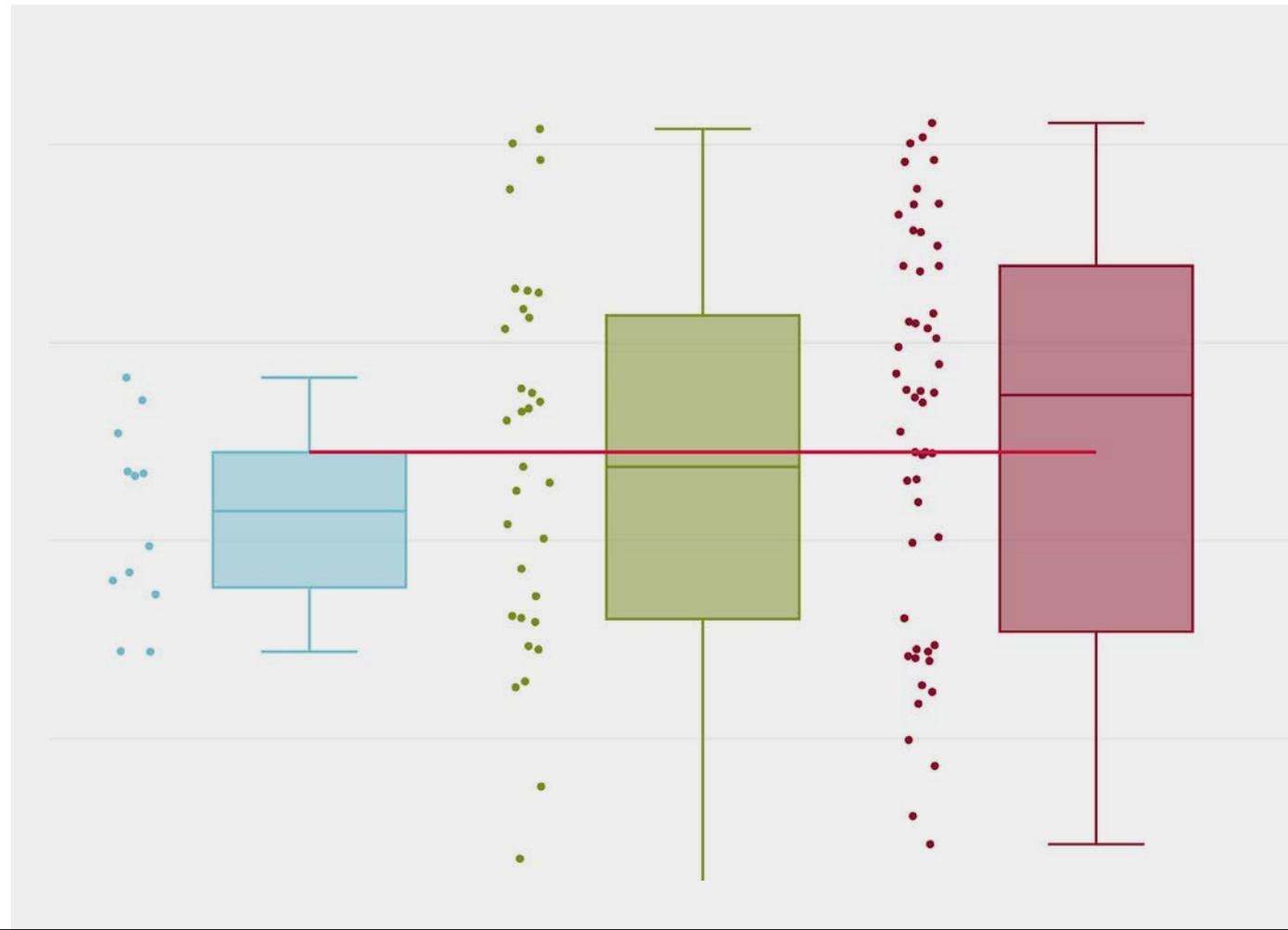


# IFZ Finanzierungs- und Treasurystudie 2024

Prof. Dr. Thomas K. Birrer, Prof. Markus O. Rupp  
und Prof. Dr. Philipp Lütolf  
[hslu.ch/ifz](https://hslu.ch/ifz)



## Geleitwort SwissACT



von Frank Rust,  
Präsident SwissACT  
und Group Treasurer Bucher Industries

Wenn wir vor einem Jahr an dieser Stelle noch von ausreichenden Liquiditätsreserven als Folge der Pandemie gesprochen haben, so zeigt die neue Finanzierungs- und Treasurystudie des IFZ, dass sich dieser Liquiditätspuffer zum Ende 2023 merklich reduziert hat. Ausgehend von hohen Lagerbeständen in den Jahren 2021 und 2022 in Verbindung mit höheren Finanzierungskosten, welche die Zahlungsbereitschaft und -fähigkeit der Kunden belastet hat und zu gestiegenen DWC (Days Working Capital) geführt hat, zeigt die Studie eindrucksvoll, welche Branchen in der Lage waren, im Jahr 2023 dieser Entwicklung im Rahmen des Working Capital Management und in welchem Ausmaß entgegenzuwirken.

Neben den wie gewohnt durchgeführten Erhebungen und Analysen bezüglich der optimalen Finanzierungsstrukturen weisen die dieser Studie angehängten Gastbeiträge auf weitere maßgeblich relevante Treasury Themen hin. Zum einen rücken aufgrund des technologischen Fortschritts die Ablösung der konventionellen Cross Border Payments in den Fokus, zum anderen

nehmen die Bedrohung durch Cyber Angriffe sowie die Bedeutung von Nachhaltigkeitsaspekten immer mehr Raum in der Corporate Treasury ein.

Die Anwendung neuer Technologien wie z.B. die der Blockchain lässt auf eine effizientere Abwicklung von Cross Border Payments hoffen. Andererseits verleihen KI-unterstützte Methoden Cyberangriffen eine höhere Durchschlagskraft und erschweren deren Aufklärung. Investoren und Banken verlangen die Adaption der ESG-Prinzipien oder sogar ein formales ESG-Rating. Diesbezügliche Beschränkungen bei Finanzierungen und das erhöhte Cyberrisiko bevorteilt nachhaltig orientierte beziehungsweise technologieoffene Treasury Organisationen. Für den Aufbau einer modernen Infrastruktur und spezifischer Fachkenntnisse braucht es die Unterstützung des CFOs, der das notwendige Budget gegenüber der Konzernleitung und des Verwaltungsrates zu vertreten hat und genehmigen muss.

Die vorliegende Studie umfasst eine wissenschaftliche Analyse, welche Finanzierungsform je nach Unternehmensgrösse und -situation aus empirischer Sicht gewählt wird und stellt mit der Erweiterung um die Treasurystudie sicher, dass ausgewählte Leistungsmerkmale einer zukunftsgerichteten Corporate Treasury aus finanztheoretischer Sicht aufgebracht, beurteilt und hinterfragt werden.

Meines Erachtens werden graduell sinkende Zinsen weitere Fortschritte bei den DWC bewirken. Für die Ablösung von konventioneller Cross Border Payments bedarf es jedoch neben dem technologischen Durchbruch vor allem einer regulatorischen Abstimmung zwischen den globalen Wirtschaftsblöcken. In Bezug auf die Forderung von breitflächig angelegten ESG-Ratings würde ich mir in einem ersten Schritt die Einigung auf einheitlich definierte Standards wünschen.

Viel Spaß und nachhaltige Erkenntnisse beim Lesen!

