. Totzdem gibt es in der Immobilienbranche zwei Ausreisser. Diese sind die Orascom Development Holding mit einem Fremdkapitalkostensatz von rund 8.45 % sowie die Varia US Properties AG mit einem Fremdkapitalkostensatz von rund 4.5 %. Die hohen Fremdkapitalkostensätze können mit der geografischen Orientierung und dem Geschäftsmodell der Unternehmen erklärt werden. Die Orascom Development Holding entwickelt und bewirtschaftet Hotels und Resorts in Europa, dem nahen Osten und Afrika. Diese internationale Ausrichtung sowie der Fokus auf die Hotellerie kann den höheren Fremdkapitalkostensatz erklären. Varia US Properties AG investiert in Wohnimmobilien in den Vereinigten Staaten von Amerika. Auch bei diesem Unternehmen kann der Fokus auf die Vereinigten Staaten von Amerika den höheren Fremdkapitalkostensatz erklären. Weitere tiefe Fremdkapitalkostensätze bestehen in der Kommunikationsbranche, wobei alle Unternehmen einen Fremdkapitalkostensatz zwischen 0 und 2.56 % aufweisen.

Link zum interaktiven Chart: [www.hslu.ch/ifz-finanzierungsstudie](http://www.hslu.ch/ifz-finanzierungsstudie)

**Abbildung 73: Fremdkapitalkostensätze im Jahr 2022 nach Branche**  
(Datenquelle: Bloomberg)

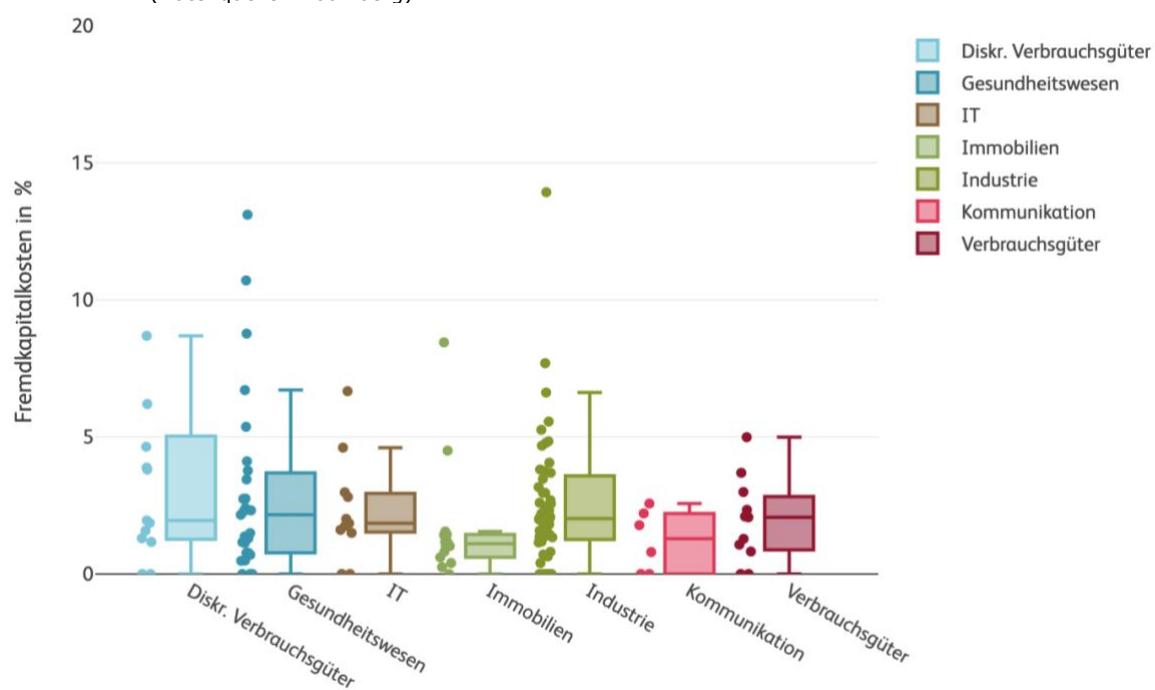
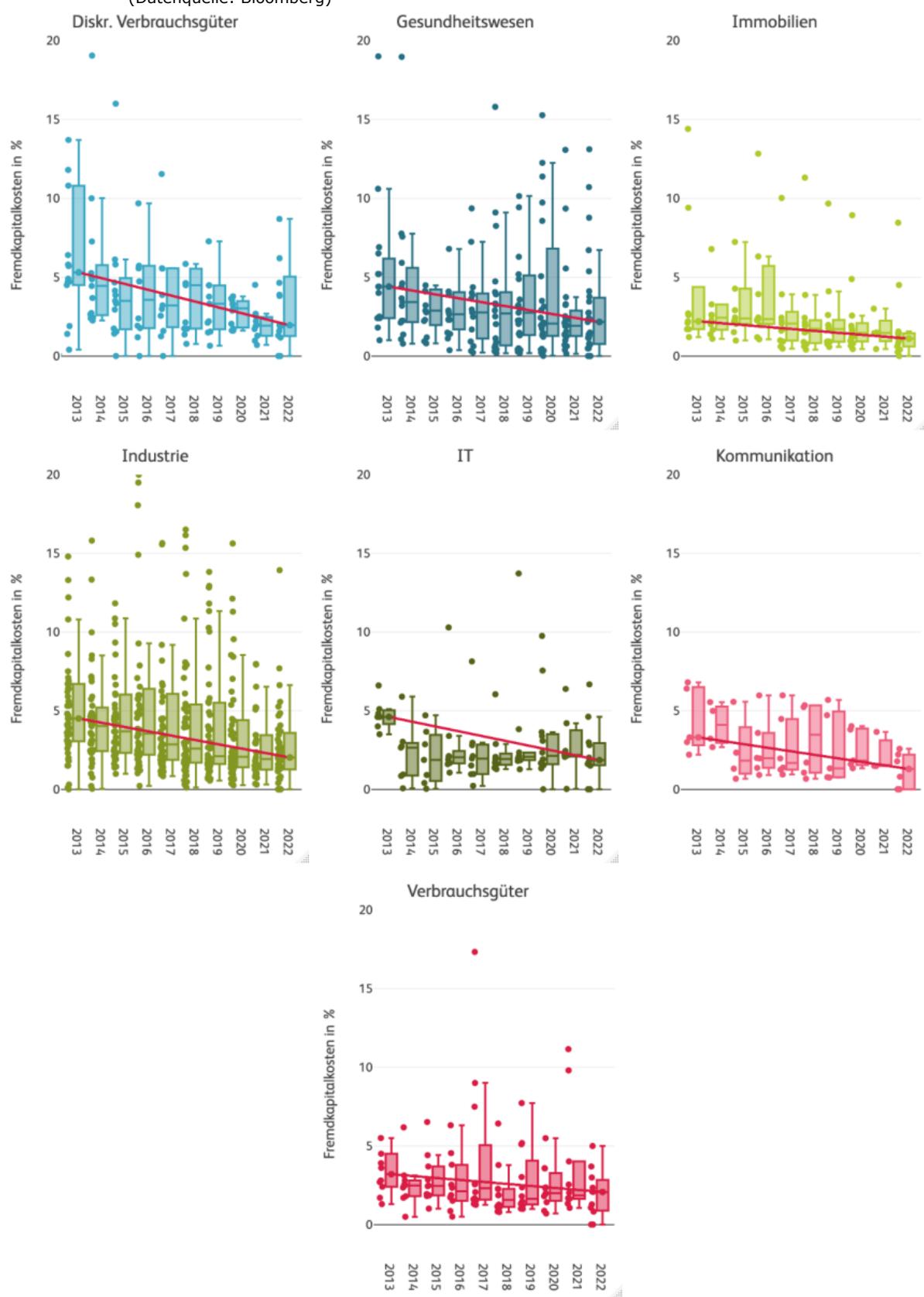


Abbildung 74 zeigt die Fremdkapitalkostensätze der Branchen während der letzten 10 Jahren. Dabei ist eine kontinuierliche Reduktion der Medianwerte ersichtlich. Auf die Ursachen der Zinsentscheide der Nationalbanken wird im Teil 4.3 detailliert eingegangen und die Auswirkungen auf die Unternehmen analysiert.

Link zum interaktiven Chart: [www.hslu.ch/ifz-finanzierungsstudie](http://www.hslu.ch/ifz-finanzierungsstudie)

**Abbildung 74: Fremdkapitalkostensätze nach Branche von 2013 bis 2022**  
(Datenquelle: Bloomberg)



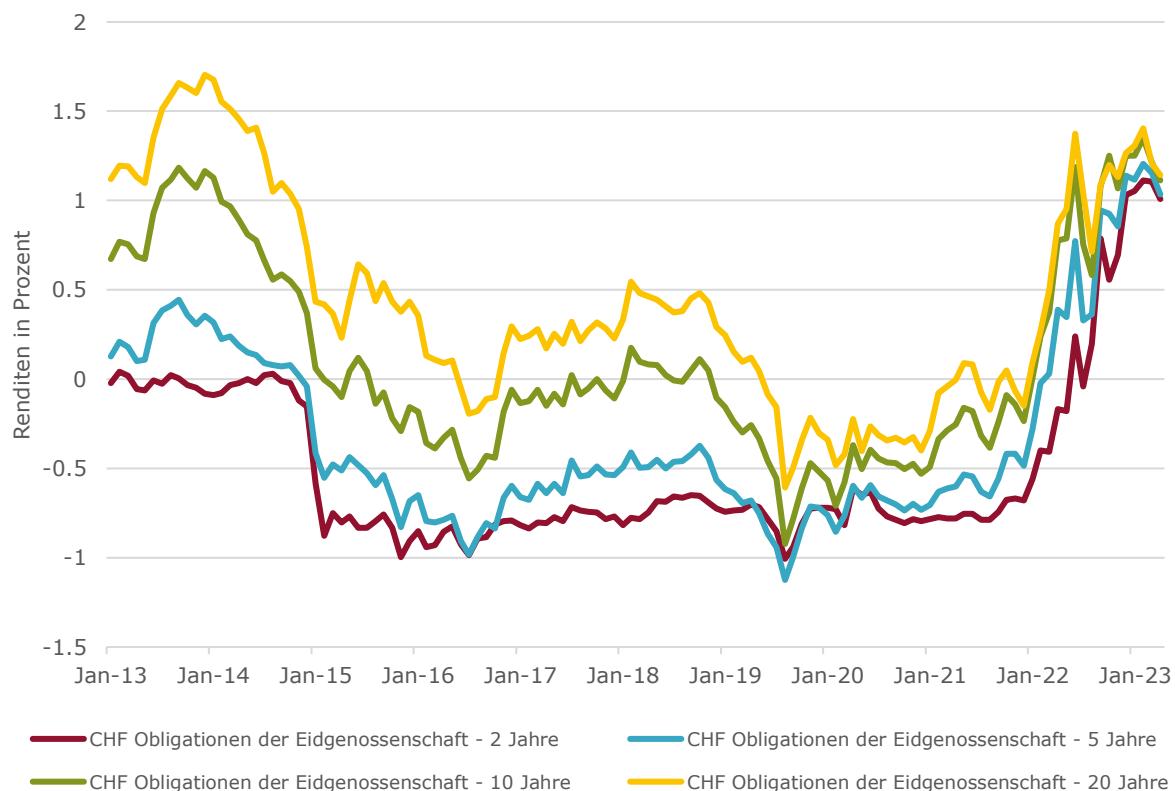
## 6 Anleihen

In diesem Kapitel wird auf die ausstehenden Anleihen der untersuchten Unternehmen eingegangen. Dabei werden durch verschiedene Analysen mögliche Veränderungen und Auffälligkeiten ausgewertet. Zudem wird wie in der IFZ Finanzierungs- und Treasurystudie 2022 der Fokus auf Green und Sustainable Bonds gelegt und deren Entwicklung im vergangenen Jahr analysiert. Neu wird beim Thema der Green Bonds auf das sogenannte Greenium eingegangen. Zudem wird auch auf Auto Covered und Digital Bonds eingegangen.

Bei der Unternehmensfinanzierung spielt die allgemeine Höhe des Zinsniveaus bzw. der risikofreie Zinssatz eine zentrale Rolle. Abbildung 75 stellt deswegen die Renditen einiger mittel- und langfristiger Anleihen der Schweizer Eidgenossenschaft dar. Die Zinserhöhungen ab Anfang 2022 sind sehr gut erkennbar und die Renditen sind teilweise höher als Anfang des Jahres 2014.

Auffallend ist, dass mit den Zinserhöhungen Unsicherheiten in den Anleihenmarkt kamen. Dies ist an den Schwankungen ersichtlich. Bis Anfangs 2022 waren die Renditen der Anleihen nach Laufzeit unterschiedlich. Ab Mitte 2022 ist ersichtlich, dass sich die Renditen der Anleihen nicht mehr kontinuierlich separieren, sondern viel enger zusammenrücken, was auf eine flachere Zinskurve schliessen lässt.

**Abbildung 75: Entwicklung der Renditen auf Anleihen der Schweizer Eidgenossenschaft**  
(Datenquelle: SNB, 2023)

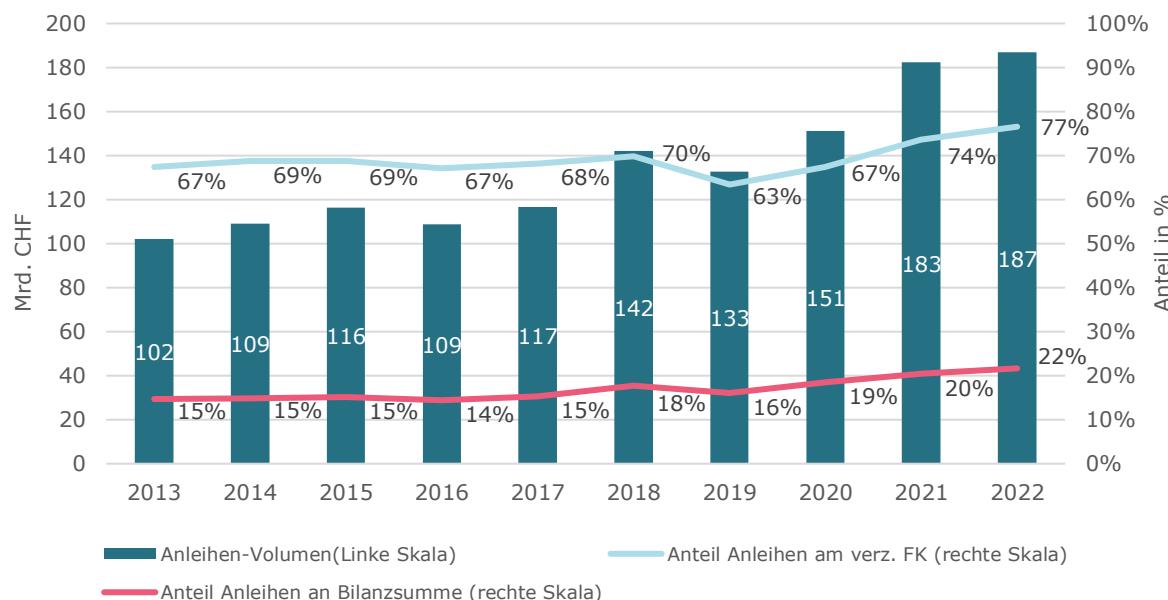


## 6.1 Anleihevolumen über die Jahre

Abbildung 76 stellt das totale Anleihevolumen der untersuchten Unternehmen sowie den Anteil am verzinslichen Fremdkapital und an der Bilanzsumme dar. Beim Anleihevolumen über die Jahre ist eine Steigerung während der letzten zehn Jahre ersichtlich. Ein Anstieg ist auch im Anteil der Anleihen am verzinslichen Fremdkapital sowie dem Anteil an der Bilanzsumme ersichtlich. Daraus lässt sich schliessen, dass die Anleihen in dieser Zeitperiode ein grösseres Wachstum als die Bilanzsumme und das verzinsliche Fremdkapital verzeichnen konnten. Dies bestätigen auch die durchschnittlich jährlichen Wachstumsraten (CAGR) von 2013 bis 2022. Während die Anleihen in dieser Zeitperiode um durchschnittlich 7.0 % angestiegen sind, stieg das verzinsliche Fremdkapital um rund 5.5 % und die Bilanzsumme um rund 2.4 %. Wie bereits im Kapitel Fremdkapital eruiert, zeigt sich, dass die Unternehmen bei der Finanzierung durchschnittlich mehr auf verzinsliches Fremdkapital als auf Eigenkapital setzen. Bei der Finanzierung mit Fremdkapital setzen die Unternehmen überdurchschnittlich stark auf die Finanzierung mittels Emission von Anleihen.

**Abbildung 76: Entwicklung Anleihevolumen von 2013 bis 2022**

(Datenquelle: Bloomberg)



Da die Large Cap Unternehmen einen grossen Teil der Bilanzsumme ausmachen, lohnt es sich die Entwicklung nach Marktkapitalisierung zu analysieren. In Abbildung 77 ist der Anteil der nach Marktkapitalisierung eingeteilten Unternehmen am totalen Anleihevolumen ersichtlich. Es zeigt sich, dass die Anleihen der Large Cap Unternehmen mit einem Anteil von rund 75.5 % im Jahr 2022 den grössten Teil des Anleihevolumens ausmachen. Auffallend ist jedoch, dass das Anleihevolumen der Small Cap Unternehmen von 2013 bis 2022 relativ am stärksten gewachsen ist.

Die Summe der Anleihen bei den Small-Caps war im Jahr 2022 um rund 19.1 % bzw. rund CHF 2.8 Mrd. tiefer als im Vorjahr. Einen Teil der Abnahme lässt sich durch den Ausschluss von Unternehmen aus der Analyse erklären. Von den Unternehmen Basilea Pharmaceutica, Peach Property Group und Hochdorf Holding waren zum Zeitpunkt der Datenerhebung keine Daten der Jahresabschlüsse 2022 verfügbar. Diese Unternehmen hatten im Jahr 2021 zusammen rund CHF 707 Mio. an Anleihen ausstehend. Zudem hatte auch das übernommene Unternehmen Valora Holding im Jahr 2021 ausstehende Anleihen von rund CHF 331 Mio. Diese Übernahme wurde bereits im Teil verzinsliches Fremdkapital nach Branchen thematisiert.

Diese Unternehmen machen zusammen rund CHF 1.04 Mrd. des gesunkenen Anleihevolumens aus. Die Unternehmen Implenia und ams-OSRAM verringerten ihre Anleihen per Ende 2022. Bei Implenia war es eine Verringerung von rund 28 %, beziehungsweise rund CHF 176 Mio. Bei ams OSRAM verringerte sich das Anleihevolumen um rund 11 % oder CHF 297 Mio.

Die Erhöhung der Lage Cap Unternehmen geht vor allem auf das Unternehmen Nestlé zurück, welches seine Anleihen im Jahr 2022 um rund 20 % oder rund CHF 7.9 Mrd. erhöht hat. Diese Erhöhung des Fremdkapitals wurde bereits in der Analyse des verzinslichen Fremdkapitals nach Branchen beschrieben.<sup>44</sup>

**Abbildung 77: Veränderung des Anleihevolumens der letzten zehn Jahre nach Marktkapitalisierung**  
(Datenquelle: Bloomberg)

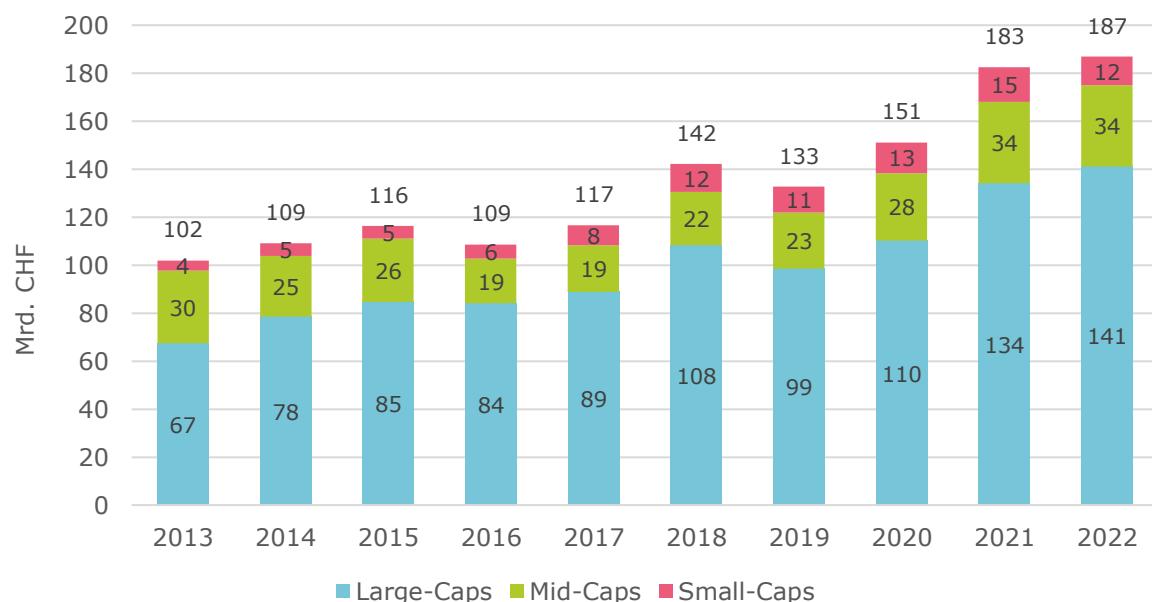


Abbildung 78 illustriert, wie sich das Anleihevolumen der Large Caps von rund CHF 141 Mrd. im Jahr 2022 auf die einzelnen Unternehmen aufteilt. Dabei ist ersichtlich, dass Nestlé rund einen Dritteln der Anleihen der Large Caps ausmacht. Roche und Novartis machen zusammen auch nochmals rund 31 % der ausstehenden Anleihen der Large Cap Unternehmen aus. Die Anzahl der ausstehenden Anleihen dieser drei Firmen stimmt in etwa auch mit deren Anteil an der Marktkapitalisierung der Large Caps überein. Die drei Grossunternehmen repräsentieren rund 64.5 % des Anleihevolumens, aber auch rund 67.6 % der Marktkapitalisierung der Large Caps per Ende 2022.

<sup>44</sup> Vgl. Teil V, Abschnitt 3

**Abbildung 78: Anteil Anleihevolumen Large Caps (Total: CHF 141 Mrd.) per Ende 2021**  
(Datenquelle: Bloomberg)

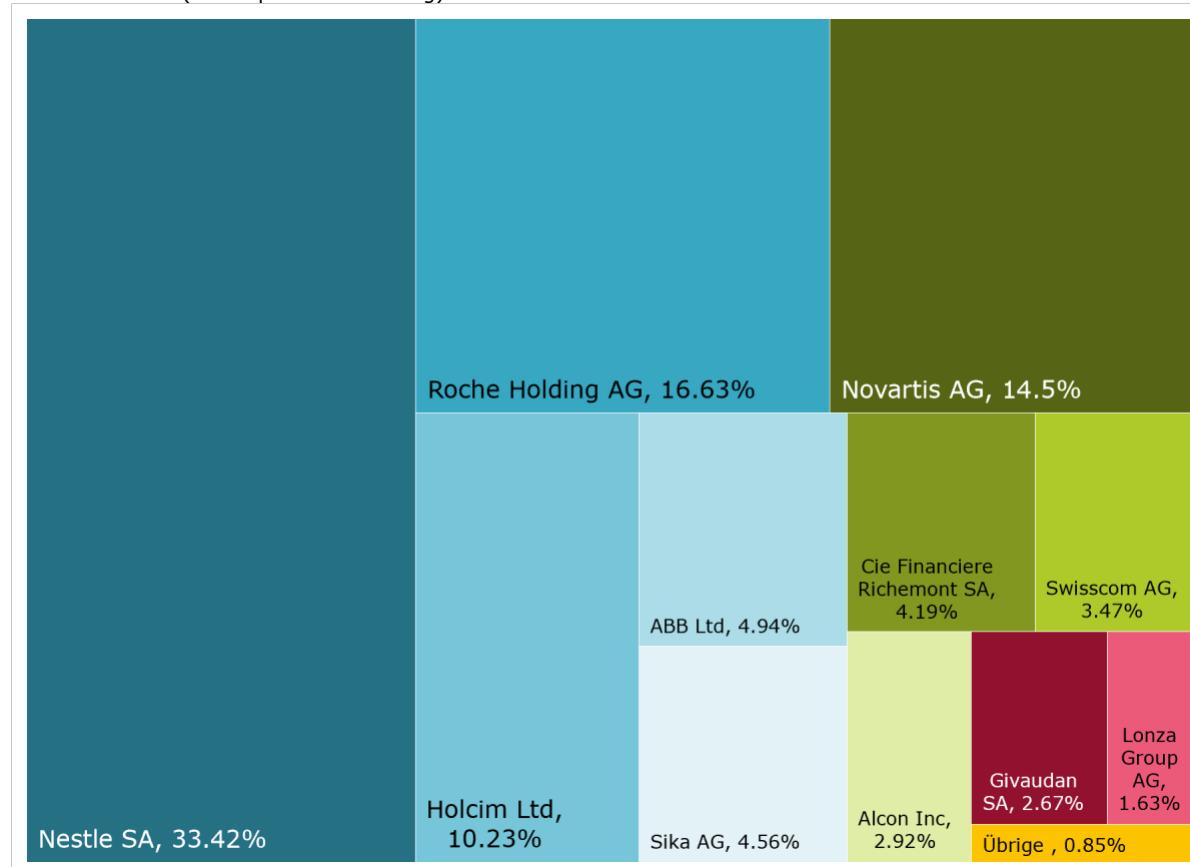


Tabelle 13 enthält weitere Informationen zu den ausstehenden Anleihen der vier Unternehmen mit dem grössten Teil am Anleihevolumen. Dazu gehören die in Abbildung 78 ersichtlichen Unternehmen Nestlé, Roche, Novartis und Holcim. Auffallend ist die vergleichsweise geringe Anzahl der Anleihen von Novartis. Dies zeigt auch der Durchschnittswert der einzelnen Anleihen von etwas über CHF 1 Mrd. Zudem sind bei Novartis die Zinszahlungen im Vergleich zum ausstehenden Volumen und dem gewichteten Coupon wesentlich höher. Dies kann damit zu tun haben, dass Novartis im Jahr 2022 einen Teil ihrer ausstehenden Anleihen zurückbezahlt hat. Da die Zinszahlungen über das Jahr in die Berechnung einfließen, könnten die Zahlungen der zurückbezahlten Anleihen miteinbezogen worden sein. Diese Annahme bestätigt auch ein Blick auf die entsprechende Übersicht in der IFZ Finanzierungs- und Treasurystudie 2022.

**Tabelle 13: Ausstehende Anleihen der vier grössten Unternehmen per Ende 2022**  
(Datenquelle: Bloomberg)

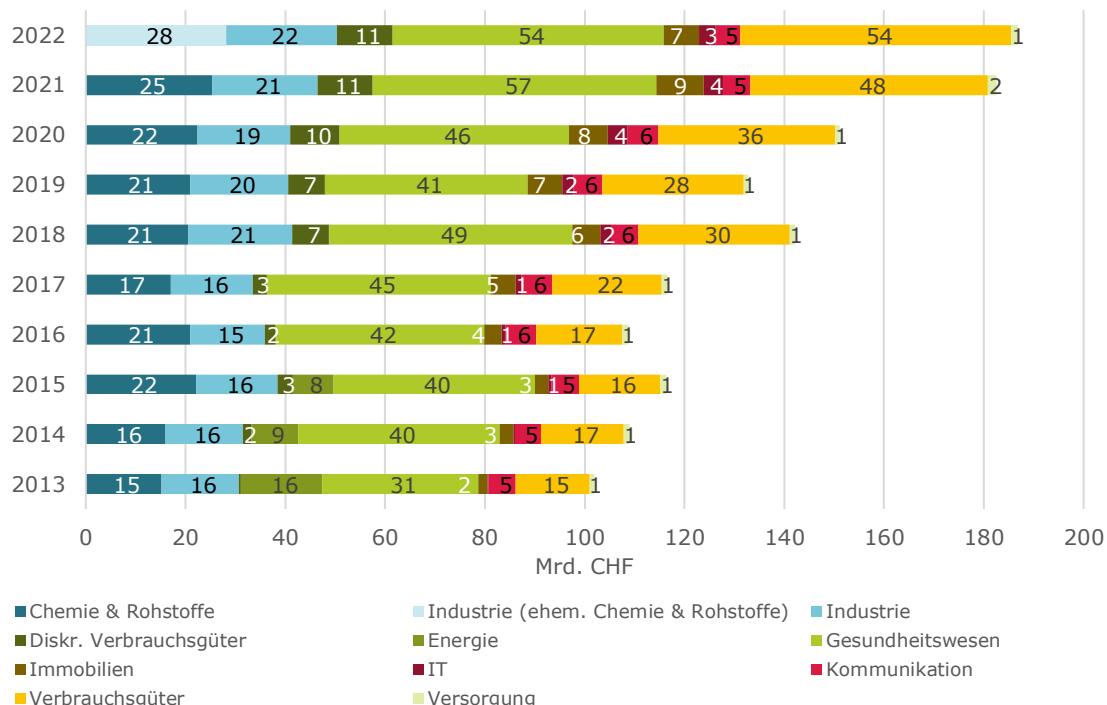
Unternehmen	Total Volumen in CHF Mrd.	Anzahl Anleihen	Volumengewichtete durchschn. Duration	Zinszahlungen in CHF Mio.	Median Coupon	Volumengewichteter durchschn. Coupon
Nestlé	64.51	82	6.21	1.124	1.63	2.08
Roche	41.02	50	5.40	0.534	2.38	2.71
Novartis	22.23	21	6.11	0.837	1.70	2.07
Holcim	15.72	47	5.48	0.45	1.69	2.04
<b>Summe</b>	<b>143.48</b>	<b>200</b>	<b>5.88</b>	<b>2.945</b>	<b>1.69</b>	<b>2.25</b>

## 6.2 Ausstehende Anleihen nach Branche

Nebst der Grösse der Unternehmen ist interessant, wie sich das Anleihevolumen auf die verschiedenen Branchen aufteilt. Abbildung 79 zeigt die Aufteilung des Anleihevolumens von 2013 bis 2022. Auch aus dieser Grafik ist im Jahr 2022 der Anstieg des Volumens der Branche Verbrauchsgüter durch die Erhöhung des Anleihevolumens von Nestlé ersichtlich. Zudem zeigt sich wiederum die Senkung des Anleihevolumens in der Gesundheitsbranche, welche vor allem auf das tiefere Anleihevolumen von Novartis zurückgeführt werden kann.

**Abbildung 79: Ausstehende Anleihen nach Branche von 2013 bis 2022**

(Datenquelle: Bloomberg)



## 6.3 Einzeltransaktionen im Inlandsegment

In der Finanzierungsstudie 2021 hielten wir in Bezug auf das Jahr 2020 fest, dass der Schweizer Anleihenmarkt im März 2020 aufgrund der Covid-Pandemie in eine vorübergehende Schockstarre verfiel. Auch Anfangs 2021 hielt die Pandemie die Welt fest im Griff, doch im Verlaufe des Jahres wurden in Zuge von abflachenden Infektionswellen die verordneten Massnahmen sukzessive wieder aufgehoben.

Kaum gewann die konjunkturelle Dynamik wieder etwas an Fahrt, startete Russland Ende Februar 2022 den Krieg gegen die Ukraine. Ökonomisch betrachtet machten die Volkswirtschaften von Russland und der Ukraine zwar lediglich knapp 2 % der globalen Wirtschaftsleistung aus. Dennoch ergaben sich stark negativen Auswirkungen auf das Wachstum und die Inflationszahlen aufgrund von mit dem Konflikt einhergehenden sprunghaft angestiegenen Energiepreisen (ZKB, 2023).

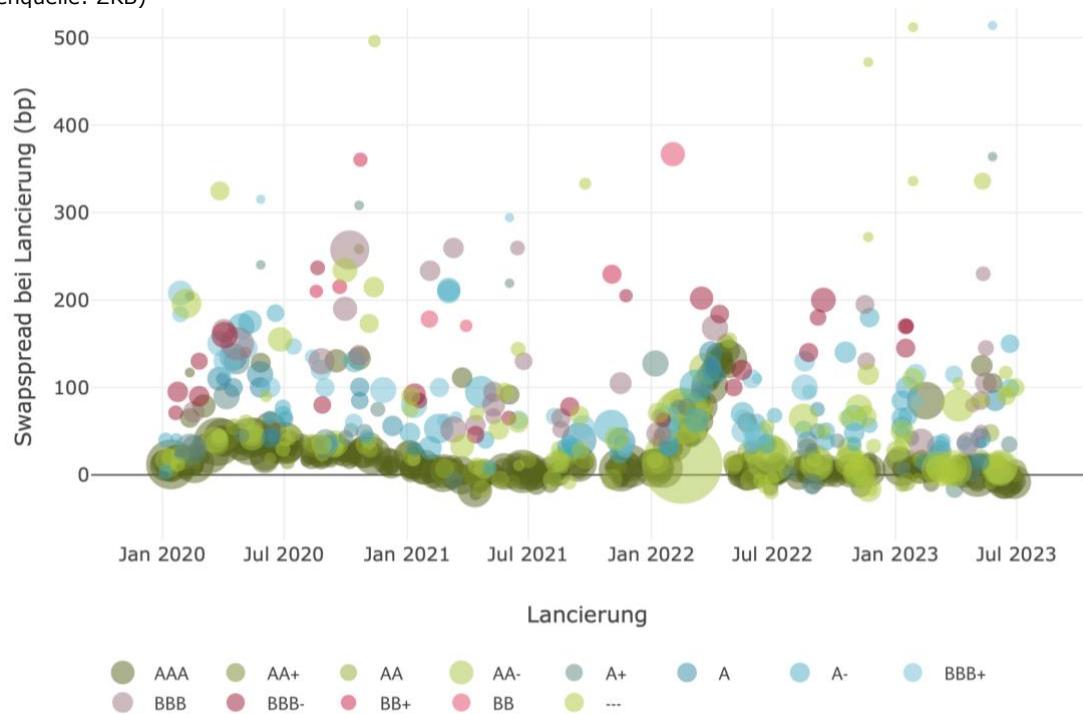
Gegen Ende des Jahres 2022 führte ein moderater Rückgang der Energie- und Rohstoffpreise auf globaler Ebene zu einer (vermeintlichen) Entspannung der Inflation. Darüber hinaus war festzustellen, dass sich bei den vorherrschenden Lieferengpässen eine Entspannung abzeichnete und der Kosten- und Preisdruck dementsprechend nachliess. Eine prominente Ausnahme bildete jedoch Europa, wo der Anstieg der Erdgas- und Elektrizitätspreise für einen Inflationsschub sorgte. Aber die (teilweise noch immer überaus hohen) Inflationsraten zwangen daraufhin die Notenbanken zu deutlichen Zinserhöhungen. Die US-Notenbank beispielsweise erhöhte den Leitzins innerhalb von neun Monaten um 4.25 %-Punkte. Auch die Schweizerische Nationalbank beendet die seit dem Jahr 2014 verfolgte Negativzinspolitik und hob den Leitzins noch vor der Europäischen Zentralbank wieder zurück in den positiven Bereich. Der für viele Marktteilnehmende unerwartet schnelle und starke Zinsanstieg inmitten anhaltender geopolitischer und konjunktureller Unsicherheiten verstärkte die Bewertungskorrektur bei Aktien, Obligationen und Immobilien.

Die Ausgangslage für die Finanzmärkte präsentierte sich zu Beginn des Jahres 2023 weiterhin von grosser Unsicherheit geprägt. Die Notenbanken scheinen zwar auf eine langsamere geldpolitische Anpassung umzuschwenken, doch die US-Notenbank (Fed), die Europäische Zentralbank (EZB), die Bank of England (BoE) als auch die Schweizerische Nationalbank (SNB) haben allesamt bekräftigt, dass weitere Leitzinserhöhungen nötig sein könnten. Die ZKB schrieb zu Beginn des Jahres, dass es wichtiger sei, die Dauer, wie lange die Leitzinsen auf dem Höchststand bleiben, als die genaue Höhe der finalen Leitzinsen zu kennen. Die ZKB ging davon aus, dass die wichtigsten Notenbanken bis Ende des Jahres 2023 ihre Leitzinsen nicht senken dürften. In den Schwellenländern sei der Zinszyklus jedoch bereits weitgehend abgeschlossen und erste Zinssenkungen seien bereits im Verlaufe des Jahres 2023 zu erwarten (ZKB, 2023, S. 6).

Diese Zinswende machte sich auch auf den globalen wie auch auf dem schweizerischen Anleihenmarkt bemerkbar. Während im Inlandsegment Anleihen im Volumen von CHF 49 Mrd. emittiert wurden, lancierten die Emittenten im Auslandsegment Anleihen im Volumen von CHF 18 Mrd. Die Unsicherheiten in Bezug auf Lieferketten, Energiepreise und Inflationsentwicklung führten zu hoher Volatilität der Zinsen. Die ZKB stellte an 95 Tagen des Jahres 2022 eine Intraday-Volatilität von mehr als 10 Basispunkten fest (ZKB, 2023, S. 7). Nachfolgende Abbildung 80 illustriert den Anstieg der Unsicherheiten im Zeitverlauf bzw. insbesondere im ersten Halbjahr des Jahres 2022.

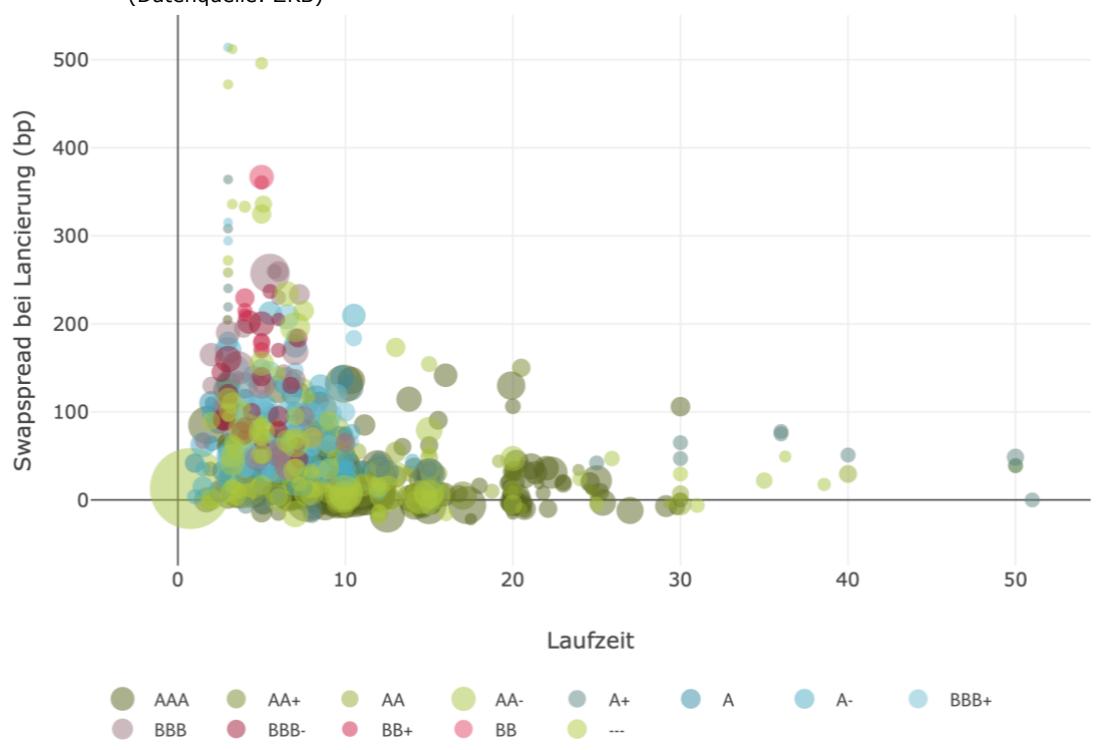
Link zum interaktiven Chart: [www.hslu.ch/ifz-finanzierungsstudie](http://www.hslu.ch/ifz-finanzierungsstudie)

**Abbildung 80: Swapspread bei Lancierung von Anleihen im Inlandsegment seit Januar 2020**  
(Datenquelle: ZKB)



Link zum interaktiven Chart: [www.hslu.ch/ifz-finanzierungsstudie](http://www.hslu.ch/ifz-finanzierungsstudie)

**Abbildung 81: Swapspread von Anleihen bei Lancierung seit Januar 2022 nach Laufzeit**  
(Datenquelle: ZKB)



## 6.4 Green Bonds und Sustainability Linked Bonds

Im nachfolgenden Abschnitt wird vertieft auf Green und Sustainability Linked Bonds und deren Entwicklung eingegangen. Zudem wird im Zusammenhang mit Green Bonds der Fokus auf das Konzept des Greeniums gelegt.

### Green Bonds

Green Bonds, auch grüne Anleihen genannt, werden von den Emittenten zu einem speziellen Zweck oder für ein spezielles Projekt herausgegeben. Der Zweck muss dabei umweltfreundlich sein. Im Vergleich zu regulären Anleihen kann das Unternehmen das erhaltene Kapital nur für den im Green Bond spezifizierten Zweck nutzen. Das heisst, dass über das Kapital nicht frei verfügt werden kann. Die Herausgabe von Green Bonds lohnt sich also für Unternehmen, Staaten oder andere Emittenten, welche dieses Kapital für ein umweltfreundliches Projekt bereits eingeplant haben.

Eine interessante Entwicklung gab es Ende Februar 2023, als das Europäische Parlament und der Rat eine Schaffung eines europäischen Standards für grüne Anleihen (EU Green Bond Standard, EUGBS) entschieden haben.<sup>45</sup> Dieser Standard wird voraussichtlich Anfang 2024 in Kraft treten. Unternehmen, welche den EUGBS nutzen wollen, müssen nebst den Informationen zur Verwendung der Mittel auch den Beitrag der Anleiheemission zur Nachhaltigkeitsstrategie offenlegen. Zudem wird im Rahmen des EUGBS ein Registrierungssystem und ein Aufsichtsrahmen für externe Bewerterinnen und Bewerter zur Verfügung gestellt, sodass die ökologische Nachhaltigkeit der Anleihen überprüft und bewertet werden kann. Diese Einhaltung der Nachhaltigkeit soll auch durch Behörden überwacht werden.<sup>45</sup> Da dieser Standard von der Europäischen Union definiert wurde, gilt für diesen auch eine gewisse Verlässlichkeit und Sicherheit. Sofern die Emittenten diesen Standard bei der Vermarktung ihrer Anleihen nutzen, könnte dies positive Effekte auf die Vertrauenswürdigkeit grüner Anleihen haben.

### Sustainability Linked Bonds

Die Funktionsweise von Sustainability Linked Bonds ist vergleichbar mit derjenigen von Green Bonds. Im Vergleich zum Green Bond ist der Erlös aus der Platzierung nicht an spezifische nachhaltige Projekte gebunden, sondern kann als Finanzierung für diverse Projekte verwendet werden. Sustainability Linked Bonds sollen helfen, dass der Emittent als Ganzes, und nicht nur die einzelnen Projekte wie beim Green Bond, nachhaltiger wird. Ein Sustainability Linked Bond kann folglich definiert werden als ein festverzinsliches Instrument, dessen finanzielle und/oder strukturelle Merkmale an vordefinierte Nachhaltigkeits-/ESG-Ziele gebunden sind. Die Ziele werden durch vordefinierte Leistungsindikatoren gemessen und anhand von vordefinierten Nachhaltigkeitszielen bewertet.

### Der globale Green Bond Markt

Der Globale Anleihenmarkt wurde von der Securities Industry and Financial Markets Association (SIMFA) im Jahr 2021 auf USD 122.6 Billionen geschätzt.<sup>46</sup> Der globale Green Bond Markt wird von der Climate Bonds Initiative, welche von diversen namhaften Finanzunternehmen unterstützt wird, auf rund USD 2.16 Billionen geschätzt.<sup>47</sup> Der Markt an grünen Anleihen macht somit schätzungsweise 1.7 % des totalen Anleihenmarktes aus.

Abbildung 82 stellt die globalen Emissionen von Green Bonds dar. Es wird ersichtlich, dass im Jahr 2022 zum ersten Mal das Volumen und die Anzahl Emissionen von grünen Anleihen gesunken ist,

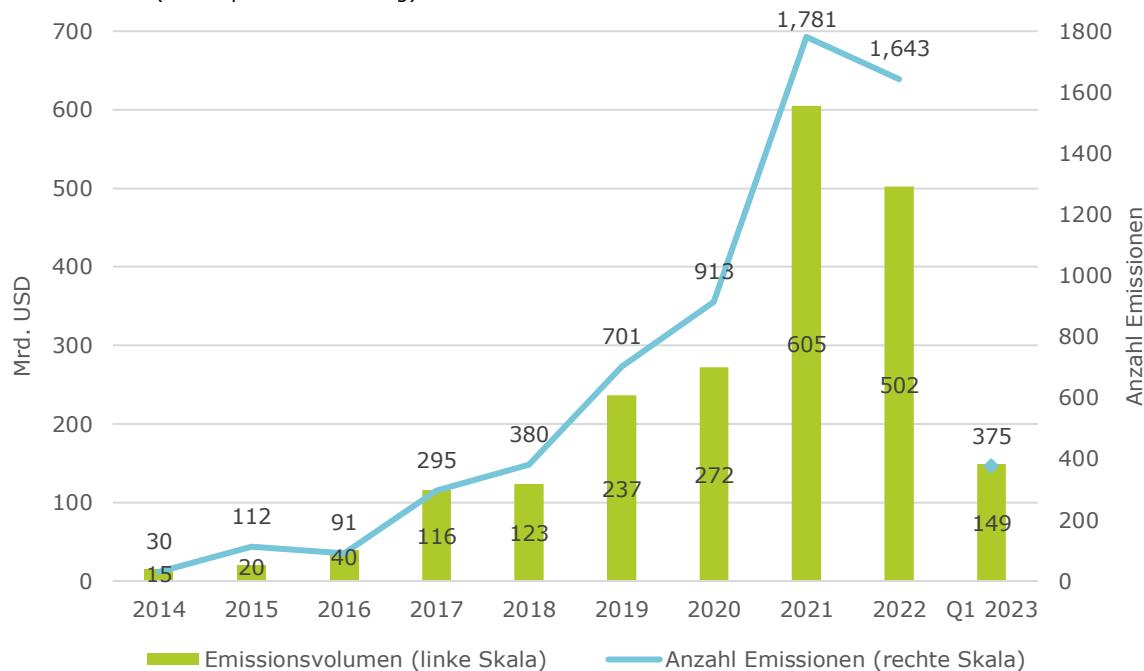
<sup>45</sup> KPMG, 2022.

<sup>46</sup> SIMFA, 2022.

<sup>47</sup> Climate Bonds Initiative, o. D.

dies nach einem sehr starken Anstieg im Jahr 2021. Das Volumen senkte sich im Jahr 2022 um rund USD 102 Mrd., was einem Rückgang von rund 17 % im Vergleich zum Jahr 2021 entspricht. Die Anzahl der Emissionen sank im Jahr 2022 um 138 Stück, was einer Reduktion von rund 8 % im Vergleich zum Jahr 2021 entspricht. Bei dieser Abnahme des Green Bond Marktes ist interessant zu sehen, dass das Volumen doppelt so stark abgenommen hat wie die Anzahl Emissionen. Der Median des Volumens der Emissionen lag im Jahr 2021 bei rund USD 121.5 Mio. Im Jahr 2022 verringerte sich der Median auf rund USD 108.5 Mio. Dies weist darauf hin, dass der Emissionsbetrag der einzelnen Anleihen im Jahr 2022 tiefer war.

**Abbildung 82: Globale Green Bond Emissionen von 2014 bis Q1 2023**  
(Datenquelle: Bloomberg)



Die stärkere Abnahme des Volumens im Vergleich zur Anzahl Emissionen kann auch darauf hinweisen, dass im Jahr 2021 einige grosse Emissionen das kumulierte Volumen erhöht haben. Bei der Betrachtung der zehn grössten Emissionen kann diese Vermutung gestützt werden. Tabelle 14 stellt die zehn grössten Emittenten des Jahres 2022 dar. In Tabelle 15 sind die zehn grössten Emittenten des Jahres 2021 ersichtlich. Im Jahr 2021 hatten viele europäische Staaten sowie die Europäische Union grüne Anleihen mit sehr hohen Volumina emittiert. Diese europäischen Staaten hatten im Jahr 2022 keine oder weniger hohe grüne Anleihen emittiert. Die Europäische Union hat im Gegensatz dazu ihr Volumen im Jahr 2022 erhöht.

Diese Abnahme des Volumens zeigt sich auch bei der Veränderung vom Total der zehn grössten Emittenten, welche sich von rund USD 139 Mrd. im Jahr 2021 auf rund USD 99.33 Mrd. im Jahr 2022 reduzierte – wie nachfolgende Tabellen zeigen.

**Tabelle 14: Die zehn grössten Emittenten im Jahr 2022**  
(Datenquelle: Bloomberg)

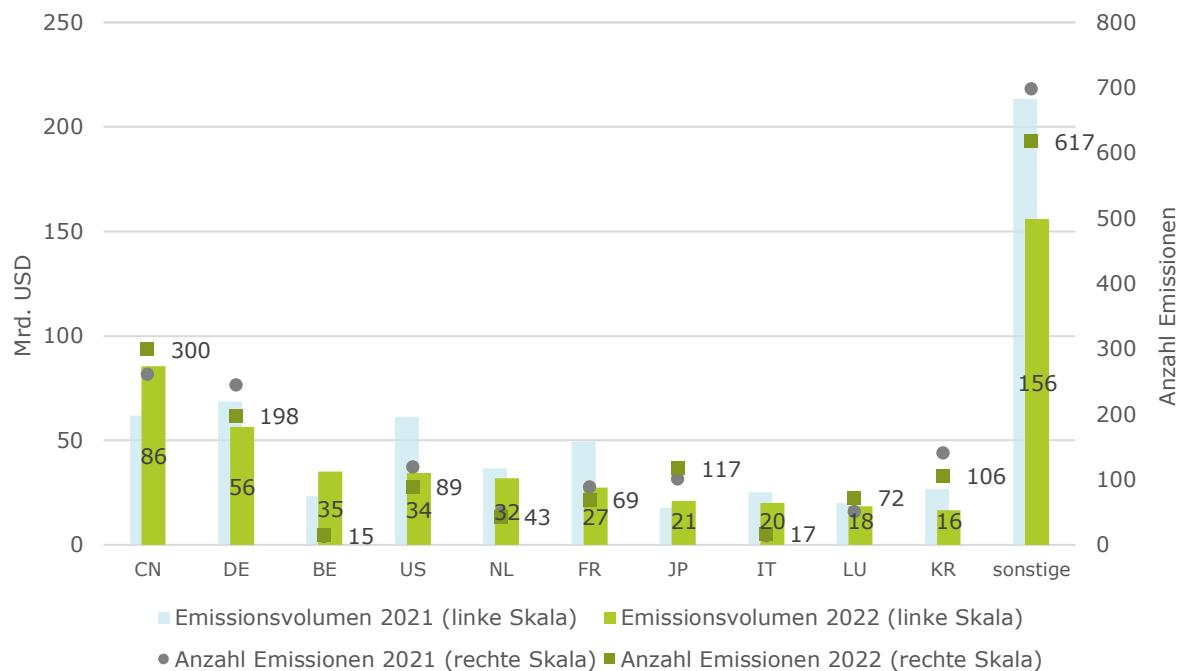
Grösste Emittenten 2022	Summe Emissionen in USD Mrd.	Anteil am Volumen 2022 in %	Anzahl Green Bonds
European Union	27.13	5.40%	3
Kreditanstalt fuer Wiederaufbau	11.26	2.24%	14
European Investment Bank	11.10	2.21%	6
Italy Buoni Poliennali Del Tesoro	10.40	2.07%	1
Bank of China Ltd	9.05	1.80%	2
TenneT Holding BV	7.04	1.40%	8
Bundesobligation	6.48	1.29%	1
French Republic Government Bond OAT	6.11	1.22%	1
China Three Gorges Corp	5.48	1.09%	10
Kingdom of Belgium Government Bond	5.29	1.05%	1
<b>Total der zehn grössten Emittenten</b>	<b>99.33</b>	<b>19.78%</b>	<b>47</b>

**Tabelle 15: Die zehn grössten Emittenten im Jahr 2021**  
(Datenquelle: Bloomberg)

Grösste Emittenten 2021	Summe Emissionen in USD Mrd.	Anteil am Volumen 2021 in %	Anzahl Green Bonds
United Kingdom Gilt	22.10	3.65%	2
European Union	19.78	3.27%	1
French Republic Government Bond OAT	16.82	2.78%	1
Bundesrepublik Deutschland Bundesanleihe	16.78	2.77%	2
Italy Buoni Poliennali Del Tesoro	16.08	2.66%	1
Kreditanstalt fuer Wiederaufbau	14.83	2.45%	18
Hong Kong Government International Bond	8.74	1.45%	11
European Investment Bank	8.27	1.37%	17
China Development Bank	8.20	1.36%	5
Societe Du Grand Paris EPIC	7.60	1.26%	4
<b>Total der zehn grössten Emittenten</b>	<b>139.22</b>	<b>23.01%</b>	<b>62</b>

Nebst dem Volumen der Emittenten kann auch die Betrachtung nach deren Domizil interessante Ergebnisse hervorbringen. In der Abbildung 83 wird das Volumen der Emissionen nach Domizil der Emittenten dargestellt. Dabei wurden zehn Domizile mit dem grössten Volumen im Jahr 2022 einzeln sowie das Volumen der anderen Domizile summiert dargestellt. Auch bei dieser Abbildung 83 fällt wieder die Reduktion des Volumens der bereits oben betrachteten europäischen Staaten auf. Auffallend ist, dass Emittenten mit dem Domizil China das Volumen der Emissionen von rund USD 62 Mrd. auf rund USD 86 Mrd. gesteigert haben. Dies bedeutet eine Steigerung von rund 39 %. Die Anzahl der Emissionen vergrösserte sich jedoch nur um 15 % von 261 Emissionen im Jahr 2021 auf 300 Emissionen im Jahr 2022. Eine hohe Steigerung ist auch beim Domizil Belgien, wo die Europäische Union ihren Sitz hat, ersichtlich. Dies liegt zum einen am höheren Emissionsvolumen der Europäischen Union, zum anderen aber auch an der Emission einer grünen belgischen Staatsanleihe über rund USD 5.3 Mrd. Diese Emissionen sind in den vorangehenden beiden Tabellen ersichtlich.

**Abbildung 83: Green Bond Markt 2021 und 2022 nach Domizil des Emittenten**  
(Datenquelle: Bloomberg)



### Der Schweizer Green Bond Markt

In Abbildung 84 sind die Emissionen von Green Bonds im Schweizer Markt von 2017 bis zum ersten Quartal 2023 ersichtlich. Es ist zu erwähnen, dass für die Vergleichbarkeit mit dem globalen Green Bond Markt alle Beträge in USD ausgewiesen sind. Im Text werden die Währungen der Beträge jeweils separat angegeben.

Es ist zu erkennen, dass sich im Vergleich zum globalen Markt das Volumen in der Schweiz im Jahr 2022 erhöhte. Dies obwohl es weniger Emissionen gab. Diese Erhöhung liegt daran, dass die Schweizerische Eidgenossenschaft erstmals eine grüne Anleihe über rund CHF 1.4 Mrd. herausgegeben hat.

Aufgrund der tiefen Anzahl Emissionen schwankt das jährliche Emissionsvolumen wie auch die Anzahl der Emissionen stark. Jedoch kann seit dem Jahr 2017 trotzdem ein Trend hin zu höheren Volumina und mehr Emissionen erkannt werden. Im Jahr 2019 ist ein Ausreißer im Green Bond Emissionsvolumen ersichtlich. Dieser liegt vor allem an einer Emission über rund CHF 1.5 Mrd. der Europäische Gesellschaft für die Finanzierung von Eisenbahnmaterial (EUROFIMA), welche ihren Sitz in Basel hat.

**Abbildung 84: Green Bond Emissionen im Markt Schweiz von 2017 bis Q1 2023**  
(Datenquelle: Bloomberg)

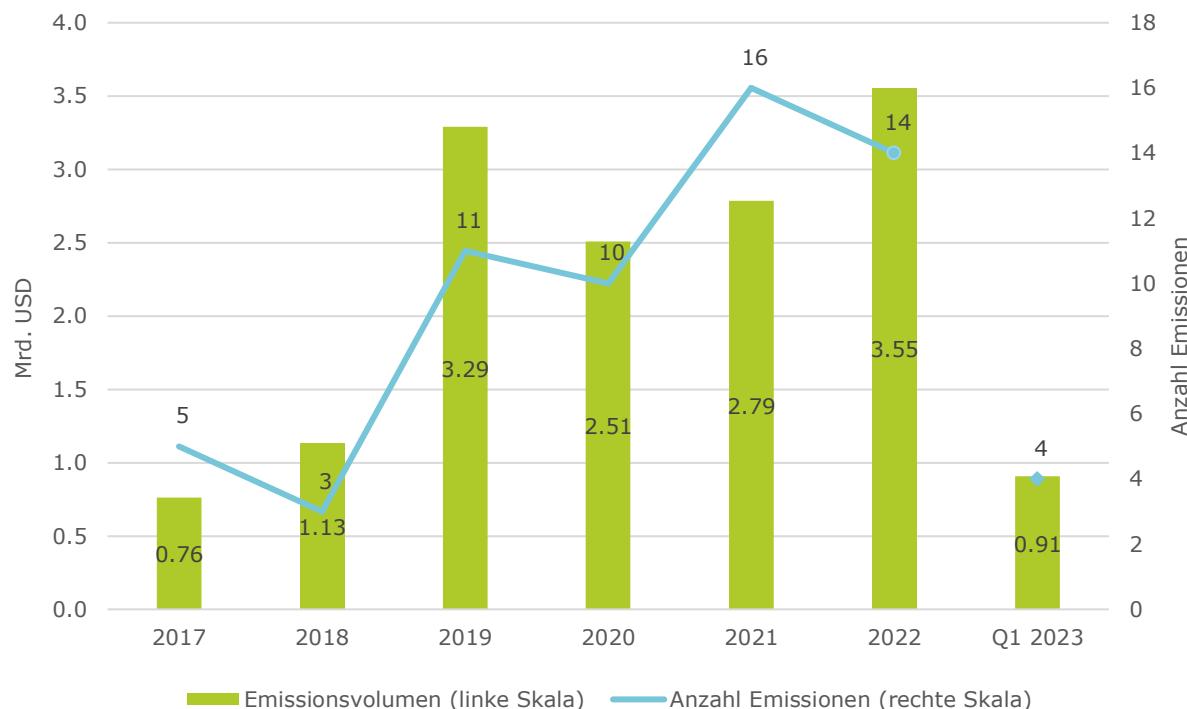
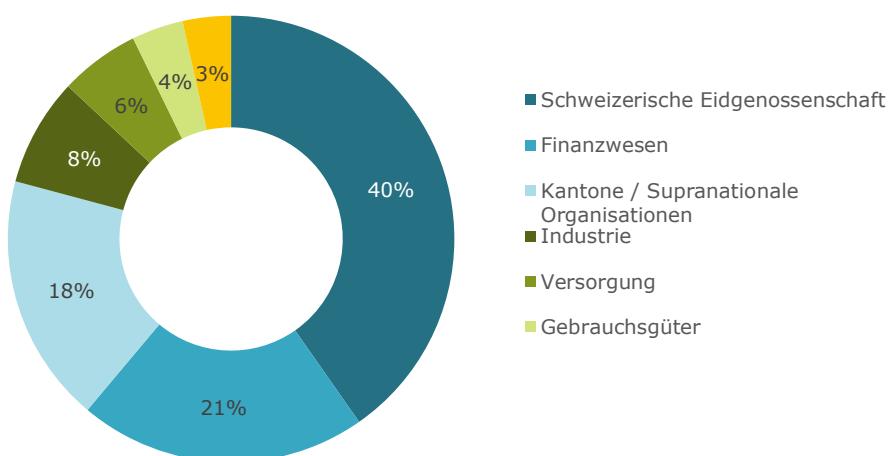


Abbildung 85 zeigt die Aufteilung des Volumens der Schweizer Green Bonds im Jahr 2022 nach Kategorie der Emittenten. Auch hier ist wieder der grosse Anteil der Emission der Schweizerischen Eidgenossenschaft ersichtlich. Von den Unternehmen ist die Branche des Finanzwesens mit fünf Emissionen über rund CHF 710 Mio. führend. Neben der Emission der Schweizerischen Eidgenossenschaft ist die Emission der bereits erwähnten EUROFIMA die zweitgrösste. Diese emittierte einen Bond über EUR 500 Mio. und zählt bei der Kategorisierung zu den supranationalen Organisationen.

**Abbildung 85: Green Bond Emissionsvolumen 2022 nach Kategorie der Emittenten**  
(Datenquelle: Bloomberg)



## **Greenium**

Der Begriff Greenium besteht aus den Worten «Green» und «Premium». Diese Wortzusammensetzung gibt bereits Hinweis auf die Bedeutung. Das Wort bezeichnet die Renditedifferenz, welche beim Kauf eines Green Bond im Vergleich zum Kauf einer herkömmlichen Anleihe besteht. Der Greenium-Effekt ist sowohl bei der Emission der Anleihe wie auch im Sekundärmarkt nachweisbar.

Laut dem United Nations Development Programm (UNDP), welches Entwicklungsländer bei der Aufnahme von Green Bonds hilft, unterstützen die folgenden Faktoren den Greenium-Effekt im Pricing der Green Bonds:<sup>48</sup>

1. Der Nachhaltigkeitsfaktor des Green Bonds ist ein positiver Effekt im Vergleich zu den herkömmlichen Bonds. Durch diese höhere Nachhaltigkeit aufgrund des Green Bonds wird das Risiko des Emittenten verringert. Dieses geringere Risiko widerspiegelt sich in einer tieferen Rendite und im Vergleich mit herkömmlichen Bonds ergibt sich so ein Greenium.
2. Eine höhere Nachfrage ergibt höhere Preise. Da gewisse Investorinnen und Investoren immer mehr in Sustainable Investments investieren, ergibt sich eine höhere Nachfrage nach Green Bonds. Dies widerspiegelt sich in den Preisen der Green Bonds und ein Greenium entsteht.
3. Die Wertschätzung eines nachhaltigen Investments bringt die Anlegerinnen und Anleger dazu, eine geringere Rendite zu akzeptieren.

Der Effekt des Greeniums variiert je nach Bond. Dies erklärt die UNDP damit, dass die jeweiligen Signale oder die effektive Nutzung des Kapitals variiert und somit die oben beschriebenen Effekte mehr oder weniger stark auftreten.<sup>48</sup>

Laut AXA Investment Managers hängt auch der Greenium-Effekt von Angebot und Nachfrage ab. Gemäss einer entsprechenden Analyse zeigt das Greenium wie weit Angebot und Nachfrage auseinanderliegen. AXA Investment Managers habe beobachtet, dass das Greenium steigt, wenn das Emissionsvolumen im Markt sinke.<sup>49</sup> Diese Einschätzung spricht für zweite und dritte Argument der UNDP.

Die Höhe des Greeniums stellt sich gemäss der AXA Investment Managers auch stark durch das Angebot von grünen Anleihen zusammen. Sie sind bei ihrer Analyse zur Erkenntnis gekommen, dass die Regelmässigkeit, in der ein Emittent grüne Anleihen auf den Markt bringt, eine Rolle spielt. Ein Unternehmen mit vielen Green Bonds erhält ein tieferes Greenium als ein Unternehmen, welches nur sehr wenige grüne Anleihen ausstehend hat. Je mehr Green Bonds ein Emittent ausgibt, desto niedriger wird das Greenium.<sup>49</sup>

Die Studie erkannte im Juni 2022 am Markt für Euro-Green-Bonds ein durchschnittliches Greenium von circa 6 Basispunkten, wobei starke Abweichungen vorhanden waren. Die Berechnung des Greeniums ist jedoch schwierig, da das Greenium je nach Betrachtungszeitraum stark schwankt.<sup>49</sup> In Abbildung 86 wird das berechnete Greenium anhand von Zwillings-Anleihen der Bundesrepublik Deutschland verdeutlicht. Die Bundesrepublik Deutschland hat im September 2020 Zwillings-Anleihen herausgegeben, wobei die grüne<sup>50</sup> und konventionelle<sup>51</sup> Anleihe sich in der Ausgestaltung nicht unterscheiden.

Das Greenium in Abbildung 86 stellt sich aus der Abweichung der Verfallsrendite zwischen der grünen und regulären Anleihe dar. Es ist eindrücklich zu sehen, dass ein Greenium-Effekt besteht, dieser jedoch wie erwartet stark schwankt. Das Greenium erreichte am 4. August 2021 einen Höchstwert von 7 Basispunkten. Ende 2022 sank das Greenium ab und erreichte an fünf Tagen gar

<sup>48</sup> UNDP, 2022.

<sup>49</sup> Plé, 2022.

<sup>50</sup> ISIN: DE0001030708

<sup>51</sup> ISIN: DE0001102507

negative Werte. Das heisst, dass an diesen fünf Tagen die grüne Anleihe eine höhere Verfallsrendite als die reguläre Anleihe hatte. Das tiefste Greenium lag am 18. November 2022 vor mit -0.9 Basispunkten.

**Abbildung 86: Greenium Zwillings-Anleihen der Deutschen Bundesrepublik Sept. 2020 bis Apr. 2023**  
(Datenquelle: Bloomberg)



Beide vorangehend zitierten Quellen erkannten zudem, dass die Glaubwürdigkeit der grünen Anleihen einen starken Einfluss auf die Höhe des Greeniums hat. Investorinnen und Investoren sind bereit, für einen zertifizierten Green Bond einen wesentlich höheren Renditenachteil in Kauf zu nehmen. Nebst der Zertifizierung des Green Bonds übt auch das Vorhandensein eines ESG- oder Nachhaltigkeitsrating einen Einfluss auf die Höhe des Greeniums aus.

Zusammenfassend können die folgenden Aussagen über den Greenium-Effekt gemacht werden:

- Ein Greenium Effekt ist bei den Green Bonds nachweisbar
- Das Greenium schwankt je nach Emittent und Marktsituation
- Die Glaubwürdigkeit hat einen entscheidenden Effekt auf das Greenium
- Bei Erstemittenten ist das Greenium höher als bei wiederkehrenden Emittenten

Der Markt der Green Bonds ist noch vergleichsweise jung, deswegen kann sich der Greenium-Effekt in den kommenden Jahren wieder deutlich verändern.

## 6.5 Auto Covered Bond

Die AMAG Leasing AG ist die grösste Leasinggesellschaft für Privat- und Nutzfahrzeuge in der Schweiz. In der Schweiz wird rund jeder zweite Neuwagen geleast. Sie verwaltet ein Leasingportfolio von rund CHF 4.9 Mrd. und betreut über 190'000 Verträge. Am Gesamtvolume ist zu erkennen, dass für die AMAG Leasing AG die Aufnahme von Fremdkapital essenziell ist. Die AMAG Leasing AG hat ausstehende Obligationen von rund CHF 2.4 Mrd. Nebst den Obligationen besitzt die AMAG Leasing AG auch eine Kreditfazilität von weiteren CHF 2.4 Mrd. Dabei handelt es sich um einen Syndikatkredit, welcher von einem Schweizer Bankenkonsortium von 30 Banken gewährt wird.<sup>52</sup>

Es zeigt sich, dass die Fremdfinanzierung mit Bonds für die AMAG Leasing AG ein wesentlicher Teil des Geschäfts ist. Da die Kosten der Refinanzierung für das Unternehmen möglichst tief sein sollten, wurde im Jahr 2021 zum ersten Mal ein Auto Covered Bond herausgegeben. Dieser Auto Covered Bond ist in der Schweiz eine Neuheit.

Die Funktionsweise des Auto Covered Bond kann im groben mit der Funktionsweise von Asset-Backed Securities (ABS) verglichen werden. Wie bei den ABS wird eine Sicherheit, ein Pool von beispielsweise Bankkrediten, als Deckung für die Wertschrift hinterlegt. Jede herausgegebene ABS hat einen eigenen Pool als Sicherheit hinterlegt. Diese hinterlegten Sicherheiten generieren normalerweise einen Cash Flow. Dadurch basiert das Rating und die Kredibilität einer Asset-Backed-Security auf dem hinterlegten Pool an Sicherheiten. Somit ist diese Wertschrift losgelöst vom herausgebenden Unternehmen und die Risiken ergeben sich nur aus den hinterlegten Sicherheiten. Der Pool an hinterlegten Sicherheiten wird pro ABS einzeln kreiert und muss bewirtschaftet werden. Dies stellt einen erheblichen Aufwand dar. Zudem können viele Investoren und Investoren aufgrund eigener Richtlinien nicht in ABS investieren.

Der Auto Covered Bond der AMAG ist durch Leasingforderungen, beziehungsweise ausstehende Leasingverträge gesichert. Im Kontrast zu einem ABS werden diese Leasingverträge aber in der speziell für diesen Zweck gegründeten AMAG Leasing Auto Covered Bond AG gebündelt. Dadurch kann der Pool von Forderungen in diesem getrennten Unternehmen verwaltet werden. Die Auto Covered Bonds sind Anleihen, welche die AMAG Leasing Auto Covered Bond AG herausgibt. Somit sind die Anleihen durch den Pool an Leasingforderungen gedeckt, können aber gebündelt verwaltet werden. Zudem besteht auch noch der grosse Vorteil, dass die Auto Covered Bonds als Anleihen an mehr Investoren und Investoren vermarktet werden können.<sup>53</sup>

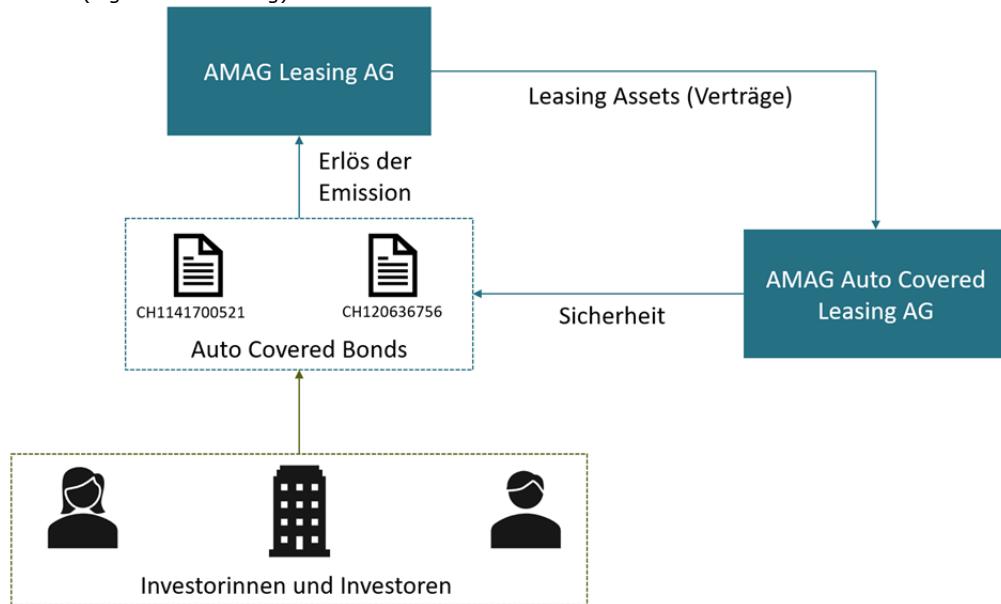
Die AMAG Leasing Auto Covered Bond AG veröffentlicht monatlich einen Report über die Leasingforderungen, welche die Auto Covered Bonds absichern. Der Pool der Assets der Leasingforderungen im Unternehmen beträgt per Ende April 2023 fast CHF 635 Mio. verglichen zu den ausstehenden Auto Covered Bonds von total CHF 390 Mio.<sup>54</sup>

<sup>52</sup> AMAG Leasing AG, o. D.

<sup>53</sup> Haeberli & Kramer, 2022.

<sup>54</sup> AMAG Leasing AG, o. D.

**Abbildung 87: Funktionsweise der Auto Covered Bonds der AMAG Leasing AG**  
(eigene Darstellung)



Wie aus Abbildung 87 zu erkennen ist, geht der Pool an Leasing-Assets an die AMAG Leasing Auto Covered Bond AG über. Somit garantiert diese Unternehmung die Deckung der offenen Auto Covered Bonds im Falle einer Insolvenz der AMAG Leasing AG. Durch diese Deckung wurde für Auto Covered Bonds von der Ratingagentur Fitch das Rating AAA vergeben. Als Vergleich besitzt die AMAG Leasing AG ein Rating von BBB.<sup>54</sup>

## 6.6 Digital Bond und SIX Digital Exchange

Die SIX Group AG erhielt im September 2021 die FINMA-Genehmigung, um mit der SIX Digital Exchange den Betrieb einer Börse und eines Zentralverwahrers für digitale Vermögenswerte durchzuführen. Bei der seit 2018 geplanten SIX Digital Exchange (SDX) handelt es sich um eine vollständig regulierte Handels-, Abwicklungs-, und Verwahrungsinfrastruktur für digitale Wertpapiere.<sup>55</sup>

Die SIX Digital Exchange (SDX) wurde im November 2021 lanciert. Dabei emittierte die SIX Group AG eine digitale Anleihe im Umfang von CHF 150 Mio. Der rein digitale Anteil betrug CHF 100 Mio. und CHF 50 Mio. wurden als traditionelle Anleihe emittiert. Damit wurde die Verbindung zwischen der digitalen und traditionellen Welt hergestellt. Beim digitalen Teil der Anleihe handelte es sich um die weltweit erste Emission einer rein digitalen Anleihe in einem vollständig regulierten Umfeld. Die Anleihe war mehrfach überzeichnet und stiess bei einer breit gestreuten institutionellen Anlegerbasis auf reges Interesse.

### Wie funktioniert die Swiss Digital Exchange?

Wie in einem Gastbeitrag in der Finanzierungs- und Treasurystudie 2022 erläutert, funktioniert die SDX auf Basis der Blockchain-Technologie (Distributed Ledger Technology, DLT).<sup>56</sup> Um die Funktionsweise der DLT zu verstehen, muss die Bezeichnung zuerst übersetzt und in Verbindung gebracht werden. Das Ledger kann mit Hauptbuch oder Kontobuch übersetzt werden. Bei einer traditionellen Transaktion, einem Centralized Ledger (zentralisiertem Hauptbuch) führen die

<sup>55</sup> SIX-Group, 2021.

<sup>56</sup> Siehe Bosshard in Birrer et al., 2022.

involvierten Parteien jeweils ein zentrales Hauptbuch und zeichnen darin die Transaktionen auf. Dies geschieht zum Beispiel in der Buchhaltung. Das Revolutionäre an der Distributed Ledger Technologie ist, dass das Hauptbuch dezentral, also verteilt geführt wird. Das bedeutet, dass beim Durchführen der Transaktion die Aufzeichnung automatisch in der Blockchain aufgezeichnet und validiert wird. Diese Aufzeichnung ist für alle Parteien ersichtlich und nicht manipulierbar. Dies verhindert Fehler in der Abwicklung und macht eine Transaktion sicher.<sup>57</sup>

### Anleihen an der SDX

Per Ende April 2023 sind drei Obligationen an der SIX Digital Exchange gelistet. Dabei handelt es sich um die bereits erwähnte Anleihe der SIX Group, eine Anleihe der UBS Group über CHF 375 Mio. sowie eine Anleihe der Citta di Lugano (Stadt Lugano) über CHF 100 Mio.<sup>58</sup>

Die Anleihe der UBS ist in dem Fall speziell, da sie an Swiss Exchange und gleichzeitig an der SIX Digital Exchange gehandelt werden kann. Was dieses duale Listing speziell macht, ist das dieselbe Anleihe mit der gleichen ISIN-Nummer an beiden Börsen gehandelt werden kann. Durch dieses duale Listing erreicht die UBS eine grössere Reichweite im Markt. Laut der SDX zeigt dieses Instrument, wie eine Umstellung von traditionellen Wertschriften auf digitale Wertschriften erfolgen kann.<sup>59</sup>

Die Anleihe der Citta di Lugano wurde wie die Anleihe der UBS als dual Listing emittiert. Es handelt sich dabei um die weltweit erste digitale Kommunalanleihe (Digital Municipal Bond). Die Anleihe wurde mit der Zürcher Kantonalbank als Sole Lead Manager herausgegeben. Nebst der grösseren Reichweite im Markt haben digitale Anleihen auch den Vorteil, dass die Emittenten als besonders fortschrittlich angesehen werden können. Das Statement von Michele Foletti, dem Bürgermeister von Lugano, unterstreicht diese Annahme:<sup>59</sup>

«The City of Lugano is a pioneer in the Blockchain space and aims to become an international center of excellence for Blockchain and Crypto adoption. Issuing our latest bond on SDX has been the natural next step and is the perfect opportunity to reach these goals.»

Was die digitale Anleihe der Stadt Lugano noch interessanter macht, ist dass diese als SNB-repofähige Effekten, beziehungsweise im SNB General Collateral Basket anerkannt werden. Somit wird die Anleihe von der Schweizerischen Nationalbank als Sicherheit für Kreditgeschäfte mit Banken und anderen Finanzmarktteilnehmern akzeptiert. Die SNB akzeptiert dabei nur Effekte, welche bezüglich Bonität und Liquidität hohe Anforderungen erfüllen.<sup>60</sup> Dies ist ein grosser Meilenstein in der Akzeptanz der digitalen Anleihen und eine weitere Weltpremiere.<sup>61</sup>

Die beiden Anleihen der UBS und die der Stadt Lugano wurden im November 2022, respektive Januar 2023 herausgegeben.

<sup>57</sup> iMi Blockchain, 2020.

<sup>58</sup> SIX Digital Exchange, 2022.

<sup>59</sup> SIX Digital Exchange, 2023a.

<sup>60</sup> Schweizerische Nationalbank, 2023.

<sup>61</sup> SIX Digital Exchange, 2023b.

# 7 Trendanalyse

Das Jahr 2022 war geprägt von den Leitzinserhöhungen der Notenbanken. Die Schweizerische Nationalbank erhöhte den Leitzins per 23. Juni 2023 auf 1.75 %, was einer Erhöhung von rund 2.50 Prozentpunkten innerhalb von weniger als 15 Monaten entspricht. Vor dem 16. Juni 2022 betrug der Leitzins der Schweizerischen Nationalbank noch -0.75 %.<sup>62</sup>

Aufgrund dessen ist es naheliegend die Auswirkungen dieser Zinserhöhungen auf die Unternehmen und die Anleihenrenditen genauer zu betrachten. In den folgenden Abschnitten wird auf den Renditeunterschied des Swiss Bond Index, die Auswirkungen möglicher höherer Fremdkapitalkosten und mögliche, allfällig erkennbare Reaktionen der Unternehmen eingegangen.

## 7.1 Veränderung Anleihensrendite

Abbildung 88 stellt die Anleihen des Swiss Bond Index (SBI) per Anfang 2021 dar und zeigt die Renditen auf Verfall per 4. Januar 2021 auf. Abbildung 89 stellt dieselben Anleihen per 31. März 2023 dar. Zur Vergleichbarkeit werden nur die Anleihen aufgezeigt, welche an beiden Daten Bestandteil des SPI waren.

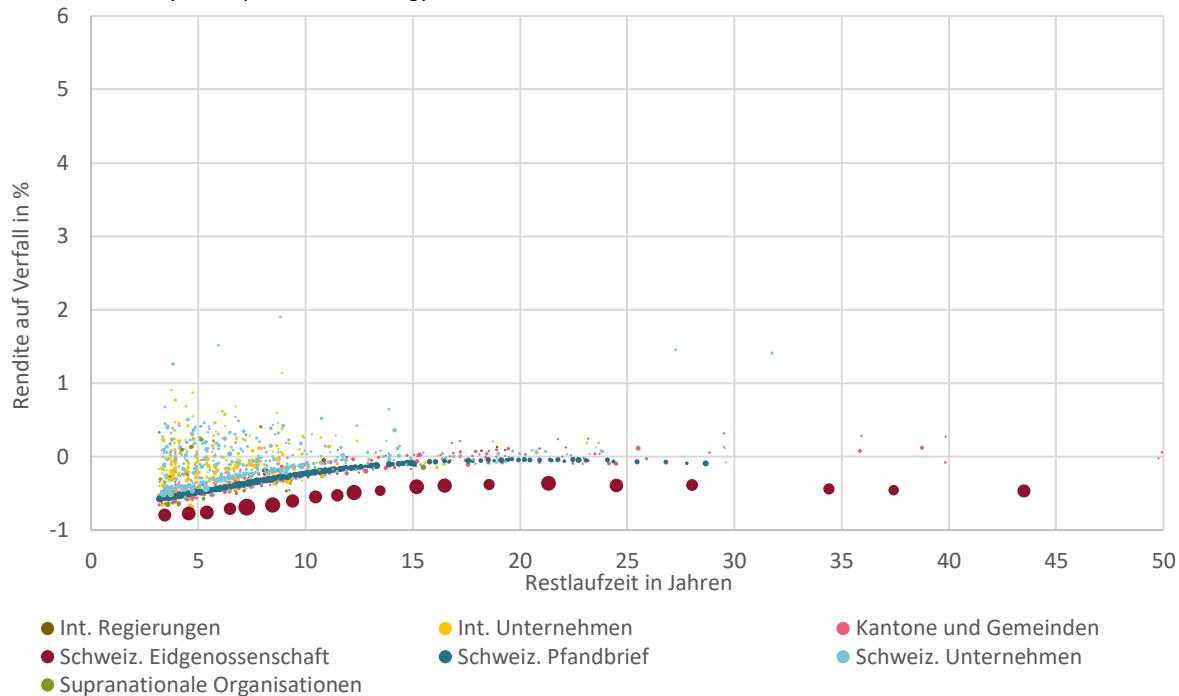
Die Verfallsrendite wurde von Bloomberg mit der Yeald to Maturity (YTM) berechnet. Die YTM ist die jährliche Rendite, welche die Investorinnen und Investoren erhalten würden, wenn sie die Anleihe zu dem Zeitpunkt kaufen und bis zur Fälligkeit halten. Die Grösse der Punkte stellt den Anteil der entsprechenden Anleihe am Total der analysierten Anleihen dar. Die Schweizerische Eidgenossenschaft sowie die Anleihen der Schweizer Kantone und Gemeinden sind in Rottönen dargestellt. Die Schweizer Pfandbriefe, sowie Schweizer Unternehmen sind in Blautönen eingefärbt. Die internationalen und supranationalen Anleihen sind in Gelb- und Grüntönen abgebildet.

Abbildung 88 zeigt die Situation der analysierten Anleihen per 4. Januar 2021. Die Minuszinssituation ist sehr gut ersichtlich. Zudem fällt auf, dass die Renditen der Anleihen tendenziell mit zunehmender Restlaufzeit steigen. Insbesondere ist der Verlauf dieser Zinskurve in den Anleihen der Schweizerischen Eidgenossenschaft sowie den schweizerischen Pfandbriefen ersichtlich. Bei diesen beiden Kategorien der Anleihen ist zudem auch der Risikoaufschlag der Pfandbriefe zu den Anleihen der Schweizerischen Eidgenossenschaft ersichtlich.

Abbildung 89 zeigt die Situation der Anleihen per 31. März 2023. Im Vergleich zur Grafik von Anfang 2021 ist der Zinsanstieg ersichtlich. Es gibt keine Anleihen mehr, welche eine negative Verfallsrendite aufweisen. Die Renditen auf Verfall der Anleihen der Schweizerischen Eidgenossenschaft betragen alle mehr als 1 %, wobei diese Anfang 2021 noch alle Wert negativ waren.

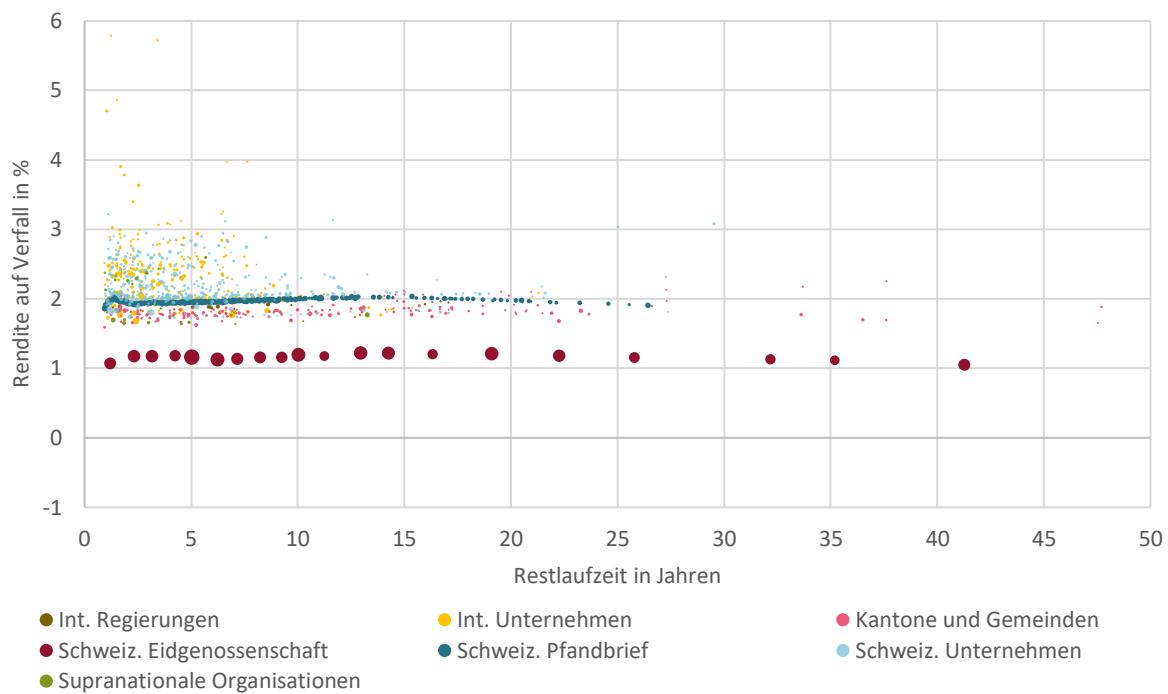
<sup>62</sup> Schweizerische Nationalbank, o. D.

**Abbildung 88: Rendite auf Verfall nach Restlaufzeit der Anleihen im SBI per 4.01.2021**  
(Datenquelle: Bloomberg)



Hinweis: Die Grösse der Datenpunkte bildet den Anteil der jeweiligen Anleihe am SBI ab.

**Abbildung 89: Rendite auf Verfall nach Restlaufzeit der Anleihen im SBI per 31.03.2023**  
(Datenquelle: Bloomberg)



Hinweis: Die Grösse der Datenpunkte bildet den Anteil der jeweiligen Anleihe am SBI ab.

Sehr interessant ist die Veränderung der Zinskurven der Renditen auf Verfall der Anleihen. In Abbildung 88, der Renditen Anfang 2021, ist ersichtlich, dass die Renditen auf Verfall mit einer höheren Restlaufzeit ansteigen. Dies kann sowohl bei den Anleihen der Schweizerischen Eidge-

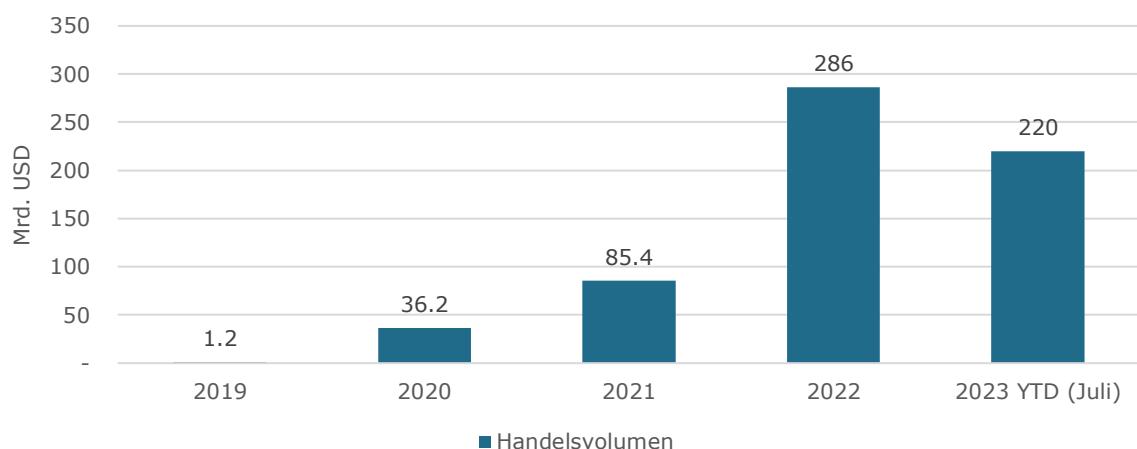
nossenschaft wie auch bei den Pfandbriefen beobachtet werden. Ende März 2023 sieht die Zinskurve komplett verändert aus und sie ist stellenweise invers.

## 7.2 Veränderung auf dem Geldmarkt

Analog zur Veränderung der Rendite auf dem Kapitalmarkt bzw. den vorangehend dargestellten Anleihensrenditen, haben sich auch auf dem Geldmarkt eindrückliche Veränderungen ergeben. Die beiden nachfolgenden Abbildungen visualisieren die entsprechenden Entwicklungen. Einerseits haben sich die gehandelten Geldmarktvolumen auf der Plattform Instimatch<sup>63</sup> im Jahr 2022 im Vergleich zum Vorjahr mehr als verdreifacht. Daraus kann gefolgert werden, dass Geldmarkttransaktionen mit dem Ende des Negativzins-Umfeldes wieder an Relevanz gewonnen haben.

**Abbildung 90: Volumenentwicklung, 5 Jahre (alle Währungen)**

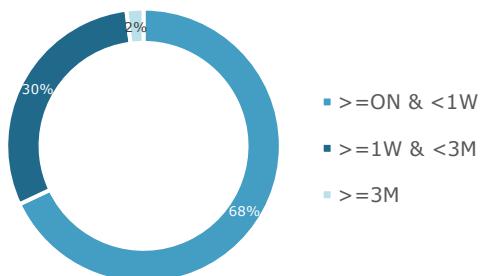
(Quelle: Instimatch Global AG)



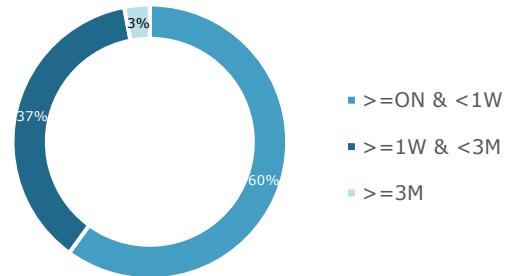
**Abbildung 91: Gehandelte Laufzeiten, 2-Jahresvergleich (nur CHF)**

(Quelle: Instimatch Global AG)

CHF Volume Split by Trade Duration in 2022



CHF Volume Split by Trade Duration in 2023



Hinweise: ON steht für overnight, 1W für eine Woche und 3M für drei Monate

Andererseits zeigt die nähere Betrachtung der gehandelten Laufzeiten für die Transaktionen in CHF eine Zunahme im Segment grösser als eine Woche und weniger als drei Monate. Während diese Transaktionen im Jahr 2022 noch 30 % der Transaktionen ausmachten, waren es im Jahr 2023 neu

<sup>63</sup> Instimatch betreut derzeit 260 institutionelle Kunden in rund 30 Ländern. Der Schwerpunkt der Volumina wird in der DACH-Region, im Vereinigten Königreich und im Mittleren Osten abgewickelt.

deren 37 % – die naheliegende Begründung hierzu liegt im massgeblich erhöhten CHF Zinsniveau. Im Gegenzug wurden jedoch weniger Transaktionen im Segment länger als overnight bis maximal eine Woche getätigt.

### **7.3 Reaktionen der Unternehmen auf die Zinserhöhungen**

Im folgenden Abschnitt werden die Reaktionen der Unternehmen auf die Zinserhöhungen betrachtet. Die aufgestellten Hypothesen, welche auf theoretischen Annahmen basieren, werden mittels der erhobenen Daten untersucht. Somit werden mögliche Trends oder Reaktionen der Unternehmen untersucht. Diese Analysen stützen sich ausschliesslich auf die während den letzten zehn Jahren durchgehend kotierten Unternehmen.

#### **Hypothese 1:**

**Unternehmen nehmen aufgrund höherer Zinsen weniger Fremdkapital auf.**

Die Market-Timing-Theorie besagt, dass Unternehmen auf die vorhandenen Marktsituationen reagieren und ihre Kapitalbeschaffung nach der jeweiligen Marktsituation ausrichten. Somit würde die Emission von Aktien in Phasen der Überbewertung der Unternehmen und die Aufnahme von Fremdkapital in Phasen niedriger Zinsen umgesetzt werden.<sup>64</sup> Auf die Aufnahme von Eigenkapital wird in Teil V zur Fremdkapitalfinanzierung nicht weiter eingegangen. Zur Überprüfung dieser Hypothese wird daher der Anteil des verzinslichen Fremdkapitals der kontinuierlich kotierten Unternehmen untersucht.

Um die jährlichen Veränderungen am besten zu analysieren, wurden die Veränderungen im total verzinslichen Fremdkapital als indexierte Werte (mit dem Jahr 2013 als Basis von 100) angegeben. Somit können mögliche Unterschiede nach Marktkapitalisierung, sowie in der Gesamtsumme über alle Unternehmen, erkannt werden. Abbildung 92 zeigt die Veränderungen im verzinslichen Fremdkapital der Unternehmen auf. Aufgrund der einheitlichen Einteilung nach Marktkapitalisierung repräsentieren dieselben Unternehmen das Wachstum in den Kategorien Large-, Mid- und Small Caps. Die Linie «Alle Unternehmen» zeigt das totale Wachstum des gesamten verzinslichen Fremdkapitals aller kontinuierlich kotierten Unternehmen. Die gelbe Linie zeigt die Veränderung der Bilanzsumme aller kontinuierlich kotierten Unternehmen.