## Geleitwort CFO Forum Schweiz - CFOs



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

Die IFZ Finanzierungs- und Treasurystudie 2024 ist ein 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 den Gang an die Börse wagen?

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 (u.a. Eigenkapitalanteil, Eigenkapitalkosten, Höhe und Art der Eigenkapitalrückführungen, Verhältnis kurz-/langfristiges Fremdkapital, Fremdkapitalkosten, neue Anleiheformen wie Green Bonds oder Digitale Anleihen). Die vorliegende Studie stellt auch dieses Jahr in verdankenswerter Weise gut recherchierte und dokumentierte Vergleichswerte zur Verfügung.

Die Daten stammen von an der Schweizer Börse SIX kotierten Unternehmen, denen in Finanzierungsfragen eine Benchmarkfunktion 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.

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. Eindrücklich, wie die Days Inventory Outstanding im Coronajahr 2020 hochgeschneit sind und sich seither auf dem hohen Niveau halten.

Dank den auf sieben 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 abgeleitet zweckmässige Entscheidungen zur Finanzierung ihrer Unternehmen.

Prof. Dr. Markus Gisler Präsident CFO Forum Schweiz – CFOs

## Einleitung

Wir freuen uns, dass wir nun die bereits vierte Ausgabe der IFZ Finanzierungs- und Treasurystudie veröffentlichen dürfen. Die Themen Finanzierung und Corporate Treasury Management sind nicht nur spannend, sondern wie diese Studie unseres Erachtens deutlich zeigt, zwei überaus facettenreiche Themengebiete. Es gilt weiterhin eine Vielzahl an Herausforderungen zu meistern. 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 2023 haben sich verschiedene Faktoren weiter verändert. Nachdem der im Jahr 2022 erlebte Inflationsschub Gegenmassnahmen von Zentralbanken in der Form rascher und entschiedener Leitzinserhöhungen bewirkte, begannen im Jahr 2023 und insbesondere Anfang des Jahres 2024 diverse Zentralbanken mit Zinssenkungen. Vor diesem Hintergrund beabsichtigt die vorliegende vierte 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 erneut von in der Schweiz gelisteten SMI- und SPI-Unternehmen umfassende Daten zu Liquidität und Finanzie-

rung beschafft und ausgewertet. Danach wird erstens grafisch aufgezeigt, welche Unternehmen sich in welcher Situation befinden. Zweitens wird gezeigt, was die typischen Unterschiede nach Branchen oder Grösse sind.

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 Gastartikeln vermittelt die Studie zudem ein umfassendes Bild über aktuelle Fakten und Trends. 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:
  - Not all cyberattacks are created equal
  - Unternehmensfinanzierung: Verschärfte Kreditbedingungen stellen Unternehmen vor grosse Herausforderungen
  - Cross-Border Payments: Weichen stehen auf Disruption
  - Global sustainable finance market: changing for the better
  - Schweizerische Steuerkonsequenzen von Auslandsanleihen mit Bezug auf Liechtenstein
  - Kredit- und Liquiditätsprämien im Schweizer Kapitalmarkt

- KI-gesteuertes Treasury: Transformation des Cash-flow Forecasting mit ChatGPT

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 zu vertiefen. Somit richtet sich die Studie in erster Linie an in der Praxis tätige Personen 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 den Interviewpartnern für die Bereitschaft zu einem Interview. 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 360T, A352, Commerzbank, Cosmofunding, DZ Bank, Eprox Consulting, Fides, Helvetische Bank, Instimatch, Juratrust Gruppe, LBBW, SEB, Skysparc, Societe Generale, 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 und Feedbacks eingeholt. Für das sehr wertvolle Feedback bedanken wir uns herzlich. Unser Dank gebührt insbesondere Dr. Andreas Neumann (Zürcher Kantonalbank). Zusätzlich danken wir Manuel Köppel, Xhenet Stalder und Selina Vuichard. 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 Nadine Woolley und Diana Ibishi 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 ökonomische 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. Dr. Philipp Lütolf



Prof. Markus O. Rupp

**Kontakt:**

Hochschule Luzern

Institut für Finanzdienstleistungen Zug IFZ

**Prof. Dr. Thomas K. Birrer**

Leiter Kompetenzzentrum Corporate Finance

Mitglied der Institutsleitung

T direkt: +41 41 757 67 39

[thomas.birrer@hslu.ch](mailto:thomas.birrer@hslu.ch)

Campus Zug-Rotkreuz

Suurstoffi 1

CH-6343 Rotkreuz

T +41 41 757 67 67

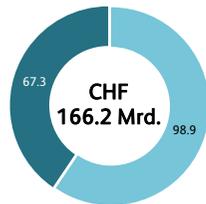
# Summary

## Liquiditätssituation (Kap. 1)



Zu den aktuell beobachtbaren Trends im Rahmen des Liquiditätsmanagements zählen die Umsetzungen von **Inhouse-Bank-Ansätzen (IHB)** und der Einsatz von **virtuellem Account Management (VAM)**. Solche Ansätze können unter anderem die Visibilität und Kontrolle erhöhen sowie die Flexibilität vergrössern.

Die Liquiditätsbestände der kotierten Schweizer Nicht-Finanzunternehmen sind im Jahr 2023 erneut gesunken und betragen **CHF 98.9 Mrd.** Richemont, Novartis und Roche halten zusammen 43.3% der insgesamt vorhandenen Liquidität. Darüber hinaus verfügen die untersuchten Unternehmen über Kreditlinien von total **CHF 67.3 Mrd.**



Analog zum absoluten Liquiditätsbestand ist ebenfalls das mediale Bargeldniveau – definiert als prozentualen Anteil der liquiden Mittel an der Bilanzsumme des Unternehmens – auf neu **10.4%** gesunken.

## Working Capital Management (Kap. 2)

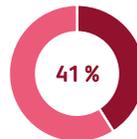
Die Kennzahl der Days Working Capital (DWC) der börsennotierten Schweizer Unternehmen ist seit der Corona-Krise kontinuierlich gestiegen, von ursprünglich **58 Tagen** auf mittlerweile **65 Tage**. Diese Entwicklung deutet darauf hin, dass das gebundene Kapital in den operativen Prozessen der Unternehmen zugenommen hat, was auf veränderte wirtschaftliche Rahmenbedingungen oder eine Anpassung der Unternehmensstrategien infolge der Pandemie zurückgeführt werden kann.

Im Gegensatz dazu haben sich die Days Sales Outstanding (DSO) der untersuchten Unternehmen in den letzten zehn Jahren von **59 auf 51 Tage** verringert. Diese Abnahme ist ein Indiz für ein aktives und effektives Management des Working Capitals, welches darauf abzielt, die Forderungslaufzeiten zu verkürzen und somit die Liquidität zu verbessern.

Bemerkenswert ist, dass seit der Corona-Krise insbesondere **Small Cap-Unternehmen** im Vergleich zu Mid- und Large Cap-Unternehmen im Durchschnitt **mehr Working Capital** gebunden haben. Diese Entwicklung könnte auf spezifische Herausforderungen dieser kleineren Unternehmen hinweisen, die zu einer längeren Kapitalbindung führen.

Holcim sticht unter den Industrieunternehmen besonders hervor, da es die tiefsten Days Working Capital aufweist. Dies deutet auf ein sehr effizientes Management der Kapitalbindung in den operativen Prozessen hin, was Holcim in seiner Branche eine Vorreiterrolle einnehmen lässt.

## Kapitalstruktur (Kap. 3)



Die Auswertung der Kapitalstruktur zeigt, dass der Eigenkapitalanteil der durchgehend kotierten Unternehmen stetig abgenommen hat und per Ende 2023 rund **41%** beträgt.

Die Analyse der Eigenkapitalquoten nach Marktkapitalisierung zeigt, dass **Large Caps** typischerweise die tiefsten, **Mid Caps** mittlere und **Small Caps** im Median die höchsten Eigenkapitalquoten aufweisen.



Die Entwicklung der Eigenkapitalquoten in den verschiedenen Branchen über die letzten zehn Jahre zeigt, dass in den meisten Branchen die Eigenkapitalquote **kontinuierlich gesunken** ist und der stärkste Rückgang in der Branche der diskretionären Verbrauchsgüter zu beobachten war.

## Finanzierung mit Eigenkapital (Kap. 4)



Mit **3.3%** bzw. **3.1%** resultierten 2023 sowohl im **SMI** als auch im **SPI** die höchsten Ausschüttungsrenditen der letzten fünf Jahre.



**85%** der **SMI** Unternehmen erreichten 2023 eine zweistellige Eigenkapitalrendite. Im **SPI** erreichen «nur» **50%** eine zweistellige Eigenkapitalrendite.



Im Jahr 2023 kam es an der SIX Swiss Exchange zu **zwei Neukotierungen** (nur Primärkotierungen) und **neun Dekotierungen**.



## Finanzierung mit Fremdkapital (Kap. 5)

Trotz der gestiegenen Zinsen stieg die Summe des verzinslichen Fremdkapitals der Unternehmen per Ende 2023 im Vorjahresvergleich um rund **4%** an und erreichte einen Wert von total **CHF 256 Mrd.**



Das Verhältnis von Nettoverschuldung in Relation zum EBITDA – der Nettoverschuldungsgrad – stieg von 0.85x auf 1.00x an, wobei sich die Summe der Nettoschulden per Ende 2023 auf **CHF 161 Mrd.** belaufen.

Im Jahr 2023 sahen sich Unternehmen aufgrund des gestiegenen Zinsumfelds mit erhöhten Finanzierungskosten konfrontiert. Doch es bestehen erhebliche Unterschiede zwischen den Branchen: Während in der Immobilienbranche im Median mit **1.3%** die niedrigsten Fremdkapitalkosten vorlagen, weisen Industrieunternehmen mit einem Wert von **2.9%** die höchsten Fremdkapitalkosten auf.



## **Disclaimer**

Obwohl alle in dieser Publikation verwendeten Informationen aus zuverlässigen Quellen stammen und sorgfältig recherchiert bzw. aufbereitet wurden, wird keinerlei Garantie 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 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 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.

Ausschliesslich zum Zweck der besseren Lesbarkeit wurde auf die geschlechtsspezifische Schreibweise verzichtet. Alle personenbezogenen Bezeichnungen in der vorliegenden Studie sind somit geschlechtsneutral zu verstehen und stellen keine Wertung durch die Hochschule Luzern, das Institut für Finanzdienstleistungen Zug IFZ, die Partner oder die Autoren dar.

# Inhaltsverzeichnis

<b>Geleitwort SwissACT</b>	<b>1</b>
<b>Geleitwort CFO Forum Schweiz - CFOs</b>	<b>1</b>
<b>Einleitung</b>	<b>3</b>
<b>Summary</b>	<b>5</b>
<b>Untersuchte Unternehmen</b>	<b>11</b>
<b>1 Liquiditätssituation</b>	<b>12</b>
1.1 Aktuelle Trends	12
1.2 Entwicklung der Liquiditätsbestände	13
1.2.1 Anteile der Branchen	14
1.2.2 Liquiditätsvolumen nach Branchen 2023	15
1.2.3 Liquiditätsvolumen und Nettoliquidität nach Unternehmungen 2023	16
1.2.4 Nettoliquidität nach Unternehmungen	17
1.3 Branchenvergleich Bargeldniveau	17
1.4 Cashflow Entwicklungen	19
1.5 Übersicht über vorhandene Kreditlimiten	20
1.5.1 Branchenverteilung der vorhandenen Kreditlimiten	20
1.5.2 Aufteilung der höchsten Kreditlinienvolumen nach Unternehmen	21
1.6 Interview Nestlé	22
<b>2 Working Capital Management</b>	<b>23</b>
2.1 Theoretische Grundlagen	23
2.1.1 Definition Working Capital	23
2.1.2 Working Capital Kennzahlen	23
2.2 Untersuchte Unternehmen	25
2.2.1 Untersuchte Branchen	25

2.2.2	Grösse der untersuchten Unternehmen	25
2.2.3	Ausschluss Unternehmen Working Capital	26
2.3	Auswertung Working Capital	27
2.3.1	Entwicklung Bestandteile Working Capital	27
2.3.2	Entwicklung Working Capital und Days Working Capital	28
2.3.3	Entwicklung der Working Capital Komponenten	29
2.3.4	Days Working Capital nach Branchen	30
2.3.5	Ein-Jahres-Veränderung der Days Working Capital nach Branchen	32
2.3.6	Fallbeispiel Vorauszahlungen: SIG Group	34
2.3.7	Days Working Capital nach Unternehmensgrösse	35
<b>3</b>	<b>Die Kapitalstruktur kotierter Schweizer Unternehmen</b>	<b>36</b>
3.1	Entwicklung der Eigenkapitalquoten	38
3.2	Entwicklung nach Marktkapitalisierung	40
3.3	Entwicklung nach Branche	42
<b>4</b>	<b>Finanzierung mit Eigenkapital</b>	<b>44</b>
4.1	Performance und Rendite	44
4.1.1	Aktienkursentwicklung	44
4.1.2	Ausschüttungsrendite	49
4.1.3	Aktienrückkäufe	52
4.2	Eigenkapitaltransaktionen	54
4.2.1	IPO und Listings	54
4.2.2	Kapitalerhöhungen	55
4.2.3	Öffentliche Kaufangebote	57
4.3	Renditeanalyse	58
4.3.1	Analyse der Aktienrenditen	58
4.3.2	Analyse von ROE und RONOA	62
<b>5</b>	<b>Finanzierung mit Fremdkapital</b>	<b>67</b>
5.1	Veränderung des verzinslichen Fremdkapitals	67
5.2	Verzinsliches Fremdkapital nach Marktkapitalisierung	68
5.3	Verzinsliches Fremdkapital nach Branche	69
5.3.1	Diskretionäre Verbrauchsgüter	70
5.3.2	Gesundheitswesen	71
5.3.3	Immobilien	72
5.3.4	Industrie	73
5.3.5	IT	74
5.3.6	Kommunikation	75
5.3.7	Verbrauchsgüter	76
5.4	Nettoverschuldung und Nettoverschuldungsgrad	78