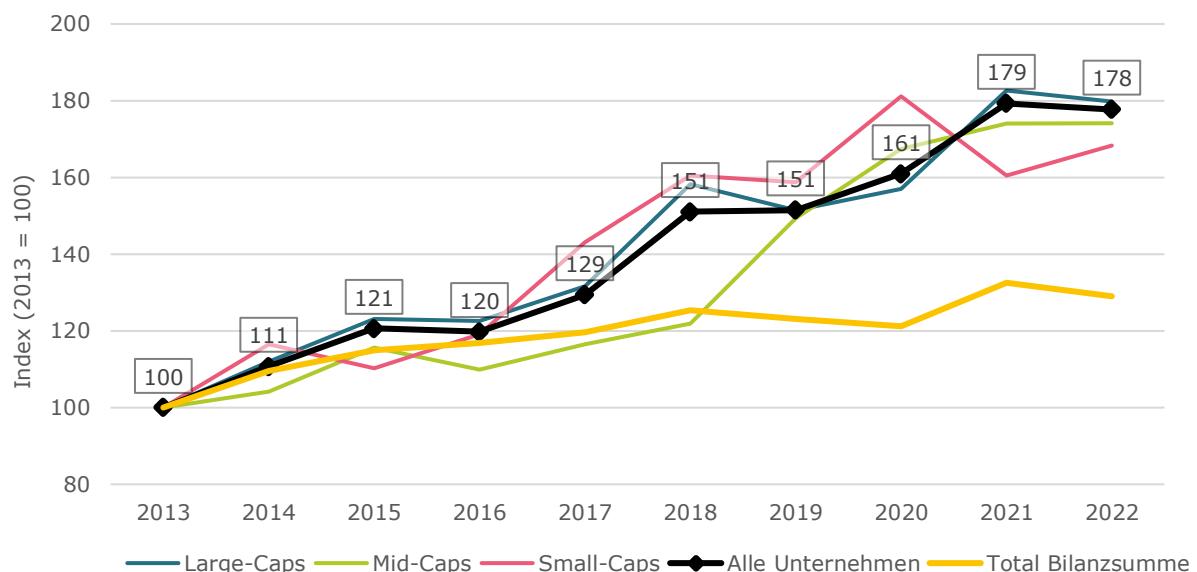
In Abbildung 92 ist eindrücklich ersichtlich, dass das verzinsliche Fremdkapital seit dem Jahr 2013 stark angestiegen ist. Es ist zu sehen, dass sich das verzinsliche Fremdkapital im Geschäftsjahr 2014 ähnlich wie die Bilanzsumme entwickelt hat. Im Geschäftsjahr 2015, als im Januar von der Schweizerischen Nationalbank die Negativzinsen beschlossen wurden, war bereits eine kleinere Abweichung im Index zu erkennen. Ab 2016 sieht man eine stark unterschiedliche Entwicklung des verzinslichen Fremdkapitals und der Bilanzsumme. Dies zeigt sich auch an den durchschnittlichen jährlichen Wachstumsraten (CAGR) vom 2013 bis 2021 von 7.57 % im verzinslichen Fremdkapital und 3.58 % in der Bilanzsumme.

Beim Jahresvergleich von 2021 zu 2022 sind auch interessante Entwicklungen zu sehen. Das verzinsliche Fremdkapital aller Unternehmen sank um -0.84 % und das der Large Caps um -1.59 %. Die Mid Caps blieben auf einem ähnlichen Niveau zum Vorjahr mit einem Wachstum von 0.07 %. Das verzinsliche Fremdkapital der Small Caps hingegen stieg um 4.81 % an. Dies könnte darauf hinweisen, dass grössere Unternehmen stärker von den Zinsänderungen betroffen waren als kleinere Unternehmen. Das Wachstum des verzinslichen Fremdkapitals der Small Caps von 2021 bis 2022 ist tiefer als das jährliche Wachstum dieser Small Caps von 2013 bis 2021 von 6.09 %. Dieser Vergleich mit dem jährlichen Wachstum von 2013 bis 2021 verdeutlicht, wie sich das Wachstum des verzinslichen Fremdkapitals im Jahr 2022 verringert hat, was mit einer möglichen Reaktion auf steigende Zinsen übereinstimmen könnte.

<sup>64</sup> Baker & Wurgler, 2002.

Zu berücksichtigen ist, dass die gesamten Bilanzsummen der betrachteten Unternehmen im Jahr 2022 um rund -2.65 % oder rund 21 Mrd. abgenommen haben. Diese Senkung könnte jedoch aus den hohen Aktienrückkaufprogrammen von Nestlé und Novartis stammen. Novartis hat im Jahr 2022 für rund CHF 10.5 Mrd. eigene Aktien gekauft. Dies waren rund CHF 7.5 Mrd. mehr als im Vorjahr. Auch Nestlé hat im Jahr 2022 für rund CHF 4 Mrd. mehr eigene Aktien gekauft als im Jahr 2021.

**Abbildung 92: Veränderung des verzinslichen Fremdkapitals der kotierten Unternehmen von 2013 bis 2022 (2013 = 100)** (Datenquelle: Bloomberg)



Diese Betrachtung lässt den Schluss zu, dass im Geschäftsjahr 2022 ein möglicher Trend zur Verringerung des verzinslichen Fremdkapitals eingesetzt hat. Für eine eindeutige Aussage über das Verhalten der Unternehmen betreffend Höhe des verzinslichen Fremdkapitals ist dieses eine Geschäftsjahr jedoch zu wenig aussagekräftig. Beim Betrachten des Fremdkapitals nach Marktkapitalisierung sowie der Bilanzsummen sind grössere jährliche Schwankungen ersichtlich, was die Beurteilung des Trends mittels der Daten eines Geschäftsjahres verunmöglicht. Aus diesem Grund wird die Hypothese zum jetzigen Zeitpunkt weder verworfen noch angenommen.

Klar ersichtlich ist jedoch, dass das verzinsliche Fremdkapital seit der Einführung der Negativzinsen stark angestiegen ist. Im Jahr 2022 hat sich das Verhalten bei steigendem Zinsniveau ins Gegenteil verkehrt. Sollte sich dieses Muster auch in den Folgejahren fortsetzen, wäre dies ein Indiz dafür, dass die Unternehmen ihren Fremdkapitalanteil dem jeweiligen Zinsumfeld anpassen.

### **Hypothese 2:** **Branchen mit hoher Fremdkapitalquote sind eher von steigenden Zinsen betroffen.**

In Teil III, Abschnitt 2 wurden die Kommunikations- und Verbrauchsgüterbranche als Branchen mit vergleichsweise tiefen Eigenkapitalquoten identifiziert. Folglich haben diese Unternehmen eine hohe Fremdkapitalquote. Um den Einfluss von Zinserhöhungen auf diese Unternehmen zu betrachten, lohnt sich eine Analyse des Anteils des Zinsaufwandes im Vergleich zum EBITDA. Damit betrachtet man grundsätzlich, wie viel des EBITDA der Zinsaufwand ausmacht, beziehungsweise wie gross der Einfluss von Zinserhöhungen auf den Gewinn eines Unternehmens wäre, sofern alle anderen Faktoren gleichblieben.

Tabelle 16 verdeutlicht, dass der Median der Branchen vom Anteil Zinsaufwand am EBITDA im Jahr 2022 bei 6.32 % liegt. Die zwei Branchen mit den höchsten Werten wurden in hellrot und die beiden Branchen mit den tiefsten Werten in hellgrün hervorgehoben. Es zeigt sich, dass die beiden Branchen Kommunikation und Verbrauchsgüter nicht den höchsten Anteil Zinsaufwand am EBITDA haben. Insbesondere die Kommunikationsbranche hat den niedrigsten Anteil Zinsaufwand am EBITDA der untersuchten Branchen im Jahr 2022.

**Tabelle 16: Anteil Zinsaufwand am EBITDA nach Branche im Jahr 2022**  
(Datenquelle: Bloomberg)

Branche	Anteil Zinsaufwand am EBITDA im Jahr 2022
Diskr. Verbrauchsgüter	6.90%
Gesundheitswesen	3.68%
Immobilien	9.76%
Industrie	4.32%
IT	9.72%
Kommunikation	1.77%
Verbrauchsgüter	7.00%
Versorgung	5.73%
<b>Median alle Branchen</b>	<b>6.32%</b>

*Hinweis: Die Branche Energie wurde nicht betrachtet, da nur das Unternehmen Meyer Burger Technology AG kontinuierlich darin vertreten ist. Dieses Unternehmen hatte im Jahr 2022 ein negatives EBITDA.*

Es lässt sich schliessen, dass eine hohe Fremdkapitalquote nicht zwingend einen Einfluss auf die finanzielle Stabilität hat. Die Hypothese 2 kann somit verworfen werden. Aufgrund dieser Erkenntnis wird in Hypothese 3 der Fokus auf den Anteil des verzinslichen Fremdkapitals gelegt.

### **Hypothese 3:**

**Die Immobilienbranche ist am stärksten von steigenden Zinsen betroffen.**

Der Fokus auf die Immobilienbranche wird dadurch motiviert, dass diese den mit Abstand höchsten Anteil an verzinslichem Fremdkapital zur Bilanzsumme aufweist. Im Jahr 2022 beträgt das verzinsliche Fremdkapital der Immobilienbranche rund 38 %. Der Durchschnitt aller Branchen liegt bei rund 25 % und die Kommunikationsbranche hat den zweithöchsten Anteil mit 29.5 %. Im folgenden Abschnitt wird deswegen der Anteil der Zinsen am EBITDA der Immobilienbranche über die Jahre analysiert.

Die Abbildung 93 zeigt das totale verzinsliche Fremdkapital, sowie die totale Bilanzsumme der Immobilienbranche pro Jahr. Zudem ist auch der Anteil des verzinslichen Fremdkapitals an der Bilanzsumme aufgezeigt. Dabei fällt auf, dass dieser Anteil des verzinslichen Fremdkapitals nur sehr wenig schwankt. Auch bei grossen Veränderungen der Bilanzsumme bleibt der Anteil des verzinslichen Fremdkapitals jeweils ziemlich konstant. Der Anteil des verzinslichen Fremdkapitals der Immobilienunternehmen bewegte sich über die letzten 10 Jahre jeweils zwischen 36 % und 40 %. Dies zeigt, dass dieser Anteil an verzinslichem Fremdkapital für die Unternehmen ein gewisser Richtwert darstellen dürfte.

**Abbildung 93: Verzinsliches Fremdkapital, Bilanzsumme und Anteil verzinsliches Fremdkapital der Immobilienbranche von 2013 bis 2022** (Datenquelle: Bloomberg)

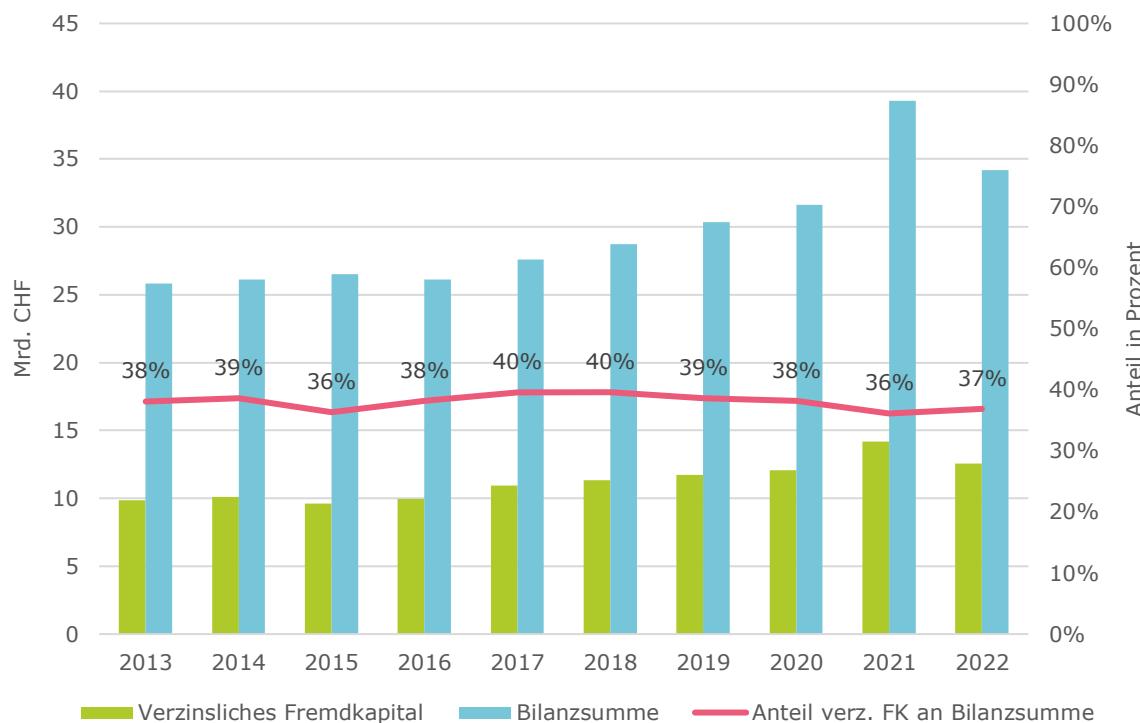
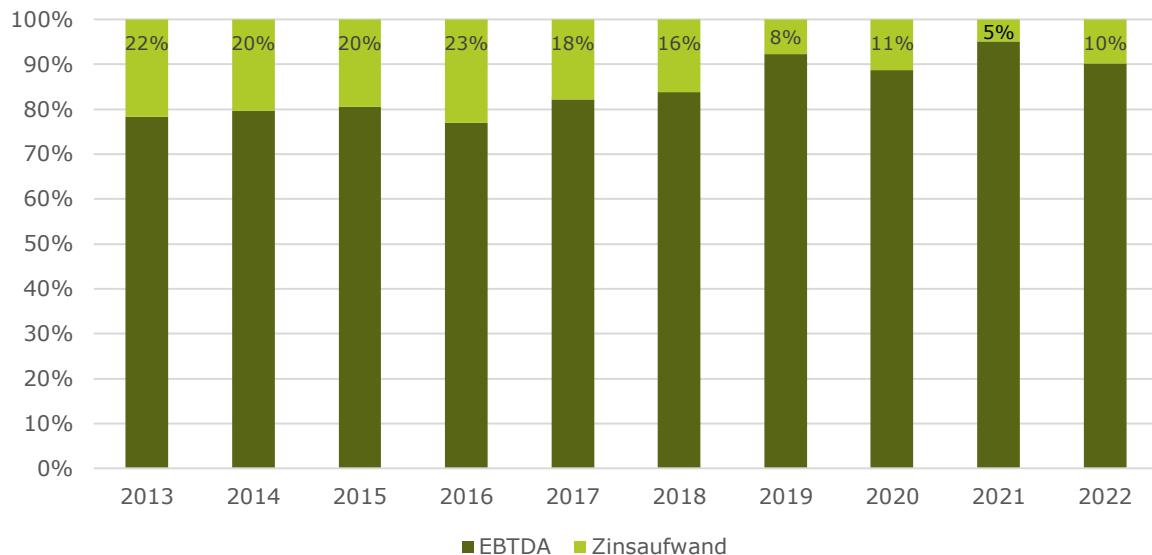


Abbildung 94 zeigt den Anteil des Zinsaufwand und EBTDA (Earnings Before Taxes, Depreciation and Amortization). Das heisst, dass diese Grafik den Zinsaufwand (Interest) beim EBITDA der Immobilienbranche separat darstellt.

Bei dieser Betrachtung fällt auf, dass in den Jahren 2013 bis 2016 der Zinsaufwand rund 20 % oder mehr des EBITDA ausmachte. Daraufhin ist ein Trend zur Verringerung des Anteils vom Zinsaufwand am EBITDA ausmachbar. Die Verzögerung der Abnahme des Anteils der Zinskosten am EBITDA nach der Einführung von Negativzinsen im Jahr 2015 kann darauf zurückzuführen sein, dass das verzinsliche Fremdkapital längerfristiger Natur ist. Dies zeigt sich auch bei der näheren Betrachtung der Aufteilung des verzinslichen Fremdkapitals. Die Immobilienbranche hat im Jahr 2022 rund 66 % langfristig verzinsliches Fremdkapital und somit rund 34 % kurzfristig verzinsliches Fremdkapital.

Aufgrund der Aufteilung des EBITDA und des Anteils von verzinslichem Fremdkapital in der Bilanzsumme kann vermutet werden, dass die Immobilienbranche anfällig auf Zinserhöhungen sein könnte. Dies ist insbesondere beim Anteil des Zinsaufwandes am EBITDA in den Jahren vor der Einführung des Negativzinses ersichtlich. Die Anteile in diesen Jahren betrugen rund 20 % und im Jahr 2022 rund 10 %. Ob die Veränderung des Zinsaufwandes vom Geschäftsjahr 2022 zum 2021 der Zinskosten geschuldet ist, kann mit dieser Analyse nicht abschliessend beurteilt werden. Aufgrund des kurzfristigen Fremdkapitals könnte dies jedoch eine Ursache sein. Aus diesem Grund wird die Hypothese zum jetzigen Zeitpunkt weder verworfen noch angenommen.

**Abbildung 94: Anteil Zinsaufwand und EBTDA der Immobilienbranche von 2013 bis 2022**  
(Datenquelle: Bloomberg)



# Literaturverzeichnis

AMAG Leasing AG. (Ohne Datum). Investor Relations AMAG Leasing AG. Abgerufen am 12.04.2023 von <https://www.amag-leasing.ch/de/investor-relations>

Baker, M. & Wurgler, J. (2002, Februar). Market Timing and Capital Structure. The Journal of Finance. [https://www.hbs.edu/ris/Publication%20Files/CapitalStructure\\_27299fdc-42fa-4a25-a869-b3907cd4f7eb.pdf](https://www.hbs.edu/ris/Publication%20Files/CapitalStructure_27299fdc-42fa-4a25-a869-b3907cd4f7eb.pdf)

Bosshard, S. (2022). Was sind digitale Anleihen und wie werden sie den Finanzmarkt prägen? Publiziert in: Birrer, T.K., Bauer, M. und Rupp M. (2022). IFZ Finanzierungs- und Treasurystudie 2022. Rotkreuz: Hochschule Luzern. ISBN: 978-3-907379-02-8. S. 106-112.

Birrer, T.K., Bauer, M. und Rupp M. (2022). IFZ Finanzierungs- und Treasurystudie 2022. Rotkreuz: Hochschule Luzern. ISBN: 978-3-907379-02-8.

Climate Bonds Initiative (ohne Datum). Interactive Data Platform. Abgerufen am 20.05.2023 von <https://www.climatebonds.net/market/data/#country-map>

Haeberli, D. & Kramer S. (2022, 17. März). The evolution of Swiss structured covered bonds. IFLR. <https://www.iflr.com/article/2a647jipe3beiloviqscg/the-evolution-of-swiss-structured-covered-bonds>

iMi Blockchain. (2020). DISTRIBUTED LEDGER TECHNOLOGIE (DLT) EINFACH ERKLÄRT. Abgerufen am 20.04.2023 von <https://imiblockchain.com/de/distributed-ledger-technologie/>

KPMG. (2023). Vorläufige Einigung über EU Green Bond Standard. Abgerufen am 20.05.2023 von <https://kpmg.com/at/de/home/insights/2023/03/fsn-vorlaeufige-einigung-ueber-eu-green-bond-standard.html>

Plé, J. (2022, 18. Juli). Wie man das Greenium misst. AXA Investment Managers. <https://www.axa-im.de/nachrichten-und-insights/aktuelles-zu-unseren-anlagestrategien/berichte-unserer-fondsmanager/fixed-income/wie-man-das-greenium-misst>

Schweizerische Nationalbank. (ohne Datum). Aktuelle Zinssätze und Devisenkurse. Abgerufen am 16. Mai 2023 von [https://www.snb.ch/de/iabout/stat/statrep/id/current\\_interest\\_exchange\\_rates#t2](https://www.snb.ch/de/iabout/stat/statrep/id/current_interest_exchange_rates#t2)

Schweizerische Nationalbank. (2023). SNB-repofähige Effekten. Abgerufen am 20.04.2023 von [https://www.snb.ch/de/ifor/finmkt/operat/snbgc/id/finmkt\\_repos\\_baskets](https://www.snb.ch/de/ifor/finmkt/operat/snbgc/id/finmkt_repos_baskets)

SIMFA (2022). Capital Markets Fact Book. Abgerufen am 20.05.2023 von <https://www.sifma.org/resources/research/fact-book/>

SIX Digital Exchange. (2022). UBS launches world's first native digital bond with intended dual listing and trading on SIX Digital Exchange and SIX Swiss Exchange. Abgerufen am 20.04.2023 von <https://www.sdx.com/news/ubs-launches-first-digital-bond/>

SIX Digital Exchange. (2023a). Benvenuta Lugano! The city of Lugano issues its first native digital bond on SDX with ZKB as Sole Lead Manager. Abgerufen am 20.04.2023 von <https://www.sdx.com/news/benvenuta-lugano/>

SIX Digital Exchange. (2023b). First digital bond approved for SNB General Collateral Basket. Abgerufen am 20.04.2023 von <https://www.sdx.com/news/first-digital-bond-approved-for-snb-general-collateral-basket/>

SIX-Group. (2021). SIX Digital Exchange erhält aufsichtsrechtliche Genehmigung von FINMA. Abgerufen am 20.04.2023 von <https://www.six-group.com/de/newsroom/media-releases/2021/20210910-sdx-finma-approval.html>

UNDP. (2022). Identifying the 'greenium'. Abgerufen am 15.04.2023 von <https://www.undp.org/blog/identifying-greenium>

ZKB (2023). Ein Rückblick auf das vergangene Jahr und die Aussichten und Erwartungen für das Jahr 2023. Zürich, 3. Januar 2023.

## **Teil VI – Gastartikel**

# 1 Swiss debt issuance remains strong in midst of tight debt capital markets

*Timo Fittig and Sven Reinke, Moody's*  
First published on 31 May 2023

## Summary

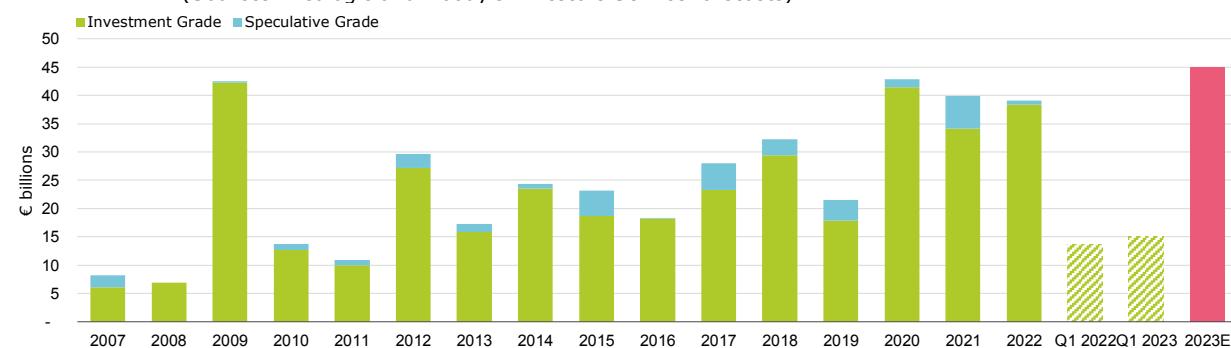
- **Bond issuance to resume growth in 2023 as investment-grade companies refinance maturing debt.** Moody's expect Swiss bond issuance to rise towards €45 billion this year, above the 2009 record high, after broadly flat volumes over the past two years. Issuance in the first quarter of 2023 was up 10 % year-on-year to just over €15 billion compared with a 12 % fall in Europe. A high level of predominantly investment-grade bond maturities in 2023 and 2024 should drive Swiss bond issuance for the rest of this year and next. A few large international corporations, including two pharmaceuticals giants, are among the repeat borrowers that will continue to support issuance.
- **Loan issuance to fall from last year's record high as mix shifts back to speculative-grade.** Moody's expect loan issuance will be around €10 billion in 2023, below last year's all-time high of nearly €19 billion. Unlike previous years, loan issuance in 2022 was fuelled by investment-grade companies. This year, we expect the issuance mix will return to being dominated by speculative-grade loans. UBS Group AG's (UBS, A3 negative) acquisition of Credit Suisse Group AG (Credit Suisse, Baa2 review for upgrade) could also have a small adverse impact on issuance. Schuldschein loans are an alternative source of funding, although to a lesser extent compared with Switzerland's neighbours.
- **Sustainable bond issuance in Switzerland remains quite low compared with other European countries.** Moody's expect the volume of new sustainable bonds raised by Swiss issuers, including corporates, will increase this year compared with 2022, after reaching nearly €1 billion in the first quarter. Issuance in 2022 was €2.8 billion, down from €4.1 billion in 2021 and €4.2 billion in 2020, a record year. The share of sustainable bonds in total bond issuance is lower in Switzerland than other European countries. However, an increasing number of issuers are turning to sustainability-linked bonds, where the issuer links sustainability performance to the bond's interest rate.
- **Credit quality of Swiss companies remains solid.** The average credit quality of rated Swiss companies is higher than the wider rated EMEA universe and has remained resilient despite a turbulent global economic environment. Moody's expect ratings, on average, to remain at least stable or even improve over the next 12-18 months. This will support debt issuance in 2023 and beyond.

## 1.1 Bond issuance to resume growth in 2023 as investment-grade companies refinance maturing debt

We expect Swiss bond issuance to start growing again in 2023 after remaining broadly flat over the past two years. Issuance is likely to head to around €45 billion, above the 2009 record high of €42.5 billion, driven by investment-grade companies refinancing maturing debt. Issuance in the first quarter of 2023 was up 10 % year-on-year to just over €15 billion compared with a 12 % fall in Europe.

Last year, total bond issuance in Switzerland was relatively stable at €39.0 billion, despite very difficult debt market conditions globally. That level was down 2 % from €39.9 billion in 2021 (see Figure 95). Last year's Swiss bond issuance compares strongly against other European countries such as Germany, where volumes fell 29 %, France down 35 % and the UK down 26 %.

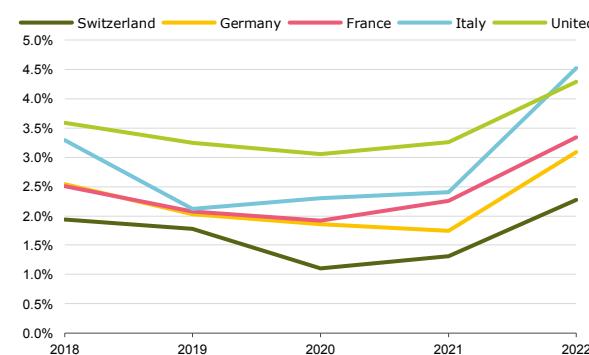
**Figure 95: Bond issuance to rise in 2023 despite tighter market conditions**  
(Sources: Dealogic and Moody's Investors Service forecasts)



The average yield to maturity for new bonds issued in Switzerland in 2022 remained low compared with other European countries, although it still increased steeply by around 100 basis points year-on-year to 2.3 % (see Figure 96). The average yield for bonds issued in 2022 in the UK, for instance, was double that at 4.5 %. Although we expect the average yield for new bonds issued in Switzerland to increase further to around 3.0 % in 2023, the comparatively low financing costs will continue to support bond issuance.

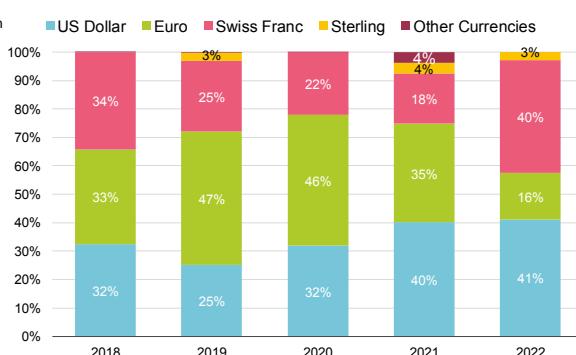
**Figure 97: Swiss bond yields remain significantly lower than other European markets**

Average yields to maturity for corporate bonds issued by year and country (Source: Dealogic)



**Figure 96: About one third of bonds were issued in Swiss francs over the past five years on average**

Currency of corporate bonds issued by year (Source: Dealogic)

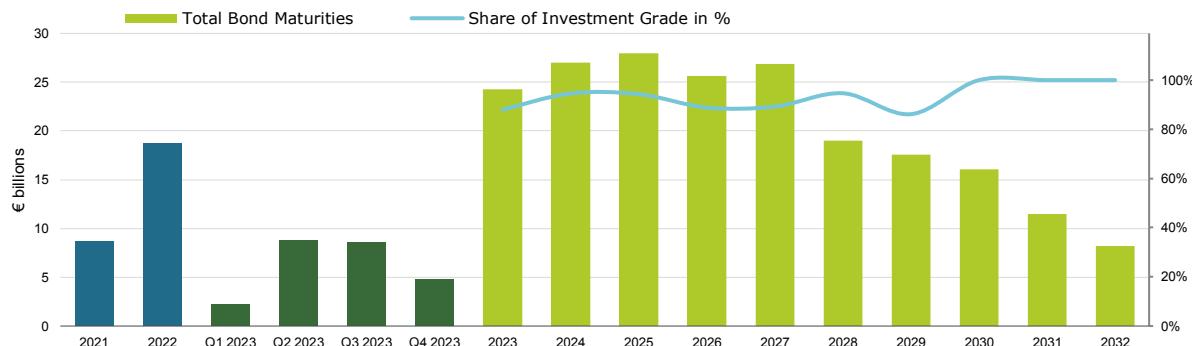


One of the main reasons for the difference in yields is the Swiss National Bank's (SNB) policy rate, which remains substantially below that of its European counterparts. In March 2023, the SNB raised its core interest rate to 1.5 %. By comparison, the European Central Bank raised its main interest rate to 3.75 % in May and the Bank of England increased its rate to 4.5 % that month. Another factor for the relatively low yields is the bond issuance mix which is dominated by investment-grade companies, reflecting the high average credit quality of Swiss companies.

The US dollar, euro and Swiss franc dominate new bond issuance in Switzerland, accounting for 97 % of annual issuance on average in the past five years (see Figure 97). The Swiss franc significantly strengthened against the euro during 2022, reaching and maintaining about parity with the currency, and also gained against the dollar on average in the year. The Swiss currency's strength was likely a key factor for the changed currency mix in 2022, with an increased share of bonds issued in Swiss francs.

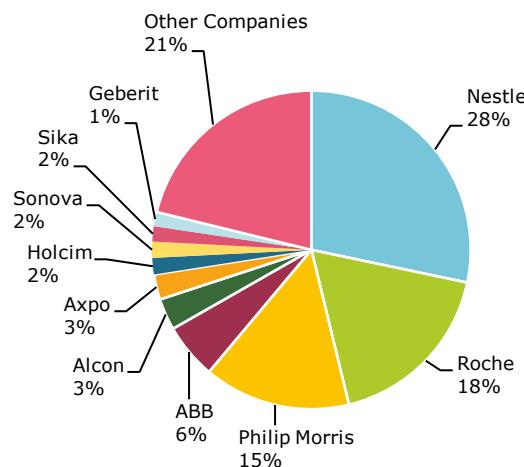
A high level of bond maturities in 2023 and 2024 will drive strong issuance levels. Around 90 % of bonds maturing are investment-grade (see Figure 98). While highly rated companies often refinance their debt closer to maturity or redeem it with cash on their balance sheets, we would expect that most speculative-grade debt falling due in 2023 and 2024 has already been refinanced by now.

**Figure 98: Around 90 % of bonds maturing over the next five years are investment grade Swiss corporate bond maturities from 2021 to 2032** (Source: Dealogic)



In 2022, just five of the largest companies with headquarters in Switzerland were responsible for 70 % of bond issuance in the country (see Figure 99). They are: Philip Morris International Inc. (A2 stable), Nestlé S.A. (Aa3 stable), Roche Holding AG (Aa2 stable), ABB Ltd (A3 stable) and Alcon Inc. (Baa2 stable). Other top-ten issuers were energy company Axpo Holding AG, building materials producer Holcim Ltd. (Baa1 stable), specialty chemicals company Sika AG and sanitary parts and systems manufacturer Geberit AG.

**Figure 99: Five of Switzerland's largest companies accounted for over two-thirds of 2022 bond issuance** Swiss corporate bond issuance by company (Source: Dealogic)



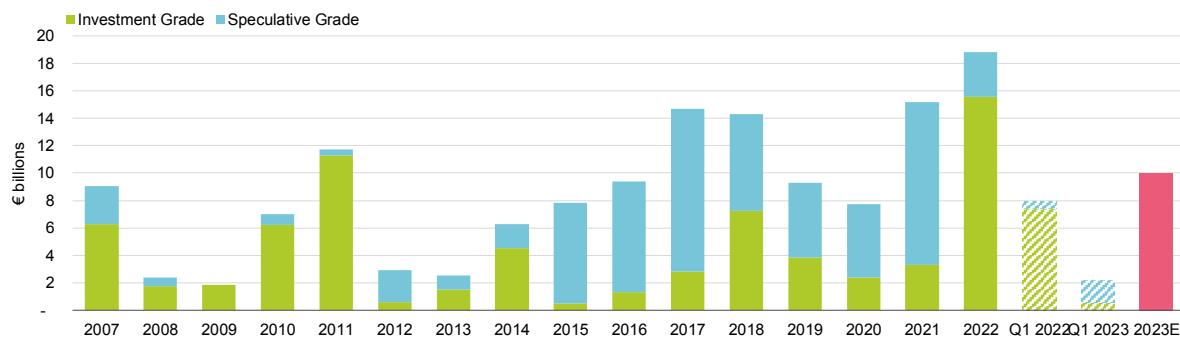
The pharmaceuticals and healthcare sector is one of the main driving forces of issuance and includes Novartis AG (A1 positive), one of the largest pharmaceutical companies globally, alongside Roche and Alcon. Other large bond issuers in previous years include Swiss telecommunications operator Swisscom AG (A1 stable), global natural resources group Glencore plc (Baa1 positive), flavour and fragrances producer Givaudan SA (Baa1 stable) and the luxury goods holding Compagnie Financiere Richemont SA. These companies account for, on average, 60 % of bond maturities in the years 2023 to 2025 with a combined €48 billion worth of bonds maturing. Supported by their strong credit quality, we expect that the companies will be willing and able to refinance those bonds as they fall due over the next three years. This would produce new bond issuance of at least €15 billion per year. Business expansion and M&A could also drive additional issuance from these companies.

## 1.2 Loan issuance to fall from last year's record high as mix shifts back to speculative-grade

We expect loan issuance will fall to around €10 billion in 2023 from last year's all-time high of nearly €19 billion. This is because more than 80 % of issuance in 2022 came from just four companies, which will not necessarily be repeated, and loan maturities of €2.2 billion in 2023 and €1.7 billion in 2024 are quite low so there will be little need for refinancing. We expect most loans will be issued by speculative-grade companies, unlike last year. In the first quarter of 2023, around three-quarters of the €2.1 billion of new loans were issued by speculative-grade companies.

Last year, loan issuance rose by 24 % from the prior year to €18.8 billion. Issuance was very strong despite the tougher financing conditions because the mix of issuers had shifted towards investment-grade companies. They accounted for 83 % of new loans raised, a reversal of previous years when speculative-grade companies issued the majority of loans (see Figure 100). Overall, loans remain an important source of capital for Swiss companies and represented one third of combined funds raised through bonds and loans in 2022, a similar mix to Germany. By contrast, loans played a bigger role in France and the UK, with bond and loan issuance nearly balanced.

**Figure 100: Investment-grade loans propped up issuance in 2022, a reversal of previous years**  
 Swiss corporate loan issuance (Sources: Dealogic and Moody's Investors Service forecasts)

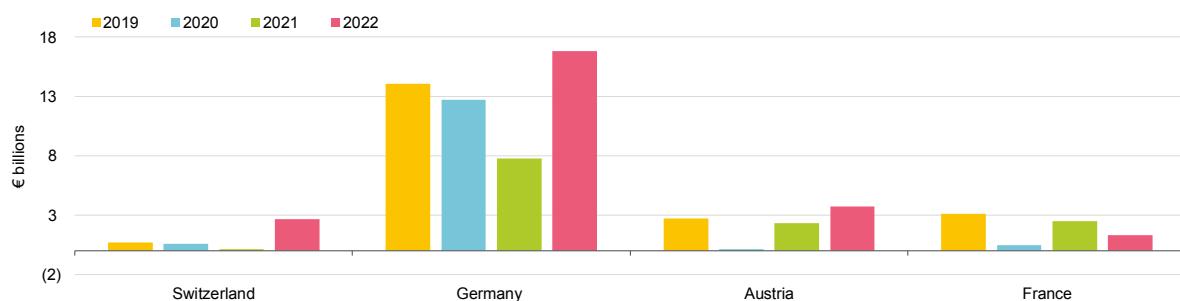


The bulk of the €18.8 billion of loans issued in 2022 came from four large companies. Vitol SA, the world's largest independent commodity trader, issued an equivalent of €6.9 billion of new term loans in the first quarter of 2022 to support its significantly increased trading activity following the start of the Russia-Ukraine war. Further larger loan issuance included Philip Morris with €5.5 billion, Viking Cruises Ltd (B3 stable) with €1.8 billion and Unilabs Diagnostics AB with €1.8 billion.

We also expect that UBS's takeover of Credit Suisse might negatively affect loan issuance in Switzerland, as a result of a potentially more restrictive lending policy of the combined banking group. As a consequence, Swiss companies may need to shift to alternative sources of funding such as bonds or even Schuldchein loans, although other financial institutions could fill any void.

Aside from the traditional bond and syndicated loans, the placement of Schuldchein loans is an alternative source of funds for Swiss companies. Its distinguishing features include leaner documentation requirements, low issuance costs and access to a different investor base. These features make Schuldchein loans appealing especially for medium-sized and nonrated companies, but also larger corporate issuers. In 2022, Swiss companies issued nearly €2.7 billion worth of such loans, up from virtually no issuance in 2021 and just under €1 billion in 2020 (see Figure 101).

**Figure 101: Switzerland was the third-largest market for Schuldchein issuance in 2022**  
 Swiss corporate Schuldchein issuance (Source: Dealogic)



Switzerland is among the biggest markets for Schuldchein issuance globally, and in 2022 was just behind Austria, with around €3.7 billion issued, and the much bigger market leader Germany with nearly €17 billion. The largest Swiss Schuldchein transactions in 2022 included placements by Holcim with an equivalent of €655 million and SIG Group AG (Ba1 stable) with €650 million. We expect Schuldchein will remain a relevant source of funding in 2023 and beyond, particularly for Ba-rated and investment-grade companies as well as unrated companies with high credit quality.

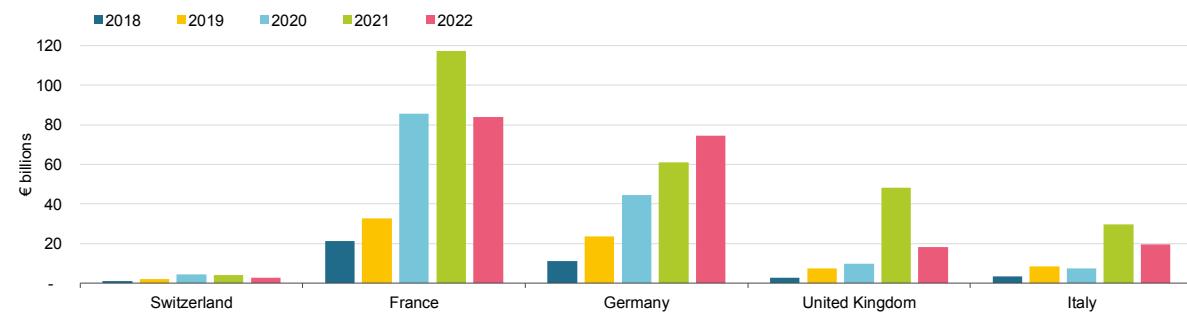
### 1.3 Sustainable bond issuance in Switzerland remains quite low compared with other European countries

Sustainable bond issuance continues to make up a small share of total debt volumes raised in Switzerland, accounting for about 5 % of total bond issuance in 2022. Total sustainable bond issuance fell by 31 % to €2.8 billion last year from €4.1 billion in 2021, which was near the record level of €4.2 billion achieved in 2020. After reaching more than €0.9 billion in the first three months of this year, we expect sustainable bond issuance to grow again to over €3 billion in 2023.

All sustainable bonds issued in Switzerland in 2022 were green bonds, while in other countries social, sustainability and sustainability-linked bonds were also part of the issuance mix. Although the amount of sustainable bonds remained low in Switzerland, an increasing number of issuers are turning to sustainability-linked bonds, where the issuer links sustainability performance to the bond's interest rate.

Compared with Switzerland, sustainable bonds make up a substantially higher portion of overall bond issuance in other European countries. This includes the two biggest sustainable bond-issuing countries France and Germany, which significantly outperformed Switzerland in terms of issuance, even when adjusting for the smaller size of the Swiss economy (see Figure 102). Similar to overall bond issuance, in most European countries the issuance of sustainable bonds slowed in 2022, with the exception of Germany.

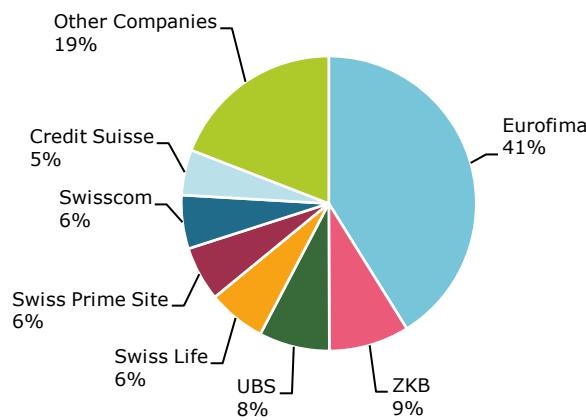
**Figure 102: Sustainable bond volumes remain small in the Swiss debt market**  
Sustainable bond issuance in selected European countries (Source: Dealogic)



*Remark: Includes issuance by financial institutions and governments*

The single-largest issuer of green bonds in Switzerland over the past three years was the European supranational organisation Eurofima (Aa2 stable). It raised around €4.6 billion between 2020 to 2022, accounting for 41 % of total Swiss sustainable bond issuance (see Figure 103). Other big issuers of green bonds include the banks Zürcher Kantonalbank (ZKB, Aaa stable) and UBS. Among nonfinancial corporates, Swiss Prime Site AG (A3 stable) leads the list of sustainable bond issuers with €0.7 billion of green funds raised over the past three years, closely followed by Swisscom which also issued around €0.7 billion.

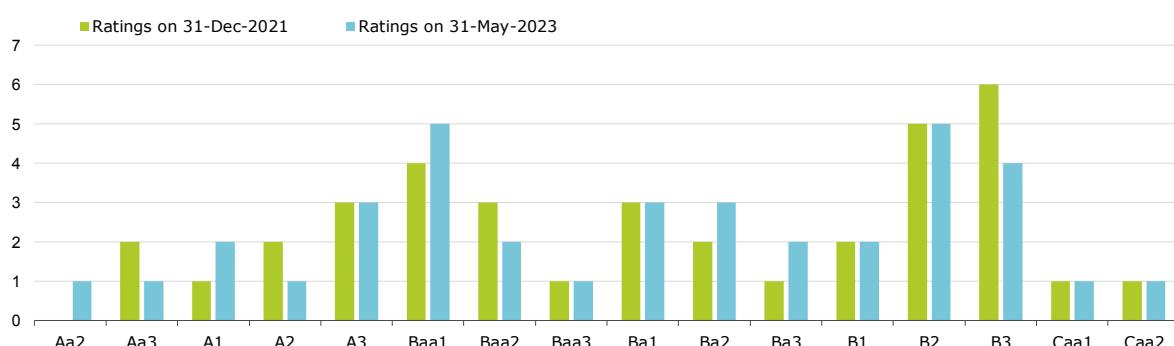
**Figure 103: Financial institutions are among the repeat issuers of green bonds**  
 Swiss sustainable bond issuance by institution 2020-2022 (Source: Dealogic)



## 1.4 Credit quality of Swiss companies remains solid

The average credit quality of the 43 Swiss companies that we rate has been quite stable over the past one and a half years, as a comparison of the ratings distribution at the end of 2021 with May 2023 shows (see Figure 104). Most rated Swiss companies are global businesses which have proved to be very resilient in a difficult macroeconomic environment, which saw the G-20 real GDP growth slowing to just 2.7 % in 2022, down from 6.2 % in the prior year. The ratings of the 43 companies are almost evenly distributed between investment-grade (42 %) and speculative-grade (58 %). Just under 40 % of companies are rated B1 or lower, indicating a relatively high average credit quality. This compares favourably with the ratings distribution of all corporate ratings in EMEA, where about two-thirds are speculative-grade and more than half are B1 or below.

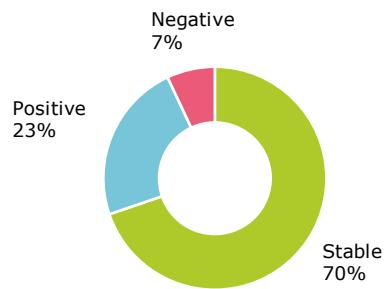
**Figure 104: Ratings of Swiss companies have remained stable despite a difficult economic environment**  
 Ratings distribution for Swiss companies (Source: Moody's Investors Service)



More than two thirds of rated Swiss companies have a stable outlook and 23 %, or ten companies, have a positive outlook on their ratings. Just three, or 7 %, of companies have a negative outlook (see Figure 105). This shows that we expect their overall credit quality to at least remain stable and even improve slightly from where the ratings are today. This is contrary to the trends for

companies in the wider EMEA portfolio, where negative rating actions dominated 2022 and 2023 to date, especially in the speculative-grade universe.

**Figure 105: Outlooks of Swiss rated companies indicate some improvement in credit quality**  
Outlook distribution for Swiss corporates (Source: Moody's Investors Service)



The above-average credit quality of Swiss rated companies, the substantial amount of upcoming bond maturities and the comparably more benign debt capital market conditions in Switzerland underpin our expectation of solid bond and loan issuance in 2023 and 2024. While the developments leading to UBS's takeover of its distressed peer Credit Suisse initially caused some anxiety among investors globally, we do not expect any lasting disruption to Swiss debt capital markets.