5.5	Fremdkapitalkosten . . . . .	83
5.6	Anleihen . . . . .	85
5.6.1	Anleihevolumen über die letzten zehn Jahre . . . . .	86
5.6.2	Digitale Anleihen und die SDX . . . . .	90
5.6.3	Interview SIX Digital Exchange . . . . .	90
5.6.4	Interview Kanton Basel-Stadt . . . . .	92
5.6.5	Green Bonds . . . . .	93
5.6.6	Green Bonds Global . . . . .	94
5.6.7	Green Bonds in der Schweiz . . . . .	97
5.6.8	Greenium . . . . .	98
5.6.9	Interview PSP Swiss Property . . . . .	101
5.7	Aktuelle Trends und Entwicklungen . . . . .	103
5.7.1	Rückzahlungsvolumen im Swiss Bond Index . . . . .	103
5.7.2	Veränderung Rendite auf Verfall . . . . .	104
5.7.3	Veränderung auf dem Geldmarkt . . . . .	105
5.7.4	Interview Moody's Ratings . . . . .	106
5.7.5	Interview Zürcher Kantonalbank . . . . .	107
<b>6</b>	<b>Gastartikel</b>	<b>109</b>
6.1	Not all cyberattacks are created equal . . . . .	110
6.1.1	The rising number and sophistication of cyberattacks is increasingly eroding creditworthiness . . . . .	110
6.1.2	Cyberattacks can disrupt revenues and increase costs . . . . .	111
6.1.3	Business disruption causes the greatest measurable impact . . . . .	112
6.1.4	The credit impact of cyber incidents often takes time to fully manifest . . . . .	113
6.1.5	Credit impact varies by issuer profile . . . . .	113
6.1.6	Good cybersecurity is costly, but adequate preparation drives down response costs, a credit strength . . . . .	114
6.2	Unternehmensfinanzierung: Verschärfte Kreditbedingungen stellen Unternehmen vor grosse Herausforderungen . . . . .	116
6.2.1	Verschärfte Kreditbedingungen stellen Unternehmen vor grosse Herausforderungen . . . . .	116
6.2.2	Marktumfeld: Die Anspannung bleibt . . . . .	116
6.2.3	Finanzierungsstudie 2024: teilnehmende Unternehmen . . . . .	117
6.2.4	Finanzierungsbedingungen und -instrumente: Im Non-Investment-Grade bläst ein starker Gegenwind . . . . .	118
6.2.5	Die Liquiditätsplanung bekommt höhere Management-Attention . . . . .	119
6.2.6	Liquiditätsoptimierung und Liquiditätsreserve . . . . .	120
6.2.7	ESG-Ratings am Vormarsch . . . . .	121
6.2.8	Fazit . . . . .	122
6.3	Cross-Border Payments: Weichen stehen auf Disruption . . . . .	123
6.3.1	Einleitung . . . . .	123
6.3.2	Bedeutung und Umfang von Cross-Border Payments . . . . .	123
6.3.3	Technologische Lösungen und Innovationen . . . . .	123
6.3.4	Zukunftsperspektiven . . . . .	124
6.3.5	Fazit . . . . .	124

6.4	Global sustainable finance market: changing for the better	126
6.4.1	Global issuance in 2024 possible to match 2023's level	126
6.4.2	EMEA still dominates sustainable debt issuance	127
6.4.3	Green and transition bonds hold strong momentum while KPI-linked debt struggles for credibility	128
6.4.4	The public sector continues to be the driver for growth	129
6.4.5	Is there still a Greenium?	130
6.4.6	Credible issuance more important than ever	132
6.4.7	Conclusion	133
6.5	Schweizerische Steuerkonsequenzen von Auslandsanleihen mit Bezug auf Liechtenstein	134
6.5.1	Die schweizerische Verrechnungssteuer als Hindernis für die Finanzierung multinationaler Konzerne	134
6.5.2	Begriffsdefinitionen für Schweizer Steuerzwecke	134
6.5.3	Steuerliche Unterschiede bei der Ausgabe einer Inlandanleihe in der Schweiz im Vergleich zur Inlandanleihe in Liechtenstein	135
6.5.4	Verwaltungspraxis betreffend Anleihen ausländischer Tochtergesellschaften mit Garantie der schweizerischen Muttergesellschaft und deren mögliche negativen Verrechnungssteuerfolgen für die Anleger von Auslandanleihen	138
6.5.5	Erleichterungen der Verwaltungspraxis betreffend Anleihen ausländischer Tochtergesellschaften mit Garantie der schweizerischen Muttergesellschaft	140
6.5.6	Schlussfolgerungen	140
6.6	Kredit- und Liquiditätsprämien im Schweizer Kapitalmarkt	143
6.6.1	Datengrundlage und Methodik	144
6.6.2	Öffentliche Anleihensobligationen	145
6.6.3	Alpha durch Zugang zum Privatmarkt	146
6.6.4	Würdigung und Ausblick	148
6.7	KI-gesteuertes Treasury: Transformation des Cashflow Forecasting mit ChatGPT	150
6.7.1	Status Quo – KI-Nutzung im Unternehmen	150
6.7.2	ChatGPTs Anwendungen im Treasury	152
6.7.3	Zusammenfassung	153
	<b>Herausgeber</b>	<b>154</b>
	<b>Autorinnen/Autoren</b>	<b>154</b>
	<b>Unternehmensportraits</b>	<b>160</b>

## Untersuchte Unternehmen

In diesem Abschnitt wird kurz auf die für diese Studie zugrundeliegende Datenbasis eingegangen. Im Grundsatz werden jeweils die Unternehmen des Swiss Performance Index (SPI) untersucht, mit Ausnahme jener des Finanzsektors. Die Analyse basiert auf den in Bloomberg verfügbaren Jahresabschlüssen der entsprechenden Unternehmen.

Für das Berichtsjahr 2023 wurden Daten von insgesamt 153 Unternehmen erhoben und ausgewertet. Abbildung 1 zeigt die Anzahl der Unternehmen für den untersuchten Zeitraum von zehn Jahren. Die Differenz zum Vorjahr ergibt sich aus neun Unternehmen, deren Jahresabschlussdaten zum Stichtag Ende April 2024 (noch) nicht veröffentlicht waren. Über den gesamten Untersuchungszeitraum von 2014 bis 2023 waren insgesamt 117 Unternehmen durchgehend im SPI kotiert. Die Branchenzuordnung erfolgte nach dem Bloomberg Industry Classification Standard (BICS) und ist in Abbildung 2 dargestellt. Die Industriebranche umfasst mit Abstand die meisten Unternehmen und ist seit 2022 aufgrund der neuen Zuordnung der bisher eigenständigen Chemie- und Rohstoffbranche weiter gewachsen.

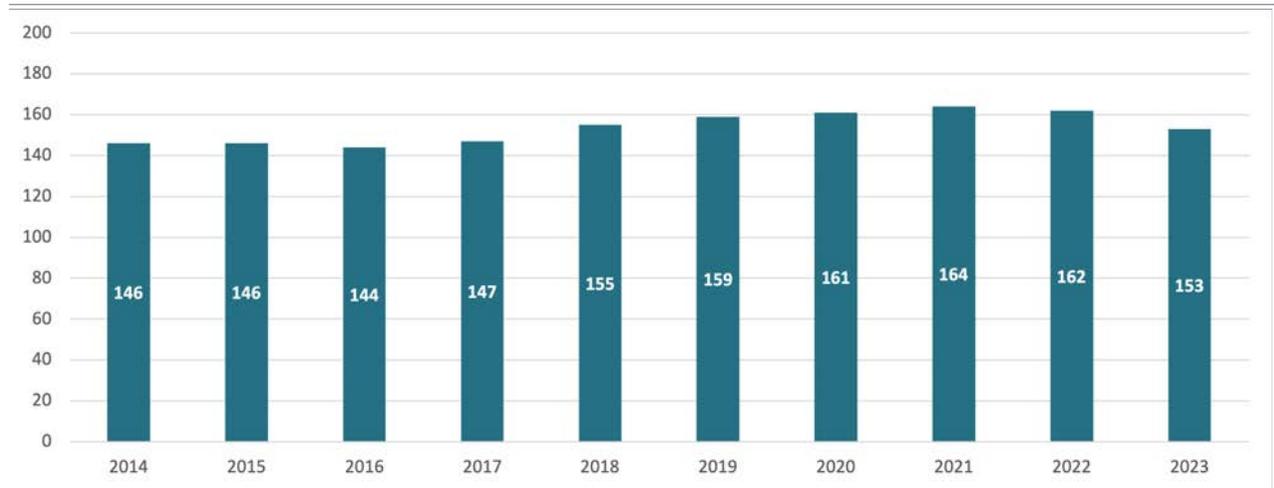


Abbildung 1: Anzahl Unternehmen in der analysierten Zeitperiode

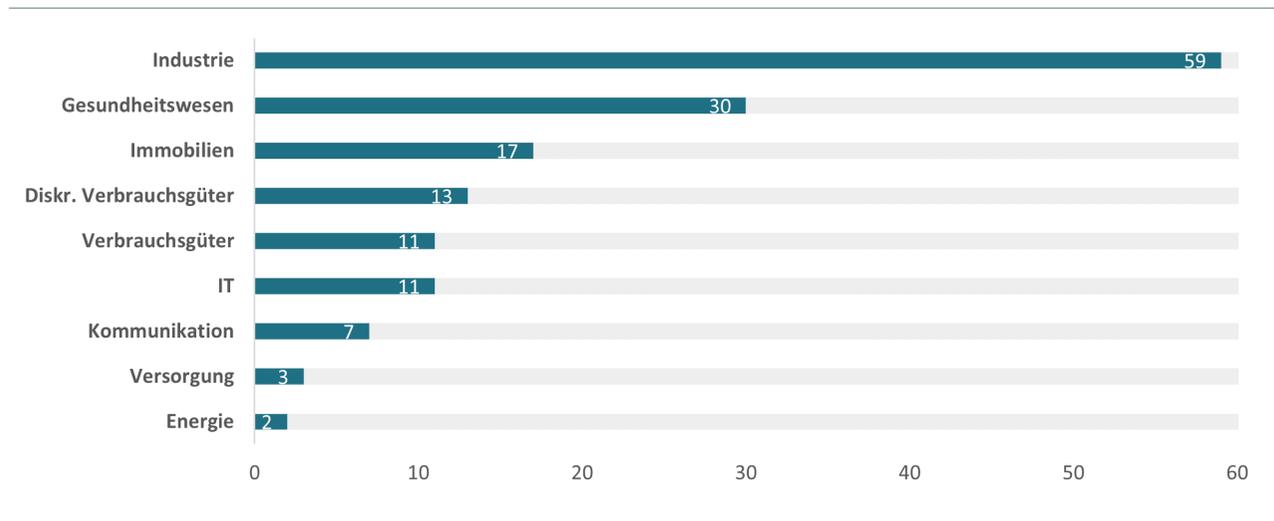


Abbildung 2: Unternehmen nach Branche im Jahr 2023

# Kapitel 1

## Liquiditätssituation

Von Thomas K. Birrer, Diana Ibishi und Manuel Köppel

In diesem Kapitel wird nach der Darlegung aktueller Trends auf die bei den untersuchten Unternehmen vorhandenen Bestände an liquiden Mitteln eingegangen.

### 1.1. Aktuelle Trends

Zu den aktuell beobachtbaren Trends im Rahmen des Liquiditätsmanagements zählen die Umsetzungen von Inhouse-Bank-Ansätzen und das Management von virtuellen Konten. Die Inhouse Bank fungiert als internes Cash-Management-Instrument für grosse Konzerne, das als Payment Hub die internen Zahlungsströme zentral steuert. Zu den weiteren Funktionen zählen typischerweise das Netting zur Steuerung konzerninterner Verrechnungen und die Zentralisierung des Forderungseinzugs zur Optimierung des Working Capital Managements. Dies führt zu einer Minimierung der operativen Risiken und zu einer Effizienzsteigerung, beispielsweise beim Einsatz virtueller IBAN-Konten. Die Inhouse Bank ermöglicht zudem eine effektivere Kontrolle von Transaktionen und Krediten und unterstützt die unternehmensweite Risikominimierung.

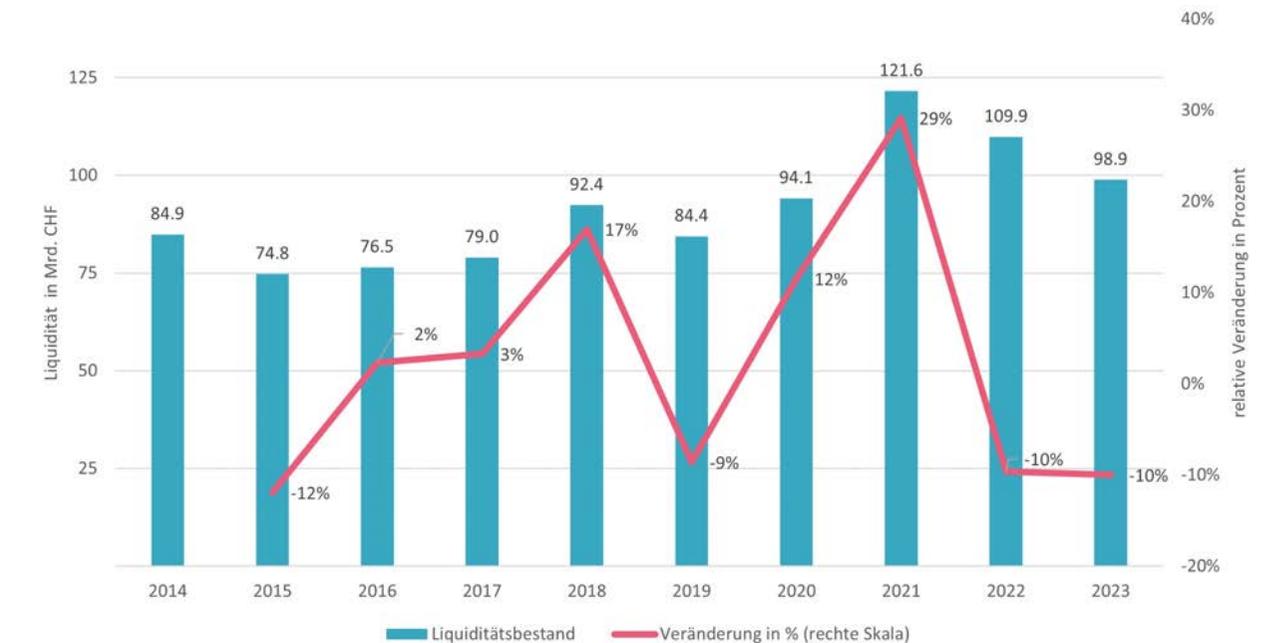


Abbildung 3: Liquiditätsbestände über die letzten 10 Jahre (Datenquelle: Bloomberg)

Durch die zentrale Steuerung der Zahlungsströme und des Liquiditätsmanagements trägt sie zur strategischen Steuerung der Finanzmittel bei (Stevens und Mullali, 2021). Eine Inhouse Bank kann diverse Vorteile mit sich bringen. Die **Zentralisierung** rationalisiert die Anzahl benötigter Konten und ermöglicht eine kontinuierliche Konsolidierung der Bargeldmittel in Echtzeit. Die Inhouse-Bank bietet zudem **Visibilität** und **Kontrolle**, indem sie eine umfassende Sicht auf Geschäftsaktivitäten bietet und eine verbesserte Entscheidungsfindung und Risikomanagement ermöglicht. Durch die **Flexibilität** virtueller Konten werden anpassungsfähige Treasury-Strategien unterstützt und die interne Buchhaltung sowie das Berichtswesen erleichtert. Das Virtual Account Management (VAM) ist **kompatibel** mit weiteren Finanzdienstleistungen und trägt so zu

einer effizienteren Cash-Optimierung bei. Aus der **Kundenperspektive** vereinfacht sich der Zahlungsprozess, da die Kontonummer des virtuellen Kontos ausreicht und die Zuordnung automatisch erfolgt. **Unternehmen** profitieren ebenfalls, da manuelle Zuordnungen bei fehlerhaften Referenznummern entfallen, was den operativen Aufwand reduziert. Trotz dieser Vorteile bringt VAM auch **Herausforderungen** mit sich, da es stark von der Zusammenarbeit mit Banken abhängig ist und für Unternehmen mit vielen Bankpartnern komplex sein kann.