## Appendix

### Rated Swiss companies

Entity Name	Rating	Outlook	Industry Sector
ABB Ltd	A3	Stable	Manufacturing
Adecco Group AG	Baa1	Stable	Business and Consumer Service
Alcon Inc.	Baa2	Stable	Medical Product & Device
Archroma Holdings Sarl	B2	Positive	Chemical
ARK HOLDING S.A R.L.	B2	Stable	Software
Barry Callebaut AG	Baa3	Positive	Protein and Agriculture
Breitling Holdings S.a r.l.	B2	Stable	Consumer Durables
Cerdia Holding S.a r.l.	B4	Negative	Manufacturing
Clariant AG	Ba1	Positive	Chemical
Coca-Cola HBC AG	Baa1	Stable	Soft Beverage
Covis Midco 2 S.a r.l.	Caa3	Negative	Pharmaceutical
DSM-Firmenich AG	A3	Stable	Chemical
Dufry AG	Ba3	Positive	Retail
Garrett Motion Inc.	Ba2	Stable	Automotive Supplier
gategroup Holding AG	Caa2	Stable	Business and Consumer Service
Givaudan SA	Baa1	Stable	Chemical
Glencore plc	Baa1	Positive	Mining
Herens Midco S.a.r.l.	B3	Stable	Chemical
Holcim Ltd.	Baa1	Stable	Building Materials
Luxembourg Investment Company 437 S.a r.l.	B2	Stable	Chemical
Matterhorn Telecom Holding SA	B2	Stable	Telecommunications
Nestle S.A.	Aa3	Stable	Consumer Packaged Goods
Novartis AG	A1	Positive	Pharmaceutical
Particle Investments S.a.r.l.	B2	Stable	Software
Peach Property Group AG	Ba2	Negative	REITs and Other Commercial Real Estate Firms
Philip Morris International Inc.	A2	Stable	Consumer Packaged Goods
PSP Swiss Property AG	A3	Stable	REITs and Other Commercial Real Estate Firms
Rainbow UK MidCo 2 Ltd	B2	Positive	Consumer Packaged Goods
Roche Holding AG	Aa2	Stable	Pharmaceutical
Selecta Group B.V.	Caa1	Stable	Business and Consumer Service
SGS SA	A3	Stable	Business and Consumer Service
SIG Group AG	Ba1	Stable	Packaging
Sportradar Group AG	Ba3	Stable	Business and Consumer Service
STMicroelectronics N.V.	Baa2	Positive	Semiconductors
Sunshine Luxembourg VII SARL	B3	Stable	Pharmaceutical
Swiss Prime Site AG	A3	Stable	REITs and Other Commercial Real Estate Firms
Swisscom AG	A1	Stable	Telecommunications
Syngenta AG	Ba1	Positive	Chemical
Titan Holdings II B.V.	B3	Stable	Packaging
UPC Holding B.V.	B1	Stable	Telecommunications
VAT Group AG	Ba2	Positive	Semiconductors
Verisure Midholding AB	B1	Stable	Business and Consumer Service
Viking Cruises Ltd	B3	Stable	Business and Consumer Service

© 2023 Moody's Corporation, Moody's Investors Service, Inc., Moody's Analytics, Inc. and/or their licensors and affiliates (collectively, "MOODY'S"). All rights reserved.

CREDIT RATINGS ISSUED BY MOODY'S CREDIT RATINGS AFFILIATES ARE THEIR CURRENT OPINIONS OF THE RELATIVE FUTURE CREDIT RISK OF ENTITIES, CREDIT COMMITMENTS, OR DEBT OR DEBT-LIKE SECURITIES, AND MATERIALS, PRODUCTS, SERVICES AND INFORMATION PUBLISHED BY MOODY'S (COLLECTIVELY, "PUBLICATIONS") MAY INCLUDE SUCH CURRENT OPINIONS. MOODY'S DEFINES CREDIT RISK AS THE RISK THAT AN ENTITY MAY NOT MEET ITS CONTRACTUAL FINANCIAL OBLIGATIONS AS THEY COME DUE AND ANY ESTIMATED FINANCIAL LOSS IN THE EVENT OF DEFAULT OR IMPAIRMENT. SEE APPLICABLE MOODY'S RATING SYMBOLS AND DEFINITIONS PUBLICATION FOR INFORMATION ON THE TYPES OF CONTRACTUAL FINANCIAL OBLIGATIONS ADDRESSED BY MOODY'S CREDIT RATINGS. CREDIT RATINGS DO NOT ADDRESS ANY OTHER RISK, INCLUDING BUT NOT LIMITED TO: LIQUIDITY RISK, MARKET VALUE RISK, OR PRICE VOLATILITY. CREDIT RATINGS, NON-CREDIT ASSESSMENTS ("ASSESSMENTS"), AND OTHER OPINIONS INCLUDED IN MOODY'S PUBLICATIONS ARE NOT STATEMENTS OF CURRENT OR HISTORICAL FACT. MOODY'S PUBLICATIONS MAY ALSO INCLUDE QUANTITATIVE MODEL-BASED ESTIMATES OF CREDIT RISK AND RELATED OPINIONS OR COMMENTARY PUBLISHED BY MOODY'S ANALYTICS, INC. AND/OR ITS AFFILIATES. MOODY'S CREDIT RATINGS, ASSESSMENTS, OTHER OPINIONS AND PUBLICATIONS DO NOT CONSTITUTE OR PROVIDE INVESTMENT OR FINANCIAL ADVICE, AND MOODY'S CREDIT RATINGS, ASSESSMENTS, OTHER OPINIONS AND PUBLICATIONS ARE NOT AND DO NOT PROVIDE RECOMMENDATIONS TO PURCHASE, SELL, OR HOLD PARTICULAR SECURITIES. MOODY'S CREDIT RATINGS, ASSESSMENTS, OTHER OPINIONS AND PUBLICATIONS DO NOT COMMENT ON THE SUITABILITY OF AN INVESTMENT FOR ANY PARTICULAR INVESTOR. MOODY'S ISSUES ITS CREDIT RATINGS, ASSESSMENTS AND OTHER OPINIONS AND PUBLISHES ITS PUBLICATIONS WITH THE EXPECTATION AND UNDERSTANDING THAT EACH INVESTOR WILL, WITH DUE CARE, MAKE ITS OWN STUDY AND EVALUATION OF EACH SECURITY THAT IS UNDER CONSIDERATION FOR PURCHASE, HOLDING, OR SALE.

MOODY'S CREDIT RATINGS, ASSESSMENTS, OTHER OPINIONS, AND PUBLICATIONS ARE NOT INTENDED FOR USE BY RETAIL INVESTORS AND IT WOULD BE RECKLESS AND INAPPROPRIATE FOR RETAIL INVESTORS TO USE MOODY'S CREDIT RATINGS, ASSESSMENTS, OTHER OPINIONS OR PUBLICATIONS WHEN MAKING AN INVESTMENT DECISION. IF IN DOUBT YOU SHOULD CONTACT YOUR FINANCIAL OR OTHER PROFESSIONAL ADVISER.

ALL INFORMATION CONTAINED HEREIN IS PROTECTED BY LAW, INCLUDING BUT NOT LIMITED TO, COPYRIGHT LAW, AND NONE OF SUCH INFORMATION MAY BE COPIED OR OTHERWISE REPRODUCED, REPACKAGED, FURTHER TRANSMITTED, TRANSFERRED, DISSEMINATED, REDISTRIBUTED OR RESOLD, OR STORED FOR SUBSEQUENT USE FOR ANY SUCH PURPOSE, IN WHOLE OR IN PART, IN ANY FORM OR MANNER OR BY ANY MEANS WHATSOEVER, BY ANY PERSON WITHOUT MOODY'S PRIOR WRITTEN CONSENT.

MOODY'S CREDIT RATINGS, ASSESSMENTS, OTHER OPINIONS AND PUBLICATIONS ARE NOT INTENDED FOR USE BY ANY PERSON AS A BENCHMARK AS THAT TERM IS DEFINED FOR REGULATORY PURPOSES AND MUST NOT BE USED IN ANY WAY THAT COULD RESULT IN THEM BEING CONSIDERED A BENCHMARK.

All information contained herein is obtained by MOODY'S from sources believed by it to be accurate and reliable. Because of the possibility of human or mechanical error as well as other factors, however, all information contained herein is provided "AS IS" without warranty of any kind. MOODY'S adopts all necessary measures so that the information it uses in assigning a credit rating is of sufficient quality and from sources MOODY'S considers to be reliable including, when appropriate, independent third-party sources. However, MOODY'S is not an auditor and cannot in every instance independently verify or validate information received in the credit rating process or in preparing its Publications.

To the extent permitted by law, MOODY'S and its directors, officers, employees, agents, representatives, licensors and suppliers disclaim liability to any person or entity for any indirect, special, consequential, or incidental losses or damages whatsoever arising from or in connection with the information contained herein or the use of or inability to use any such information, even if MOODY'S or any of its directors, officers, employees, agents, representatives, licensors or suppliers is advised in advance of the possibility of such losses or damages, including but not limited to: (a) any loss of present or prospective profits or (b) any loss or damage arising where the relevant financial instrument is not the subject of a particular credit rating assigned by MOODY'S.

To the extent permitted by law, MOODY'S and its directors, officers, employees, agents, representatives, licensors and suppliers disclaim liability for any direct or compensatory losses or damages caused to any person or entity, including but not limited to by any negligence (but excluding fraud, willful misconduct or any other type of liability that, for the avoidance of doubt, by law cannot be excluded) on the part of, or any contingency within or beyond the control of, MOODY'S or any of its directors, officers, employees, agents, representatives, licensors or suppliers, arising from or in connection with the information contained herein or the use of or inability to use any such information.

NO WARRANTY, EXPRESS OR IMPLIED, AS TO THE ACCURACY, TIMELINESS, COMPLETENESS, MERCHANTABILITY OR FITNESS FOR ANY PARTICULAR PURPOSE OF ANY CREDIT RATING, ASSESSMENT, OTHER OPINION OR INFORMATION IS GIVEN OR MADE BY MOODY'S IN ANY FORM OR MANNER WHATSOEVER.

Moody's Investors Service, Inc., a wholly-owned credit rating agency subsidiary of Moody's Corporation ("MCO"), hereby discloses that most issuers of debt securities (including corporate and municipal bonds, debentures, notes and commercial paper) and preferred stock rated by Moody's Investors Service, Inc. have, prior to assignment of any credit rating, agreed to pay to Moody's Investors Service, Inc. for credit ratings opinions and services rendered by it fees ranging from \$1,000 to approximately \$5,000,000. MCO and Moody's Investors Service also maintain policies and procedures to address the independence of Moody's Investors Service credit ratings and credit rating processes. Information regarding certain affiliations that may exist between directors of MCO and rated entities, and between entities who hold credit ratings from Moody's Investors Service, Inc. and have also publicly reported to the SEC an ownership interest in MCO of more than 5%, is posted annually at [www.moodys.com](http://www.moodys.com) under the heading "Investor Relations — Corporate Governance — Charter Documents - Director and Shareholder Affiliation Policy."

Additional terms for Australia only: Any publication into Australia of this document is pursuant to the Australian Financial Services License of MOODY'S affiliate, Moody's Investors Service Pty Limited ABN 61 003 399 657 AFSL 336969 and/or Moody's Analytics Australia Pty Ltd ABN 94 105 136 972 AFSL 383569 (as applicable). This document is intended to be provided only to "wholesale clients" within the meaning of section 761G of the Corporations Act 2001. By continuing to access this document from within Australia, you represent to MOODY'S that you are, or are accessing the document as a representative of, a "wholesale client" and that neither you nor the entity you represent will directly or indirectly disseminate this document or its contents to "retail clients" within the meaning of section 761G of the Corporations Act 2001. MOODY'S credit rating is an opinion as to the creditworthiness of a debt obligation of the issuer, not on the equity securities of the issuer or any form of security that is available to retail investors.

Additional terms for Japan only: Moody's Japan K.K. ("MJKK") is a wholly-owned credit rating agency subsidiary of Moody's Group Japan G.K., which is wholly-owned by Moody's Overseas Holdings Inc., a wholly-owned subsidiary of MCO. Moody's SF Japan K.K. ("MSFJ") is a wholly-owned credit rating agency subsidiary of MJKK. MSFJ is not a Nationally Recognized Statistical Rating Organization ("NRSRO"). Therefore, credit ratings assigned by MSFJ are Non-NRSRO Credit Ratings. Non-NRSRO Credit Ratings are assigned by an entity that is not a NRSRO and, consequently, the rated obligation will not qualify for certain types of treatment under U.S. laws. MJKK and MSFJ are credit rating agencies registered with the Japan Financial Services Agency and their registration numbers are FSA Commissioner (Ratings) No. 2 and 3 respectively.

MJKK or MSFJ (as applicable) hereby disclose that most issuers of debt securities (including corporate and municipal bonds, debentures, notes and commercial paper) and preferred stock rated by MJKK or MSFJ (as applicable) have, prior to assignment of any credit rating, agreed to pay to MJKK or MSFJ (as applicable) for credit ratings opinions and services rendered by it fees ranging from JPY100,000 to approximately JPY550,000,000.

MJKK and MSFJ also maintain policies and procedures to address Japanese regulatory requirements.

## 2 Going Private vs. Staying Public – ein Langzeitvergleich

*Von Prof. Dr. Philipp Lütolf, Hochschule Luzern  
und Dr. Andreas Neumann, Zürcher Kantonalbank*

Dieser Beitrag besteht aus drei Abschnitten. Der erste Abschnitt «Einführung» enthält Definitionen der Begriffe «Going Private» und «Staying Public». Zudem werden die wichtigsten Elemente einer Going Private-Transaktion kurz erläutert. Im zweiten Abschnitt «Umfrage bei börsenkotierten Gesellschaften» werden die aufgrund einer Umfrage bei 42 CFOs SIX Swiss Exchange kotierter Unternehmen gewonnen Erkenntnisse zu den Gründen für ein Going Private bzw. für ein Staying Public präsentiert. Die Autoren haben vor zehn Jahren eine Liste mit 28 Going Private-Kandidaten erstellt. Im dritten Abschnitt «Markt für Going Private» wird aufgezeigt, was inzwischen aus diesen 28 Kandidaten geworden ist. Zudem wird das Kurstableau der SIX Swiss Exchange (nachfolgend z.T. auch SIX) nach allfälligen neuen Going Private-Kandidaten durchsucht.

### 2.1 Einführung

#### Begriff des Going Private

Ein Going Private zeichnet sich durch die beiden folgenden Elemente aus:

- Übernahme bzw. Kauf von sämtlichen sich im Publikum befindenden Aktien
- Dekotierung der Aktien

Um in den Besitz sämtlicher Aktien zu gelangen und damit den Status einer privaten Aktiengesellschaft zu erlangen, wird den Publikumsaktionären ein Kaufangebot für ihre Aktien unterbreitet. In Anlehnung an unsere Studien basierend auf den Umfragen in den Jahren 2003 und 2013 muss eine Transaktion die folgenden Kriterien erfüllen, um gemäss unserer Definition als klassisches Going Private zu qualifizieren:<sup>65</sup>

- Übernehmer ist an keiner Börse kotiert (somit kommen natürliche und juristische Personen in Frage)
- Zielgesellschaft ist an der SIX Swiss Exchange kotiert (bezüglich des Streubesitzanteils gibt es keine Einschränkungen)
- Abgeltung erfolgt ausschliesslich in Form einer Barzahlung (eine Abgeltung in Form von Aktien im Sinne eines Umtauschangebots oder einer Fusion ist ausgeschlossen)
- Dekotierung der Aktien von der SIX Swiss Exchange

Tabelle 17 zeigt an erster Stelle das Beispiel eines Going Private. In diesem Fall gehen sämtliche Aktien der Zielgesellschaft zum Anbieter über. Dieser ist nicht an einer Börse kotiert. Die Aktien der Zielgesellschaft werden dekotiert. In den weiteren drei Fällen handelt es sich nicht um ein echtes Going Private.

<sup>65</sup> Vgl. Lütolf, P. & Neumann, A. (2013), Seite 15f.

**Tabelle 17: Beispiel eines Going Private sowie von going private-ähnlichen Transaktionen<sup>66</sup>**

Nicht kotierter Anbieter	Kaufangebot mit Barabgeltung	Squeeze-out (Merger)	Dekotierung	Going Private
<b>Going Private</b>				
✓	✓	✓	✓	→ ✓

Die nicht kotierte Behr Bircher Cellpack (BBC) hat 2019 ein Kaufangebot in bar für die Aktien der Groupe Baumgartner Holding unterbreitet. Nach einem Squeeze-out-Verfahren wurden die Aktien von der SIX dekotiert. Sämtliche Aktien sind im Besitz der BBC.

<b>Übernahme durch einen börsenkotierten Anbieter (kein Going Private)</b>				
○	✓	✓	✓	→ ○

Die CSL Behring, ein indirekt beherrschtes Unternehmen der kotierten CSL Limited Australien, hat 2022 ein Kaufangebot in bar für die Aktien der Vifor Pharma unterbreitet. Nach einem Squeeze-out-Verfahren wurden die Aktien von der SIX dekotiert. Vifor Pharma ist als Teil der CSL-Gruppe nach wie vor indirekt an der Börse kotiert.

<b>Going Private-Versuch (kein Going Private)</b>				
✓	✓	○	✓	→ ○

Die JBF Finance hat 2022 ein Kaufangebot in bar für die Aktien der Bobst Group unterbreitet. Nach dem Kaufangebot hält JBF Finance rund 85% der Aktien von Bobst. Weder ein Squeeze-out noch ein Squeeze-out Merger ist möglich. Die Aktien wurden danach von der SIX dekotiert und sind inzwischen im ausserbörslichen Aktienmarkt (OTC) handelbar. Ein Teil der Aktien ist nach wie vor im Publikumsbesitz.

<b>Dekotierung und Aufnahme eines OTC-Handels – ohne vorgängiges Kaufangebot (kein Going Private)</b>				
○	○	○	✓	→ ○

Im Jahr 2019 hat die Cham Group ihre Aktien von der SIX dekotiert. Es hat vorgängig kein Kaufangebot stattgefunden. Die Aktien sind seither im ausserbörslichen Aktienmarkt (OTC) handelbar. Der Streubesitzanteil hat sich mit der Dekotierung nicht verändert.

In obiger Tabelle 17 sind auch «going private-ähnliche» Transaktionen aufgeführt. Dazu gehört beispielsweise die Übernahme durch einen börsenkotierten Anbieter. Ein Going Private gemäss unserer Definition liegt dann nicht vor, weil die Zielgesellschaft indirekt nach wie vor an der Börse kotiert bleibt. Beim «Going Private-Versuch» erreicht der Anbieter nach dem Kaufangebot keine ausreichende Beteiligungsquote, welche einen Squeeze-out oder einen Squeeze-out Merger ermöglicht. Es verbleibt eine Publikumsgesellschaft mit geringem Streubesitzanteil, deren Aktien entweder börslich oder ausserbörslich handelbar bleiben. Eine Dekotierung der Aktien mit anschliessender Aufnahme eines ausserbörslichen Handels ist auch ohne vorgängiges Kaufangebot möglich, sofern die Mehrheit von zwei Dritteln gemäss Art. 704 OR an einer Generalversammlung zustimmt. In diesem Fall ist die Dekotierung mit keiner Veränderung des Streubesitzanteils verbunden.

<sup>66</sup> Ein ✓ gibt an, dass das entsprechende Going Private-Kriterium erfüllt ist. Falls alle Kriterien erfüllt sind, liegt ein Going Private gemäss unserer verwendeten Definition vor.

## Begriff des Staying Public

Entscheidet sich eine kotierte Gesellschaft bzw. der/die Hauptaktionär(e) für den Verbleib an der Börse und damit gegen ein Going Private, liegt ein Staying Public vor. Die Gesellschaft behält daher den Status der Publikumsgesellschaft. Wie hoch der Anteil der Streubesitzaktionäre (Freefloat) liegt, ist dabei irrelevant. Auch wenn die Gesellschaft faktisch durch einen Hauptaktionär mit beispielsweise 70% der Stimmen dominiert wird, liegt ein Staying Public vor.

In der Schweiz bestehen mit der SIX Swiss Exchange und der BX Swiss zwei Börsenplätze. Eine Kotierung an der SIX Swiss Exchange ist an verschiedene Bedingungen geknüpft. Der Emittent muss beispielsweise drei Jahre als Gesellschaft Bestand haben (Art. 11 Kotierungsreglement<sup>67</sup>). Das buchhalterische Eigenkapital muss mindestens CHF 25 Mio. betragen (Art. 15 Kotierungsreglement). Der Streubesitzanteil bzw. Freefloat muss zum Zeitpunkt der Kotierung mindestens 20% bzw. mindestens ein Volumen von CHF 25 Mio. (Art. 19 Kotierungsreglement) aufweisen. Für die Berechnung des Freefloats kann auf die Richtlinie betr. Streuung verwiesen werden.<sup>68</sup> Gemäss Art. 4 Kotierungsreglement gelten sämtliche Beteiligungen, welche nicht mehr als 5% der Beteiligungsrechte umfassen, als Publikumsbesitz bzw. als Freefloat.<sup>69</sup> Als eigene Beteiligungsrechte gehaltene Titel des Emittenten gelten nicht als Freefloat. Reduzierte Schwellenwerte gelten für das SIX Sparks-Segment, das im Jahr 2021 für KMU-Unternehmen eingeführt wurde (vgl. unten).

Die Aufrechterhaltung der Kotierung ist ebenfalls an verschiedene Bedingungen geknüpft. So sind die Emittenten beispielsweise zur Veröffentlichung von Jahresberichten und Halbjahresberichten verpflichtet (Art. 49 und 50 Kotierungsreglement). Die Anforderungen an die Finanzberichterstattung sind in der Richtlinie betr. Rechnungslegung geregelt.<sup>70</sup> Die erforderlichen Rechnungslegungsregelwerke sind in Abhängigkeit der sogenannten «Standards» definiert. Für die beiden wichtigsten Segmente gilt Folgendes (Art. 6 Richtlinie betr. Rechnungslegung)<sup>71</sup>:

- International Reporting Standard: IFRS, US GAAP
- Swiss Reporting Standard: Swiss GAAP FER, bankengesetzlicher Rechnungslegungsstandard

Für die Aufrechterhaltung der Kotierung müssen die Emittenten weitere Regeln beachten. Diese sind in diversen Richtlinien festgehalten. Zu den wichtigsten gehören etwa die Richtlinie Corporate Governance, die Richtlinie Ad hoc-Publizität und die Richtlinie Management Transaktionen. Mit Ausnahme der Rechnungslegungsvorschriften entsprechen sich sämtliche Anforderungen der Standards International Reporting und Swiss Reporting.

Die Bestimmung eines minimalen Freefloats von 20% bzw. von CHF 25 Mio. (SIX Sparks ausgenommen) gilt nur zum Kotierungszeitpunkt. Werden diese Grenzwerte später unterschritten, können die Titel trotzdem kotiert bleiben. Ein Freefloat von mindestens 20% ist allerdings eine Bedingung für die Berücksichtigung im von Investoren viel beachteten Swiss Performance Index (SPI).<sup>72</sup> Titel mit einem Freefloat von weniger als 20% sind «nur» Bestandteil des wenig bedeutenden Swiss All Share Index und dürfen von zahlreichen Institutionellen nicht gehalten werden. Innerhalb des SPI sind die Titel in Large, Mid und Small Caps eingeteilt. Die 20 Titel mit der grössten Handelsliquidität und der höchsten Marktkapitalisierung des Freefloats bilden die Large Caps und auch gleichzeitig den Swiss Market Index (SMI). Die folgenden 80 Titel sind die Mid Caps. Die weiteren über 100 Titel bilden die Small Caps.

<sup>67</sup> Vgl. SIX Swiss Exchange (2022). Kotierungsreglement. November 2022.

<sup>68</sup> Vgl. SIX Swiss Exchange (2021). Richtlinie betr. Streuung von Beteiligungsrechten. Juni 2021.

<sup>69</sup> Im Sinne eines «look through»-Ansatzes zählen Beteiligungen von Pensionskassen und Anlagefonds über diesem Schwellenwert zum Freefloat.

<sup>70</sup> Vgl. SIX Swiss Exchange (2023). Richtlinie betreffend Rechnungslegung. März 2023.

<sup>71</sup> Für Investment- und Immobiliengesellschaften besteht ein jeweils separater Standard.

<sup>72</sup> Vgl. SIX Swiss Exchange (2018). Factsheet Swiss Performance Index (SPI®)-Familie.

Ein Wechsel von der SIX Swiss Exchange an die BX Swiss (oder umgekehrt), ein Wechsel vom International Reporting Standard an den Swiss Reporting Standard oder ein marktkapitalisierungsbedingter «Abstieg» von den Mid zu den Small Caps sind als Staying Public zu werten. Dies trifft auch zu, falls Aktien dekotiert und anschliessend ausserbörslich handelbar sind. Weil die Gesellschaft in allen Fällen den Status der Publikumsgesellschaft behält, liegt kein Going Private vor.

Im regulatorischen SIX Standard Sparks können Beteiligungsrechte von KMUs mit einem ausgewiesenen Eigenkapital des Emittenten von am ersten Handelstag mindestens CHF 12 Mio., wovon mindestens CHF 8 Mio. aus einer im Zusammenhang mit der Kotierung stehenden Kapitalerhöhung (gegen Bareinlage) stammen müssen, kotiert werden. Beträgt das ausgewiesene Eigenkapital des Emittenten am ersten Handelstag mindestens CHF 25 Mio., ist keine Kapitalerhöhung erforderlich. Sofern 15% der Aktien im Publikumsbesitz sind, die Kapitalisierung der sich im Publikumsbesitz befindenden Effekten mindestens CHF 15 Mio. beträgt, diese Effekten zum Zeitpunkt der Kotierung mindestens 50 Anlegern zugeteilt sind und das Unternehmen seit mindestens zwei Jahren existiert, so ist dies für eine Kotierung im Sparks-Segment ausreichend.<sup>73</sup>

### **Elemente einer Going Private-Transaktion**

Bei Übernahmeangeboten wird häufig angestrebt, dass der Anbieter auf 98% der Stimmrechte oder zumindest auf 90% der Stimmrechte kommt. In beiden Fällen ist anschliessend ein Auskauf der Minderheitsaktionäre möglich. Die wichtigsten Unterschiede lassen sich wie in Tabelle 18 dargelegt zusammenfassen:

**Tabelle 18: Charakteristiken von Squeeze-out und Squeeze-out Merger**

	<b>Squeeze-out</b> (nach Art. 137 FinraG)	<b>Squeeze-out Merger</b> (nach Art. 8 Abs. 2 in Verbindung mit Art. 18 Abs. 5 FusG)
<b>Schwellenwert</b>	> 98% der Stimmrechte	≥ 90% der Stimmrechte
<b>rechtliche Basis</b>	vorausgehendes öffentliches Angebot	Fusionsvertrag
<b>GV-Beschluss</b>	nein	ja
<b>Kotierung der Zielgesellschaft</b>	ja, zwingend	auch bei nichtkotierten Unternehmen anwendbar
<b>rechtlicher Status nach Auskauf</b>	100%-Tochtergesellschaft	in übernehmende Gesellschaft integriert (Verschmelzung)
<b>grundsätzliche Steuerfolgen für natürliche Personen in der Schweiz</b>	keine	Abfindungspreis/. Nennwert = steuerbares Einkommen (sofern übernehmender Aktionär entstehende Lücke aufgrund Abfindung nicht ausgleicht)
<b>Präzedenzfälle</b>	Vifor Pharma (2022), Valora Holding (2023)	Intersport PSC Holding (2018), Alpiq (2019 Dekotierung/ 2020 Squeeze-out Merger)

Häufig findet der Squeeze-out (Merger) praktisch zeitgleich mit der Dekotierung statt. Unter Letzterer ist die Streichung der Kotierung von Beteiligungsrechten von einer Börse – in diesem Falle der SIX – zu verstehen. Gemäss der relevanten Richtlinie der SIX erfolgt dieser Schritt auf ein zu begründendes Gesuch des Emittenten. Insbesondere bei Fusionen und Übernahmeangeboten sowie bei Kraftloserklärungen und Liquidationen gelten verkürzte Fristen von der Ankündigung bis zum Vollzug. Seit Anfangs 2023 kommt der Generalversammlung die unübertragbare Befugnis des Beschlusses über die Dekotierung zu. Dabei bedarf es eines qualifizierten Quorums, d.h. einer Zustimmung von zwei Dritteln der vertretenen Stimmen sowie der absoluten Mehrheit der vertretenen Aktiennennwerte.

<sup>73</sup> SIX Swiss Exchange (2023a).

## 2.2 Umfrage bei börsenkotierten Gesellschaften

### Vorgehen und Stichprobe

Die Umfrage wurde an sämtliche CFOs von im SPI enthaltenen Small und Mid Caps versendet. Nicht angeschrieben wurden die SMI-Gesellschaften sowie Finanzdienstleistungsunternehmen, Investment- und Immobiliengesellschaften, wodurch die Auswertung vergleichbar ist mit den früheren Umfragen. Ebenfalls berücksichtigt wurden Gesellschaften, deren Titel aufgrund eines Freefloats von weniger als 20% nicht mehr Bestandteil des Swiss Performance Index sind.

Insgesamt wurden 146 Fragebogen versendet. Deren 42 wurden ausgefüllt und retourniert. Dies entspricht einer Rücklaufquote von 29%. In der 2003er bzw. 2013er Studie lag der Rücklauf bei 34% bzw. 28%.

Im Vergleich zu den Umfrageteilnehmern der Jahre 2003 und 2013 ist der Anteil der Teilnehmer mit einer Marktkapitalisierung von mehr als CHF 1 Mrd. deutlich höher (Tabelle 19). Dies dürfte in erster Linie auch daran liegen, dass die Kapitalisierungen seit 2013 deutlich gestiegen sind. Der Stand des um Dividendenausschüttungen bereinigten SPI ist in den letzten zehn Jahren um knapp 50% gestiegen.<sup>74</sup> Der Anteil der kleinsten Kategorie mit einer Kapitalisierung von weniger als CHF 100 Mio., welche wohl den höchsten Anteil an Going Private-Kandidaten umfasst, ist in der diesjährigen Umfrage etwas geringer als 2013 und deutlich geringer als 2003.

**Tabelle 19: Börsenkapitalisierung Grundgesamtheit und Stichprobe<sup>75</sup>**

Börsenkapitalisierung	Grund-gesamtheit 2003	Stichprobe 2003	Grund-gesamtheit 2013	Stich-probe 2013	Grund-gesamtheit 2023	Stichprobe 2023
über CHF 1 Mrd.	13%	17%	27%	20%	45%	36%
CHF 250 Mio. – 1 Mrd.	23%	31%	33%	53%	23%	40%
CHF 100 Mio. – 250 Mio.	24%	25%	17%	15%	17%	14%
unter CHF 100 Mio.	40%	27%	23%	12%	16%	10%

Die 2023er Umfrageteilnehmer erreichen im Vergleich zu den früheren Umfragen deutlich höhere Jahresgewinne (Durchschnitt über drei Jahre) wie Tabelle 20 zeigt. Der Anteil mit einem Gewinn von mehr als CHF 50 Mio. liegt 2023 rund 20 Prozentpunkte höher als 2003 und 2013. Je höher der Gewinn ausfällt, umso «besser» lassen sich die Kosten eines Staying Public tragen. Da der Nutzen eines Staying Public unter sonst gleichen Bedingungen mit steigender Marktkapitalisierung zunimmt, sollte zumindest theoretisch erwartet werden, dass die 2023er Umfrageteilnehmer einem Staying Public grundsätzlich positiver gestimmt sein sollten als die Teilnehmer der Umfragen 2003 und 2013.

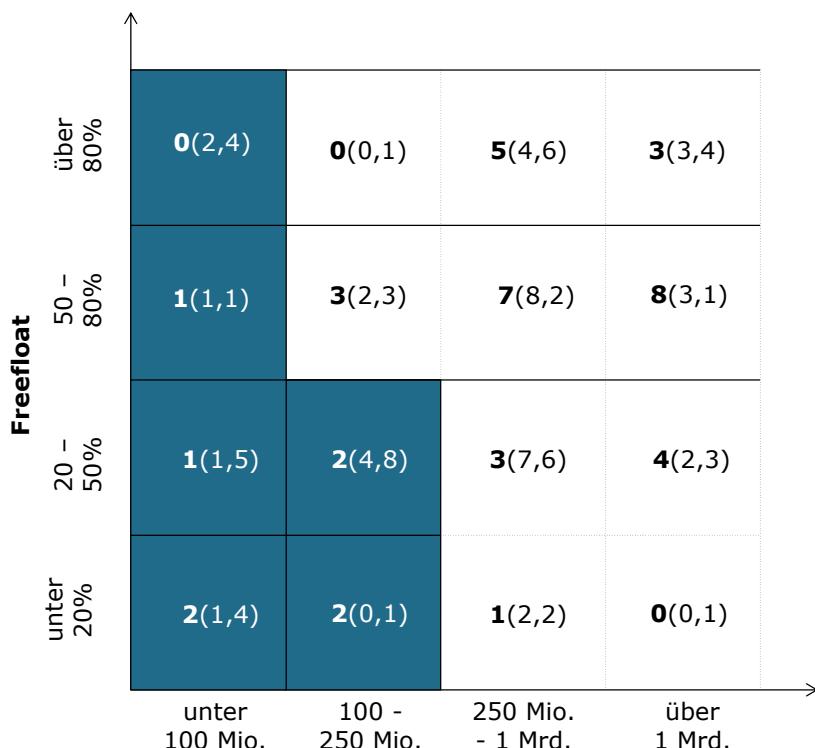
<sup>74</sup> Der «echte» SPI, welcher als Total Return Index (d.h. inkl. Dividendenreinvestition) berechnet wird, erreichte über die letzten zehn Jahre sogar eine Performance von rund 100%.

<sup>75</sup> Die Grundgesamtheit umfasst sämtliche Small und Mid Caps. Nicht berücksichtigt sind die SMI-Titel sowie Finanzdienstleistungsunternehmen, Immobiliengesellschaften und Investmentgesellschaften. Ebenfalls Teil der Grundgesamtheit sind Gesellschaften, deren Titel aufgrund eines Freefloats von weniger als 20% nicht mehr Bestandteil des Swiss Performance Index sind. Die Grundgesamtheit besteht aus 146 Gesellschaften. Die Stichprobe umfasst 42 Gesellschaften (2003: 52; 2013: 40).

**Tabelle 20: Durchschnittlicher Jahresgewinn Grundgesamtheit und Stichprobe<sup>76</sup>**

Durchschnittlicher Jahresgewinn	Grundgesamtheit 2003	Stichprobe 2003	Grundgesamtheit 2013	Stichprobe 2013	Grundgesamtheit 2023	Stichprobe 2023
über CHF 50 Mio.	19%	19%	27%	18%	33%	39%
CHF 15 Mio. – 50 Mio.	30%	27%	21%	50%	16%	39%
CHF 5 Mio. – 15 Mio.	28%	27%	18%	12%	13%	15%
unter CHF 5 Mio.	23%	27%	34%	20%	38%	7%

Eine weit verbreitete Faustregel besagt, dass institutionelle Investoren für ihre Anlageobjekte einen minimalen Marktwert des Freefloats von rund CHF 150 Mio. erwarten. Abbildung 106 zeigt den prozentualen Freefloat sowie die Börsenkapitalisierung der Umfrage. Die acht blau eingefärbten Unternehmen in der unteren linken Ecke bzw. in der gesamten linken Spalte weisen für ihren Freefloat einen Marktwert von maximal CHF 125 Mio. aus. Unter sonst gleichen Bedingungen sollten diese Unternehmen besonders wenig Aufmerksamkeit von (institutionellen) Investoren erhalten und damit speziell für ein Going Private prädestiniert sein.

**Abbildung 106: Freefloat und Börsenkapitalisierung der Unternehmen der Stichprobe**

### Börsenkapitalisierung in CHF

Zahl im jeweiligen Feld entspricht der Anzahl der insgesamt 42(40,52) antwortenden Unternehmen

*Hinweis: Die Abbildung ist wie folgt zu interpretieren: Im Feld ganz unten links befinden sich zwei Unternehmen der Stichprobe. In Klammern Anzahl Unternehmen der 2013er Studie (1) und 2003er Studie (4). Diese beiden Unternehmen haben eine Börsenkapitalisierung von maximal CHF 100 Mio. sowie einen Freefloat von maximal 20%. Der Marktwert des Freefloats dieser Gesellschaften ist daher höchstens CHF 20 Mio.*

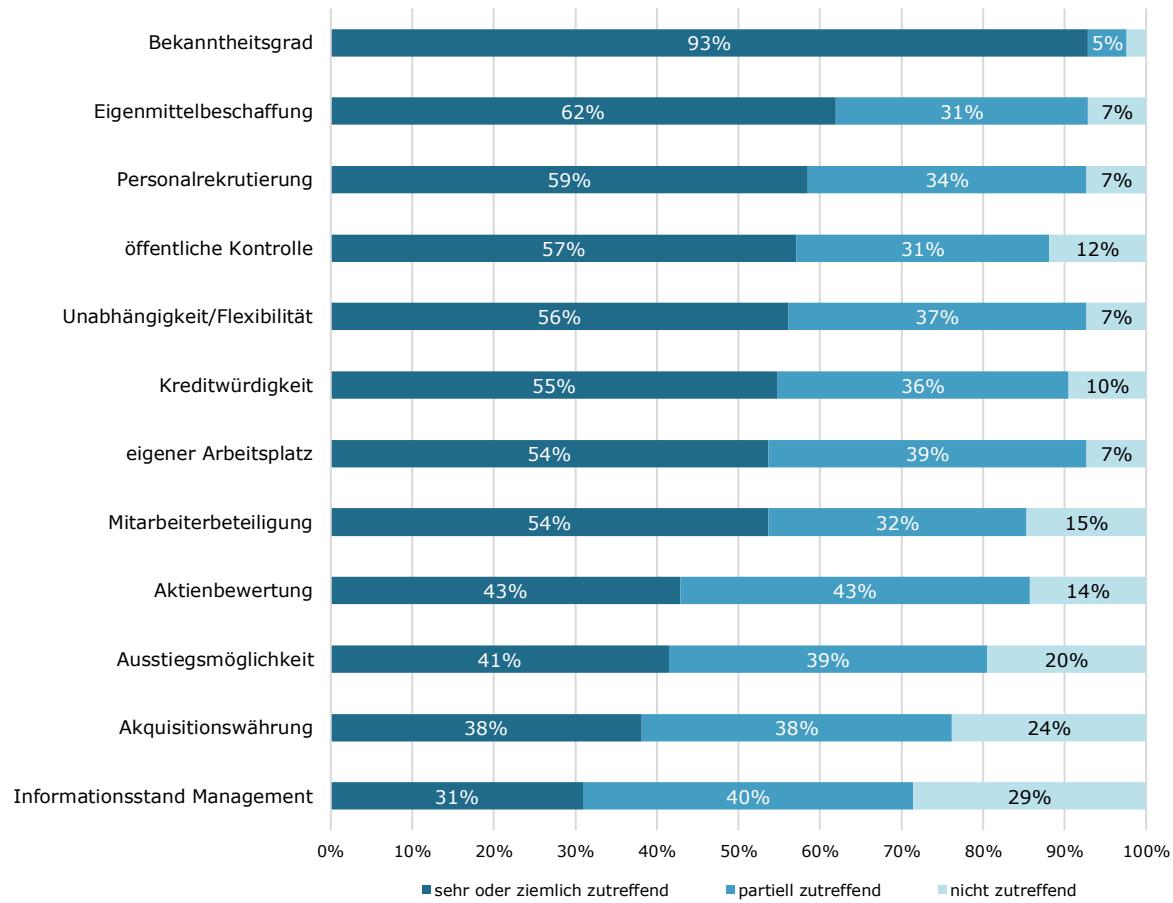
<sup>76</sup> Hier gelten dieselben Aussagen wie für die vorangehende Tabelle. Die Stichprobe umfasst 41 Gesellschaften (2003: 52; 2013: 40), da ein Unternehmen den Gewinn nicht angegeben hat.

### Einschätzung der Gründe für ein Staying Public

Abbildung 107 zeigt, wie die befragten CFOs potenzielle Vorzüge einer Börsenkotierung einschätzen. Ein Vergleich der aktuellen Einschätzung der Gründe für ein Staying Public mit den Umfrageergebnissen der Jahre 2003 und 2013 ist in Tabelle 21 enthalten. Der grosse Vorteil eines erhöhten Bekanntheitsgrads ist unbekanntermaßen auf dem ersten Rang der Motive für ein Staying Public, wie die Umfrage ergeben hat. In sämtlichen drei Umfragen der Jahre 2003, 2013 und 2023 lag dieser Grund auf dem Spaltenplatz, wobei dessen Bedeutung über die Zeit zugenommen hat. Der Börsengang (bzw. die Kotierung) gilt häufig als «Gütesiegel».<sup>77</sup> Für kotierte Unternehmen bedeutet dies eine Verbesserung des Austausches mit zahlreichen Stakeholdern.

Das Tiefzinsumfeld von 2015 bis 2022 führte dazu, dass Fremdkapital (Kredite und Anleihen) äussert preisgünstig war. Unternehmen mit einem hohen Rating konnten sich am Kapitalmarkt teilweise sogar zu negativen All-in-Kosten refinanzieren. Dies dürfte dazu geführt haben, dass die Eigenmittelbeschaffung in den letzten Jahren weniger im Zentrum stand.

**Abbildung 107: Einschätzung der Gründe für ein Staying Public**



<sup>77</sup> Vgl. Neue Zürcher Zeitung (2007).

**Tabelle 21: Gründe für ein Staying Public im Vergleich 2023 vs. 2013 vs. 2003**

Kriterium	Anteil sehr oder ziemlich zutreffend			Rang		
	2003	2013	2023	2003	2013	2023
Bekanntheitsgrad	75%	77%	93%	1	1	1
Eigenmittelbeschaffung	70%	64%	62%	2	2	2
Personalrekrutierung	28%	43%	59%	12	9	3
öffentliche Kontrolle	58%	56%	57%	3	4	4
Unabhängigkeit/Flexibilität	50%	44%	56%	5	8	5
Kreditwürdigkeit	50%	37%	55%	5	10	6
eigener Arbeitsplatz	41%	51%	54%	11	6	7
Mitarbeiterbeteiligung	43%	45%	54%	9	7	7
Aktienbewertung	42%	55%	43%	10	5	9
Ausstiegsmöglichkeit	54%	58%	41%	4	3	10
Akquisitionswährung	47%	30%	38%	7	12	11
Informationsstand Management	43%	33%	31%	8	11	12

Das Motiv «Personalrekrutierung» hat im Vergleich zu den früheren Umfragen deutlich zugelegt, was mit dem zunehmenden Fachkräftemangel zu tun haben dürfte. Diskussionen mit Vertretern des Managements haben gezeigt, dass Spontanbewerbungen – sogar von ausländischen Interessenten – nach dem IPO im Durchschnitt zugenommen haben.

Die gestiegene Bedeutung der Unabhängigkeit/Flexibilität dürfte auf die zunehmende Konzentration auf dem Schweizer Bankenplatz zurückzuführen sein. Dank der Kotierung ergeben sich auf der Eigenkapital- und auf der Fremdkapitalsseite zusätzliche Finanzierungsquellen, deren Bedeutung in der vergangenen Dekade eindeutig zugenommen hat.

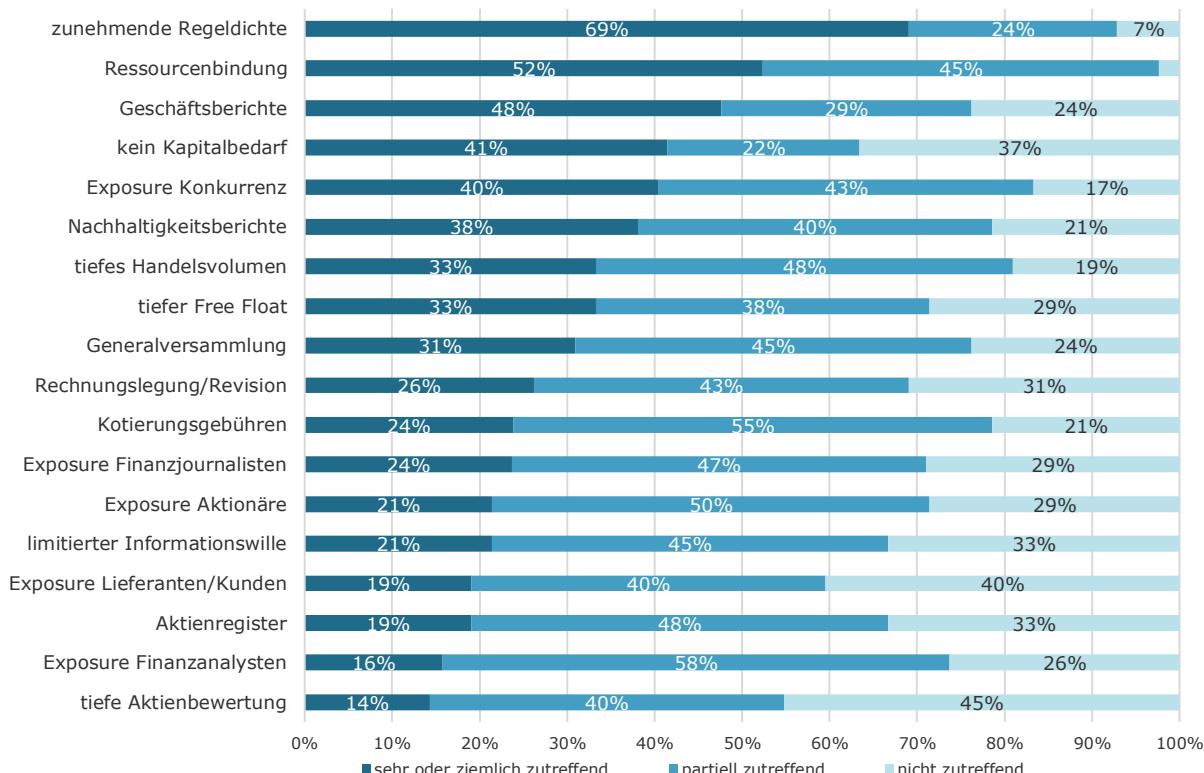
Die Ausstiegsmöglichkeit, beispielsweise via Accelerated Bookbuildings, hat den aktuellen Antworten zufolge an Bedeutung verloren, was erstaunt, zumal sich diese Form von Umplatzierungen in den letzten Jahren einer erhöhten Beliebtheit bei Verkäufern und interessierten Investoren erfreute. Zudem konnte dadurch der Freefloat jeweils erhöht werden, was letztlich auch im Interesse der Unternehmen ist. In der letzten Dekade gab es über 80 derartige Transaktionen mit Aktien von SIX-kotierten Unternehmen. Zu den Valoren mit den häufigsten Umplatzierungen zählten VAT Group, SIG Combibloc, Barry Callebaut und SoftwareONE (jeweils vier bis sieben Transaktionen während der letzten zehn Jahre). Möglicherweise könnte dieses Umfrageergebnis damit zu tun haben, dass in den vergangenen knapp zwei Jahren aufgrund des Börsenumfelds nur wenige Transaktionen stattfanden, was sich bei steigenden Aktienkursen wieder ändern dürfte.

Erstaunlich mag sein, dass die viel zitierte Akquisitionswährung am unteren Ende der Rangliste steht. Dies dürfte damit zusammenhängen, dass Unternehmen diese Möglichkeit eher sporadisch einsetzen. Die Burkhalter Holding ist beispielsweise via Fusion mit der Poenina-Gruppe im Jahr 2022 sowie seither über mehrere Akquisitionen, welche teilweise mittels eigener neuer Aktien und teilweise in bar bezahlt wurden, sukzessive weiter gewachsen.

## Einschätzung der Gründe für ein Going Private

Abbildung 108 zeigt, wie die befragten CFOs potenzielle Vorzüge eines Going Private einschätzen. Ein Vergleich der aktuellen Einschätzung der Gründe für ein Going Private mit den Umfrageergebnissen der Jahre 2003 und 2013 ist in Tabelle 22 enthalten.