Insgesamt ermöglichen diese Trends im Corporate Treasury Management eine effiziente, zukunftsorientierte Finanzstrategie, die hilft, die finanzielle Steuerung in einem dynamischen Wirtschaftsumfeld zu vereinfachen.

## 1.2. Entwicklung der Liquiditätsbestände

In diesem Abschnitt wird die aktuelle Liquiditätssituation der börsenkotierten Schweizer Unternehmen empirisch untersucht und grafisch dargestellt. Dabei wird die historische Entwicklung über die letzten zehn Jahre analysiert und die aktuelle Liquiditätssituation dargestellt. Es folgen detaillierte Untersuchungen zur Liquiditätssituation im Branchenvergleich, zur Höhe der liquiden Mittel, zur Entwicklung des Cashflows und zu den Kreditlinien. Letztere stellen einen nicht unerheblichen Teil der potenziellen Liquidität dar, auf die Unternehmen zur Überbrückung kurzfristiger Liquiditätsengpässe zurückgreifen können.

Im Rahmen der vorliegenden Analyse wird der Begriff **Liquidität** anhand der Bilanzposition «Cash and Cash Equivalents» definiert. Dazu gehören kurzfristige liquide Mittel wie Kassenbestände und andere liquide Finanzinstrumente wie kurzfristige Einlagen und kurzfristig veräusserbare Wertpapiere. Kreditlinien sind in dieser Definition der Liquidität nicht enthalten und werden daher in dieser Studie separat bewertet. Diese Positionen dienen als unmittelbar verfügbare Finanzmittel.

Die jüngsten Daten in Abbildung 3 zeigen, dass die Liquiditätsbestände der Schweizer Unternehmen zum zweiten Mal in Folge gesunken sind, mit einem Rückgang auf CHF 98.9 Mrd. im Jahr 2023. Dies entspricht einem prozentualen Rückgang von -10%. Diese Entwicklung lässt sich anhand mehrerer möglicher Faktoren erklären, die sich aus der wirtschaftlichen Dynamik und strategischen Entscheidungen der Unternehmen ergeben. Der Rückgang der Liquiditätsbestände könnte auch auf vermehrte Aktienrückkäufe der Unternehmen zurückzuführen sein, wie dieser beispielsweise bei SwissLife (Swiss Life AG, 2023) oder bei ABB (ABB, 2023) der Fall ist. Eine weitere Erklärung könnte im Abbau von Schulden oder den höheren, neuen Zinszahlungen sein. Aufgrund einer gestiegenen Zinsbelastung oder als strategische Massnahme zur Verbesserung der Bilanzqualität könnten die Unternehmen ihre liquiden Mittel zur Tilgung bestehender Verbindlichkeiten verwendet haben.

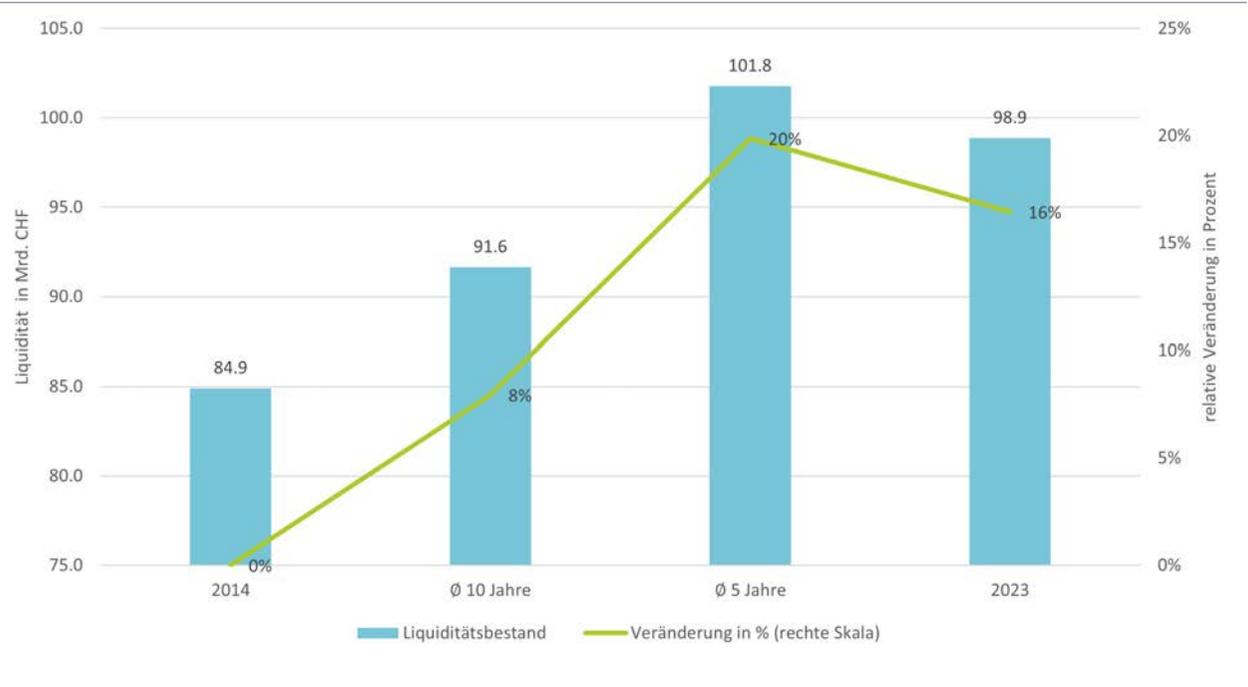


Abbildung 4: Entwicklung der Liquiditätsbestände im Vergleich (Datenquelle: Bloomberg)

Die obenstehende Abbildung 4 zeigt die Entwicklung der Liquiditätsbestände über die letzten Jahre im Vergleich mit den vergangenen Jahren. Gegenüber dem Jahr 2014 können die Unternehmen in jeder Vergleichsgrösse einen höheren Liquiditätsbestand ausweisen. Im Jahr 2023 verfügten die Unternehmen über einen 16% höheren Liquiditätsbestand als im Jahr 2014. In den Jahren 2019 bis 2023 erreichten die Unternehmen einen durchschnittlichen Liquiditätsbestand von 101.8 Mrd. CHF.

1.2.1 Anteile der Branchen

Nachfolgende Abbildung 5 visualisiert die Veränderungen der Branchenanteile am gesamten Liquiditätsvolumen über die Jahre 2014 bis 2023. Das Gesundheitswesen behält seinen Anteil von rund einem Drittel am gesamten Liquiditätsvolumen

konstant über die letzten Jahre. Der Industriesektor hat eine leichte Abnahme der Liquidität zu verzeichnen, was auf höhere Güterpreise und Produktionskosten zurückzuführen ist. Der Anteil der diskretionären Verbrauchsgüter geht, wie im Vorjahr, auf Richemont zurück mit einem Anteil von knapp 84 % des Li-

quiditätsbestands dieser Branche. Der Immobilien- und Energiesektor bleibt auf einem verhältnismässig tiefen Niveau von weniger als 1 % aufgrund dessen, dass das Kapital in dieser Branche üblicherweise längerfristig in Anlagen investiert und dementsprechend gebunden ist.

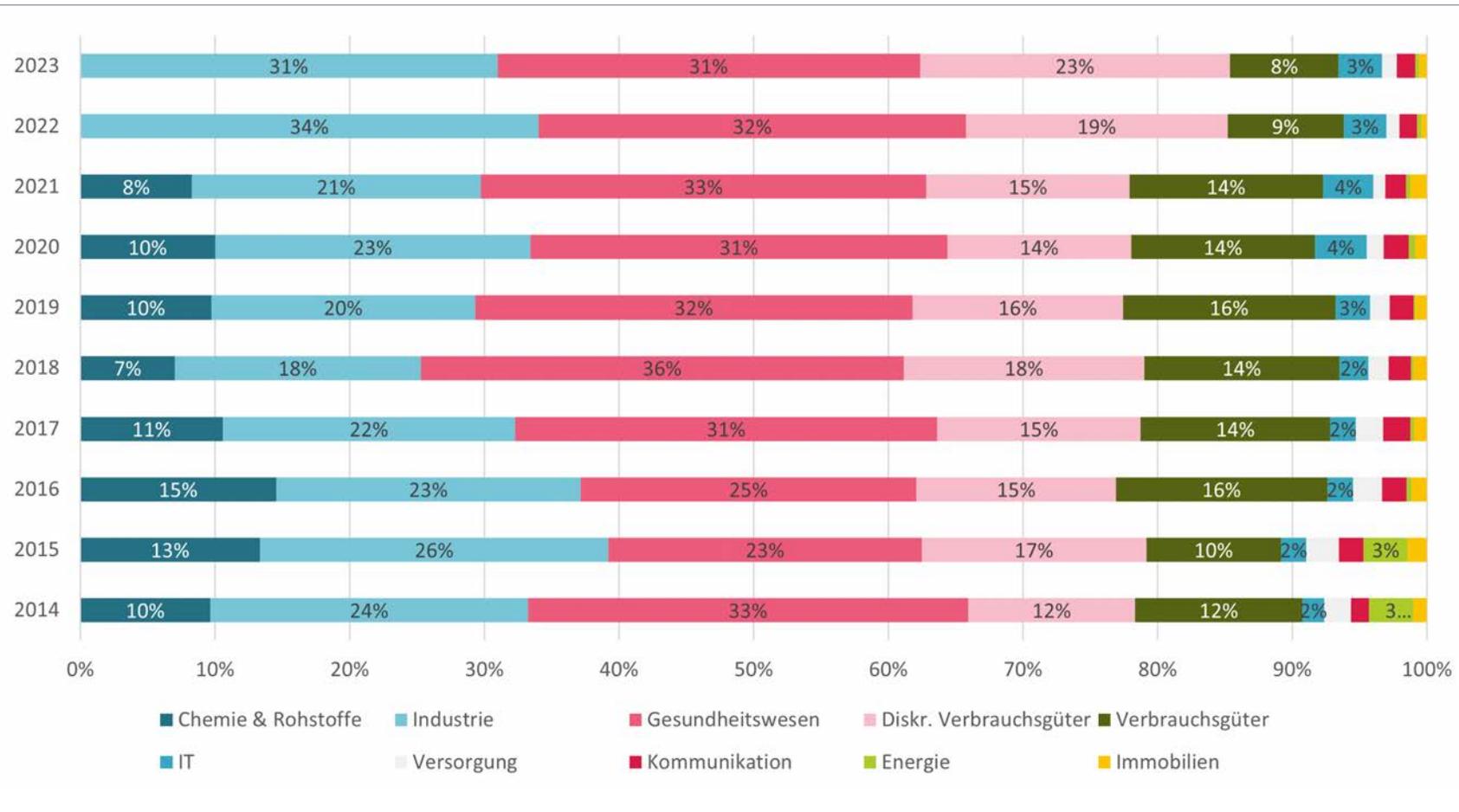


Abbildung 5: Anteile der Branchen am Liquiditätsbestand (Datenquelle: Bloomberg)

### 1.2.2 Liquiditätsvolumen nach Branchen 2023

Das Liquiditätsvolumen nach Branche per Ende des Jahres 2023 zeigt die in Abbildung 6 dargestellte Sektorenverteilung.

Das Gesundheitswesen hält mit einem Liquiditätsbestand von CHF 31 Mrd. und einem prozentualen Anteil von 31.4% den höchsten Anteil am Liquiditätsvolumen. Dabei halten die Firmen Novartis und Roche den grössten Anteil von zusammen CHF 24.6 Mrd.

Der Industriesektor hat gegenüber dem Vorjahr an Liquidität eingebüsst und steht nun mit einem Liquiditätsbestand von CHF 30.6 Mrd. und einem prozentualen Anteil von 31% auf dem zweiten Platz. Wichtig dabei anzumerken ist, dass im Industriesektor doppelt so viele Unternehmen vertreten sind wie im Gesundheitswesen, jedoch der durchschnittliche Liquiditätsbestand pro Unternehmen demzufolge nur halb so gross ist. Darauf folgt der Sektor der diskretionären Verbrauchsgüter mit einem Liquiditätsvolumen von CHF 22.8 Mrd., was einem Anteil von 23% entspricht.

Einen grossen Anteil an diesem Bestand hat das Unternehmen Richemont mit einer Liquidität von CHF 18.3 Mrd. Bei den Verbrauchsgütern mit einem Liquiditätsvolumen von CHF 8 Mrd. hält Nestlé den grössten Anteil mit CHF 5.9 Mrd. Der IT-Sektor ist gegenüber dem Vorjahr auf einem ähnlichen Niveau geblieben mit einem Liquiditätsvolumen von CHF 3.2 Mrd., was einem relativen Anteil von 3.2% entspricht. Dahinter folgt der Kommunikationssektor mit einem Liquiditätsvolumen von CHF 1.4 Mrd. und einem relativen Anteil von 1.4%. Die Sektoren Versorgung, Immobilien und Energie verzeichnen ein Liquiditätsvolumen von CHF 1.1 Mrd., CHF 0.6 Mrd., respektive CHF 0.3 Mrd. und einen relativen Anteil von jeweils rund 1% des Gesamtbestands.