**Abbildung 108: Einschätzung der Gründe für ein Going Private**



Die zunehmende Regeldichte liegt unangefochten seit Beginn der Umfragen an der Spitze der Rangliste. Die kontinuierliche Zunahme der Anforderungen (Anpassungen an die sich laufend ändernden Rechnungslegungsstandards, Anforderungen an Nachhaltigkeitsberichte, Vorgaben des «Swiss Code of Best Practice for Corporate Governance» usw.) hat in den letzten Jahren den Aufwand für ein Staying Public erhöht. Neu wurden die Unternehmen erstmals auch nach der aktuellen Thematik der «Nachhaltigkeitsberichte» befragt. Dieser Punkt landete eher im vorderen Bereich der Rangliste. «ESG steht für betriebliche Standards betreffend Umwelt, Soziales und Unternehmensführung. Immer mehr Stakeholder fordern heute Transparenz und Nachhaltigkeit und suchen nach Informationen, die über die Finanzberichterstattung eines Unternehmens hinausreichen. Sie erwarten, dass Unternehmen Verantwortung übernehmen, indem sie die ökologischen und sozialen Folgen ihres Geschäftsmodells erkennen und es den Anforderungen der nachhaltigen Entwicklung anpassen.»<sup>78</sup>

Als Folge davon hat auch die Ressourcenbindung infolge einer Kotierung zugenommen, weshalb dieser Nachteil in der Rangliste vorrückte. Mit einher geht auch der Aufwand für die Berichterstattung, insbesondere für die Erstellung des Geschäftsberichts. Interessant in diesem Zusammenhang ist, dass die Anzahl der Downloads von entsprechenden Dokumenten offenbar häufig relativ niedrig ist. Es bleibt die Vermutung, dass wenige Interessenten möglichst umfassende Informationen wünschen und für die meisten interessierten Stakeholder die Redewendung «weniger ist mehr» zutreffend ist.

<sup>78</sup> PwC (2023).

**Tabelle 22: Gründe für ein Going Private im Vergleich 2023 vs. 2013 vs. 2003**

Kriterium	Anteil sehr oder ziemlich zutreffend			Rang		
	2003	2013	2023	2003	2013	2023
zunehmende Regeldichte	65%	70%	69%	1	1	1
Ressourcenbindung	42%	46%	52%	6	3	2
Geschäftsberichte	35%	28%	48%	7	10	3
kein Kapitalbedarf	32%	31%	41%	9	6	4
Exposure Konkurrenz	45%	50%	40%	4	2	5
Nachhaltigkeitsberichte	-	-	38%	-	-	6
tiefes Handelsvolumen	64%	45%	33%	2	4	7
tiefer Freefloat	61%	45%	33%	3	4	7
Generalversammlung	21%	23%	31%	14	13	9
Rechnungslegung/Revision	21%	20%	26%	14	15	10
Kotierungsgebühren	33%	23%	24%	8	13	11
Exposure Finanzjournalisten	25%	24%	24%	11	12	11
limitierter Informationswille	24%	28%	21%	12	10	13
Exposure Aktionäre	12%	13%	21%	17	16	13
Aktienregister	23%	13%	19%	13	16	15
Exposure Lieferanten/Kunden	17%	30%	19%	16	8	15
Exposure Finanzanalysten	28%	29%	16%	10	9	17
tiefe Aktienbewertung	44%	31%	14%	5	6	18

Zulegen konnte auch der Faktor, dass kein Mittelbedarf für Eigenkapital bestehe, was mutmasslich auf die attraktiven Fremdkapitalzinsen der Tiefzinsperiode zurückzuführen sein dürfte.

Ein tiefer Freefloat bzw. ein tiefes Handelsvolumen als Motiv für einen Börsenrückzug hat gegenüber der letzten und v.a. der ersten Umfrage deutlich an Bedeutung verloren. Interessant ist, dass das jährliche Handelsvolumen während der Pandemiejahre 2020 bis 2021 bei SIX-kotierten Small Caps insgesamt auf dem 7.2-fachen der Jahre 2013 bis 2019 lag. Dies dürfte jedoch mehr mit Portfolio-Bereinigungen als mit einem anhaltenden Trend zu tun haben. Im 2022 und H1 2023 ist der annualisierte Wert wieder deutlich gesunken auf das 1.9-fache, gemessen an der Basisperiode der Vorpandemiezeit.

Das Kriterium des Aufwands für die Durchführung einer Generalversammlung ist – wenn auch weiterhin auf einem tiefen Niveau – bedeutender geworden. Seit Anfang 2023 ist es gemäß Aktienrecht möglich, virtuelle oder hybride Generalversammlungen durchzuführen. Viele kotierte Unternehmen haben diese Möglichkeit anlässlich der generellen Revision in die Statuten aufgenommen. Aufgrund der diesbezüglichen Zurückhaltung bei gewissen Aktionärskreisen ist allerdings davon auszugehen, dass von dieser Möglichkeit vermutlich primär nur bei ausserordentlichen Generalversammlungen Gebrauch gemacht werden darf.

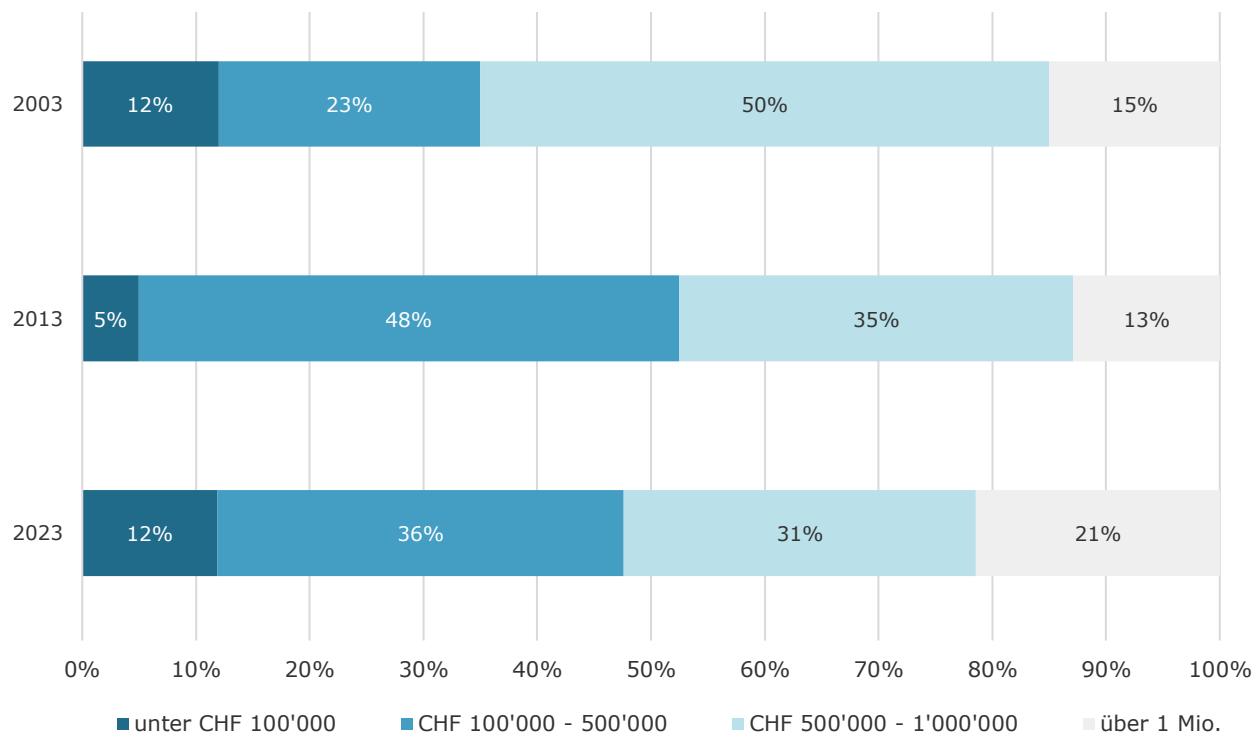
Auffallend ist, dass die Gründe des Exposures gegenüber Finanzanalysten und eine tiefe Aktienbewertung auf das untere Ende der Rangliste abgerutscht sind. Die Implementierung von MiFID II hat in der EU und letztlich auch in der Schweiz zu einem Rückgang der Anzahl Broker und damit auch der Research-Abdeckungen geführt. Inzwischen werden viele Small Caps nur noch von einem oder von gar keinem Research-Haus abgedeckt. Zusammen mit der Tatsache, dass auch viele Medien in den vergangenen Jahren die redaktionelle Berichterstattung aus Kostengründen

teilweise stark reduzieren mussten, führt dies inzwischen eher zur umgekehrten Problematik, dass gewisse Small Caps mittels Massnahmen versuchen, ihre Publizität zu erhöhen.

### **Das Sparpotenzial eines Going Private**

Die möglichen Einsparungen im Falle eines Going Private sind im Vergleich zur 2013er Umfrage etwas gestiegen. Bei rund 52% der antwortenden Unternehmen beläuft sich das Potential auf CHF 500'000 oder mehr (Abbildung 109). 2013 lag dieser Anteil noch bei 48%. Mit 65% war der Anteil im Jahr 2003 hingegen deutlich höher. Immerhin jedes achte antwortende Unternehmen schätzt, dass die Kotierung max. CHF 100'000 pro Jahr kostet. Bei jedem fünften kotierten Unternehmen wird das Einsparpotenzial auf über CHF 1 Mio. geschätzt. Dieser Anteil liegt höher als 2003 und 2013. Die relativ grossen Unterschiede röhren daher, dass gewisse Unternehmen weit über die gesetzlichen Anforderungen hinausgehen. Dazu zählen umfassende Berichterstattungen, Roadshows, attraktive Generalversammlungen und informative Websites.

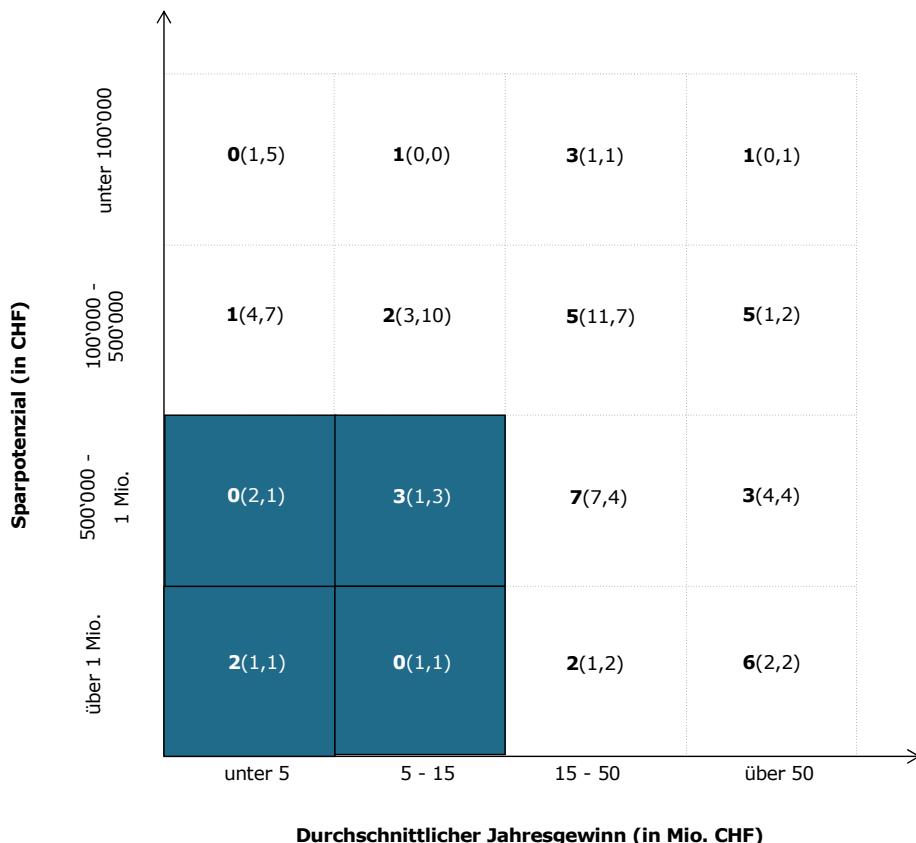
**Abbildung 109: Sparpotenzial bei einem Going Private**



Eine weitere interessante Analyse ist der Vergleich des durchschnittlichen Jahresgewinns der letzten drei Jahre mit dem Sparpotenzial im Falle eines Going Private. Je grösser der Anteil des erwarteten Sparpotenzials in Relation zum Jahresgewinn ist, umso stärker würde eine Gesellschaft – ceteris paribus – von einem Börsenrückzug profitieren.

Demzufolge würde ein Going Private für die beiden Unternehmen in den in Abbildung 110 farblich markierten Quadranten unten links eine nachhaltige Gewinnsteigerung von – ceteris paribus – mindestens 20 Prozent mit sich bringen. Bei einem angenommenen Kurs/Gewinn-Verhältnis (KGV) von 10 bewirkt eine Kosteneinsparung bzw. eine Gewinnsteigerung um eine Million Franken eine theoretische Zunahme der Börsenkapitalisierung bzw. des Shareholder Value um zehn Mio. Franken.

Sämtliche in Abbildung 110 blau eingefärbten Unternehmen würden besonders von einem Going Private profitieren. Diese könnten mit einer minimalen jährlichen Gewinnsteigerung zwischen 3.3% und 20% rechnen.

**Abbildung 110: Durchschnittlicher Jahresgewinn und Sparpotenzial im Falle eines Going Private**

Zahl im jeweiligen Feld entspricht der Anzahl der insgesamt 41(40,51) antwortenden Unternehmen

*Hinweis: Die Abbildung interpretiert sich wie folgt. Im Feld ganz unten links befinden sich zwei Unternehmen der Stichprobe. In Klammern Anzahl Unternehmen der 2013er Studie (1) und 2003er Studie (1). Diese beiden Unternehmen haben einen durchschnittlichen Jahresgewinn von maximal CHF 5 Mio. Das Einsparpotenzial infolge eines Börsenrückzugs schätzen die beiden Unternehmen auf mindestens CHF 1 Mio. Ein Börsenrückzug würde daher zu einer Gewinnsteigerung um mindestens 20% führen.*

### Der Börsen-Nutzen-Indikator

In diesem Abschnitt wird eine Aussage darüber angestrebt, wie börsenkotierte Gesellschaften die Vor- und Nachteile ihrer Kotierung gegeneinander abwägen. Diese Einschätzung soll an einer einzelnen Zahl, dem Börsen-Nutzen-Indikator, gemessen werden. Gründe für ein Staying Public gelten als Vorteile einer Börsenkotierung, Gründe für ein Going Private können als Nachteile der Kotierung verstanden werden.

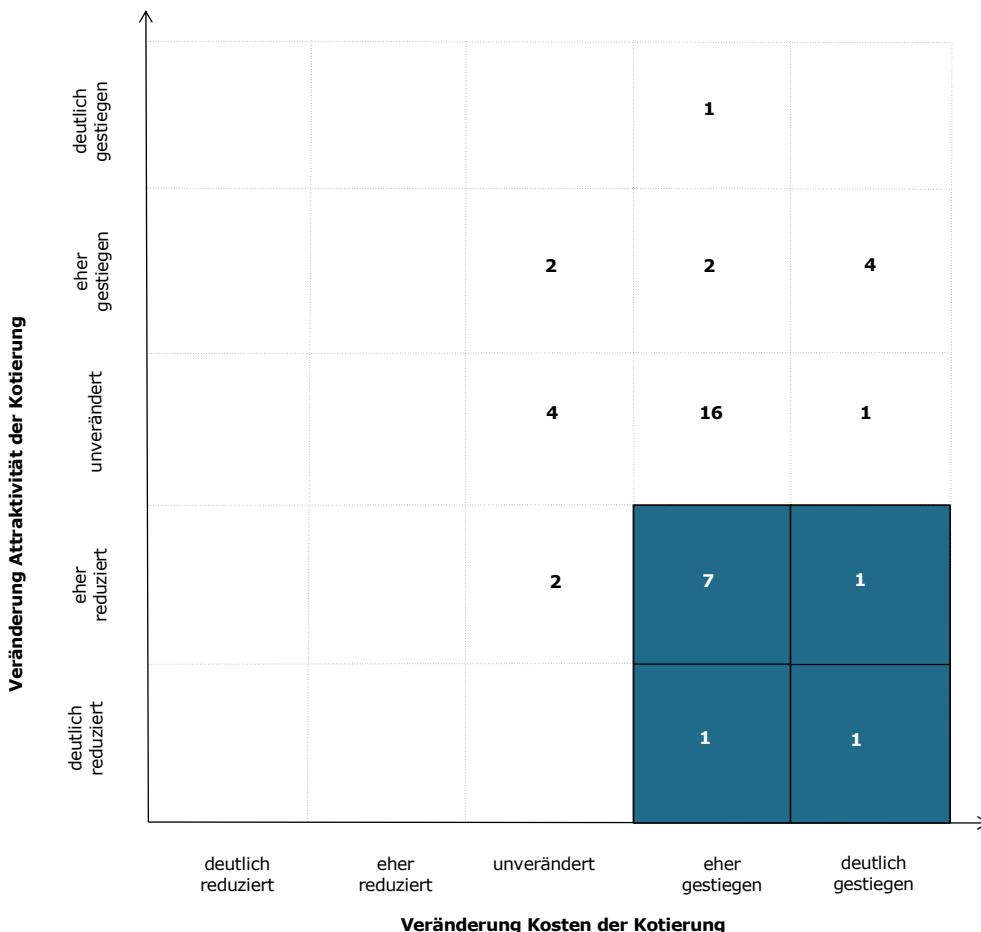
Bei einem Börsen-Nutzen-Indikator  $> 1$  überwiegen die Vorteile eines Staying Public, während bei einem Wert  $< 1$  die Vorteile eines Going Private überwiegen.<sup>79</sup> Gegenüber den früheren Auswertungen gibt es eine gewisse Einengung der Resultate wie in Tabelle 23 ersichtlich ist. Im Mittelwert bzw. Median sind jedoch faktisch keine Veränderungen gegenüber 2003 und 2013 feststellbar. Mit anderen Worten ist die Kotierung gleich attraktiv wie sich anlässlich der früheren Umfragen herausgestellt hatte.

<sup>79</sup> Für die detaillierte Berechnungsweise des Börsen-Nutzen-Indikators vgl. Lütfolf, P. & Neumann, A. (2013), Seite 84f.

**Tabelle 23: Börsen-Nutzen-Indikator 2023 im Vergleich zu 2013 und 2003**

Börsen-Nutzen-Indikator	2003	2013	2023
Maximaler Wert	3.4	2.6	2.1
Minimaler Wert	0.6	0.7	0.5
Mittelwert	1.2	1.2	1.2
Median	1.1	1.2	1.2
Anteil Werte >1	77%	72%	76%
Anteil Werte <1	23%	28%	24%

Dass sich der Nutzen einer Börsenkotierung über die letzten zehn Jahre nicht wesentlich verändert hat, bestätigt auch die Auswertung in Abbildung 111. Nur gerade drei befragte CFOs sind der Meinung, dass sich die Attraktivität der Kotierung deutlich verändert hat. Die Hälfte geht sogar von einer unveränderten Attraktivität aus. Bezüglich der Veränderung der Kosten der Kotierung zeigt sich jedoch ein anderes Bild. Rund 80% der Befragten schätzen die Kosten eher bzw. deutlich höher ein als noch vor zehn Jahren. Für die in der Abbildung 111 in der unteren rechten Ecke aufgeführten zehn Unternehmen hat sich das Kosten-Nutzen-Verhältnis der Kotierung besonders negativ entwickelt. Steigenden Kosten steht eine sinkende Attraktivität gegenüber. Ein Going Private ist in diesen Fällen sicherlich prüfenswert.

**Abbildung 111: Einschätzung der Veränderung von Kosten und Nutzen einer Kotierung über die letzten zehn Jahre**

Zahl im jeweiligen Feld entspricht der Anzahl der insgesamt 42 antwortenden Unternehmen

Hinweis: Diese Einschätzung wurde in der 2003er bzw. 2013er Umfrage nicht erhoben.

## 2.3 Markt für Going Private

Nachfolgend wird das Kurstableau der SIX Swiss Exchange nach allfälligen Going Private-Kandidaten durchsucht. Die Auswahl erfolgt – analog zu den Studien der Jahre 2003 und 2013 – ausschliesslich nach objektiv messbaren Kriterien. Der Abschnitt beginnt mit einem Rückblick auf die Going Private-Studie aus dem Jahr 2013. Es wird aufgezeigt, wie sich diese Kandidaten seither entwickelt haben. Danach werden neue mögliche Going Private-Kandidaten eruiert. Abschliessend erfolgt eine Analyse der Entwicklung der Anzahl börsenkotierter Gesellschaften über die letzten beiden Dekaden und der Arten beziehungsweise Gründe für Neukotierungen und Dekotierungen.

### Rückblick auf Going Private-Kandidaten 2013

In der Studie aus dem Jahr 2013 haben wir eine Liste mit 28 Going Private-Kandidaten bzw. Börsenrückzugskandidaten erstellt. Zu deren Auswahl dienten ausschliesslich folgende drei objektive Kriterien:

- Hauptaktionär(e) mit einem Stimmrechtsanteil von mehr als 50%.
- Marktwert Freefloat von weniger als CHF 150 Mio.
- Jahresgewinn (Durchschnitt der letzten drei Jahre) von weniger als CHF 50 Mio.

Tabelle 24 zeigt die Going Private-Kandidaten aus der 2013er Studie. Per Ende April 2023 sind von den 28 Kandidaten deren neun nicht mehr an der Börse kotiert. In sieben Fällen kam es zu einem «freiwilligen» Börsenrückzug. In zwei Fällen war eine Liquidation bzw. Nachlassstundung die Ursache für den Rückzug von der Börse. Seit Ende April 2023 wurden aus der nachfolgenden Tabelle 24 zwei weitere Kaufangebote lanciert sowie die Prüfung einer Fusion angekündigt, womit sich die Trefferquote von 32% per Ende April 2023 auf 43% erhöhen könnte. In einem weiteren Fall (4%) erfolgte ein partielles Going Private (Going Private einer Tochtergesellschaft). Sechs Gesellschaften (21%) haben sich in die entgegengesetzte Richtung bewegt und ihr Staying Public bekräftigt – dies in Form von Kapitalerhöhungen, Erhöhung des Freefloats sowie Fusionen. Keine relevante Veränderung gab es lediglich bei 32% der identifizierten Unternehmen.

**Tabelle 24: Kandidaten für ein potenzielles Going Private bzw. mögliche Börsenrückzugskandidaten mit einem Hauptaktionär mit mindestens 50 Prozent der Stimmrechte aus der 2013er Studie<sup>80</sup>**  
 (Quelle: Lütfolf & Neumann 2013)

Börsenkapitalisierung Freefloat in CHF			
	unter 25 Mio.	25 bis 100 Mio.	100 bis 150 Mio.
unter 5 Mio.	<b>Aecu<sup>81</sup></b> <b>CI Com</b> <b>Datacolor<sup>82</sup></b> <b>Groupe</b> <b>Beumgartner</b> Highlight Event <b>Infrenor /</b> <b>Perrot Duval</b> <b>Intersport</b> <b>Perfect Holding<sup>83</sup></b> <b>Pelikan<sup>84</sup></b> <b>Villars</b> <b>Zwahlen &amp; Mayr</b>	<b>Aevis<sup>85</sup></b> <b>Cytos<sup>86</sup></b> <b>Dottikon ES<sup>87</sup></b> <b>Innovative</b> <b>Packaging<sup>88</sup></b>	<b>Orascom</b> <b>Von Roll<sup>89</sup></b>
5 bis 15 Mio.	<b>Feintool</b>	IVF Hartmann <b>Loeb</b> <b>Mikron</b> <b>Sopracenerina</b> <b>Starrag Group<sup>90</sup></b>	
15 bis 50 Mio.		<b>Carlo Gavazzi</b>	<b>ALSO</b> <b>Hügli</b> <b>Walter Meier<sup>91</sup></b>

<sup>80</sup> Kandidaten für ein Going Private im Sinne unserer Definition sind fett gedruckt. Kandidaten für ein Übernahmeangebot durch den börsenkotierten Hauptaktionär sind nicht fett hervorgehoben. Der im Tabelle ausgewiesene Jahresgewinn entspricht dem Durchschnitt der Jahre 2010, 2011 und 2012. Aktien, welche per April 2023 nicht mehr über eine Börsenkotierung verfügen, sind durchgestrichen. Quelle: Lütfolf & Neumann (2013), Seite 114.

<sup>81</sup> Die Accu Holding wurde im Jahr 2017 dekotiert und nach dem abgeschlossenen Konkursverfahren im Jahre 2020 im Handelsregister gelöscht.

<sup>82</sup> Werner Dubach, Hauptaktionär der Datacolor, hat im Juli 2023 angekündigt, dass er allen Publikumsaktionären ein Kaufangebot unterbreitet und somit ein Going Private plant. Werner Dubach hält vor dem Angebot bereits rund 84% der Aktien. Es ist wahrscheinlich, dass er mit dem Kaufangebot zumindest die Schwelle von 90%, welche einen Squeeze-out Merger ermöglicht, überschreitet, zumal rund 4% als Treasury Shares vom Unternehmen selbst gehalten werden, was in die Berechnung einfliest.

<sup>83</sup> Perfect Holding und Kinarus haben im 2022 einen Reverse-Takeover vollzogen.

<sup>84</sup> Ab dem Zeitpunkt der Dekotierung der Pelikan Holding im Jahr 2015 – d.h. rund 10 Jahre nach dem Umtauschangebot Diperdana Holdings Berhad, Malaysia, von 2005 – konnten die Minderheitsaktionäre ihre Aktien auf OTC-Plattformen in Deutschland handeln.

<sup>85</sup> Im Jahr 2015 fusionierte die AEVIS Holding mit der im OTC-X-Segment gehandelten Victoria-Jungfrau Collection und firmiert seither als AEVIS VICTORIA.

<sup>86</sup> Im Jahr 2016 haben sich Cytos Biotechnology und Kuros Biosurgery Holding zusammengeschlossen, wobei erstere eine substanzielle Kapitalerhöhung durchführte und in Kuros Biosciences umbenannt wurde. Durch diesen Reverse Merger reduzierte sich der Anteil der vormaligen Cytos-Aktionäre auf rund 23%.

<sup>87</sup> Anlässlich der Kapitalerhöhung im Jahr 2021 und der Aktienplatzierung im Jahr 2023 wurde der Freefloat erhöht.

<sup>88</sup> Im Jahr 2014 erfolgte eine Umfirmierung in Airopack Technology Group und im Jahr 2019 die Dekotierung von der SIX. Von 2019 bis 2021 befand sich das Unternehmen aufgrund finanzieller Schwierigkeiten in Nachlassstundung und firmiert inzwischen als APTG.

<sup>89</sup> Elantas, eine Tochtergesellschaft des Spezialchemiekonzerns Altana, hat im August 2023 angekündigt, dass mit der Familie von Finck ein Aktienkaufvertrag und mit dem Von Roll Management Andienungsvereinbarungen abgeschlossen wurden, wonach Elantas eine Beteiligung von insgesamt 84,3% (inkl. eigene Aktien) an der Von Roll Holding erwerben wird. Gleichzeitig gaben Elantas und Von Roll Holding eine verbindliche Vereinbarung bekannt, wonach Elantas ein öffentliches Angebot zum Erwerb aller sich im Publikum befindenden Aktien der Von Roll Holding lancieren wird.

<sup>90</sup> Im Mai 2023 kündigte die Starrag Group Holding an, dass eine Fusion mit der börsenkotierten Tornos Holding geprüft werde.

<sup>91</sup> Im Jahr 2014 wurde die WM Technologie als 100%-Tochtergesellschaft der seinerzeitigen börsenkotierten Walter Meier abgespalten und unmittelbar im Sinne eines partiellen Going Private vom Hauptaktionär übernommen. Im Jahr 2017 erfolgte eine substanzielle Kapitalerhöhung zur Abgeltung der Akquisition der Tobler Haustechnik. Seither firmiert das Unternehmen als Meier Tobler Group.

Die Börsenrückzüge lassen sich wie folgt charakterisieren:

- Fünf Going Private: Groupe Baumgartner Holding (Anbieter: Behr Bircher Cellpack BBC), Intersport PSC Holding (Zelfi Sports Holding), Società Elettrica Sopracenerina (SES Holding), Datacolor (Werner Dubach), Von Roll Holding (Elantas)<sup>92</sup>
- Ein Teil-Going Private: WM Technologie (Teil von Walter Meier)
- Eine Übernahme durch eine börsenkotierte Gesellschaft: Hügli Holding (Anbieter: Bell Food)
- Zwei Liquidationen/Nachlassstundungen: Accu Holding, Innovative Packaging
- Zwei Wechsel in den OTC-Markt (ohne Kaufangebot): Loeb Holding<sup>93</sup>, Pelikan Holding
- Drei Fusionen oder fusionsähnliche Unternehmenszusammenschlüsse: Perfect Holding (Zusammenschluss mit Kinarus), Cytos (Zusammenschluss mit Kuros), Infranor Inter (Fusion mit Perrot Duval)

Tabelle 25 zeigt detaillierte Angaben zu den Börsenrückzügen der 2013er Kandidatenliste. Going Privates im Sinne unserer Definition sind vollständig grün hervorgehoben. Falls der Anbieter eine börsenkotierte Gesellschaft ist und/oder falls kein Squeeze-out (Merger) erfolgt, liegt kein «echtes» Going Private vor. Mindestens ein Tabellenfeld ist in diesen Fällen rot hervorgehoben.

Seit unserer letzten Studie im Jahr 2013 haben zusätzlich fünf Gesellschaften, welche nicht auf unserer Kandidatenliste standen, ein Going Private durchgeführt. Es handelt sich dabei um Acino Holding, Advanced Digital Broadcast Holdings, CEVA Logistics, Gategroup Holding und Kuoni Reisen Holding.<sup>94</sup> Acino Holding hat im Jahr 2013 die Going Private-Kriterien «Marktwert Freefloat» und «Jahresgewinn» erfüllt. Der grösste Aktionär hielt damals allerdings nur einen Stimmrechtsanteil von 41%. Advanced Digital Broadcast Holdings und Gategroup hatten damals zudem gemäss unseren Kriterien einen zu hohen Marktwert Freefloat, um als Going Private-Kandidaten zu gelten. Kuoni hat 2013 keines der drei Kriterien erfüllt. CEVA Logistics kam erst 2018 via IPO an die Börse und wurde nach dem im selben Jahr angekündigten Kaufangebot nach 17 Monaten bereits wieder dekotiert. Zudem sind mehrere weitere Unternehmen nach Abschluss des Übernahmeangebotsverfahrens nicht mehr SIX-kotiert. Da es sich bei den Übernehmern um kotierte Konzerne handelt, qualifizieren sie gemäss unserer Definition nicht als klassisches Going Private.

<sup>92</sup> In den beiden Fällen Groupe Baumgartner und Società Elettrica Sopracenerina erfolgte ein Squeeze-out, im Falle von Intersport PSC Holding ein Squeeze-out Merger. Die Going Private von Datacolor und Von Roll Holding sind noch in Durchführung.

<sup>93</sup> Bei der Loeb Holding gab es 2015 als Begleitmassnahme zur Dekotierung ebenfalls kurz zuvor ein Rückkaufangebot für Partizipationscheine zum Zweck der Kapitalherabsetzung.

<sup>94</sup> Nicht in unserer Analyse inkludiert sind im SMI enthaltene Gesellschaften sowie Gesellschaften der Finanz- und Immobilienbranche sowie Beteiligungsgesellschaften. Im Segment dieser «ausgeschlossenen» Gesellschaften haben drei weitere Going Privates stattgefunden: BFW Liegenschaften, Edmond de Rothschild (Suisse) und Syngenta.

**Tabelle 25: Kandidaten für ein potenzielles Going Private bzw. mögliche Börsenrückzugskandidaten mit einem Hauptaktionär mit mindestens 50 Prozent der Stimmrechte<sup>95</sup>**

<b>Jahr</b>	<b>Zielgesell-schaft</b>	<b>Anbieter (kotiert / nicht kotiert)</b>	<b>Kaufangebot (bar, Umtausch, Mix)</b>	<b>Squeeze-out (Merger)</b>	<b>Deko-tierung</b>	<b>Going Private</b>
2023	Von Roll Holding	Elantas (nk)	Ja (bar)		Geplant	Geplant
2023	Datacolor	Werner Dubach (nk)	Ja (bar)		Geplant	Geplant
2022	Perfect Holding	Kein Angebot, Reverse Takeover mit Kinarus	Nein	Nein	Nein, kotiert als Kinarus	Nein
2019	Groupe Baumgartner Holding	Behr Bircher Cellpack BBC (nk)	Ja (bar)	Ja (SO)	Ja	Ja
2019	Innovative Packaging (Aropack)	Kein Angebot, Nachlassstundung	Nein	Nein	Ja	Nein
2018	Intersport PSC Holding	Kein Angebot, Dreiecksfusion mit Zelfi Sports Holding (nk)	Fusion mit Barabgeltung	Ja (SOM)	Ja	Ja
2018	Hügli Holding	Bell Food Group (k)	Ja (bar)	Ja (SO)	Ja	Nein
2017	Accu Holding	Kein Angebot, Liquidation	Nein	Nein	Ja	Nein
2015	Pelikan Holding	Kein zweites Angebot nach 2005	Nein	Nein	Ja	Nein
2015	Cytos Biotechnology	Kein Angebot, Reverse Merger mit Kuros	Nein	Nein	Nein, kotiert als Kuros	Nein
2015	Loeb Holding	Kein Angebot	Nein	Nein	Ja, OTC gehandelt	Nein
2014	WM Technologie (Teil der Walter Meier)	Greentec (nk)	Ja (bar)	Ja	Ja	Ja («Teil» Going Private)
2014	Infranor Inter	Kein Angebot, Fusion mit Perron Duval Holding (k)	Nein	Nein	Nein, kotiert als Perron Duval	Nein
2013	Società Elettrica Sopraccenerina	SES Holding (nk)	Ja (bar)	Ja	Ja	Ja

<sup>95</sup> Verwendete Abkürzungen: k = kotiert, nk = nicht kotiert, SO = Squeeze-out, SOM = Squeeze-out Merger.

## Ausblick auf denkbare Going Private Kandidaten ab 2023

Analog zur Vorgehensweise vor zehn Jahren wird anhand von drei objektiven Kriterien eine neue Liste mit potenziellen Kandidaten für ein Going Private bzw. für einen Börsenrückzug erstellt. Die Identifikation von möglichen Kandidaten ist schwierig, da viele relevante Faktoren aus einer unternehmensexternen Sicht nicht eingeschätzt werden können. Ein Going Private ist daher für die aufgeführten Kandidaten nicht unbedingt die «beste» Option. Aufgrund der relativ geringen absoluten Höhe des Marktwerts des Freefloats (Kriterium 1: Marktwert Freefloat < CHF 150 Mio.) und des durchschnittlichen Jahresgewinns (Kriterium 2: durchschnittlicher Jahresgewinn < CHF 50 Mio.) sollte der Hauptaktionär (Kriterium 3: Stimmrechtsanteil grösster Aktionär<sup>96</sup> > 50%) das Kosten-Nutzen-Verhältnis des «Staying Public» jedoch regelmässig prüfen.

Die Grundgesamtheit der Small und Mid Caps (exklusive Finanzbranche, Immobilien, Beteiligungs-gesellschaften) umfasst 141 Gesellschaften. Davon erfüllen deren 50 das Kriterium eines Marktwerts des Freefloats von weniger als CHF 150 Mio. Alle 50 Gesellschaften erfüllen ebenfalls das Kriterium eines durchschnittlichen Jahresgewinns von weniger als CHF 50 Mio. Über einen Hauptaktionär mit mehr als 50% der Stimmrechte verfügen davon 15 Gesellschaften, welche in der folgenden Tabelle als Going Private-Kandidaten aufgeführt sind. Neun dieser Gesellschaften waren bereits vor zehn Jahren auf der Kandidatenliste (vgl. Tabelle 26). Von den neuen sechs Kandidaten waren deren vier vor zehn Jahren noch nicht an der SIX kotiert. Von den bereits vor zehn Jahren kotierten Gesellschaften zählen daher nur deren zwei neu zum Kandidatenkreis.

**Tabelle 26: Kandidaten für ein potenzielles Going Private bzw. mögliche Börsenrückzugskandidaten mit einem Hauptaktionär mit mindestens 50 Prozent der Stimmrechte<sup>97</sup>**

Börsenkapitalisierung Freefloat in CHF				
		unter 25 Mio.	25 bis 100 Mio.	100 bis 150 Mio.
durchschnittlicher Jahresgewinn in CHF	unter 5 Mio.	<b>Airesis</b> <b>Asmallworld</b> <b>Talenthouse<sup>98</sup></b> <b>Zwahlen&amp;Mayr</b>	<b>Kudelski</b> <b>Lalique</b> <b>Orascom</b> <b>Starrag<sup>99</sup></b> <b>Villars</b>	
	5 bis 15 Mio.	<b>Datacolor<sup>100</sup></b>	<b>Von Roll<sup>101</sup></b> IVF Hartmann	<b>Aluflexpack</b> <b>Feintool</b> <b>Carlo Gavazzi</b>
	15 bis 50 Mio.			

<sup>96</sup> Dabei kann es sich auch um eine Gruppe von Aktionären handeln.

<sup>97</sup> Kandidaten für ein Going Private im Sinne unserer Definition sind fett gedruckt. Der einzige Kandidat für ein Übernahmeangebot durch den börsenkotierten Hauptaktionär ist nicht fett hervorgehoben.

<sup>98</sup> Die SIX Exchange Regulation AG hat die Dekotierung der Aktien von Talenthouse infolge der ernsthaft in Frage stehenden Zahlungsfähigkeit beantragt. Das Regulatory Board ist dem Antrag gefolgt. Die Dekotierung erfolgt per 9. November 2023.

<sup>99</sup> Walter Fust hält 54.1% der Stimmrechte an Starrag Group Holding. An Tornos Holding hält Walter Fust «nur» 48.9% der Stimmrechte, weshalb Tornos nicht Teil der Kandidatenliste ist. Das Freefloat- und Gewinnkriterium würde Tornos Holding hingegen erfüllen.

<sup>100</sup> Werner Dubach, Hauptaktionär der Datacolor, hat im Juli 2023 angekündigt, dass er allen Publikumsaktionären ein Kaufangebot unterbreitet und somit ein Going Private plant.

<sup>101</sup> Elantas, designierte Hauptaktionärin der Von Roll Holding, hat im August 2023 angekündigt, dass sie allen Publikumsaktionären ein Kaufangebot unterbreitet und somit ein Going Private plant.

Von den 28 Going Private-Kandidaten aus dem Jahr 2013 sind noch deren 19 an der SIX kotiert, wobei deren drei sich mit anderen Unternehmen zusammengeschlossen haben, im Falle von zwei Gesellschaften ein Going Private angekündigt wurde und ein weiteres Unternehmen eine Fusion prüft. Wie bereits erwähnt, gelten neun Gesellschaften auch zehn Jahre später weiterhin als Going Private-Kandidaten. Sieben der 2013er Kandidaten, die weiterhin an der SIX kotiert sind, sind nicht mehr auf der neuen Kandidatenliste. In drei Fällen gibt es im Vergleich zum Jahr 2013 keinen Aktionär mehr, welcher mehr als 50% der Stimmrechte besitzt. In vier Fällen ist der Marktwert des Freefloats auf Werte zwischen CHF 250 Mio. und CHF 1.1 Mrd. angestiegen.

### **Veränderungen an der SIX über zwei Dekaden**

Zum Zeitpunkt unserer ersten Studie im Jahr 2003 waren rund 270 Unternehmen an der SIX primärkotiert. Davon sind zwei Dekaden später rund 120 Unternehmen nicht mehr kotiert, was einer Quote von rund 45% entspricht.<sup>102</sup> Dieser auf den ersten Blick hoch anmutende Wert entspricht einer Delisting-Quote von ca. 2.3% pro Jahr, was den Prozentsatz stark relativiert.

Bei den rund 120 Unternehmen, die dekotiert wurden, handelt es sich bei knapp einem Fünftel um Investmentgesellschaften, deren Bedeutung sich im Vergleich zur Jahrtausendwende hierzulande signifikant reduzierte. Über drei Viertel der im Jahr 2003 kotierten Beteiligungsgesellschaften sind inzwischen nicht mehr an der SIX. Ohne Berücksichtigung der Investmentgesellschaften – d.h. bei einer Fokussierung auf operativ tätige Unternehmen – fällt der Anteil der Delistings auf rund 2% pro Jahr.

Die Anzahl der SIX-kotierten Unternehmen erhöhte sich dank klassischen IPOs in der Phase von 2003 bis 2023 um rund 60 Schweizer Unternehmen – d.h. um rund 3 Gesellschaften pro Jahr – und um rund ein weiteres halbes Dutzend ausländische Unternehmen.<sup>103</sup> Hinzu kamen dank einem SIX-Listing einer abgespaltenen Tochtergesellschaft über ein Dutzend Spin-offs bei börsenkotierten Unternehmen.<sup>104</sup> Von den IPO-Neuzugängen ist ein halbes Dutzend Unternehmen in dieser 20-jährigen Spanne inzwischen bereits nicht mehr kotiert.<sup>105</sup> Gut die Hälfte der Letzteren wurde im Rahmen eines Kaufangebots in bar übernommen, gut ein Viertel ist über M&A-Transaktionen (Fusion, Umtauschangebot) in ein anderes Unternehmen integriert worden und ein Unternehmen wurde insolvent. Ein Unternehmen ist im Laufe der letzten zwei Dekaden übernommen und dekotiert worden, um nach rund 11 Jahren in einem Re-IPO wieder an die SIX zurückzukommen. In mehreren Fällen kam es zudem zu Fusionen zwischen kotierten und nichtkotierten Unternehmen, wobei diese teilweise als Reverse-Merger mit Änderung des Firmennamens und einem faktischen Re-Launch verbunden waren. Unberücksichtigt in dieser Aufzählung sind Direct Listings, d.h. Kotierungen ohne Platzierungen, deren Bedeutung in den letzten Jahren deutlich abgenommen hat.

Die Motive für die Dekotierungen waren vielfältig. Bei den operativ tätigen Gesellschaften waren es primär Übernahmeangebote und Fusionen, Wechsel in den OTC-Handel und vereinzelt Liquidationen infolge von Insolvenzen. Was die Investmentgesellschaften betrifft, waren es i.d.R. Liquidationen, Übernahmeangebote anderer Beteiligungsgesellschaften sowie Umwandlungen in Anlagefonds.

Per Saldo reduzierte sich die Anzahl primärkotierter Unternehmen von 2012 bis 2022 um rund 5% bzw. 0.5% pro Jahr, wie Abbildung 112 zeigt. Die häufig zitierte Mutmassung, dass immer weniger Gesellschaften börsenkotiert sind, kann nicht grundsätzlich bestätigt werden, da die Anzahl kotierter

<sup>102</sup> Im Gegensatz zu den vorangehenden Abschnitten sind an dieser Stelle sämtliche an der SIX Swiss Exchange kotierten Unternehmen berücksichtigt.

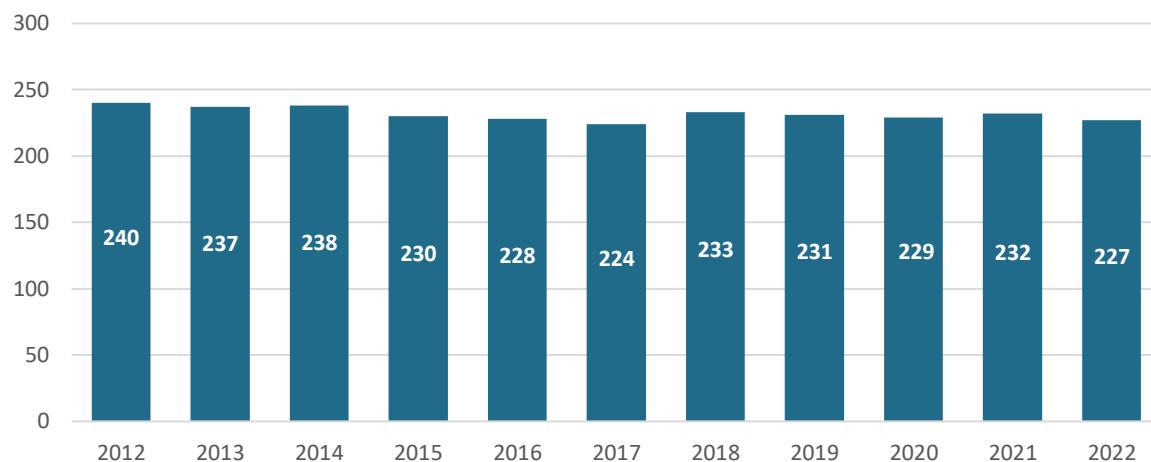
<sup>103</sup> Exkl. der GDR-Kotierungen chinesischer Unternehmen.

<sup>104</sup> Accelleron Industries, Alcon, Athris Holding, Autoneum Holding, Dottikon ES, GAM Holding (wobei Julius Bär Holding abgespalten wurde), Idorsia, Ina Invest Holding, Galenica Santé (heute: Galenica), Medisize Holding (heute: Coltene Holding), Medmix, Plaza, Zug Estates Holding, V-Zug Holding.

<sup>105</sup> CEVA Logistics, Goldbach Group, Panalpina Welttransport (Holding), Poenina Holding, Petroplus Holdings, Uster Technologies und Winterthur Technologies.

Beteiligungspapiere natürlichen Schwankungen sowie aufgrund der geringen Schweizer Marktgrösse Zufälligkeiten unterliegt. Bei vielen De-Listings der letzten zwanzig Jahre handelte es sich lediglich um Sekundärkotierungen, was die Perzeption verzerrt. Der Trend von Dual- bzw. multiplen Listings hin zu einem einzigen Börsenstandort ist ein weltweites Phänomen.

**Abbildung 112: Anzahl der primär kotierten Unternehmen an der SIX Swiss Exchange**



*Hinweis: Zur Verfügung gestellt von der SIX Swiss Exchange am 27. Februar 2023.*

Tabelle 27 zeigt in einer Systematik die Art bzw. den Grund für Abgänge von der Börse und Neuzugänge an der Börse.

**Tabelle 27: Grund für Abgänge von der Börse und Neuzugänge an der Börse**

Abgänge	Neuzugänge
Kaufangebote	Initial Public Offerings
Umtauschangebote	Spin-offs (ohne Platzierung)
Fusionen	Direct Listings (ohne Platzierung)
Wechsel an einen anderen Börsenplatz oder in den OTC-Markt	Wechsel von einem anderen Börsenplatz oder vom OTC-Markt (ohne Platzierung)
Insolvenzen und Liquidationen	
Seitens der Börse erwirkte Dekotierungen <sup>106</sup>	

<sup>106</sup> Beispiel: Das Regulatory Board der SIX Group AG hat im Jahr 2022 entschieden, Blackstone Resources gemäss Art. 58 Abs. 2 Kotierungsreglement infolge fehlendem Revisionsorgan zu dekotieren.

## 2.4 Fazit

Das jeweils wichtigste Motiv, welches für ein Staying Public (Nr. 1: Bekanntheitsgrad) bzw. für ein Going Private (Nr. 1: zunehmende Regeldichte) spricht, hat sich nicht verändert, wenn man die Umfragen von 2003, 2013 und 2023 miteinander vergleicht. Nebst dem weiteren offensichtlichen Vorteil der Eigenmittelbeschaffung fällt auf, dass die Personalrekrutierung deutlich an Bedeutung gewonnen hat und die Ausstiegsmöglichkeit bestehender Aktionäre als weniger relevant betrachtet wird. Bei den Gründen für ein Going Private hat v.a. die Ressourcenbindung und der Aufwand für Berichterstattung an Bedeutung gewonnen. Eine tiefe Aktienbewertung ist im Gegensatz zu den früheren Umfragen faktisch kein Grund mehr für ein Delisting. Die Kosten für die Kotierung haben in den letzten 10 Jahren trotz steigendem Aufwand nur moderat zugenommen.

Von den 2003er Going Private-Kandidaten waren 2013 deren 43% nicht mehr kotiert. Rückblickend auf die letzte Dekade resultiert eine Trefferquote von mindestens 32% bzw. mutmasslich bis Jahresende wiederum von 43%. Interessant wird sein, wie hoch die Trefferquote der anhand objektiver Kriterien identifizierter neuer Going Private-Kandidaten in 10 Jahren sein wird.

Über zwei Dekaden betrachtet fällt auf, dass Unternehmen und/oder deren (Haupt-)Aktionäre sich immer wieder für ein Going Private entscheiden. Umso zentraler ist es, dass sich attraktive Unternehmen für einen Börsenzugang via IPO entscheiden, um die Anzahl kotierter Gesellschaften in etwa konstant zu halten. Die seit Mitte 2022 ausbleibenden IPOs führen inzwischen dazu, dass sich die Pipeline mit Börsenkandidaten wieder füllt.

# Literaturverzeichnis

- Lütfolf, P. & Neumann, A. (2003). *Going Private vs. Staying Public*, Verlag IFZ Hochschule Luzern.
- Lütfolf, P. & Neumann, A. (2013). *Wandel der Rahmenbedingungen für börsenkotierte Unternehmen während einer Dekade – Going Private vs. Staying Public*. Verlag IFZ Hochschule Luzern.
- Neue Zürcher Zeitung. (2007). *Ein Börsengang als Gütesiegel*. In: Neue Zürcher Zeitung, 13. März 2007.
- PwC. (2023). Wertschöpfung durch ESG. In:  
[https://www.pwc.ch/de/dienstleistungen/esg.html?utm\\_campaign=pcid\\_2021\\_5239\\_5195\\_8\\_132863\\_351594\\_xlos\\_p\\_chall:de\\_sustain\\_g-sea\\_web\\_sustainability&utm\\_medium=search&utm\\_source=google&gclid=Cj0KCQjwl8anBhCFARIsAKbbpySIZWXhzBnZYqPoi8cFMDyJswyyoEvTUaITA3NmQUXsfmDyU9ZKVocaAknSEALw\\_wcB&gclsrc=aw.ds](https://www.pwc.ch/de/dienstleistungen/esg.html?utm_campaign=pcid_2021_5239_5195_8_132863_351594_xlos_p_chall:de_sustain_g-sea_web_sustainability&utm_medium=search&utm_source=google&gclid=Cj0KCQjwl8anBhCFARIsAKbbpySIZWXhzBnZYqPoi8cFMDyJswyyoEvTUaITA3NmQUXsfmDyU9ZKVocaAknSEALw_wcB&gclsrc=aw.ds), online abgerufen, 23. Juni 2023.
- SIX Swiss Exchange. (2018). *Factsheet Swiss Performance Index (SPI®)-Familie*.
- SIX Swiss Exchange. (2021). *Richtlinie betr. Streuung von Beteiligungsrechten*, 23. Juni 2021.
- SIX Swiss Exchange. (2022). *Kotierungsreglement*, November 2022.
- SIX Swiss Exchange. (2023). *Richtlinie betreffend Rechnungslegung*, März 2023.
- SIX Swiss Exchange. (2023a). [www.six-group.com/de/site/grow-your-business/raise-capital/sparks.html#scrollTo=differences](http://www.six-group.com/de/site/grow-your-business/raise-capital/sparks.html#scrollTo=differences), online abgerufen, Juni 2023.

# 3 Working-Capital-Finanzierung im Jahre 2023

Von Bernhard Kopinitz und Daniel Rexhausen, SLG

## 3.1 Haben Working-Capital-Finanzierungslösungen «Sonderkonjunktur»?

Working-Capital- und Supply-Chain-Finance (SCF)-Instrumente<sup>107</sup> fungieren als finanztechnische Working-Capital-Optimierungsmassnahme. Das dazugehörige Instrumentenspektrum umfasst alle finanzwirtschaftlichen Lösungen entlang der Liefer- und Wertschöpfungskette von Unternehmen und deckt somit das Working Capital im engeren Sinne – also Lieferforderungen, Vorräte und Lieferverbindlichkeiten – ab. SCF-Instrumenten kommt im jüngsten, krisengeprägten und inflationsaren Marktumfeld eine deutlich gestiegene Bedeutung zu. Stellvertretend für Instrumente der Forderungsfinanzierung hat der deutsche Factoring-Markt in den letzten Jahren beeindruckende Zahlen erwirtschaftet: Das Wachstum des Factoring-Umsatzes war im gesamten Beobachtungszeitraum von 2013 bis 2022 in jedem Jahr grösser als das Wachstum des Bruttoinlandsprodukts<sup>108</sup> und übertraf das BIP-Wachstum im Wirtschaftsjahr 2022 sogar um mehr als 13 Prozentpunkte. Besonders seit 2019 ist ein überproportionaler Anstieg der Factoring-Quote (= Verhältnis aus Factoring-Umsatz zu Bruttoinlandsprodukt) erkennbar, die laut jüngstem Bericht des deutschen Factoring Verbandes im Jahr 2022 bereits 9,7% beträgt.<sup>109</sup> In Anbetracht dessen, dass nur B2B-Umsätze «Factoring-tauglich» sind, ist das ein beeindruckender Wert. In Österreich ist eine etwas geringere Quote, dafür aber historisch ein noch stärkeres Wachstum beobachtbar.<sup>110</sup> Unserer Erfahrung nach sind SCF-Instrumente im Schweizer Markt bislang unterrepräsentiert. Faktoren, wie geringere Verschuldungsgrade, ein effizienter und zugänglicher Banken- und Fremdkapitalmarkt oder auch das rechtliche Umfeld, wie etwa Formerfordernisse aus dem Zessionsrecht könnten Gründe dafür sein.<sup>111</sup> Laut Schweizerischem Factoringverband wird dort, wo Factoring angewandt wird, das offene Verfahren praktiziert.<sup>112</sup>

<sup>107</sup> Der holistische Begriff «Supply-Chain-Finance» umfasst gemäss Definition des Global-Supply-Chain Finance Forums (2016) grundsätzlich diverse finanzwirtschaftliche Instrumente entlang der Lieferkette (Beschaffung, Bestände, Absatz) und wird daher in der Folge deckungsgleich mit dem Begriff der «Working-Capital-Finanzierung» verwendet.

<sup>108</sup> Statista (2023): Bruttoinlandsprodukt (BIP) in Deutschland von 1991 bis 2022 (*verfügbar unter: <https://de.statista.com/statistik/daten/studie/1251/umfrage/entwicklung-des-bruttoinlandsprodukts-seit-dem-jahr-1991/>; abgerufen am 21.06.2023*)

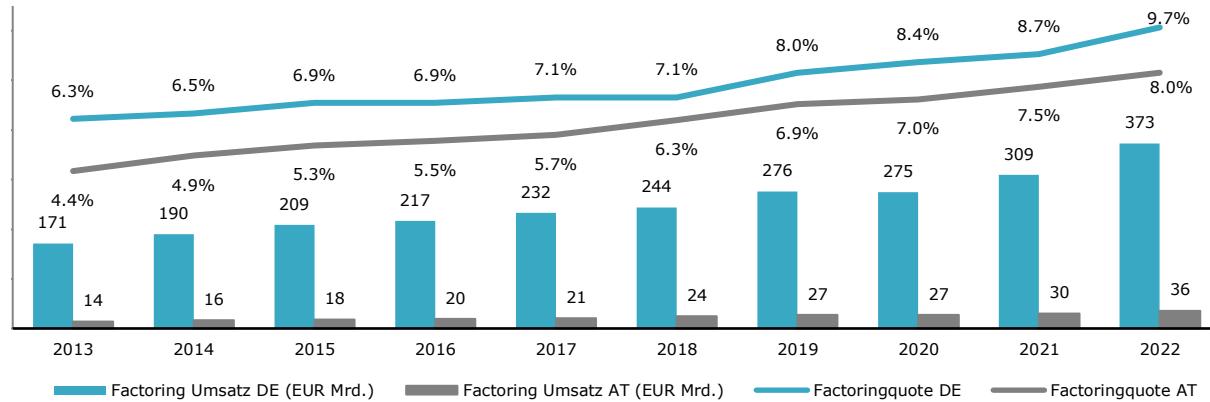
<sup>109</sup> Deutscher Factoring Verband E.V. (2023): Jahresbericht 2022 (*verfügbar unter: <https://www.factoring.de/aktuelles-jahresberichte/annual-report-2020/>; abgerufen am 21.06.2023*)

<sup>110</sup> Österreichischer Factoring Verband (2022): Factoring-Markt Österreich (*verfügbar unter: <https://www.factoring-verband.at/marke/factoring-markt-oesterreich/>; abgerufen am 12.07.2023*)

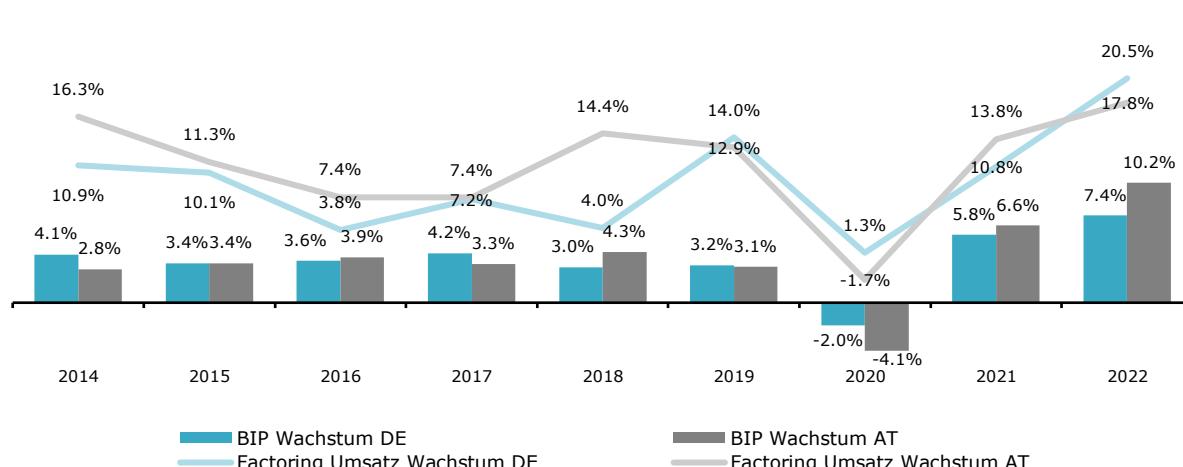
<sup>111</sup> Eggen M. (2021): Modernisierung der Formerfordernisse bei der Übertragung von Rechten (Zession und Wertpapierrecht) Gutachten vom 26. Juni 2021; (*verfügbar unter: <https://www.bj.admin.ch/bj/de/home/publiservice/publikationen/externe/2021-06-26.html>; abgerufen am 19.07.2023*).

<sup>112</sup> <https://www.factoringverband.ch/alles-ueber-factoring/fragen-und-antworten-zu-factoring.html>; abgerufen am 20.07.2023

**Abbildung 113: Deutscher und österreichischer Factoring-Umsatz und Factoring-Quote in %**  
 (Quellen: Jahresbericht 2022 des Deutschen Factoring Verbandes; Österreichischer Factoring Verband; Statista: Bruttoinlandsprodukt (BIP) in Deutschland von 1991 bis 2022 und Bruttoinlandsprodukt (BIP) von Österreich von 2012 bis 2022)



**Abbildung 114: Wachstumsraten deutscher und österreichischer Factoring-Umsatz und BIP**  
 (Quellen: Jahresbericht 2022 des Deutschen Factoring Verbandes; Österreichischer Factoring Verband; Statista: Bruttoinlandsprodukt (BIP) in Deutschland von 1991 bis 2022 und Bruttoinlandsprodukt (BIP) von Österreich von 2012 bis 2022)



Auch die Bedeutung der verbindlichkeitsseitigen Working-Capital-Finanzierung nimmt zu. So ist das weltweite Reverse-Factoring-Volumen im Jahr 2022 auf USD 2.189 Mrd. und damit im Vorjahresvergleich um 21% angestiegen.<sup>113</sup> Seit 2015 wächst dieser Markt im Durchschnitt sogar um über 30% jährlich, was unter anderem auch auf ausserordentliche Wachstumszahlen infolge der COVID19-Krise und daraus resultierender Lieferketten- und Liquiditätsprobleme zurückzuführen ist. Das europaweite Reverse-Factoring-Volumen betrug im Jahr 2022 bereits USD 534 Mrd. und nähert sich dem Volumen des «herkömmlichen» Factorings (EU: EUR 2.118 Mrd. in 2021) weiter langsam an.<sup>114</sup> Aus der DACH-Region selbst sind uns keine öffentlich verfügbaren Daten bekannt. Das Wachstum des Reverse-Factoring-Marktes beschränkt sich nicht nur auf die westlichen Märkte. Auch in Asien und Afrika steigt die Bedeutung stetig an – so werden dort Wachstumsraten im Bereich

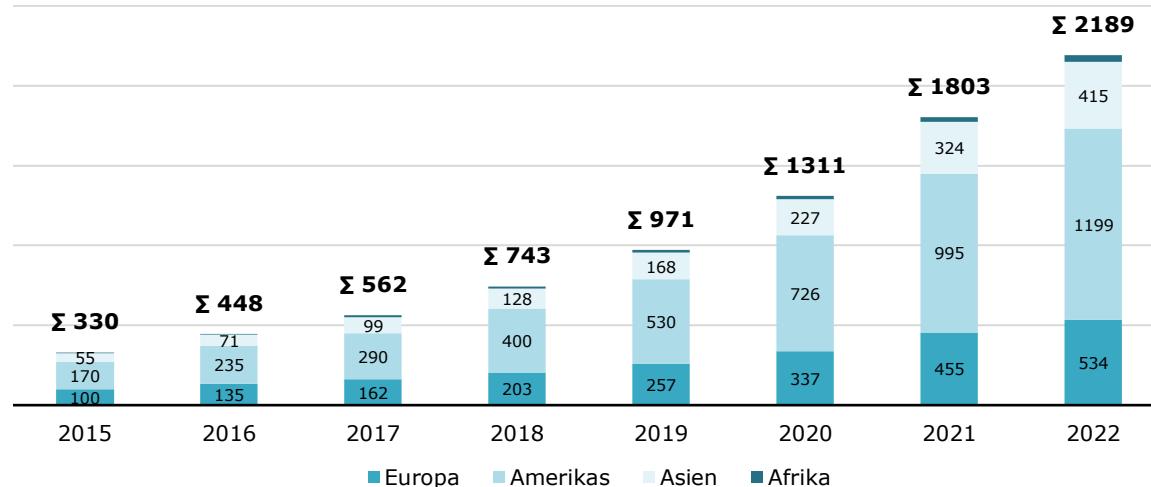
<sup>113</sup> BCR Publishing Ltd. (2023): World Supply-Chain-Finance Report 2023 (verfügbar unter: <https://bcrpub.com/publications/world-supply-chain-finance-report-2023>; abgerufen am 27.06.2023)

<sup>114</sup> Statista (2022): Umsatzvolumen der europäischen Factoring-Branche von 2003 bis 2021 (verfügbar unter: <https://de.statista.com/statistik/daten/studie/245078/umfrage/umsatz-der-factoring-branche-in-europa/>; abgerufen am 28.06.2023)

von 40% beobachtet, wobei beispielsweise Indien und Ägypten als Länder mit günstigen Rahmenbedingungen gelten.<sup>115</sup>

**Abbildung 115: Globales Reverse-Factoring-Volumen in USD Mrd.**

(Quelle: World Supply Chain Finance Report 2023)



Für (Off-Balance) Lagerfinanzierungsinstrumente sind offizielle Zahlen und Marktvolumina kaum publiziert und aufgrund der Heterogenität und Komplexität der Instrumente auch empirisch schwer vergleichbar. In unserer Beratungspraxis beobachten wir allerdings – insbesondere aufgrund systematisch erhöhter Sicherheitsbestände (infolge jüngster Lieferkettenschocks) – eine deutlich gestiegerte Nachfrage nach (Off-Balance-)Lagerfinanzierungslösungen, um die Bilanzstruktur und häufig in Finanzierungsverträgen vereinbarte Financial Covenants zu entlasten. Auch auf der Angebotsseite treten Spezialanbieter/Handelspartner auf, die dabei sind, den Markt zu entwickeln und weiter in die Breite zu tragen.

Einen weiteren Schub erlebt der Markt für SCF-Finanzierungen nun auch durch die Zinsmarktentwicklung, den Trend zu grösseren Lagerbeständen und fortschreitende Anbieterinnovationen – in Verbindung mit den empirisch nachvollziehbaren Wachstumsraten lässt sich also durchaus von einer «Sonderkonjunktur» für die Working-Capital-Finanzierung sprechen.

### 3.2 Überblick über die gängigen Working-Capital-Finanzierungsinstrumente

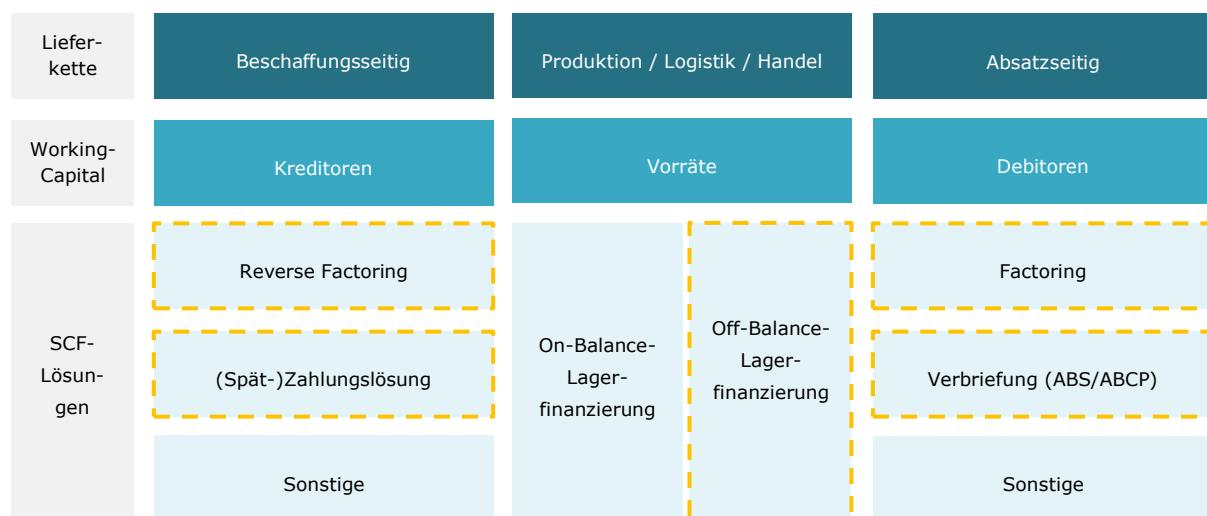
Für jeden Baustein gibt es in Abhängigkeit von Branche und Anwendungsfall zahlreiche, teils individuelle Lösungen. Dieser Gastbeitrag soll einen Erfahrungsbericht aus unserem aktuellen Beratungsalltag darstellen und fokussiert sich – wie in Abbildung 116 veranschaulicht – auf die bei unseren Kunden am häufigsten umgesetzten Finanzierungsformen wie Factoring, Verbriefung, Reverse Factoring, alternative (Spät-)Zahlungslösungen sowie ferner auch Möglichkeiten der (Off-Balance-)Lagerfinanzierung.

Absatzseitige,forderungsbasierte Working-Capital-Finanzierungsinstrumente stellen weiterhin die häufigste Spielart – entweder in Form von Factoring oder (Lieferforderungs-)Verbriefung – dar. Dabei werden definierte Forderungen oder Forderungsportfolien an eine Factoring- oder Zweckgesellschaft (abzüglich zu vereinbarenden Kaufpreisabschläge) verkauft und direkt durch Banken

<sup>115</sup> BCR Publishing Ltd. (2022): World Supply-Chain-Finance Report 2022 (verfügbar unter: <https://bcrpub.com/publications/world-supply-chain-finance-report-2022>; abgerufen am 20.06.2023)

oder via Zweckgesellschaften über den Kapitalmarkt in Form von Commercial Paper refinanziert, um so die Liquidität im Unternehmen zu erhöhen und bei Erreichen eines «True Sale» auch die Bilanzstruktur durch Bilanzverkürzung zu verbessern. In der Praxis beobachten wir aus diesem Grund fast ausschließlich stille (soweit rechtlich umsetzbar), «Non-Recourse»-Verfahren, bei denen das Debitorenausfallrisiko weitestgehend auf den Forderungskäufer übergeht und damit im Regelfall auch die Einbindung einer Warenkreditversicherung als dritte Partei erfordert.

**Abbildung 116: Die Wertschöpfungskette und SCF-Lösungen**  
(Quelle: eigene Darstellung)



Factoring und Verbriefung von Lieferforderungen verfolgen in Bezug auf den Forderungsverkauf grundsätzlich dasselbe Ziel, unterscheiden sich aber in diversen Details, insbesondere hinsichtlich Refinanzierung (Kreditlinie vs. Kapitalmarkt), Laufzeitvorstellungen, Volumenpotenzial bzw. Portfolioeignung, Andienungs- und Ankaufspflichten (bzw. -wahlrechte) und Komplexität. Am Markt ist zu beobachten, dass bei grösseren Finanzierungsvolumina (ab rd. EUR 50-100 Mio.) und kleinteiligeren Debitorenportfolios Verbriefungen bevorzugt und über längere Laufzeiten (5-7 Jahre) kostengünstiger angeboten werden können. Hier spielt die in der Regel grössere Liquidität des Kapitalmarkts eine entscheidende Rolle. Zudem konnten im Negativzinsumfeld häufig auch negative Kapitalmarkteinstandssätze an die Kunden weitergereicht werden. Die Strukturierung einer Verbriefung ist hingegen komplexer und aufwändiger. So besteht beispielsweise bisher kein umfassender Standard in puncto Vertragsdokumentation, die sehr umfangreich ausfallen kann. Auch die Analyse der Einzelforderungsdaten ist meist tiefgreifender als beim Factoring.

Immer häufiger beobachten wir aus Diversifikationsansprüchen und bankpolitischen Hintergründen auch den Wunsch nach bankunabhängigen bzw. multibankfähigen Strukturen. Der Verbriefungsmarkt bietet die Möglichkeit der Unterbeteiligung an einem anderen Bankenprogramm oder einer bankunabhängigen Konsortialstruktur über die Gründung einer eigenen eigen tümerlosen Zweckgesellschaft («Orphan-SPV»). Bei Letzterer muss beim Ziel einer Off-Balance-Struktur sichergestellt werden, dass es auch zu keiner Konsolidierungserfordernis durch den Forderungsverkäufer aufgrund von Kontrollatbeständen und marktunüblichen Beziehungen (z. B. in Bezug auf die Forderungsbetreibung) kommt. Die Komplexität ist bei «Orphan-SPV»-Strukturen besonders hoch und daher oftmals nur bei Volumina im höheren dreistelligen Millionenbereich empfehlenswert. Eine Alternative können spezialisierte SCF-Plattformanbieter (oft als FinTechs referenziert) liefern, die als technischer und vertraglicher Intermediär auftreten. Der Vorstoß der FinTechs im Working-Capital-Finanzierungsbereich ist in den letzten Jahren deutlich erkennbar und mitunter auch mitverantwortlich für das Marktwachstum. Plattformanbieter haben ihren Ursprung aber oftmals bei

Finanzierungslösungen auf der Lieferantenseite. Entsprechend ist bei dieser Option zu beachten, ob potenzielle Finanzierungspartner auch ausreichend Bereitschaft zeigen, plattformbasierte Forderungsverkaufsprogramme mitzufinanzieren. Banken bevorzugen bislang tendenziell hauseigene Lösungen – Plattformen stehen mit diesen noch stark in Konkurrenz. Die Leistungsfähigkeit von Fintech-Plattformen muss den Unternehmensanforderungen (z. B. Ankauf gröserer Debitorenportfolien anstatt nur ausgewählter Debitoren, Abbildung einer Ankaufsverpflichtung durch die Forderungskäufer) gerecht werden und mit den traditionellen Mitbewerbern mithalten können. Wichtig ist auch noch zu beachten, dass bestehende Finanzierungsverträge die Umsetzung solcher Forderungsverkäufe zulassen müssen. Dafür braucht es typischerweise ausreichende Freiräume für erlaubte Vermögensveräußerungen («Asset Disposal») und Besicherungen im Zusammenhang mit der Forderungsabtretung.

Auf der Beschaffungsseite werden häufig Reverse Factoring-Programme<sup>116</sup> oder vergleichbare Formen eingesetzt. Inhaltlich ähneln diese oft dem Factoring, jedoch geht der Impuls zur stets unkommtierten Finanzierung vom Käufer aus: Den (teilnehmenden) Lieferanten wird eine Frühzahlungsoption via Factoring (o.Ä.) unter Einbindung eines externen Finanzierungs-/Bankpartners zur Vorfinanzierung angeboten. Im Gegenzug kann der Käufer mit seinen Lieferanten verlängerte Zahlungsziele verhandeln und so einen positiven Working-Capital-Effekt erzielen. Am Markt kam es immer wieder zu einem Aufschrei kleinerer Zulieferer, die faktisch in Reverse Factoring-Programme gröserer Kunden aufgrund deren Marktmacht mehr oder weniger «hineingezwungen» wurden.<sup>117</sup> Im Zuge verstärkter ESG-Initiativen versuchen sich aber auch Unternehmen (z. B. über einen «Code of Conduct») von solchen Praktiken bewusst zu distanzieren. Die Akzeptanz zur Teilnahme von Lieferanten (in einem fairen Umfeld) stellt weiterhin einen kritischen Erfolgsfaktor und damit eine häufige Restriktion dar. Mit dem Digitalisierungsschub der letzten Jahre und dem stärkeren Fokus auf die Stabilität von Lieferketten erreichen die Programme mittlerweile aber verstärkt den (gehobeneren) Mittelstand. Mitverantwortlich dafür ist unserer Wahrnehmung nach auch die Innovationskraft von FinTechs als bankenunabhängige Plattformanbieter, die sich bei der Lieferantenfinanzierung im DACH-Raum bereits am Markt etabliert haben.

FinTechs sorgen auch für neue, innovative Produkte auf dem Markt wie beispielsweise «(Spät-)Zahllösungen» oder virtuelle «Procurement Cards». Hierbei führt ein Zahlungsdienstleister kreditfinanziert Lieferantenzahlungen bei Fälligkeit aus und stellt diese Dienstleistung (inkl. der vorausbezahlten Rechnungssummen) erst mit einem grösseren Zahlungsziel in Rechnung, welches in der Bilanz oft als sonstige (finanzielle) Verbindlichkeit im erweiterten Working Capital dargestellt werden kann. Lieferanten müssen dabei nicht informiert oder eingebunden werden. So können auch Skonti genutzt werden ohne das Working-Capital negativ zu beeinflussen. Dieser Ansatz geht im Vergleich zu Reverse Factoring mit etwas höheren Kosten einher, die es gegen die Komplexitätsreduktion und die flexiblere Steuerbarkeit abzuwiegen gilt.

Auf Seite der Lagerfinanzierung unterscheiden wir generell On-Balance- (z. B. Borrowing Base) und Off-Balance-Lösungen, wobei sich dieser Beitrag aufgrund des steigenden Interesses nur auf Letztere konzentriert. Ziel der Lösungen ist häufig eine (temporäre) Auslagerung von Teilen des (eingangsseitigen) Lagers an einen Spezialanbieter bzw. Zwischenhändler. Bei langer Transportdauer kann auch eine bilanzschonende Zwischenfinanzierung von «Ware unterwegs» («Goods in transit») eingesetzt werden. Wir beobachten, dass diese Lösungen bisher vor allem in den Bereichen Agrar, Maschinenbau, Bau(-materialien) und Automotive genutzt werden. Als Finanzierer müssen bei diesen Lösungen im Regelfall wiederum (Kern-)Banken hinzugezogen werden – die jedoch aufgrund der Regulatorik und ihres «Risikoappetits» im Regelfall nicht selbst als direkter physischer Handelspartner auftreten (können). Eine Off-Balance-Strukturierung ist

<sup>116</sup> Am Markt finden sich für Reverse Factoring oftmals unterschiedliche Bezeichnungen für dem Grunde nach sehr ähnlichen lieferantenseitigen Finanzierungslösungen wie z. B. Payables Finance, Supplier Finance, Confirming oder auch Supply-Chain-Finance.

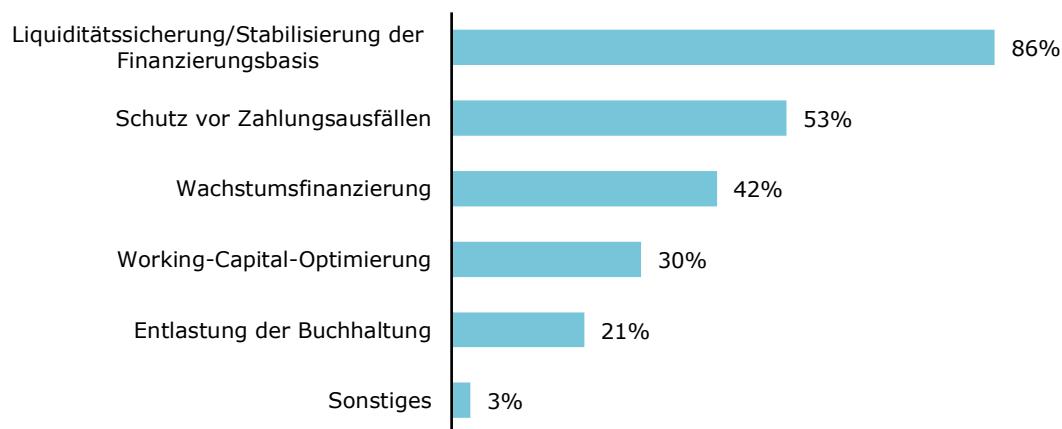
<sup>117</sup> Erik Hofmann (2021): Die Vorhänge sind gefallen, publiziert in TreasuryLog 4/2021; 2022 (verfügbar unter: [https://www.slg.co.at/wp-content/uploads/2022/11/TLOG4\\_2021.pdf](https://www.slg.co.at/wp-content/uploads/2022/11/TLOG4_2021.pdf); abgerufen am 20.07.2023)

rechnungslegungsbedingt mit grossen Herausforderungen verbunden. Hierfür muss wie auch beim Forderungsverkauf ein «True Sale», also ein zweifelsfreier Eigentums-/Risikoübergang, nachgewiesen werden, was u. a. eine getrennte Lagerung der finanzierten Güter erfordert. Hierbei gilt es die lokalen rechtlichen Rahmenbedingungen und etwaige Restriktionen in jedem Land, auch innerhalb der EU, frühzeitig zu analysieren. Die deutlich komplexere Strukturierung und operative Umsetzung bedingt im Regelfall für den Anbieter – im Vergleich zu anderen SCF-Instrumenten – auch höhere Fixkosten, womit die Programme (als groben Richtwert) erst ab Finanzierungsvolumina im zweistelligen Millionenbereich für Unternehmen als wirtschaftlich sinnvolle Alternative angesehen werden können. Auch für (haltbare) Produkte mit öffentlich handelbaren Marktpreisen/Börsenkurse gibt es am Markt Off-Balance-Lösungen in Form von (unechten) «Waren-Repo-Geschäfte», bei denen es zu selektiven Kauf- und optionalen Rückkaufsvereinbarungen zwischen Unternehmen und Finanzierer kommt. Die Lösungen findet man z. B. im Rohstoffbereich oder auch im Agrarsektor.

### **3.3 Motive für den Einsatz von Working-Capital-Finanzierungsinstrumenten**

Working-Capital-Finanzierungsinstrumente bieten je nach Lösung und Anforderung verschiedene Vorteile aber auch Nachteile, wie beispielsweise extern auferlegte (Mindest-)Anforderungen an operative Prozesse oder gegebenenfalls höhere Kosten. Deren Einsatz ist entgegen hartnäckiger Vorbehalte aber kein Indiz für ein notleidendes Unternehmen oder eine Krisensituation, wie auch aus einer Studie des Deutschen Factoring Verbandes hervorgeht: Neben der offensichtlichen Finanzierungsfunktion des laufenden Geschäfts waren der Schutz vor Zahlungsausfällen, Wachstumsfinanzierung und die Working-Capital-Optimierung die Hauptmotive für die Umsetzung von Factoring.

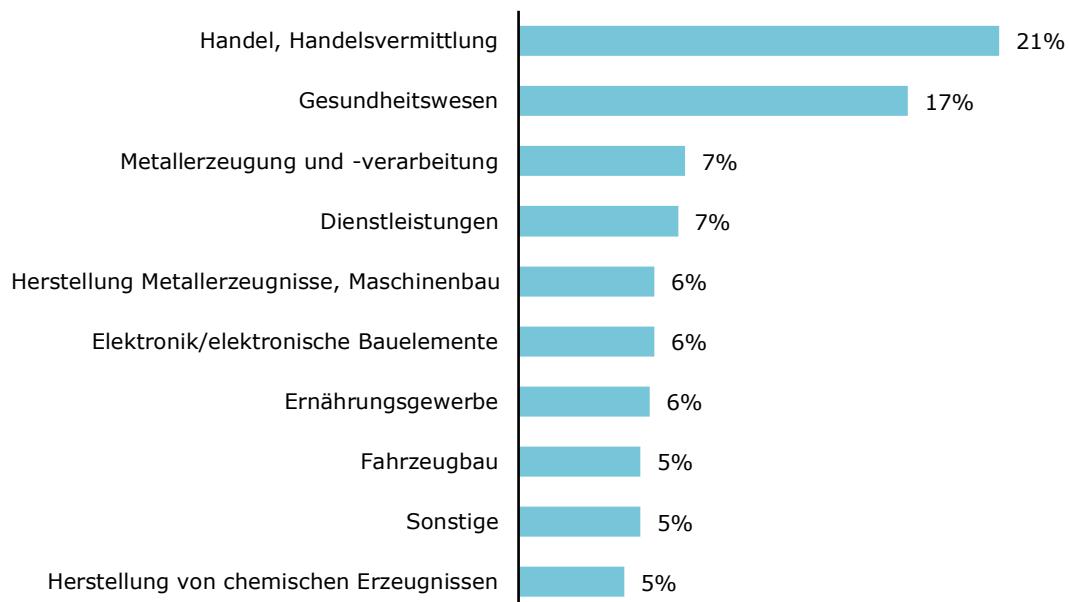
**Abbildung 117: Motive für die Nutzung von Factoring 2019**  
(Quelle: Jahresbericht 2022 des Deutschen Factoring Verbandes)



In unserer Beratungspraxis steht bei Umsetzung von Off-Balance-Strukturen die Entlastung von Financial Covenants und die damit einhergehenden Erhöhung der Verschuldungskapazität eindeutig im Vordergrund. Dies gilt auch für verbindlichkeits- und vorratsseitige Finanzierungslösungen. Die Wirkungsweise auf die Unternehmensbonität kann pauschal nicht einfach beantwortet werden, da SCF-Instrumente in der Bonitätsprüfung von Banken und auch Ratingagenturen unterschiedlich behandelt werden. Insbesondere wenn (Off-Balance-)Instrumente einen wesentlichen Anteil am Finanzierungsportfolio einnehmen, werden diese bei der Berechnung von Verschuldungskennzahlen von Banken anteilig oder durchaus auch zur Gänze aufgeschlagen. Ratingagenturen beurteilen die Instrumente oft noch strenger und korrigieren die Verschuldung üblicherweise in voller Höhe.

Bei der Forderungsfinanzierung wird die Finanzierungsmarge besonders von der Kreditwürdigkeit der eigenen Kunden getrieben und wird bei entsprechend guten Bonitäten eine kommerziell attraktive Alternative sein.

**Abbildung 118: Verteilung des deutschen Factoring-Geschäfts nach Branchen 2021**  
(Quelle: Jahresbericht 2022 des Deutschen Factoring Verbandes)



Factoring wird besonders häufig von Handelsunternehmen und im Gesundheitswesen eingesetzt, ist aber auch in unterschiedlichen Sektoren der produzierenden Industrie sehr verbreitet.

Umgekehrt ist beim Reverse Factoring die unternehmenseigene Bonität marginentscheidend für die Finanzierungskosten, welche (im Gegensatz zu alternativen «(Spät-)Zahlungslösungen» von den teilnehmenden Lieferanten getragen. Ein positives Bonitätsgefälle ermöglicht so eine «Bonitätsarbitrage» für die Zulieferer und kann deren Teilnahme incentivieren. Das trifft zum Beispiel häufig auf Lieferanten der grossen Supermarktketten oder auf Automobilzulieferer zu. Reverse Factoring wird daher auch vorwiegend von Unternehmen im produzierenden Gewerbe, im Bausektor und im Bereich Transport/Logistik eingesetzt.<sup>118</sup> Die alternativen (Spät-)Zahllösungen können dagegen aufgrund der fehlenden Lieferanteneinbindung branchenunabhängig (aber ohne Bonitätsarbitrage) eingesetzt werden.

### 3.4 Voraussetzungen für den Einsatz von Working-Capital-Finanzierungsinstrumenten

Auch wenn Branchenvergleiche einen guten Überblick über mögliche Einsatzgebiete von SCF-Instrumenten geben, ist deren Eignung stets geschäftsmodellbezogen zu analysieren und auch an gewisse (Mindest-)Voraussetzungen geknüpft. Beim Forderungsverkauf ist die rechtliche Abtretbarkeit bzw. Handelbarkeit der Forderungen unumgänglich. Entscheidend dafür ist, welcher Jurisdiktion (anwendbares Recht) eine Forderung unterliegt, ob Abtretungsverbote in Kundenver-

<sup>118</sup> Grand View Research (2022): Reverse Factoring Market Size, Share & Trends Analysis Report (verfügbar unter: <https://www.grandviewresearch.com/industry-analysis/reverse-factoring-market-report#:~:text=The%20global%20reverse%20factoring%20market,11.4%25%20from%20202023%20to%202030;> abgerufen am 28.06.2023)

trägen vereinbart wurden und welche Einschränkungen dies im jeweiligen Rechtsraum zur Folge hat. In Deutschland sind zum Beispiel B2C-Forderungen nicht abtretbar; B2B-Forderungen sind nach §354a HGB hingegen grundsätzlich abtretbar, auch wenn die Abtretung in der zugrunde liegenden Kundenvereinbarung ausgeschlossen ist.

Mit zunehmender Internationalität steigt auch die Komplexität, was häufig den Ausschluss spezifischer Länder/Jurisdiktionen bei multinational angestrebten Programmen zur Folge hat. Bei Debitoren mit Sitz ausserhalb der EU ist neben dem Vertragsrecht auch die Durchsetzbarkeit von Ansprüchen im jeweiligen Sitzland entscheidend, was z. B. bei Debitoren in China oder Saudi-Arabien zu Problemen führen kann.

Die Forderungen müssen auch qualitativen Kriterien hinsichtlich Bonität, Ausfallrisiko und (maximal erlaubten) Überfälligkeiten erfüllen. Die Bonität ist bei regeresslosen Verfahren entscheidend für die Gewährung von Kreditlimits durch den Warenkreditversicherer und somit ein determinierender Faktor für deren Ankaufbarkeit. Daneben muss der Forderungsverkäufer gewisse Mindeststandards im operativen Debitoren-Management vorweisen, wenn das Servicing der Forderungen «Inhouse» verbleibt. Dazu zählen u. a. eine saubere Stammdatenpflege im ERP-System, eine korrekte und zeitnahe Rechnungserstellung, eine fehlerfreie Debitorenbuchhaltung, um (verkaufte) Einzelforderungen für Dritte zweifels- und fehlerfrei nachvollziehbar zu halten und den Prozess der Forderungsbetreibung stringent und richtlinienkonform vorzunehmen. Forderungskäufer werden diese Prozesse bei Programmimplementierung und auch später in regelmässigen Intervallen überprüfen, da sie Eigentümer der Forderungen sind.

Die rechtlichen Anforderungen hinsichtlich Länder und Jurisdiktionen lassen sich grundsätzlich auch auf Reverse Factoring übertragen. Die prozessualen Anforderungen reichen von einem möglichst digitalisierten, raschen Rechnungseingangs- und Rechnungsfreigabeprozess bis zur Zahlaufsteuerung. Durch das Reverse Factoring ändern sich geschäftsfallbezogen Zahlwege (Zahlung an den SCF-Anbieter anstatt der Lieferanten), wofür eine automatisierte Buchungslogik im ERP implementiert werden sollte. Wenn der Rechnungsfreigabeprozess noch manuell stattfindet und mehrere Tage bzw. Wochen dauert, verlieren SCF-Instrumente auch aus Liquiditätssicht an Attraktivität, da nur freigegebene Rechnungen vorfinanziert werden können. Die Unternehmensbonität sollte erfahrungsgemäss zumindest nur knapp unterhalb des Investment-Grade-Bereichs liegen, um Lieferanten auch eine kommerziell attraktive Alternativfinanzierung zur lieferantenseitigen Kreditlinie anbieten zu können. Ausreichende Anreize für die Teilnahme der Lieferanten zu schaffen, ist häufig der kritische Erfolgsfaktor beim Reverse Factoring. Dafür sollte das Lieferantenportfolio vorab im Detail analysiert werden. Ein limitierender Faktor kann auch sein, dass relevante Lieferanten bereits selbst über ein eigenes Factoring- oder Verbriefungsprogramm ihr Forderungsportfolio verkaufen und üblicherweise kein Interesse an der Teilnahme an einem singulären Reverse Factoring ihrer Kunden haben. Mit fortschreitender Verbreitung von Working-Capital-Finanzierungslösungen ist hier eine gewisse «Kannibalisierung» zu erwarten bzw. bereits am Eintreten, wenngleich das gesamte Marktpotenzial weiterhin noch sehr gross erscheint.

Die Voraussetzungen für eine Lagerfinanzierung sind höchst individuell und erfordern aufgrund der Komplexität eine individuelle Einzelprüfung. Grundlage sind saubere Stammdaten, dokumentierte und entsprechend gelebte Prozesse und die Flexibilität, diese gegebenenfalls gemäss rechnungslegungsbedingten Off-Balance-Anforderungen (soweit im jeweiligen Land rechtlich überhaupt darstellbar) anzupassen. Zentrale Voraussetzung für die Erzielung einer Off-Balance-Darstellung ist bei allen Instrumenten letztendlich eine entsprechende Testierung durch den Wirtschaftsprüfer, der daher bei der Strukturierung entscheidender Parameter immer frühzeitig miteingebunden werden sollte.

### 3.5 Conclusio

Das steigende Marktvolumen von Working-Capital-Finanzierungsinstrumenten zeigt sich auch in unserer Beratungspraxis durch mehr Projektinteresse in diesem Bereich. Neben der Liquiditäts sicherung rückt auch die Normalisierung der Zinslandschaft aktives Working-Capital-Management wieder stärker in den Vordergrund. Das muss nicht bedeuten, dass zwingend nur Finanzierungs lösungen Abhilfe schaffen können. Diese können nicht dazu dienen, schlechte operative (Debitoren-)Prozesse, wie Verzögerungen bei der Fakturierung oder ein unstrukturiertes Mahnwesen, zu kaschieren. Vielmehr sollten im ersten Schritt die internen Kreditoren-, Debitoren- und Lagerpro zesse evaluiert und optimiert werden. Damit können nicht nur die prozessualen Voraussetzungen für Working-Capital-Finanzierungsinstrumente geschaffen, sondern auch bereits positive Liquiditätseffekte gehoben und damit das Zinsergebnis verbessert werden.

Forderungsfinanzierungen sind oft der Einstieg in die Welt der Supply-Chain-Finance-Instrumente und werden aus unserer Sicht auch künftig die vorherrschende Form bleiben. Internationale und multibankfähige Strukturen gewinnen dabei an Bedeutung, was auch den Markt für Plattform anbieter künftig weiter öffnet. Lieferantenseitige Finanzierungslösungen sind noch weniger verbreitet, in den letzten Jahren jedoch auch im Mittelstand zunehmend beliebter. Es bleibt zu beobachten, wie die weitere Verbreitung auch die Kannibalisierung vonforderungs- und verbindlichkeitsbasierten Instrumenten innerhalb einzelner Wertschöpfungsketten beeinflusst. Im Bereich der Lagerfinanzierung zeichnet sich jedoch infolge globaler wirtschaftspolitischer Entwicklungen und daraus resultierender Anstiege von Sicherheitsbeständen bei kritischen Gütern ein deutlich steigendes Interesse von Unternehmen ab, womit auch auf der Angebotsseite mit technischen und auch kostenseitigen Effizienzsteigerungen zu rechnen ist.

# Literaturverzeichnis

BCR Publishing Ltd. (2022): World Supply Chain Finance Report 2022 (verfügbar unter: <https://bcrpub.com/publications/world-supply-chain-finance-report-2022>, abgerufen am 20.06.2023)

BCR Publishing Ltd. (2023): World Supply Chain Finance Report 2023 (verfügbar unter: <https://bcrpub.com/world-supply-chain-finance-report-2023>, abgerufen am 27.06.2023)

Deutscher Factoring Verband E.V. (2023): Jahresbericht 2022; (verfügbar unter: <https://www.factoring.de/aktuelles-jahresberichte/jahresbericht-2022>; abgerufen am 21.06.2023)

Eggen, M. (2021): Modernisierung der Formerfordernisse bei der Übertragung von Rechten (Zession und Wertpapierrecht). Gutachten vom 26. Juni 2021; (verfügbar unter: <https://www.bj.admin.ch/bj/de/home/publiservice/publikationen/externe/2021-06-26.html>; abgerufen am 19.07.2023).

Global Supply Chain Finance Forum (2016): STANDARD DEFINITIONS FOR TECHNIQUES OF SUPPLY CHAIN FINANCE (verfügbar unter: <http://supplychainfinanceforum.org/ICC-Standard-Definitions-for-Techniques-of-Supply-Chain-Finance-Global-SCF-Forum-2016.pdfz>, abgerufen am 26.06.2023)

Grand View Research (2022): Reverse Factoring Market Size, Share & Trends Analysis Report (verfügbar unter: <https://www.grandviewresearch.com/industry-analysis/reverse-factoring-market-report#:~:text=The%20global%20reverse%20factoring%20market,11.4%25%20from%202023%20to%202030>, abgerufen am 28.06.2023)

Hofmann, E. (2021): Die Vorhänge sind gefallen, publiziert in TreasuryLog 4/2021; 2022 (verfügbar unter: [https://www.slg.co.at/wp-content/uploads/2022/11/TLOG4\\_2021.pdf](https://www.slg.co.at/wp-content/uploads/2022/11/TLOG4_2021.pdf); abgerufen am 20.07.2023)

Österreichischer Factoring Verband (2022): Factoring-Markt Österreich (verfügbar unter: <https://www.factoring-verband.at/markt/factoring-markt-oesterreich/>; abgerufen am 11.07.2023)

Schweizerischer Factoringverband: Alles über Factoring - Fraugen und Antworten zu Factoring (verfügbar unter: <https://www.factoringverband.ch/alles-ueber-factoring/fragen-und-antworten-zu-factoring.html>; abgerufen am 20.07.2023)

Statista (2022): Umsatzvolumen der europäischen Factoring-Branche von 2003 bis 2021 (verfügbar unter: <https://de.statista.com/statistik/daten/studie/245078/umfrage/umsatz-der-factoring-branche-in-europa/>; abgerufen am 28.06.2023)

Statista (2023): Bruttoinlandsprodukt (BIP) in Deutschland von 1991 bis 2022 (verfügbar unter: <https://de.statista.com/statistik/daten/studie/1251/umfrage/entwicklung-des-bruttoinlandsprodukts-seit-dem-jahr-1991/>; abgerufen am 21.06.2023)

Statista (2023): Bruttoinlandsprodukt (BIP) von Österreich von 1992 bis 2022 (verfügbar unter: <https://de.statista.com/statistik/daten/studie/14390/umfrage;bruttoinlandsprodukt-in-oesterreich/>; abgerufen am 11.07.2023)

# 4 Sustainability challenges in plastics and food & beverage packaging

*Joost van Dun ING Circular Economy Lead and Thijs Geijer ING Sector Economist Food & Agri*

We start this article by setting out how ING is involved in finding resolutions for the growing environmental problems caused by plastics production and use. This part is followed by a research article that provides a deep dive into the opportunities and trade-offs around more sustainable (plastic) packaging for companies operating in the food & beverage value chain.

## 4.1 The plastics value chain

Modern daily life is unthinkable without plastics. Plastics provide many benefits as they are lightweight, affordable and strong. Therefore, we see plastics are used in many product applications, varying from packaging, building materials, safety applications or automotive products. But the use of plastics may also cause severe issues: damage to nature and biodiversity due to pollution from production as well as at the end of their lifecycle (littering), health issues due to air-pollution from production and due to micro-plastics entering our body, food etc.

So, as the Ellen MacArthur foundation says "Plastic is not the problem, plastic waste is. 90% of plastic packaging ends in landfill or leaks to nature" (Ellen MacArthur Foundation).

The United Nations Principles for Responsible Investment mentions: "the containers and packaging sector, as well as related sectors such as food and beverage and consumer goods, face reputational and regulatory pressures to use alternative materials and recycled content at scale. This is creating opportunities for companies to collaborate and find solutions with different players across the value chain."

Less than 20% of plastic waste is currently recycled globally. Demand for recycled material is outstripping supply, especially with regard to food grade plastics. To improve the recyclability of plastics, both the amount of plastics to be recycled as the recyclability of plastics needs to be increased. This requires products to be designed in such a way that they can be easily recycled (design for recycling), increased collection of plastic waste, better sorting and new recycling technologies. This makes recycled plastics relatively more expensive compared to virgin plastics. ING services many clients across the whole plastics value chain. To help solve the plastics challenge, we see a value chain approach is needed since many parties hold a piece of the puzzle. ING is committed to play its role in the plastics value chain by using its network, knowledge, research and financing skills to contribute to working with industry players on solving the problem.

### UN Treaty to end plastic pollution

Besides financing initiatives which contribute to help our clients' funding to tackle the plastic waste problem, ING also shares their knowledge through UNEP FI Finance Leadership Group on Plastics. In March 2022, Heads of State, Ministers of environment and other representatives from UN Member States endorsed a historic resolution at the UN Environment Assembly in Nairobi to End Plastic Pollution and to set up an international legally binding agreement by 2024. This treaty will cover diverse alternatives to address the full lifecycle of plastics (including its production, design and disposal), the design of reusable and recyclable products and materials, and the need for enhanced international collaboration to facilitate access to technology, capacity building and scientific and technical cooperation.

The United Nations Environmental Programme Finance Initiative (UNEP FI) has convened a core group of leading financial institutions who will play an important role in supporting the development of the treaty and implementing it across the global finance sector. ING is one of the members of this working group.

## **4.2 UNEP FI Finance Leadership Group on Plastic, 10 key messages**

Ahead of the second round of negotiations to create the UN Treaty to end plastic pollution (which is organized around five rounds between 2022 and 2024) the UNEP FI Finance Leadership Group on Plastics has issued a paper addressing its (10) key messages that aim to help develop this treaty and to accelerate and scale up the mobilisation of financial flows from all sources to end plastic pollution.

Mobilisation of financial flows means increasing financial flows from all sources like banks or governments to solutions to end plastic pollution and stimulate a safe and just circular plastic economy. It also means decreasing financial flows from all sources which contribute to plastic pollution. Think of financing or subsidising circular solutions which contribute to ending plastic waste, such as reuse or collection-sorting and recycling, but also initiatives focusing on reducing the use of plastic and which stimulate the use of alternative materials or for example the development of new packaging models.

On the other side, think of decreasing financial flows to activities which contribute to plastic pollution, such as virgin plastic production (including removal of direct and indirect subsidies that support activities contributing to increased plastic pollution and/or disincentivise the transition to circular systems).

This is captured in 10 key messages, varying from describing the 'main goal' to the 'enablers' to reach this goal, such as harmonized taxonomies to get a clear agreement what can be called sustainable and mandatory disclosure frameworks on the use of plastic among companies.

More information can be found [here](#) (introductory article) and [here](#) (entire '10 key messages' document).

### **Research article: The sustainable food packaging choices that don't come ready-wrapped**

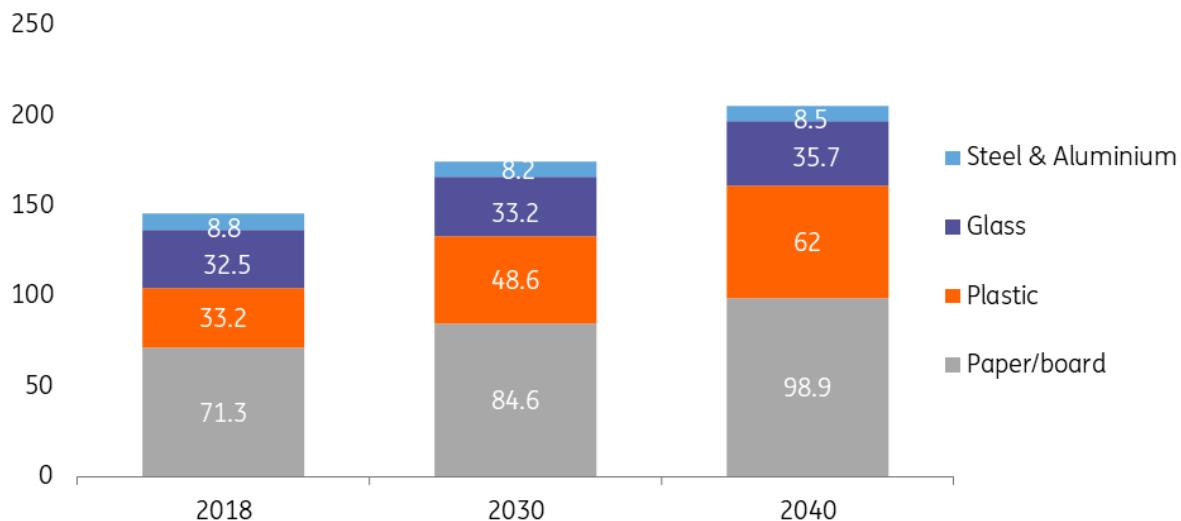
Food and drink producers are facing a sustainability dilemma. The need for eco-friendly packaging is growing, but it costs more and often isn't as versatile as regular plastic. Faced with anti-plastic regulation and carbon reduction targets, commitment and major investments are needed to increase renewable choices. It won't be easy, and consumers have a role to play too.

### **European and American consumers are using more, not less, packaging**

Plastic packaging is the largest single source of plastic waste in the EU, and food and beverage packaging accounts for 40% of all of it. The question of how to shift to more sustainable packaging and how to deal with the growth in packaging waste is a mounting global issue. The fastest increase in packaging use is in Africa, Asia and Latin America, but packaging use per person is also still rising in Europe, the US and Australia.

The total packaging volume for consumer goods in the US grows at about 1.5% per year, outstripping population growth. According to projections made by Euromonitor, the average American will use 1,360 units of packaging per year in 2025, up from 1,290 in 2021. In Europe, it's expected the EU will see a 20% increase in packaging waste per person in 2030 compared to 2018.

**Figure 119: Increase in packaging waste in the EU mainly driven by plastic and paper packaging**  
 Packaging waste in kilogram per person (Source: Eunomia, ING Research)



### Changes in consumption patterns are to blame

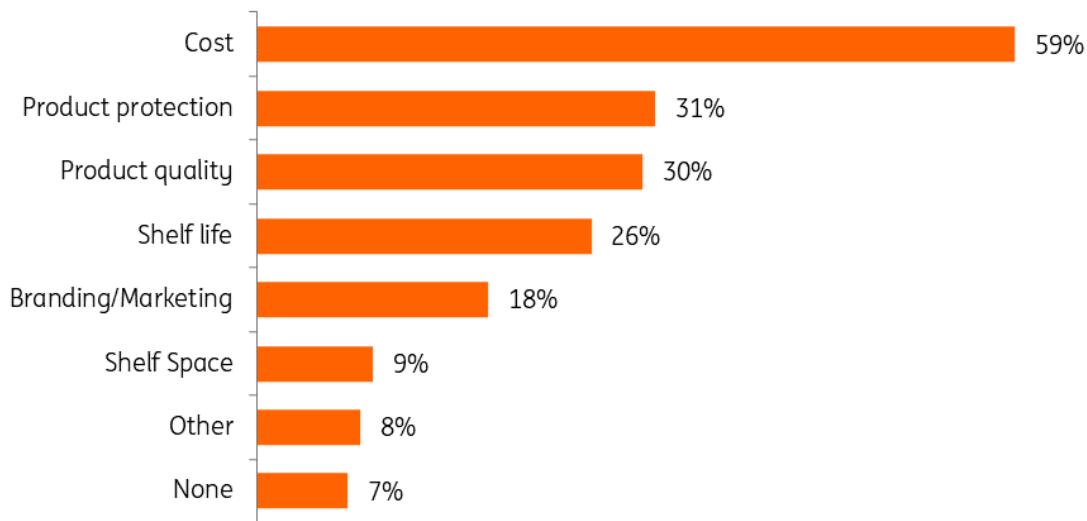
Consumer trends such as the growing demand for convenience products, like fresh-cut fruits and meal kits, on-the-go consumption and home delivery lead to increased use of packaging material. Demographic changes contribute as well; households are getting smaller and smaller households tend to prefer smaller pack sizes. And that results in relatively more packaging material per kilogram or litre of product.

It's true that many food and beverage companies and retailers are actively seeking to reduce the size and weight of packaging, for example, through lightweight cans and bottles and by replacing rigid plastic lids with flexible plastic foils. But while such initiatives are slowing down the growth in packaging volume and waste, they don't seem to be reversing it.

### 4.3 Sustainability has a price

Food and beverage packaging comes in many shapes and forms, and all have their own attributes. Functionality, marketing, and costs are all very important aspects in the decision on a certain packaging format. In the end, a food or beverage manufacturer wants packaging to keep the product safe for as long as possible, make it attractive to buy and do so at the lowest costs. There are certain trade-offs between these targets and sustainability, with sustainability often subordinate to the other criteria.

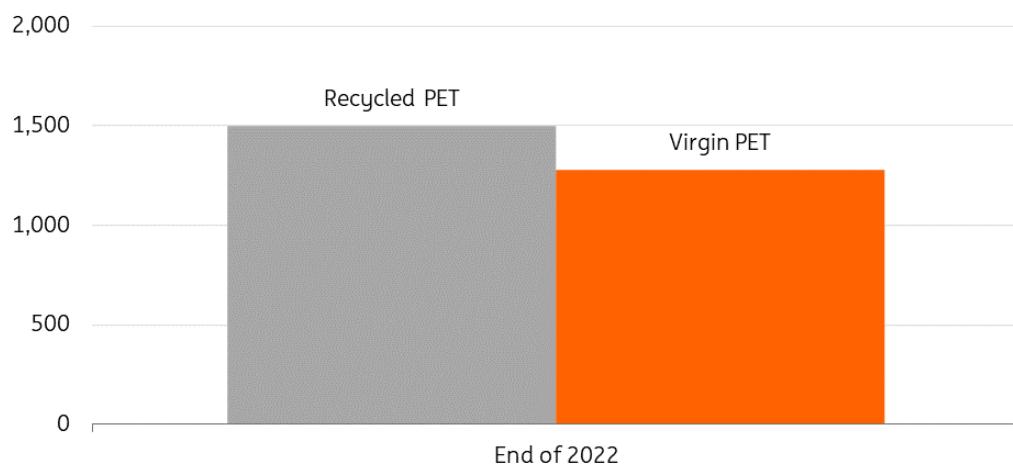
**Figure 120: Higher costs complicate the shift to more sustainable food and beverage packaging in the US**  
 % of respondents on the question: In adopting sustainable packaging, what trade-offs, if any, do you see most? (Source: PMMI Packaging Compass, ING Research)



The supply of high-quality recycled material in plastics trails behind the availability of virgin material, and costs for recycled materials are often higher. In 2022 it would have cost a European beverage manufacturer around 20% more to only use recycled PET for its bottles than using virgin plastics. And if you're wondering, PET stands for Polyethylene Terephthalate, which is a type of clear, strong, lightweight and 100% recyclable plastic.

In aluminium, it's the other way around. Costs of used beverage cans in Europe stand at 80% of new aluminium, providing a great incentive to use recycled material to produce new cans. For aluminium, the challenge is mainly about unlocking more potential, given that national recycling rates vary widely and can be anywhere between 35 and 99%.

**Figure 121: Recycled PET plastic trades at a premium compared to virgin material**  
 Euro per metric tonne, free delivered Northwest Europe (Source: S&P Global, ING Research)



## More demand for recycled material

Still, we do see demand growth in Europe and the US for more eco-friendly packaging (for example based on a single material) and for packaging with a larger share of recycled plastic, glass, metal or paper. Both new legislation and the need to hit certain carbon emission reduction targets act as a catalyst for corporates. Besides, there is a clear reputational risk if companies don't get their act together because packaging pollution, notably from plastic, is a major concern for consumers and NGOs.<sup>119</sup>

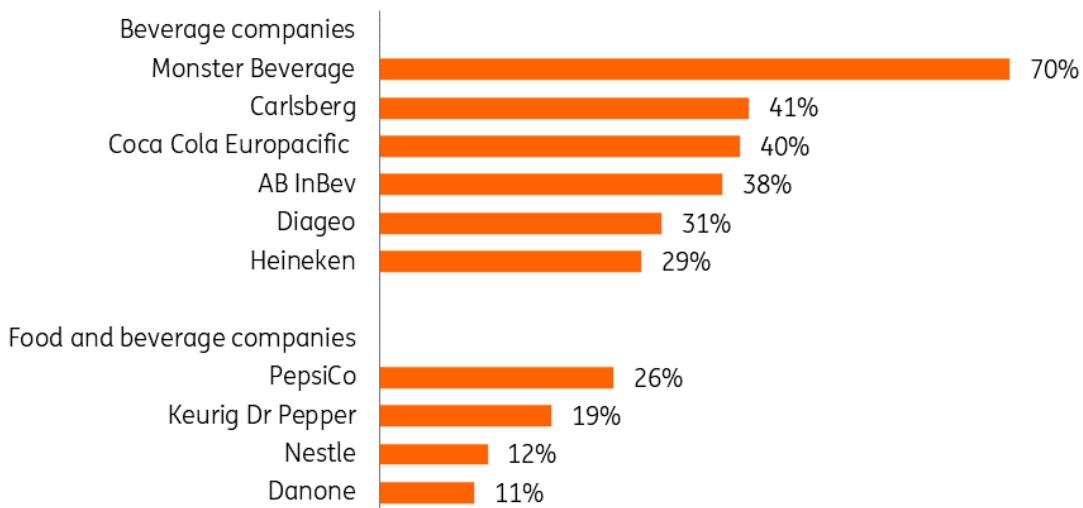
## Packaging a key aspect of carbon footprint of food and beverage products

Packaging is one of the more carbon-intensive parts in the lifecycle of food and beverage products due to the fossil fuel required to make packaging materials and plastics and the end-of-life treatment (recycling, incineration or landfilling) of used packaging. Calls from investors to disclose more information on the impact of plastics are getting louder.<sup>120</sup>

We've analysed 20 major food & beverage companies and find that some already report the carbon footprint of their packaging in detail. In relative terms, the share of packaging within their total footprint is largest for beer brewers and soft drinks producers. For those brewers, this mainly stems from the energy required to produce glass bottles and aluminium cans. Soft drinks producers generally have a large footprint from aluminium cans and use a large volume of plastic packaging, of which the majority doesn't get adequately recycled.

For food manufacturers in other subsectors, such as meat, fish or bakery, we estimate that the relative share of packaging within their total emissions will generally be lower than 10%. That's mainly because raw materials constitute a much larger share of their footprint. Still, it is considered a material topic in the sustainability strategies of almost any company in the industry.

**Figure 122: Packaging represent a major share in the carbon footprint of food and beverage companies**  
Packaging related emissions as a percentage of total scope 1,2 and 3 emissions (Source: Company information, calculations made by ING Research based on most recent reported data)



<sup>119</sup> see [this previous ING Research report](#).

<sup>120</sup> For example, check out [this announcement](#) on a sustainability disclosure system from the CDP environmental charity, where investors can request companies to disclose plastic-related impacts.

## 4.4 Companies are signalling the potential for reducing carbon emission through packaging

For the companies we've analysed, the potential gains of more sustainable options are often clear. PepsiCo estimates that shifting from virgin plastic bottles to 100% recycled PET bottles reduces carbon emissions by approximately 30% per bottle. Spirits maker Diageo estimates that producing glass bottles in a biofuel-powered furnace with only recycled glass as input could lower the footprint of a regular bottle by 90%.

For companies which use a mix of materials, a shift from one material to another can also be meaningful. Beer packaging provides an example. Both plastic (PET) and returnable glass beer bottles have a carbon footprint per litre, which is about three times lower than an aluminium can and five times lower than a one-way glass bottle. But changes in the packaging material might not always be desirable from a commercial perspective.

### What sort of action are food and beverage companies taking?

When food and beverage makers want to reduce the carbon footprint of their packaging, there are several actions that they can undertake:

#### A) In their own operations

- Investing in sustainable packaging design (less material, more recyclable material, better recyclability or different materials) and in the testing of new packaging formats. Common company objectives are to have 100% recyclable packaging, increase the percentage of recycled content and reduce the (relative) use of virgin material by 2025 or 2030. We've looked into those opportunities in [this previous report](#) on plastic packaging.
- Exploring the broader implementation of re-use schemes, which are generally most promising in beverages and food service packaging. One example is that winemakers in some European regions are working with refillable wine bottles.
- Closing the loop in their own facilities by reducing and recycling (secondary) packaging waste from production and transportation.

#### B) Upstream in the value chain

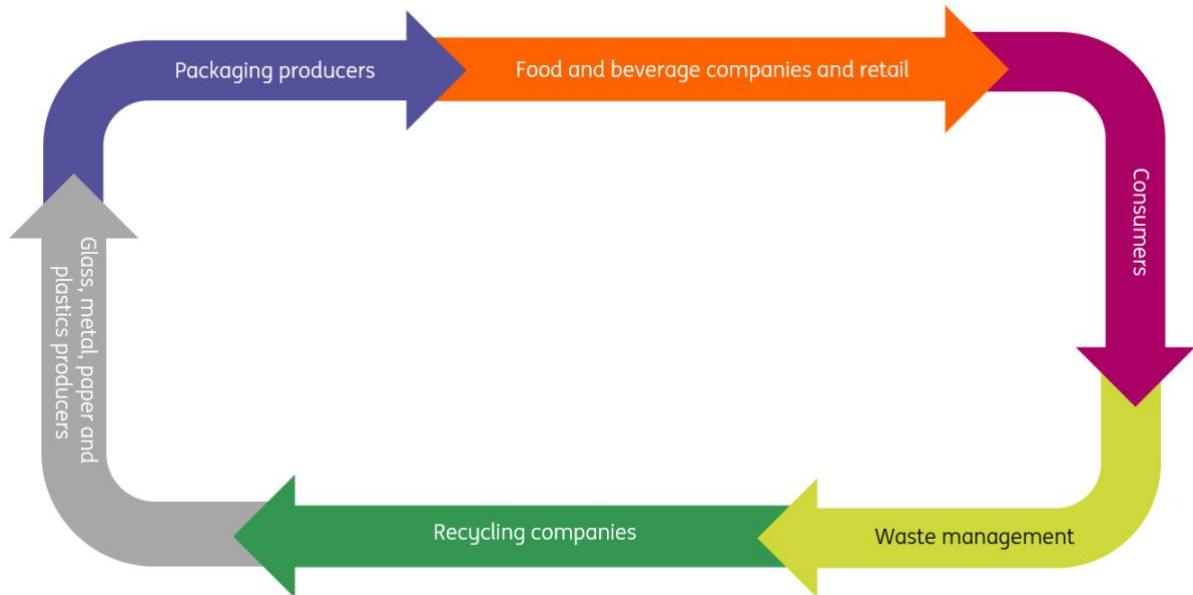
- Supporting greener packaging production technologies by partnering with packaging producers. Examples of such partnerships include glass production based on green hydrogen (for example, between glass maker Encirc and Diageo) and technologies to produce bioplastics at scale (in which chemicals companies such as Avantium collaborate with beverage firms like Coca-Cola, Refresco and Carlsberg).
- Entering into long-term off-take agreements for post-consumer recycled content with suppliers to ensure demand and facilitate investments in recycling facilities.

#### C) Downstream in the value chain

- Providing funding for community recycling services and material recovery facilities. In Europe, this is often done through extended producer responsibility schemes which oblige companies to pay for the volume of packaging that they put on the market. The proceeds can then be used to strengthen recycling systems. If such a system is not in place, support can also be done by direct investments in facilities, payments into funds or donations.

Apart from these actions, food and beverage manufacturers can also throw their weight behind legislation that encourages more comprehensive recycling systems and higher recycling rates.

**Figure 123: Food and beverage companies operate in a value chain with many stakeholders**  
 Schematic depiction of the value chain for packaging (Source: ING Research)



### Companies set to face more stringent regulation

Packaging regulation is getting stricter, and food and beverage companies will more often be required to pay for the packaging they put on the market, increase recycled content, improve recyclability and take steps to reduce pollution.

In practice, these laws work as a catalyst for the adoption of recycled content and improve the business case for investment in facilities where post-consumer recycled content is processed into new food-grade packaging. That capacity is urgently needed because demand for high-quality inputs such as used beverage cans and bottles exceeds supply. If domestic markets fail to keep up, imports of recycled material from elsewhere could fill the gap, leaving domestic inputs underutilised.

### How is packaging legislation evolving in the EU and the US?

#### **European Union:**

At the EU level, both the introduction of the Single Use Plastics Directive (SUP) in 2019 and the current proposal for the Packaging and Packaging Waste Regulation (PPWR) shape the future of packaging. Four key elements include:

- Limits on single-use items. Both the SUP and PPWR include targets for a reduction of the packaging waste per capita, for example, by limiting the use of single-use drink cups and food containers in food service outlets.
- Recycled content. The SUP and PPWR set out minimum recycled content standards in plastic packaging for 2030 (e.g. 30 % for single-use beverage bottles), followed by a further rise towards 2040. In major EU countries, recycled content in plastic packaging is currently about 5-7%.
- Recyclable packaging. In the PPWR, there are requirements to make packaging fully recyclable by 2030 as well as proposals to ban certain packaging formats. This will limit the design options for companies.
- Deposit and return systems. Following the SUP and anticipating the PPWR, many new or extended deposit return schemes exist for plastic beverage bottles and metal beverage containers in the pipeline in countries such as the Netherlands, Poland and Romania. Meanwhile, non-EU countries such as the UK and Turkey also plan to introduce such systems. Once these schemes are in place, they will be especially beneficial for closing the loop for beverage containers.

***United States:***

While there is no federal legislation at hand, things are clearly moving at the state level.

- Extended producer responsibility. 2022 marked the introduction of extended producer responsibility laws in Oregon, Colorado, Maine and California. Similar laws are also being considered in more than a dozen other states.
- Recycled content. Some states (like California and New Jersey) are setting progressive targets on recycled content in several types of packaging, such as glass and plastic bottles.

## **4.5 Challenges are manifold**

Moving to more sustainable packaging clearly provides a route to reducing emissions for food and beverage companies. But to get there, they depend on many others in the packaging value chain. Adding to the complexity is that almost every food maker also requires solutions for multiple materials to get closer to any net-zero targets. First of all, it's about incentivising their suppliers to green their energy use and increase the share of recycled content in their packaging. Next to that, it's about making alterations to the packaging design to use as little material as possible and to keep (national) recycling systems in mind. That means food and beverage companies also need in-depth knowledge of how their packaging formats perform in recycling.

All the while, legislation is evolving and pushing the market in a more sustainable direction. For food and beverage companies with operations in the EU, the (regulatory) landscape seems to be becoming less fragmented in the coming decade with the introduction of common recyclability and recycled content standards. Ultimately this should reduce red tape and help companies to scale up solutions. In the US, the regulatory landscape looks set to remain very diverse. The adoption of new packaging laws creates an urgency to change packaging and packaging formats in some states but not in others.

# 5 iStar Rises: Five Arguments for a Higher Inflation Target

*Author: Vincent Deluard, CFA, StoneX Financial Inc (NASDAQ: SNEX)*

## Summary

i-Star will, I hope, be my lasting contribution to economic theory (Note: it would also be a cool name for the next Apple product): i-Star is the optimal level inflation given the state of the labor market, debt levels, financial leverage, and generational inequalities. Here is how to use it in a sentence: "Because central bankers did not understand that i-Star fell in the 2010s, they wasted trillions in QE. Instead of kickstarting growth, their asset purchases inflated bubbles and enriched plutocrats".

For a more contemporary example: "If J. Powell does not realize that the retirement of boomers, the shrinkage of the Chinese labor force, and the green transition raise i-Star, he will throw the global economy into a depression to meet a self-imposed and economically meaningless inflation target."

This report will argue that the **2 % inflation target is an economic, political, and historical heresy**. Central bankers should avoid extreme outcomes, such as hyperinflation or deflation, but the 2 % target is an overly tight corset which chokes the normal respiration of the labor market.

First, **price controls don't work**. The 2 % inflation target effectively caps wage growth at 2 % plus real growth. When the labor market is oversupplied, as was the case in the 2010s, that target is too high. But the current tightness of the labor market should lead to rapid – and welcome – wage gains. The free movement of interest rates balances savings and investment: no sane economist would argue for a fixed cost of capital. Why then should the cost of labor be pegged?

Second, the decline of trend growth has increased the risk of falling into the zero-lower boundary trap during recessions. **A higher inflation target would give the Fed a larger cushion to ease policy during downturns.**

Third, nominal GDP growth must at least equal the deficit-to-GDP ratio to avoid debt crises. **In an era of structural deficits of 6 % of GDP and 2 % real growth, inflation of 4 % is required to stabilize debt ratios.**

Fourth, sustained wage gains and lower real asset prices should **reduce the massive generational inequalities** created by 40 years of misguided wealth effect policies.

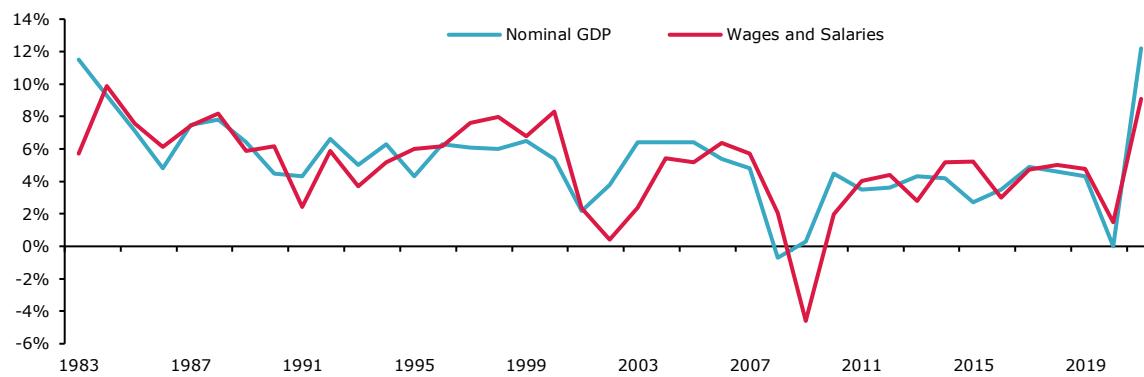
Fifth, financial stability concerns argue for negative real rates, i.e., **an inflationary bailout of an overleveraged economy**.

## 5.1 Price Controls Never Work

Production is just “crystallized labor” as K. Marx observed in *Das Kapital*. Everything that we consume must be produced, which leads to the accounting identity that output must equal income. Most of that income comes in the form of wages. Even profits are ultimately converted into wages as capital owners spend their surpluses to acquire goods and services.

Productivity, investments, deficits, labor force growth, and the quirks of GDP accounting such as imports and inventories, can lead to short-term deviations, but **wage growth and GDP growth always converge over time**, as shown in the chart below.

**Figure 124: Nominal GDP & Wage Growth**  
(Source: BEA)



Applying the classical “money-as-a-veil” distinction, we can think of the production / income identity in terms of real variables (output and hours worked) and nominal ones (prices and wages). **Imposing a cap on prices, such as the 2 % target, means applying a similar cap on wages.**

The 2 % inflation target effectively means that **central bankers aim to peg wage growth at 2 % above real growth**. Economists usually oppose price controls, and for good reason: the free formation of prices conveys information and incentives which regulate the economy. As every commodity trader knows, “the cure for high prices is high prices”, as high prices incentivize new supply.

Economists certainly believe in the virtue of free price formation for the other production factor, capital. Interest rates are allowed, and even encouraged, to rise when the economy is overheating so that agents are incentivized to save more to fund future growth.

If we apply the same logic to wages, it follows that the **level of inflation should be allowed to fluctuate with labor market conditions**. When labor is abundant, as was the case in the 2010s when the two largest generations, Boomers and Millennials, were in the workforce, central bankers should accept that wages, and thus prices, barely increase. Conversely, it is healthy and natural for wages and prices to rise when the supply of labor is tight. Applying economists’ depressingly materialistic vision of human life, **high wages incentivize the supply of new workers in the same way that high interest rates encourage savings**. When wages grow rapidly, households can buy assets, and, crucially, homes. When young workers own their homes and feel secure about their financial future, they make babies, who will eventually ease labor shortages.

Conversely, **low wage growth, high asset prices, and economic stagnation discourage household formation** regardless of cultural or religious factors. Japan's housing bubble and lost decades gave rise to the *hikikomori*, single men who spend most of their days confined at home. Similarly, a 50 % youth unemployment rate and prohibitively expensive housing prices have forced young Italians to stay at their parents' rather than start families of their own.  
**Wages and prices have been allowed to fluctuate with the supply of labor throughout most of human history.**

For example, a 1350 account of the Black Death in the cathedral priory of Rochester complains that:

«mortality destroyed more than a third of the men, women, and children. Such a shortage of workers ensued that the humble turned up their noses at employment and could scarcely be persuaded to serve the eminent unless for triple wages. As a result, churchmen, knights and other worthies have been forced to thresh their corn, plough the land and perform every other unskilled task if they are to make their own bread»

**Wage-driven inflation and shortages of workers can have virtuous economic effects:** the lack of labor forced landowners to explore new farming methods to improve land productivity, new ownership systems (the enclosure of common fields), and new social structures, such as the progressive abolition of serfdom. These innovative responses to the great labor shortage caused by the Black Plague eventually paved the way for the Renaissance, the Reformation, and the Industrial Revolution.

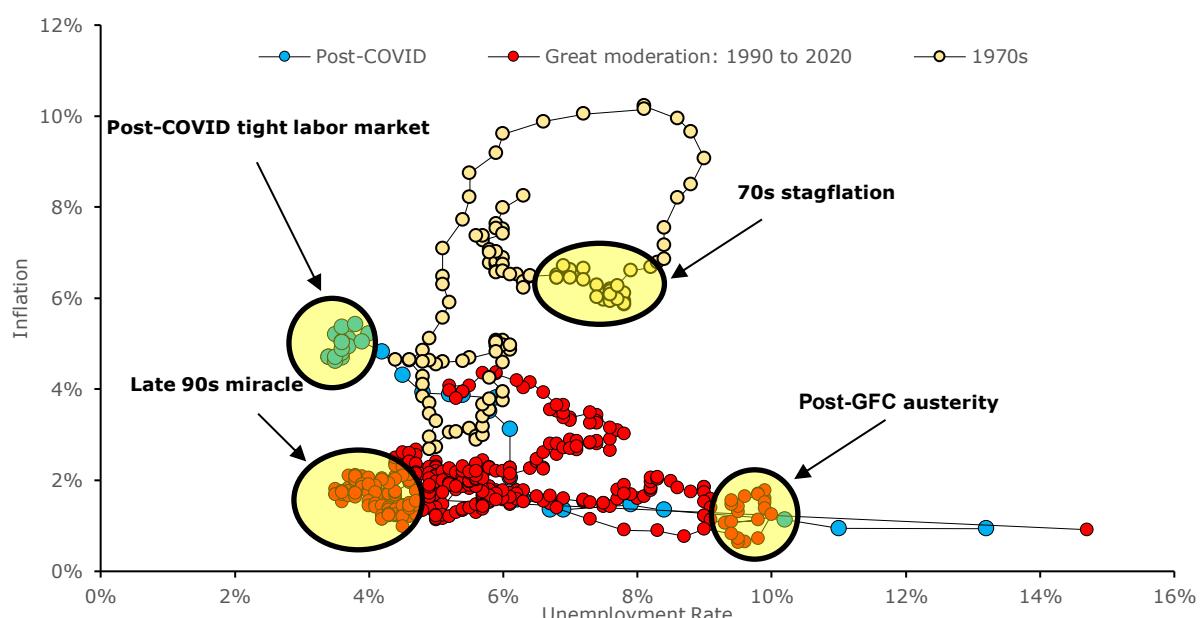
Similarly, massive immigration from Scandinavia to the US led to the emergence of the modern welfare state. Faced with the prospect of deserted villages and empty factories, Swedish landlords and capitalists eventually provided workers with enough security to discourage them from crossing the Atlantic Ocean.

From this perspective, **the 2 % inflation target, a relatively modern invention, seems like an artificial constraint on economic growth.** Just as price caps ultimately discourage the supply of scarce goods, forcing wage growth at an arbitrary level has kept the economy in a sub-optimal equilibrium. I do not believe it is a coincidence that growth and productivity slowed globally as the 2 % target became the monetary standard across central banks in the 2010s.

Furthermore, **central bankers' attempts to swim against labor market tides usually fail**: trillions in asset purchases and zero-interest policies caused unproductive bubbles in the 2010s, rather than the desired increase in nominal growth.

Similarly, rate hikes were ineffective against the great inflation of the 70s: price increases only moderated after boomers fully entered the labor force in the 1980s.

**Figure 125: Phillips Curve**  
Monthly Data Since 1960



As I observed in [Five Econ 101 Concepts to Explain the Great Reset](#), **exogenous shocks create knots in the Philips curve, during which there is no trade-off between inflation and the unemployment rate**.

## 5.2 The Zero Lower Boundary Problem in an Age of Low-Trend Growth

Mainstream economists may not share my passion for history and few econometric models go back to the Black Plague, but a pragmatic concern over the efficiency of monetary policy should lead them to a similar conclusion, if academics are smart and brave enough to deviate from the 2 % doxa.

Former IMF Chief Economist Olivier Blanchard made this case in his seminal 2010 paper, "[Rethinking Macroeconomic Policy](#)": **the 2 % inflation target is not appropriate in times of low growth because recessions trigger the zero-lower boundary problem**. If a large economic shock knocks down nominal growth by several percentage points, central bankers cannot ease as much as would be prescribed by the Taylor rule without putting rates into negative territory, which create unpleasant side effects of their own.

A higher inflation target would give central bankers more room to cut when a recession hits, avoiding "25 Years of Excess Employment in Advanced Economies", in the words of a recent working paper by the Peterson Institute for International Economics.

The COVID boost to growth temporarily muted these concerns, but they will come back as the neutral rate of real growth keeps falling due to demography. As discussed in this [excellent thread](#) by fellow *inflationista* Bob Elliott, the neutral rate of real growth in the US today is around 1.5 %, less than half what it was in previous cycles. This means that a "slow-cession", defined as a prolonged period of 1-2 % growth would not alleviate the tightness of the labor market.

**Figure 126: Neutral Rate of Real Growth**

(Source: Bob Elliott)



The latest JOLTS data shows that there are still ten million unfilled positions, versus six million pre-COVID. The Federal Reserve would need to engineer massive depression to balance the supply and demand for labor. In the high-growth era 90s, a temporary inflation problem could be solved by gently slowing the economy, as Greenspan' infamous soft landing achieved. In the low-growth era of the 2020s, returning to the 2 % target requires a severe recession.

**In other words, the trade-off between inflation and growth has become harder for policymakers. Tolerating inflation of 3 – 4 % for a decade seems like a small price to pay to maintain the potency of monetary policy and to avoid throwing the economy into a depression every time a tight labor market heats up.**

### 5.3 Basic Public Debt Accounting

Europeans who have lived through the sovereign debt crisis and Latin Americans who committed the original sin of borrowing in a foreign currency already understand public debt accounting, but Americans have had the exorbitant privilege to skip the fundamental tenet of public debt math.

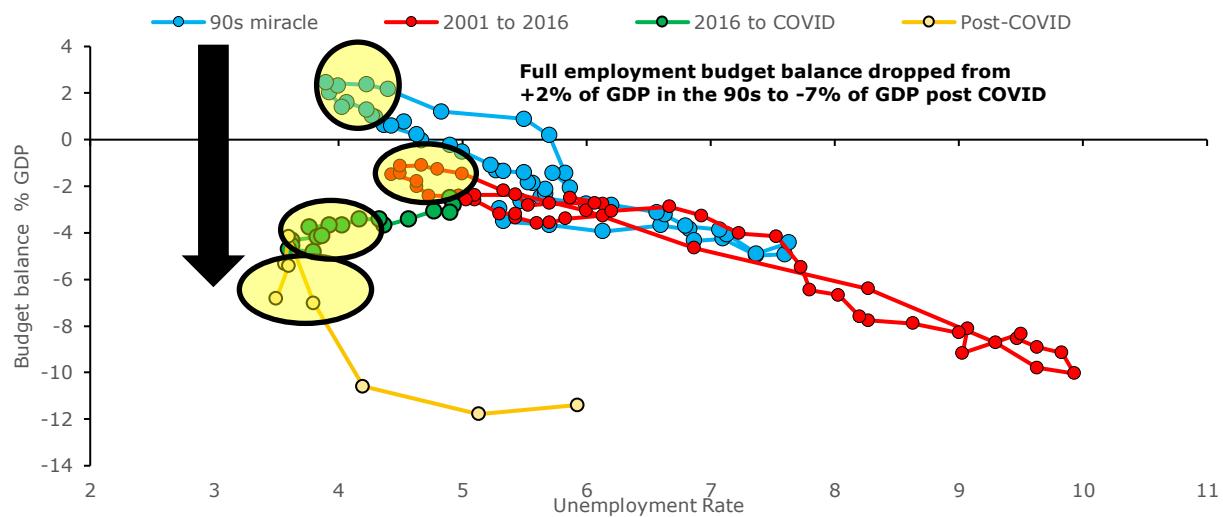
**In order to stabilize the ratio of public debt-to-GDP, structural deficits cannot grow faster than trend GDP.** I looked at periods of full employment to estimate the structural deficit. There have been four since the 1990s:

- The late 90s bubble, when the budget recorded *surpluses* of 3 % of GDP
- The housing bubble, when the deficit was about 2 % of GDP
- The Trump tax cuts, when the deficit 4 % of GDP

- The ongoing post-COVID boom, with a deficit of about 6-7 % of GDP

Most of that degradation came from Social Security, as Boomers trend from net contributors to the system to net beneficiaries, a trend which will accelerate in coming years. At the same time, trend real growth fell from about 3 % in the 90s to about 1.5 % or 2 % now.

**Figure 127: Unemployment Rate vs Budget Balance**  
Monthly Data Since 1980



If the new structural deficit is 6 % and trend growth is at best 2 %, the debt-to-GDP ratio will grow by 4 % annually under a 2 % inflation target. Thus, policymakers have only three options to prevent the explosion of public debt:<sup>121</sup>

- Accept 4-5 % inflation as the New Normal
- Cut social security
- Slash military spending

Unfortunately, lobbyists will never allow the third option, and Boomer-dominated electorates will never vote for the second. This leaves **revising the inflation to 4 or 5 % as the only practical solution to the demographic shock to Western governments' budgets**.

<sup>121</sup> There are three options only, due to two circumstances. The first is basic public debt accounting: in order to keep a stable debt-to-GDP ratio, the structural deficit must not exceed nominal growth. The premise here is that trend real US growth is about 2% (a widely-accepted estimate of productivity and population growth), while the new structural deficits is around 6-7% (as shown in the chart which highlights the degradation of the full-employment deficit over the past 25 years). The second part is what the government can do about it. If a government does nothing (given the political realities of the US), then inflation must fill in the gap, hence the 4-5% target. If the US wants to keep the 2% target, then there is a need to reduce structural deficits. The problem is that most spending is mandatory: according to the Congressional Research Office, discretionary spending will eventually fall to 5% of GDP, mostly due to the rise in social security expenditure and higher debt servicing costs. Therefore, the only path would be to cut in the two biggest sources of mandatory spending – social security and military expenditures.

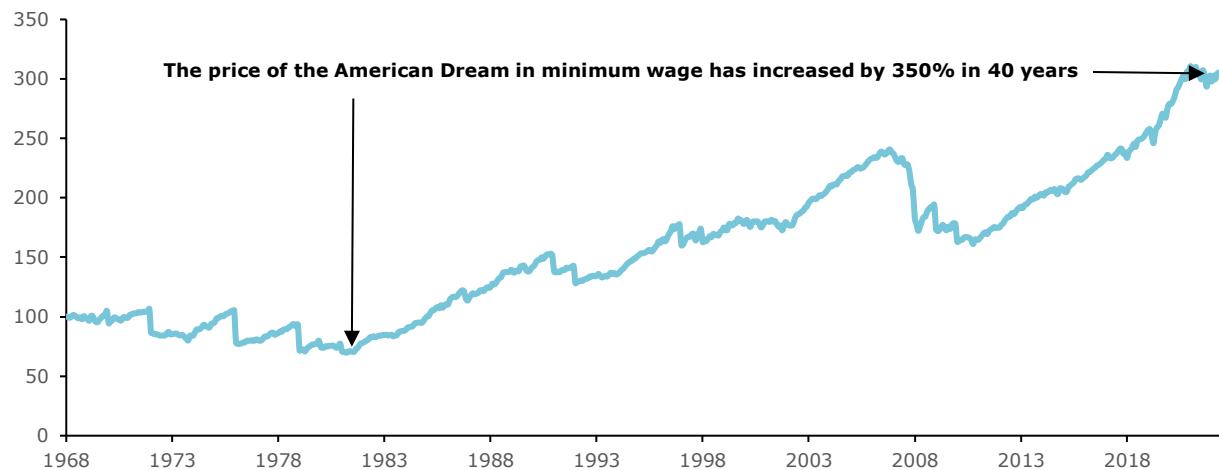
## 5.4 Asset Bubbles and Generational Inequalities

"Not Ok Boomer" and "the High Cost of High Asset Prices" have explained the nefarious effects of high asset prices on growth and generational harmony. To summarize, high asset prices discourage household formation, birth rates, and entrepreneurship.

The problem is best summarized by this chart of how many hours workers must toil to afford a middle-class lifestyle: a pension (25 % stocks and bonds), a home, a college education, and health insurance. **The cost of the American Dream has exploded by 350 % in 40 years:** unsurprisingly, the middle class has hollowed and a majority of the young think their quality of life will be lower than that of their parents for the first time since the Declaration of Independence.

**Figure 128: Cost of the American Dream Basket\* in Hourly Minimum Wage**

\*25 % S&P 500 Index / 25 % US Bonds / 25 % Home / 12.5 % College / 12.5 % Healthcare  
(Source: Bloomberg)



Reducing this ratio requires either increasing the denominator (wages) or decreasing the numerator (asset prices). Reducing asset prices is difficult in a highly-leveraged, asset price-dependent economy and could backfire as a balance sheet recession would surely depress growth for decades. A similar logic applies to many assets whose valuations, cap rates, or price-to-rent ratios are stretched. A brutal shift to higher rates and lower prices can trigger a wave of bankruptcies for the owners of commercial real estate, mortgage backed-securities, and leveraged loans.

On the other hand, **a prolonged period of mild financial repression, during which inflation exceeds interest rates, would allow cash flows to grow enough so that these assets' valuations adjust to the new environment** without bankrupting their owners. This brings me to the last argument in favour of a higher inflation target: the fact that the financial system may not be able to withstand the rates hikes required to return to the 2 % target.

## 5.5 Financial Stability: R-Star-Star Dominates R-Star

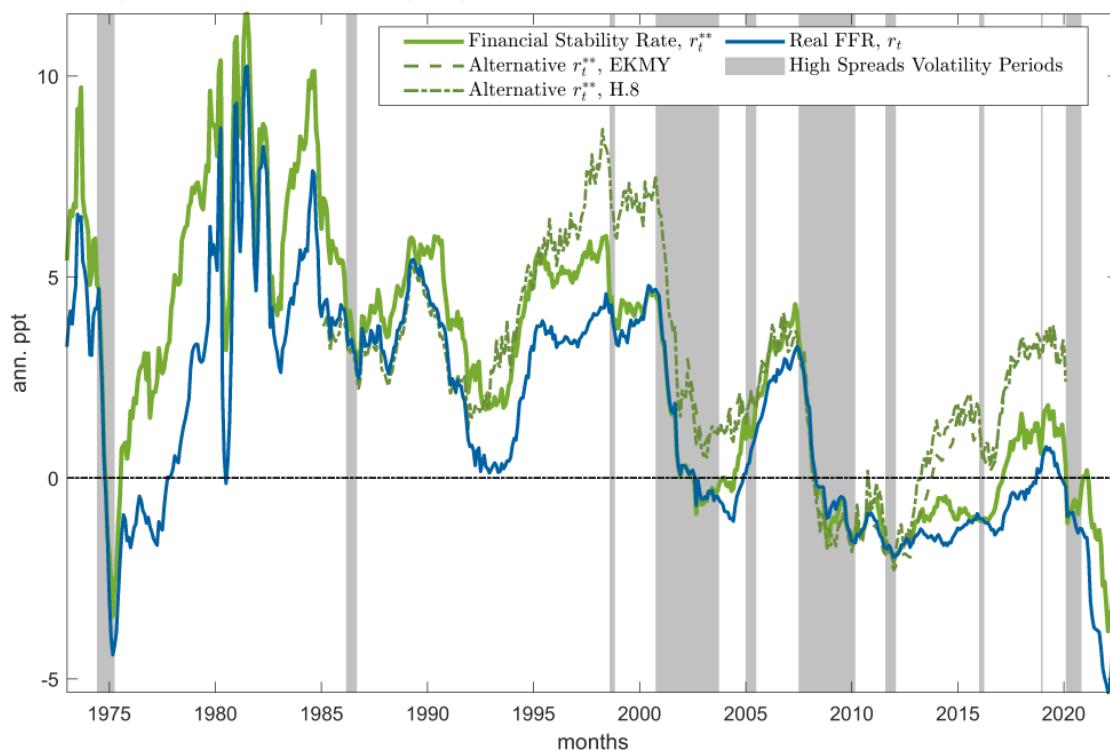
Federal Reserve economists are an imaginative bunch. First, they came out with the concept of *R-star*, the neutral level of interest rate which is neither accommodative nor restrictive. Much like the Holy Ghost during mass, R-star is always present but cannot be observed. In a fortunate turn of event for PhDs aspiring to work at the Fed, the invisibility of R-star means that an infinite number of dissertations using the most arcane quantitative methods can be written to estimate it.

But R-star is so two thousand-and-late. Meet the new cool kid on the block: **R-star-star, the level of real interest rate which generates financial instability**. The concept was introduced in a November 2020 paper by FRBNY economists and gained popularity after the regional banking crisis. The intuition behind R-star-star is that **raising real rates past a certain level will lower the value financial assets enough to wipe out the equity of financial intermediaries**, triggering fire sales and wealth-destroying financial instability.

The FRNBY paper is filled with complex equations and their model uses machine-learning techniques to estimate R-star-star, which makes it impossible to audit or replicate (at least for me), but three important conclusions stand out. First, **ZIRP reduces R-star-star by incentivizing leverage and risk-chasing**. *"Low for long real interest rates tend to reduce the gap between the real rate and the financial stability real interest rate  $r^{**}$  because the latter falls, thereby making the economy more vulnerable to interest rate increases—a phenomenon that Brunnermeier calls "financial dominance."* If only the Fed had thought of this when it slashed rates after the LTCM debacle and the dotcom burst!

**Figure 129: The financial stability rate  $r_t^{**}$  and the real rate  $r_t$  in the data**

(Source: Akinci et al., 2020, p. 28)



Second, **the current level of R-star-star is negative in real terms**. The author's findings were validated *ex post* when regional banks started to blow up as the Fed funds rate caught up with inflation.

Third, **R-star-star has been predictive of changes in the actual Fed Funds' rate**: "when financial constraints become binding and  $r^{**}$  falls toward or below  $r$ , the real rate soon follows it down". Basically, the "Fed put" is real: central bankers prioritize financial stability over their dual mandates.

Putting it altogether, decades of zero-rate policies and asset purchases have increased the economy's vulnerability to rate hikes and asset prices declines. Financial stability can only be maintained if interest rates remain negative in real terms. Central bankers' desire to raise rates to a neutral or "sufficiently restrictive" level is constrained by their self-imposed financial stability mandate.

**Keeping negative real interest rates can be achieved by either cutting nominal rates (the infamous dovish pivot) or accepting a higher inflation target.** The resilience of inflation and the Fed's reaction to the regional banking crisis point to the latter.

## References

- Akinci, O., Benigno, G., Del Negro,M. and Queralto, A. (2020). *The Financial (In)Stability Real Interest Rate, r\*\**, Federal Reserve Bank of New York Staff Reports, no. 946.
- Blanchard, O., Dell'Ariccia, G. and Mauro, P. (2010). *Rethinking Macroeconomic Policy*. IMF Staff Position Note.
- Deluard, V. (2023). *Five Econ 101 Concepts to Explain the Great Reset*. StoneX Quant Report.
- Deluard, V. (2020). *Not OK, Boomer*. StoneX Global Macro Report.
- Deluard, V. (2023). *The High Cost of High Asset Prices* StoneX Global Macro Report.
- Graeber, D. (2011). *Debt: The First 5,000 Years*. Melville House.
- Piketty, T. (2023). *Capital in the 21<sup>st</sup> Century*. Harvard University Press.

# Herausgeber

## Prof. Dr. Thomas K. Birrer



Thomas K. Birrer ist Dozent und Projektleiter am Institut für Finanzdienstleistungen Zug IFZ der Hochschule Luzern. Er hat an der Hochschule Luzern Betriebsökonomie studiert und promovierte an der Universität Basel. In seiner Dissertation untersuchte er den Umgang mit Währungsrisiken in Schweizer Unternehmen. Am IFZ leitet er unter anderem die Studiengänge MAS Corporate Finance und CAS Swiss Certified Treasurer (SCT®). Zudem unterrichtet er in der Aus- und Weiterbildung mit den Schwerpunkten Corporate Treasury, Finanzielles Risikomanagement und Corporate Finance. Daneben ist Thomas K. Birrer selbstständiger Berater im Bereich Corporate Finance.

[thomas.birrer@hslu.ch](mailto:thomas.birrer@hslu.ch)

[Link zum Personenprofil der Hochschule Luzern Wirtschaft](#)

## Prof. Markus O. Rupp



Markus Rupp ist Leiter vom Kompetenzzentrum Corporate Finance am Institut für Finanzdienstleistungen Zug IFZ der Hochschule Luzern. Er hat an der Universität St. Gallen Betriebsökonomie und Wirtschaftspädagogik studiert. Am IFZ leitet er unter anderem die Studiengänge MAS Corporate Finance und CAS Swiss Certified Treasurer (SCT®). Zudem unterrichtet er in der Aus- und Weiterbildung mit den Schwerpunkten Corporate Finance, Finanzmathematik und Pensionskassen. Daneben ist Markus Rupp Verwaltungsrat der Raiffeisenbank Rigi und vom Hörgerätekonzern Neuroth.

[markus.rupp@hslu.ch](mailto:markus.rupp@hslu.ch)

[Link zum Personenprofil der Hochschule Luzern Wirtschaft](#)

## Dr. Manuel Bauer



Manuel Bauer ist Dozent am Institut für Finanzdienstleistungen Zug IFZ der Hochschule Luzern. Er hat an der Universität Fribourg/CH Betriebswirtschaft studiert und anschliessend doktoriert. Er war 13 Jahre im Investmentbanking bei der UBS und Morgan Stanley tätig und leitete sechs Jahre das Corporate Finance Team der Partners Group. Er ist zudem als Investor und Verwaltungsrat tätig.

[manuel.bauer@hslu.ch](mailto:manuel.bauer@hslu.ch)

[Link zum Personenprofil der Hochschule Luzern Wirtschaft](#)

# Autorinnen/Autoren

## **Simon R. Arnold**



Simon R. Arnold arbeitet als Audit Assistant im Bereich Assurance bei Ernst & Young und wird die Ausbildung zum diplomierten Wirtschaftsprüfer beginnen. Zuvor arbeitete er sechs Jahre in verschiedenen Funktionen bei der Valiant Bank AG. Im Herbst 2019 startete er berufsbegleitend den Bachelor in Business Administration an der Hochschule Luzern mit der Vertiefung Banking and Finance. Im Rahmen seiner Bachelorarbeit beteiligte er sich massgeblich am Working Capital Kapitel dieser Studie.

## **Vincent Deluard, CFA**



Vincent is the global macro strategist for StoneX, where he authors weekly research reports on global macro trends, flows, European capital markets and quantitative topics. Vincent advises large pension funds and other institutional investors on asset allocation and risk management.

Prior to joining StoneX, Vincent served as the Europe Strategist for Ned Davis Research Group. In November 2013, Vincent was awarded the Euromoney Padraig Fallon Editorial Prize for his in-depth study of the European debt crisis.

Prior to joining Ned Davis Research, Vincent was the Executive Vice President of TrimTabs Investment Research, where he headed the firm's quantitative research.

Vincent's work is often featured in the Financial Times, Wall Street Journal, and Barron's and he is a frequent contributor on Bloomberg, CNBC, and RealVision.

[vincent.deluard@StoneX.com](mailto:vincent.deluard@StoneX.com)

## **Timo Fittig**



Timo is a Lead Analyst within Moody's Corporate Finance Group, based in London. He is currently responsible for a portfolio of predominantly leveraged finance credits with focus on the automotive manufacturing and business & consumer services sectors in Europe.

Prior to joining Moody's in 2015, Timo had worked as a Financial Controller at Gruner AG in Germany. Timo holds a Master's degree in Banking and Finance from Edinburgh Napier University, Scotland, and a Master's degree in International Accounting and Taxation from ESB Business School Reutlingen, Germany.

[timo.fittig@moodys.com](mailto:timo.fittig@moodys.com)

**Daniel Flückiger**

Daniel Flückiger ist Offering & Product Manager bei Julius Bär. Diesen Sommer hat er das Bachelorstudium in Business Administration mit der Vertiefung Finance und Banking erfolgreich abgeschlossen. Vor dem Bachelorstudium arbeitete er fünf Jahre in verschiedenen Funktionen bei der Credit Suisse Group. Aus seiner Bachelorarbeit stammen Beiträge zu den Kapiteln Fremdkapital und Kapitalstruktur.

**Thijs Geijer**

Thijs has been working as a sector economist for ING's economic research department since 2012 after three years at Rabobank. His work involves writing publications for ING's economic research platform THINK and sharing those insights with clients and media. As a researcher he is covering short term production trends in food manufacturing, wholesale and retail as well as thematic topics such as sustainability and automation. The main purpose of his work is to help people at Wholesale and Retail Banking clients to make better informed financial decisions. Besides his work as an economist he is also heading a team of sector economists which focusses on the Energy, Transport & Logistics and Technology, Media & Telecom sector. Thijs holds a degree in Economic Geography from Utrecht University, the Netherlands.

**Bernhard Kopinitz**

Bernhard Kopinitz ist Manager bei Schwabe, Ley & Greiner. Er studierte Wirtschaftsberatung an der Fachhochschule Wiener Neustadt sowie Financial Management & Controlling an der Fachhochschule der Wirtschaftskammer Wien, wo er mehrere Auslandsaufenthalte absolvierte. Die berufliche Laufbahn begann er in einer Wirtschaftsprüfungs-kanzlei. Im Rahmen seiner Tätigkeit bei Schwabe, Ley und Greiner ist er seit 5 Jahren im Bereich Corporate Finance und Treasury angesiedelt und unterstützt Unternehmen schwerpunktmässig in sämtlichen Finanzierungsbelangen (Unternehmensfinanzierung, Finanzierungsstrategie, Financial Modeling, Working-Capital-Management, Inter-company-Finanzierung).

**Fabian Leisi**

Fabian Leisi arbeitet im Advisory bei der Valiant Bank AG. Er hat die Lehre mit Berufsmatura bei PostFinance AG absolviert. Anschliessend hat er während 1.5 Jahren in der Kundenberatung bei der Valiant Bank gearbeitet. Anschliessend erfolgte der Wechsel als Assistent ins Advisory der Valiant Bank, wo er heute als Junior Advisor angestellt ist. Im Herbst 2019 hat er das berufsbegleitende Studium an der Hochschule Luzern gestartet. Den Bachelor in Business Administration hat er im Sommer 2023 erfolgreich abgeschlossen. Zusammen mit Manuel Bauer hat er das Kapitel Eigenkapitalfinanzierung erarbeitet und verschriftlicht.

[Link zum persönlichen LinkedIn Profil](#)

**Prof. Dr. Philipp Lütfolf**

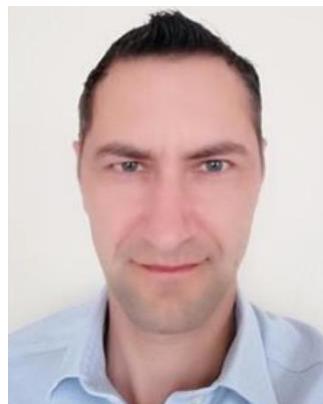
Philipp Lütfolf hat an der Universität Freiburg Volkswirtschaftslehre studiert und anschliessend zum Thema «Aktienrückkäufe» doktoriert. Seit dem Jahr 2000 ist er am Institut für Finanzdienstleistungen Zug IFZ der Hochschule Luzern im Kompetenzzentrum Corporate Finance tätig. Neben der Unterrichtstätigkeit mit den Schwerpunkten Finanzplanung, Unternehmensbewertung und Unternehmensfinanzierung führt er regelmässig Beratungs- und Forschungsprojekte im Bereich der finanziellen Unternehmensführung durch. Er ist Autor diverser Fachbücher im Bereich der Corporate Finance, so zum Beispiel des Handbuchs Finanzmanagement. Zusammen mit Andreas Neumann ist er Autor zweier Bücher sowie dieses Beitrags zum Thema «Going Private vs. Staying Public».

[philipp.luetolf@hslu.ch](mailto:philipp.luetolf@hslu.ch)

**Dr. Andreas Neumann**

Andreas Neumann hat an der Universität Zürich Betriebswirtschaftslehre studiert und anschliessend zum Thema «Fusionen» doktoriert. Von 1990 bis 2002 war er im Investment Banking einer Grossbank tätig. Seit 2002 ist er Mitglied der Direktion und Leiter Equity Capital Markets bei der Zürcher Kantonalbank. Berufsbegleitend unterrichtet er seit rund 30 Jahren als Dozent an mehreren Hochschulen, davon rund 15 Jahre am Institut für Finanzdienstleistungen Zug IFZ der Hochschule Luzern. Er publizierte zahlreiche Fachartikel zu Corporate Finance-Themen, verfasste Beiträge für Lehrmittel und ist zusammen mit Philipp Lütfolf Autor zweier Bücher sowie dieses Beitrags zum Thema «Going Private vs. Staying Public». Seit 2017 ist er im Vorstand der SECA Swiss Private Equity & Corporate Finance Association und in dieser Funktion zuständig für den Bereich «Corporate Finance».

[andreas.neumann@zkb.ch](mailto:andreas.neumann@zkb.ch)

**Sven Reinke**

Sven Reinke is an Associate Managing Director in Moody's Corporate Finance Group. Sven is responsible for a team on London-based Lead Analysts covering Commodities, TMT and Business and Consumer Services sectors. Sven joined Moody's in the autumn of 2013 with 12 years' experience in a number of different corporate credit roles. During his first nine years at Moody's, Sven was a Lead Analyst covering a number of different corporate sectors.

Prior to joining Moody's, Sven spent six years as a Senior Corporate Credit Officer at UBS Investment Bank in London responsible for the credit risk management of a portfolio of corporates in different industries. Before joining UBS, Sven was the Lead Credit Analyst for Bank of Tokyo-Mitsubishi's German and Benelux blue chip counterparties. At the start of his career, Sven spent four years as a Credit Analyst at Deutsche Bank's German mid-cap credit risk department.

Sven has a Masters Degree in Economics with focus on finance and banking from The Berlin School of Economics and Law. Sven also passed all levels of the CFA Program.

[sven.reinke@moodys.com](mailto:sven.reinke@moodys.com)

**Daniel Rexhausen**

Daniel Rexhausen ist Senior Consultant bei Schwabe, Ley & Greiner. Er studierte Finanzdienstleistung und Corporate Finance an der HWG Ludwigshafen und hält dort einen Lehrauftrag für Finanzierung. Nach 6 Jahren im Corporate Treasury der Ottobock SE & Co. KGaA wechselte er in den Corporate Finance Bereich von Schwabe, Ley und Greiner und unterstützt Unternehmen in sämtlichen Finanzierungsbereichen (Unternehmensfinanzierung, Finanzierungsstrategie, Financial Modelling, Transferpreismodelle und insbesondere Working-Capital-Management und Supply-Chain-Finance).

**Xhenet Stalder**

Xhenet Stalder ist Bachelorstudent im Studiengang Business Administration an der Hochschule Luzern mit der Vertiefung Banking and Finance. Neben seinem Studium ist er als Assistent im Bereich Corporate Finance am Institut für Finanzdienstleistungen Zug der Hochschule Luzern sowie als Assistent des CFO bei Romano & Christen tätig. Im Rahmen seiner Tätigkeit am IFZ war er an der Formatierung und Zusammenstellung der einzelnen Beiträge sowie an der Erstellung von Teil I zur Liquiditätssituation von Schweizer Unternehmen beteiligt.

**Joost Van Dun**

B2B Marketing, Innovation and Sustainability in the financial industry are the three main pillars of Joost van Dun's professional career. These three fields come together in his current role as Circular Economy Lead at ING Wholesale Banking's Sustainable Finance team.

He has gained his experience at PON (Dutch conglomerate in the transportation sector) and ING where he held several (product) marketing and Innovation positions in the SME and (Mid) Corporate market, with a focus on lending and leasing.

As Circular Economy Lead within ING's Wholesale Banking Sustainable Finance team he is responsible to drive the theme of Circular Economy throughout ING's commercial business globally, to embed solutions for financing Circular Economy activities in ING's client offering and to advise ING's clients on the sustainability and circularity part of their financial transactions.

To contribute to the further development of financing the Circular Economy, Joost works together with clients, knowledge partners, NGO's and other financial institutions.

Joost holds a degree in Business Administration from University of Groningen (RuG), the Netherlands.

**Nadine Woolley**

Nadine Woolley ist Masterassistentin im Bereich Corporate Finance am Institut für Finanzdienstleistungen Zug der Hochschule Luzern. Gleichzeitig absolviert sie den Masterstudiengang der Wirtschaftswissenschaften mit Vertiefung politische Ökonomie an der Universität Luzern. Zuvor studierte sie Sozial- und Wirtschaftswissenschaften an der Universität Bern und war als wissenschaftliche Hilfsassistentin am Institut für Unternehmensrechnung und Controlling an der Universität Bern tätig. Nadine Woolley war an der Formatierung und Zusammenstellung der einzelnen Beiträge sowie an der Erstellung des Teils zur Finanzierung mit Fremdkapital involviert.

**Luca Zantedeschi**

Luca Zantedeschi ist Masterstudent im Studiengang Banking & Finance an der Hochschule Luzern. Zuvor absolvierte er berufsbegleitend den Bachelorstudiengang in Business Administration mit Vertiefung in Banking und Finance an der Hochschule Luzern. Zusätzlich ist er als Investment Controller bei der Anlagestiftung Valitas AG in Zug angestellt. Luca Zantedeschi war zuvor bei der Ricardo und der Hotelcard AG in verschiedenen Funktionen tätig. Im Rahmen seiner Bachelorarbeit beteiligte er sich massgeblich am Liquiditätskapitel dieser Studie und war verantwortlich für die Durchführung und Erfassung des Interviews im Bereich der Messung der Liquiditätssituation.

[Link zum persönlichen LinkedIn Profil](#)

# Unternehmensportraits



## **Institut für Finanzdienstleistungen Zug IFZ der Hochschule Luzern Wirtschaft**

**Adresse:** Campus Zug-Rotkreuz, Suurstoffi 1, CH-6343 Rotkreuz  
**Webseite:** <https://www.hslu.ch/de-ch/wirtschaft/institute/ifz/>  
**Ansprechpartner:** Prof. Dr. Thomas K. Birrer, Dozent und Projektleiter  
[thomas.birrer@hslu.ch](mailto:thomas.birrer@hslu.ch)

Das IFZ bringt seit 1997 für die Finanzbranche und für Finanzfachleute in Unternehmen aller Branchen Mehrwert durch Aus- und Weiterbildung, anwendungsorientierte Forschung und Dienstleistungen.

### **Swiss Treasury Summit**

Im Rahmen des Swiss Treasury Summits, dem Schweizer Jahrestreffen von Treasury Verantwortlichen, werden aktuelle Herausforderungen der finanziellen Führung diskutiert. Die Veranstaltung richtet sich an Treasurer und Finanzverantwortliche aus diversen Branchen und Unternehmen, um den Praxisaustausch zu pflegen und sich zu vernetzen. Als unabhängiger Treffpunkt fördert er das Berufsbild der Treasury-Mitarbeitenden in der Schweiz.

### **Weiterbildung**

Die anspruchsvollen Aufgaben und komplexen Zusammenhänge im Treasury verlangen ein fundiertes Fach- und Methodenwissen. Das IFZ führt seit vielen Jahren die berufsbegleitende Weiterbildung zum CAS Swiss Certified Treasurer (SCT)® durch, die das nötige Rüstzeug vermittelt, um die komplexen Aufgaben im Corporate Treasury Management effizient und effektiv zu meistern. Das Weiterbildungsangebot im Bereich Corporate Finance umfasst zudem den modular aufgebauten MAS Corporate Finance, der es den Teilnehmenden ermöglicht, sich auf strategische und operative Fach- und Führungsaufgaben vorzubereiten.

Darüber hinaus vermittelt der Fachkurs Swiss Treasury Practice Treasurern, Mitarbeitenden von Treasury-Abteilungen sowie Finanz- und Bankfachpersonen an drei Schulungstagen komprimiertes Wissen über aktuell relevante Treasurythemen.

### **Angewandte Forschungsprojekte**

Praxisprojekte mit Partnern aus der Wirtschaft ermöglichen die optimale Verknüpfung der Theorie mit der Praxis. Das IFZ ist im Bereich Treasury mit namhaften Unternehmen aus der Schweiz unter anderem im Rahmen des Projektes Digital Corporate Treasury involviert, das den digitalen Reife-grad von Treasury Abteilungen analysiert hat.

**Swiss Treasury Summit:** <https://bit.ly/3KQgx5u>

**CAS Swiss Certified Treasurer (SCT)®:** <https://bit.ly/3qCO2dT>

**Fachkurs Swiss Treasury Practice:** <https://bit.ly/38xSvu5>

**Sammelband Corporate Treasury Management:** <https://bit.ly/3Bf2LWW>

**MAS Corporate Finance:** <https://bit.ly/3jm7UUj>

**Schwabe, Ley & Greiner**

SCHWABE, LEY &amp; GREINER

**Adresse:** Gertrude-Fröhlich-Sandner-Straße 3, 1100 Wien, Österreich**Webseite:** [www.slg.co.at](http://www.slg.co.at)**Ansprechpartner:** Martin Winkler, Geschäftsführer und Partner, [mw@slg.co.at](mailto:mw@slg.co.at)

Schwabe, Ley & Greiner wurde 1988 gegründet und ist in der DACH-Region führend im Bereich Treasury- und Corporate Finance-Beratung. Unser Ziel war es, von Anfang an Marktführer im deutschsprachigen Raum zu werden. Diese Position konnten wir in Österreich und Deutschland erreichen und ausbauen. Seit 20 Jahren sind wir auch in der Schweiz tätig und verfolgen auch in der Schweiz konsequent das Ziel der Marktführerschaft. Rund 60 Mitarbeiter betreuen Kunden aus allen Segmenten (Industrie, Banken, Versicherungen und Einrichtungen der öffentlichen Hand). Für unsere Kunden sind wir in vielen anderen Ländern Europas und weltweit tätig.

**Ausbildung - Ihr Mehrwert durch unsere Praxiserfahrung**

Neben unseren Beratungsdienstleistungen bieten wir Treasury-Lehrgänge und -Seminare sowohl für Einsteiger als auch für erfahrene Führungskräfte an. Wir entwickeln die Ausbildungsinhalte und Fallbeispiele laufend auf Basis unserer Beratungsprojekte weiter. Tausende zufriedene Teilnehmer haben bereits unsere Ausbildungsveranstaltungen besucht: 93 % aller Teilnehmer empfehlen die von ihnen besuchte Veranstaltung weiter.

Die Referenten der Seminare und Lehrgänge sind Partner oder besonders erfahrene Berater von Schwabe, Ley & Greiner sowie externe Spezialisten aus Banken und Unternehmen.

**Innovation**

Laufende Innovationen sind unabdingbar, um in unserem Metier an der Spitze zu bleiben. Das erfordert agiles Denken und Handeln innerhalb einer flexiblen, überschaubaren Organisation. Ein paar Beispiele für unsere Innovationskraft:

- 1990: Erster automatischer Cash-Pool in Österreich konzipiert und umgesetzt
- 2000: Beginn der Entwicklung des ersten internet- und datenbankgestützten Treasury-Reporting- und Planungstools (TIP); 2015 erfolgreicher Carve-out als eigenständige Firma (TIPCO - heute Nomentia Austria)
- 2005: SLG Komplexitätsindex zum Benchmarking des Treasury-Personalbestands auf Basis einer multivariaten Regressionsanalyse
- 2012: SMART - ein voll integriertes Modellierungstool zur Simulation der Auswirkungen von Finanztransaktionen auf die Bilanzen, GuV, Cashflow, Rating und Covenants von Unternehmen
- 2017: Erste "Hybrid Capital Facility" als völlig neues Instrument zur Stärkung der Bilanz eines Firmenkunden konzipiert und bepreist
- 2019: SLG RiskEngine wird als erstes und bisher einziges Tool auf dem Markt eingeführt, das die Absicherung eines FX-Portfolios anhand verschiedener Parameter automatisch optimiert.
- 2020: Gemeinsames Projekt mit MLReef zum Einsatz von künstlicher Intelligenz (KI), um Kredit- und Darlehensunterlagen nach besonders sensiblen Konditionen zu durchsuchen
- 2022: Die SLG Bank Tender Plattform vereinfacht die Auswahl der bestgeeigneten Banken durch höhere Transparenz, Übersichtlichkeit und Standardisierung.

## ING Wholesale Banking



**Adresse:** Gartenstrasse 25, CH-8002 Zürich  
**Webseite:** <https://www.ingwb.com/en/network/emea/switzerland>  
**Ansprechpartner:** Jochen Munzinger, Managing Director, Client Coverage  
[jochen.munzinger@ing.ch](mailto:jochen.munzinger@ing.ch)

ING Wholesale Banking is part of ING, a global bank with a strong European base, and is serving large corporations, multinationals and financial institutions in over 40 countries.

Whatever your financial needs, whether you are looking to expand and want strategic advice, or just want to make your day-to-day banking more efficient, we are here to support your business ambitions.

For our Wholesale Banking clients we provide specialised lending, tailored corporate finance, debt and equity market solutions, payments and cash management, as well as trade and treasury services.

The world is changing so quickly, sometimes it's hard to keep up. Our purpose is to empower people to stay a step ahead in life and in business, and we believe this also means helping clients and society stay a step ahead of the challenges they're facing.

Our employees deliver on this purpose, pairing local and global insight with sector knowledge and financial expertise. This combination ensures we deliver you the best solutions available, all across the world.

Customer experience is what differentiates us and we're continuously innovating to improve it. We also partner with others to bring disruptive ideas to market faster.

When it comes to sustainability, we facilitate and finance society's shift to a low-carbon future and pioneer innovative forms of finance to support a better world. Sustainability forms an integral part of ING's strategy.

### Follow us on:



ing.com



@ING\_News



LinkedIn.com/company/ING



Medium.com/ing-blog



Facebook.com/ING



YouTube.com/ING



Flickr.com/INGGroup



SlideShare.net/ING

## StoneX Financial GMBH

# StoneX®

**Adresse:** Taunustor 1, TaunusTurm, 60310 Frankfurt,  
**Webseite:** [www.payments.stonex.com](http://www.payments.stonex.com) & [www.stonex.com](http://www.stonex.com)  
**Ansprechpartner:** Thomas Friesleben, Dipl.Kaufmann (FH)  
[thomas.friesleben@StoneX.com](mailto:thomas.friesleben@StoneX.com)

### StoneX Global Payments

StoneX Payments is a product of the StoneX Group, which specialises in the transfer of funds to developing countries through its German subsidiary StoneX Financial GmbH, based in Frankfurt. Transparent competitive pricing and secure, guaranteed delivery in over 140 currencies to more than 180 countries make StoneX Payments a sought-after product for companies, NGOs and financial institutions.

A long-standing and resilient network of over 350 correspondent banks enables price transparency - even in exotic local currencies. Clients access our service through our highly scalable, efficient and advanced payment platform. StoneX Group Inc. and its subsidiaries are a leading provider of execution, risk management, advisory, market information and clearing services for various asset classes and markets worldwide.

### StoneX Group: Who we serve

#### Commercial clients

We offer our commercial clients a comprehensive global array of products and services, including risk management and hedging services, execution and clearing of exchange-traded and OTC products, voice brokerage, market intelligence, physical trading, as well as commodity financing and logistics services. Our ability to provide these high-value-added products and bespoke services differentiates us from our competitors and maximizes the opportunity to help our commercial clients succeed.

#### Institutional clients

We provide institutional clients with a complete securities offering that includes equities trading services designed to help clients find liquidity with best execution, a robust array of fixed income products, as well as competitive and efficient clearing and execution in all major futures and securities exchanges. Our prime brokerage offering provides institutions with a wide range of solutions including: risk management, securities lending, custody solutions, repo and outsourced trading.

#### We connect clients to markets

**StoneX Group Inc. connects clients to the global financial markets via a full suite of services including institutional-grade platforms, end-to-end clearing and execution, post-trade settlement, market intelligence and local expertise.**

A Fortune 100 company with a track record of nearly a century, StoneX Group Inc. (NASDAQ: SNEX) and its 3,600+ employees serve over 54,000 commercial, institutional and payments clients, and over 400,000 retail accounts, from over 80 offices spread across six continents.

**Moody's**

Moody's is a global integrated risk assessment firm that empowers organizations to make better decisions. Our data, analytical solutions and insights help decision-makers identify opportunities and manage the risks of doing business with others. We believe that greater transparency, more informed decisions, and fair access to information open the door to shared progress.

With over 13,000 employees in more than 40 countries, Moody's combines global presence with local expertise and over a century of experience in financial markets. Moody's Investors Service is a separate and independent entity from Moody's Analytics.

Moody's Investors Service (MIS) is a leading global provider of credit ratings, research, and risk analysis. A rating from Moody's enables issuers to create timely, go-to-market debt strategies with the ability to capture wider investor focus and provides investors with a comprehensive view of global debt markets through our credit ratings and research. Moody's trusted insights can help decision-makers navigate the safest path through turmoil and market volatility.

**Aktionariat AG****Aktionariat**

**Adresse:** Weinbergstrasse 18, 8703 Erlenbach

**Webseite:** <https://www.aktionariat.com>

**Ansprechpartner:** Nicola Plain (CEO), [nicola@aktionariat.com](mailto:nicola@aktionariat.com)

Aktionariat bietet Schweizer Unternehmen (Aktiengesellschaften) eine unkomplizierte Lösung für die Mitarbeiterbeteiligung, kontinuierliches Fundraising, strategische Unabhängigkeit der Geschäftsleitung und erfolgreiche Kundenbindung.

Um dieses multifunktionale Komplettpaket zu ermöglichen, setzen wir auf die Effizienz der Blockchain, die rechtlichen Voraussetzungen der Schweiz und unsere interne, technologische Expertise. Unser Toolset umfasst eine Wallet zur Verwaltung von Aktien, einen automatisierten Markt (Brokerbot®) zum Handel mit Aktien und Widgets zur Anzeige der Marktaktivitäten. Der Rückgriff auf die Blockchain vereinfacht dabei nicht nur die sichere Übertragung von Wertpapieren, sondern macht auch Intermediäre überflüssig. Dies führt zu geringeren Kosten und größerer Unabhängigkeit auf allen Seiten. Dank digitaler Aktien steht Private Equity jedem offen, um in Unternehmen zu investieren, die ihm zusagen. Abgerundet wird unser Angebot durch regelmäßige Veranstaltungen, bei denen Anleger direkt mit den Unternehmen in Kontakt treten können, um mehr über konkrete Investitionsmöglichkeiten zu erfahren.

**Bloomberg****Bloomberg**

Bloomberg is a global leader in business and financial information, delivering trusted data, news, and insights that bring transparency, efficiency, and fairness to markets. The company helps connect influential communities across the global financial ecosystem via reliable technology solutions that enable our customers to make more informed decisions and foster better collaboration.

Bloomberg's treasury solutions help streamline workflows by automating and integrating processes across systems—including risk management, pre-trade analysis, hedge optimization, and trade execution, confirmation and matching. Services for reporting, data, finance and tax can also be seamlessly integrated with your existing treasury management system or enterprise resource planning tool.

For more information, visit [Bloomberg.com/company](https://www.bloomberg.com/company) or [request a demo](#).

**Eprox Consulting AG****EPROXCONSULTING**

**Adresse:** Hinterbergstrasse 24, 6312 Steinhausen  
**Webseite:** [www.eprox.ch](http://www.eprox.ch)  
**Ansprechpartner:** Krispijn Embrechts, Mitglied der Geschäftsleitung,  
[krispijn.embrechts@eprox.ch](mailto:krispijn.embrechts@eprox.ch)

The Swissness in Treasury Consulting.

EPROX Consulting berät Kunden in Corporate Treasury und Asset Management. Die Implementierung von Lösungen des SAP Treasury, Cash Management, Inhouse-Banking und Bankenkommunikation sind unser Kerngeschäft. Seit über 20 Jahren verbinden wir Fachwissen, Systemkompetenz und Entwicklungs-Know-how zu Ihrem Lösungspaket.

Unsere Beraterinnen und Berater in der Schweiz und Deutschland verfügen durchschnittlich über mehr als 15 Jahre Praxiserfahrung, Fachkompetenz und SAP-Know-how.

Softwarereprodukte der Eprox Solutions ergänzen unsere Dienstleistungen rund um den SAP-Standard. Von der integrierten Liquiditätsplanung (LIQMANAGER) bis zur automatisierten Anbindung der Handelsplattform (DEALMANAGER) schliessen wir funktionale Lücken mit Lösungen statt mit Workarounds.

**Fides Treasury Services AG**

**Adresse:** Räffelstrasse 28, 8045 Zürich  
**Webseite:** [www.fides.ch](http://www.fides.ch)  
**Ansprechpartner:** Chief Growth Officer, Philip Anklin, [philip.anklin@fides.ch](mailto:philip.anklin@fides.ch)

Fides ist Weltmarktführer für Multibank-Konnektivität, Zahlungen und Transaktionskommunikation. Als Marktführer seit mehr 100 Jahren setzt sich Fides dafür ein, Finanzgeschäfte für alle Organisationen so effizient, transparent und sicher wie möglich zu gestalten. Mehr als 4'000 Kunden verlassen sich auf Fides für ein effizientes Cash- und Liquiditätsmanagement. Sie profitieren von der Anbindung an mehr als 13'000 Banken und von umfassenden Workflow-, Reporting-, Konvertierungs-, Validierungs- und Sicherheitsdienstleistungen. Ganz gleich, ob Unternehmen über die sichere Fides Multibanking Suite zugreifen oder unsere nahtlose Integration mit ERP-, TMS- und anderen Backend-Systemen von Drittanbietern nutzen: Fides ist die einzige Plattform, die sie benötigen. Weitere Informationen finden Sie unter [fides.ch](http://fides.ch).

**FIS****Adresse:** Elias Canetti-Strasse 2, 8050 Zürich**Webseite:** [www.fisglobal.com](http://www.fisglobal.com)**Ansprechpartner:** Martin Bechtold, VP Sales DACH & CEE, [martin.bechtold@fisglobal.com](mailto:martin.bechtold@fisglobal.com)

FIS ist ein weltweit führender Anbieter von Finanztechnologie und der richtige Partner, wenn es um Software-, SaaS- und Cloud-Lösungen rund um Treasury, Risikomanagement und Zahlungsverkehr für mittelständische bis sehr grosse Unternehmen geht. Mit global mehr als 70.000 Mitarbeitern stehen für Deutschland, Österreich und die Schweiz lokale FIS Expertenteams zur Verfügung. FIS gehört zu den Fortune 500® Unternehmen und wird im S&P 500® Index geführt. Dank der Grösse und finanziellen Stabilität unseres Unternehmens, einer über 50-jährigen FinTech Expertise und fundiertem Branchen Know-how unterstützen wir unsere Kunden nachhaltig dabei, Technologie innovativ zu nutzen und entscheidende, geschäftskritische Herausforderungen zu lösen. Auch bzw. gerade in Krisensituationen, wie wir sie durch COVID-19 erleben mussten, ist FIS als Lösungspartner bestens aufgestellt. Wir helfen unseren Anwendern, sich schnell und effizient anzupassen und so erfolgreich wie möglich aus der Krise hervorzugehen. Weitere Informationen erhalten Sie über [www.fisglobal.com](http://www.fisglobal.com), auf Facebook, LinkedIn und Twitter (@FISGlobal) oder gerne im persönlichen Gespräch mit unseren FIS Experten.

**Instimatch Global AG**

The Instimatch global logo features the word 'instimatch' in a lowercase, bold, black sans-serif font. A small orange dot is positioned above the letter 'i'. To the right of 'instimatch', the word 'global' is written in a lowercase, black sans-serif font.

**Adresse:** Oberneuhofstrasse 3, 6340 Baar**Webseite:** [www.instimatch.com](http://www.instimatch.com)**Ansprechpartner:** Daniel Sandmeier, CRO & Head Continental Europe,[daniel.sandmeier@instimatch.com](mailto:daniel.sandmeier@instimatch.com)

Hanspeter Werren, Sales Switzerland,

[hanspeter.werren@instimatch.com](mailto:hanspeter.werren@instimatch.com)

Instimatch Global ist ein Schweizer Fintech bzw. «Treasurytech», welches über die letzten Jahre zu einem bedeutenden Partner für multinationale Corporates und Banken im Bereich der Anlage bzw. Aufnahme kurzfristiger Termingelder gewachsen ist. Im Jahr 2022 hat Instimatch Deposits im Umfang von 280 CHF Mrd. vermittelt - das Volumen der ersten 7 Monate des laufenden Jahres beträgt wiederum CHF 225 Mrd. Wir betreuen derzeit rund 260 institutionelle Kunden in 30 Ländern, darunter eine Vielzahl namhafter Schweizer und internationaler Banken, Corporates, sowie öffentlich-rechtlicher Gegenparteien welche unsere Plattform regelmässig oder sogar täglich nutzen und einen Mehrwert in der Preisfindung, der Gegenparteidiversifikation sowie der Effizienz der Anbindung unserer Plattform sehen. In der Schweiz sind u.a. 18 von 24 Kantonalbanken Kunden von Instimatch und nutzen unsere Plattform regelmässig.

## Landesbank Baden-Württemberg



**Adresse:** Am Hauptbahnhof 2, 70173 Stuttgart  
**Webseite:** [www.LBBW.de](http://www.LBBW.de)  
**Ansprechpartner:** [Ingo.Lenz@LBBW.de](mailto:Ingo.Lenz@LBBW.de)

**Ihr Business ist unser Business. Die LBBW begleitet Sie als Finanzpartner, wohin Sie auch aufbrechen. Bereit für Neues, seit mehr als 200 Jahren.**

Unternehmen brauchen eine ebenso verlässliche wie kreativ lösungsorientierte Bank. Diese Bank ist die LBBW.

Die LBBW ist eine mittelständische Universalbank. Als Finanzpartner durchdringt und versteht sie das Geschäftsmodell und die Strategie ihrer Kunden. Ihr Business ist unser Business. So können wir unsere Aufgabe als Sparringspartner und Wegbegleiter ideal ausfüllen. Immer auf Augenhöhe, pragmatisch und so schnell wie möglich. Die LBBW denkt in Lösungen statt in Produkten: Was ist der bestmögliche Weg für den Kunden? Wir finden diesen Weg – und beschreiten ihn gemeinsam.

Die LBBW ist eine verlässliche Bank in guten wie in schwierigen Zeiten. So wächst Vertrauen – im Bankgeschäft die unabdingbare Voraussetzung für eine langfristige erfolgreiche Partnerschaft. Die Beziehungen zwischen uns und unseren Kunden bestehen häufig seit Generationen. Wohin Sie auch aufbrechen: Wir begleiten Sie und sorgen für den finanziellen Rückhalt, damit Sie Ihre Ziele erreichen.

## SEB AB



**Adresse:** Skandinaviska Enskilda Banken AB (publ) Frankfurt Branch, Stephanstraße 14-16,  
60313 Frankfurt und Prannerstraße 6, 80333 München  
**Webseite:** [www.seb.de](http://www.seb.de)  
**Ansprechpartner:** Jörg Herold, Senior Client Executive/ Head SEB Munich  
[Joerg.Herold@seb.de](mailto:Joerg.Herold@seb.de)  
Nadine Lemor, Senior Client Executive  
[Nadine.Lemor@seb.de](mailto:Nadine.Lemor@seb.de)

Die SEB ist ein führender Bankkonzern in Nordeuropa. Für uns bilden langfristige und vertrauensvolle Kundenbeziehungen das Zentrum unseres Handelns – und das bereits seit der Gründung durch die Wallenberg-Familie vor über 166 Jahren in Stockholm. Als strategischer Finanzpartner beraten wir große Unternehmen, Financial Institutions und Investoren. Die SEB bietet die Expertise eines internationalen Finanzkonzerns, der mit über 16.500 Mitarbeitenden in mehr als 20 Ländern weltweit tätig ist. Zu unseren Heimatmärkten gehören neben Schweden, Finnland, Norwegen und Dänemark auch Großbritannien, Deutschland, Österreich, die Schweiz und die Niederlande.

Seit wir zusammen mit der Weltbank 2007/2008 den ersten Green Bond für institutionelle Investoren entwickelt haben, bauen wir unsere Position als Thought-Leader für nachhaltige Finanzierungen beständig aus. Gemeinsam mit unseren Kunden vollziehen wir den Übergang zu nachhaltigen Geschäftsmodellen.

Unsere Kunden können sich auf die finanzielle Stärke einer der solidesten Banken der Welt verlassen. Der SEB ist mit einem Credit-Rating von AA-, Aa3, A+ (Fitch, Moody's, S&P Global) eingestuft. Zum 30. Juni 2023 verfügt die SEB über eine Bilanzsumme von 4.172 Milliarden SEK und verwaltet ein Vermögen von 2.271 Milliarden SEK.

## UBS Switzerland AG



**Adresse:** Bahnhofstrasse 45, 8001 Zürich  
**Webseite :** [www.ubs.com/corporates](http://www.ubs.com/corporates)  
**Ansprechpartner:** Alain Conte, Leiter Corporate & Institutional Clients Switzerland,  
[alain.conte@ubs.com](mailto:alain.conte@ubs.com)  
 Andy Kollegger, Leiter Corporate & Institutional Clients International,  
[andy.kollegger@ubs.com](mailto:andy.kollegger@ubs.com)

### Nutzen Sie unser Netzwerk

Als grösste Bank der Schweiz kennen wir die Herausforderungen für Unternehmen sehr genau. Wir unterstützen Sie nicht nur bei Finanzthemen – unsere erfahrenen Kundenberaterinnen und Kundenberater ermöglichen Ihnen Zugang zu einem vielseitigen Netzwerk von internen und externen Kontakten, die Ihre unternehmerischen Fragestellungen bestens kennen. Damit bieten wir Ihnen Lösungsansätze bei jeglichen Herausforderungen im Alltag – zum Beispiel bei Strategie- oder Expansionsfragen. Wir freuen uns, Ihnen unsere Expertise und unser Netzwerk zur Verfügung zu stellen. Wie Sie dieses nutzen können, erfahren Sie auf [ubs.com/entrepreneurs](http://ubs.com/entrepreneurs).

### Unser Angebot

Wir bieten weltweite finanzielle Beratung und Lösungen für Firmen- und institutionelle Kunden wie auch private Kunden in der Schweiz. Im Corporate Banking unterstützen wir die langfristige Wertschöpfung von über 120 000 Firmen, vom kleinen KMU bis hin zum grossen Unternehmenskunden. Zahlreiche Auszeichnungen für UBS zeigen unser Engagement beim erfolgreichen Aufbau und bei der Weiterentwicklung von Kundenbeziehungen. Lesen Sie mehr unter [ubs.com/awards](http://ubs.com/awards).

### Wie können wir helfen?

Unsere lokalen, nationalen und internationalen Angebote für Klein- und Grossunternehmen finden Sie unter [ubs.com/corporates](http://ubs.com/corporates).

## Zürcher Kantonalbank



**Adresse:** Bahnhofstrasse 9, 8010 Zürich  
**Webseite:** [www.zkb.ch](http://www.zkb.ch)  
**Ansprechpartner:** Heini Dändliker, Leiter Key Account Management / Firmenkunden Markt  
 Schweiz, [heini.daendliker@zkb.ch](mailto:heini.daendliker@zkb.ch)  
 Jochen Waltenberger, Leiter Cash Management,  
[jochen.waltenberger@zkb.ch](mailto:jochen.waltenberger@zkb.ch)

Die Zürcher Kantonalbank ist eine führende Universalbank im Wirtschaftsraum Zürich mit nationaler Verankerung und internationaler Ausstrahlung. Sie ist eine selbständige öffentlich-rechtliche Anstalt des Kantons Zürich und wird von den Ratingagenturen Standard & Poor's, Moody's und Fitch mit der Bestnote (AAA bzw. Aaa) eingestuft. Mit konzernweit über 6'000 Mitarbeitenden bietet die Zürcher Kantonalbank ihren Kunden eine umfassende Produkt- und Dienstleistungspalette. Zu den Kerngeschäften der Bank zählen das Finanzierungsgeschäft, das Vermögensverwaltungsgeschäft, der Handel und der Kapitalmarkt sowie das Passiv-, Zahlungsverkehrs- und Kartengeschäft. Die Zürcher Kantonalbank bietet ihren Kunden und Vertriebspartnern umfassende Produkte und Dienstleistungen im Anlage- und Vorsorgebereich an.

# Abkürzungsverzeichnis

ABB	Accelerated Bookbuilding Offer	IFRS	International Financial Reporting Standards
B2B	Business to Business	IPO	Initial Public Offering
CAGR	Compounded Annual Growth Rate	IT	Informationstechnologie
CAPM	Capital Asset Pricing Model	KMU	Kleine- und Mittlere Unternehmen
CFO	Chief Financial Officer	Kurzfr./kfr.	Kurzfristig
DAX	Deutscher Aktienindex	Langfr./lfr.	Langfristig
DAXK	DAX ohne Dividenden	P/E Ratio	Price to Earnings Ratio
Diskr.	Diskretionäre	RoE	Return on Equity
DLT	Distributed Ledger Technologie	RoME	Return on Market Value of Equity
EBITDA	Earnings Before Interest and Taxes and Depreciation and Amortisation	SBI	Swiss Bond Index
EK	Eigenkapital	SIX	Swiss Stock Exchange
ESG	Environmental Social Governance	SMI	Swiss Market Index
ETF	Exchange Traded Fund	SMIM	Swiss Market Index Midcap
EU	Europäische Union	SNB	Schweizerische Nationalbank
FER	Fachempfehlungen zur Rechnungslegung	SPAC	Special Purpose Acquisition Company
FK	Fremdkapital	SPI	Swiss Performance Index
GAAP	Generally Accepted Accounting Principles	SPIND	SPI ohne Dividenden
IC	Intercompany	TERP	Theoretischer Ex-Rights Preis
ICMA	International Capital Market Association	Verz.	Verzinslich
		VWAP	Volume Weighted Average Price
		WACC	Weighted Average Cost of Capital

**Hauptpartner**



**Partner**

*Aktionariat  
Actionnariat  
Aкционариат  
Aczionariato  
Acziunariat*



EPROX CONSULTING



instimatch global



**Netzwerkpartner**

CFO | CFOs  
Forum Schweiz

Swiss ACT  
Swiss Association of Corporate Treasurers

**Hochschule Luzern  
Wirtschaft**  
Institut für Finanz-  
dienstleistungen Zug IFZ  
Campus Zug-Rotkreuz  
Suurstoffi 1  
6343 Rotkreuz

T +41 41 757 67 67  
ifz@hslu.ch  
hslu.ch/ifz



ISBN-Nummer  
978-3-907379-21-9