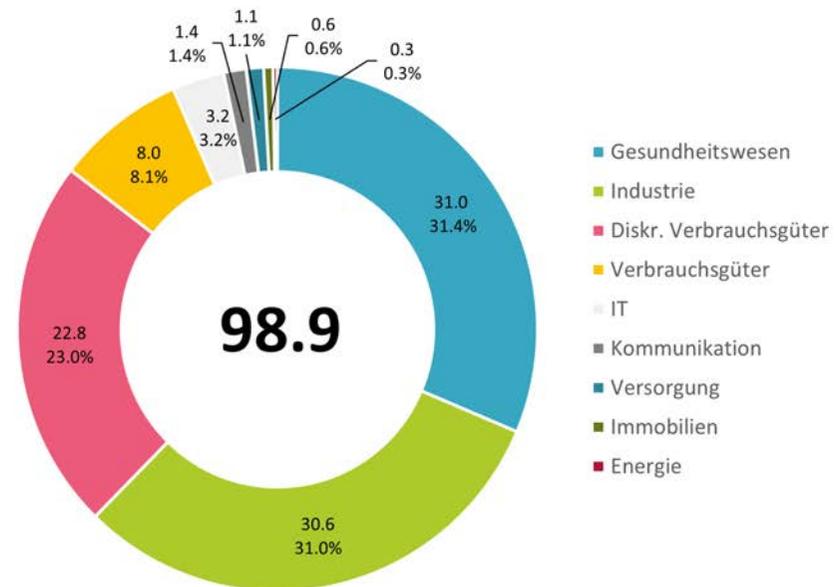


Abbildung 6: Aufteilung Liquiditätsvolumen nach Branchen per Ende 2023 (in Mrd. CHF) (Datenquelle: Bloomberg)

**1.2.3 Liquiditätsvolumen und Nettoliquidität nach Unternehmen 2023**

In der untenstehenden Abbildung 7 werden die 30 Firmen mit den höchsten Liquiditätsvolumina per Ende 2023 einzeln dargestellt. Die übrigen 118 Unternehmen werden in der Positi-

on «Übrige 118 Unternehmen» aufgeführt. Den grössten Anteil hält Richemont mit einem Bestand von CHF 18.3 Mrd. Das entspricht einer Zunahme von über 11 % gegenüber dem Vorjahr. Novartis hält im Vergleich zum Jahr 2022 CHF 14.1 Mrd., was einer Abnahme von knapp 25 % entspricht. Gründe

dafür sind einerseits das lancierte Aktienrückkaufprogramm sowie auch das Spin-Off von Sandoz, welche per Ende 2023 über Liquiditätsbestände von CHF 1.1 Mrd. verfügt, wonach dieser Bestand Novartis nicht mehr zur Verfügung steht.

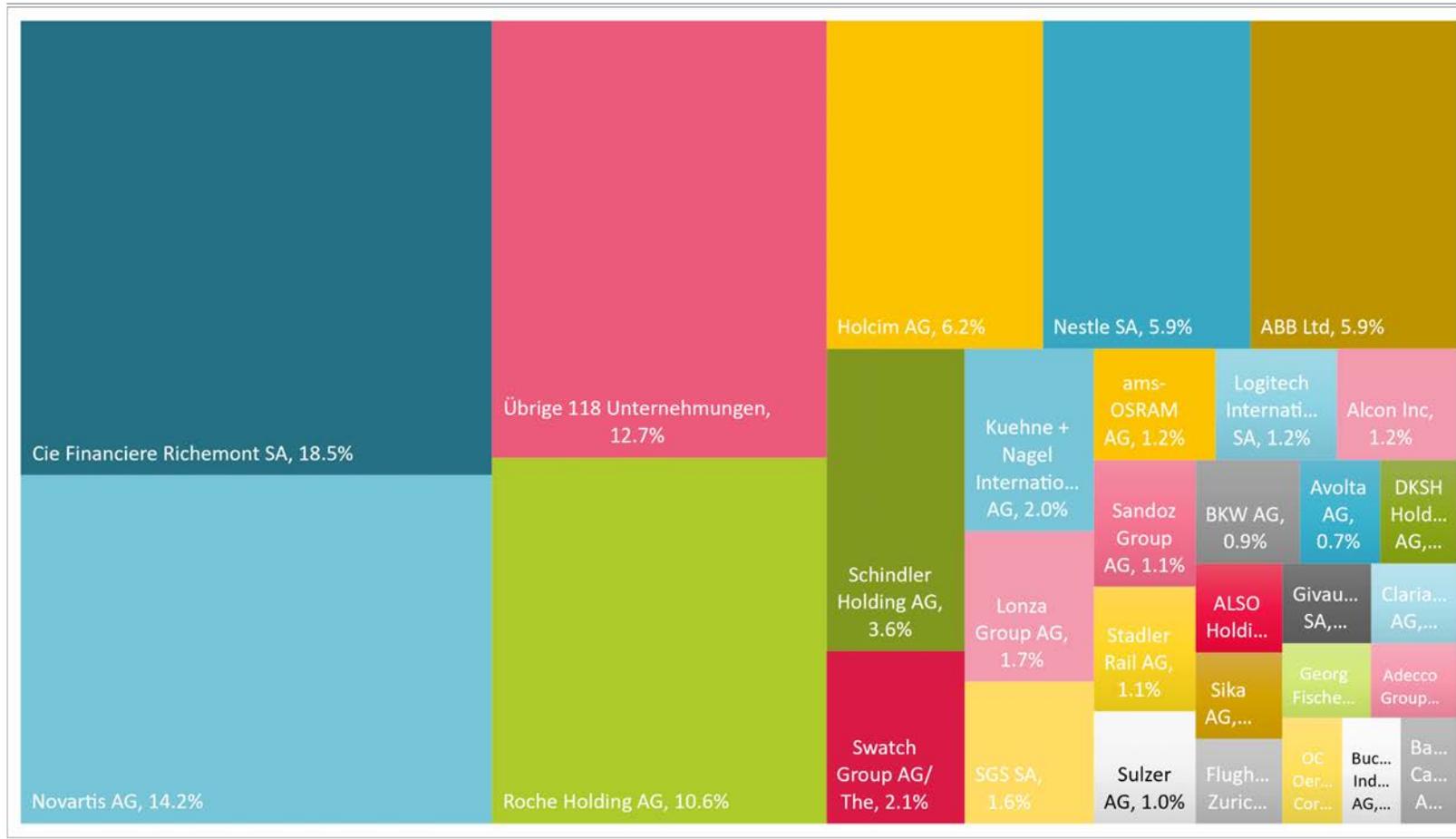


Abbildung 7: Liquiditätsvolumen nach Unternehmen per Ende 2023 (Datenquelle: Bloomberg)

### 1.2.4 Nettoliquidität nach Unternehmungen

Die Nettoliquidität bezeichnet die finanzielle Position eines Unternehmens, bei der die liquiden Mittel und ähnliche schnell verfügbare Mittel die kurz- und langfristigen Verbindlichkeiten übersteigen. Dieser Zustand ist ein Indikator für finanzielle Gesundheit und Stabilität, da er anzeigt, dass ein Unternehmen in der Lage ist, alle Verbindlichkeiten sofort zu begleichen und darüber hinaus über einen positiven Bestand an liquiden Mitteln verfügt. In der nebenstehenden Tabelle 1 werden die Top 10 Unternehmungen in der Schweiz mit der höchsten Nettoliquidität dargestellt.

### 1.3. Branchenvergleich Bargeldniveau

In diesem Abschnitt wird das Niveau der Bargeldbestände der Unternehmen im Branchenvergleich näher betrachtet.

Das **Bargeldniveau** gibt den **prozentualen Anteil der liquiden Mittel an der Bilanzsumme** des Unternehmens an. Dabei wird die vorhandene Liquidität ins Verhältnis zur Bilanzsumme gesetzt. Diese Kennzahl ermöglicht den Vergleich von Unternehmen untereinander sowie innerhalb einer Branche. Zudem lassen sich Veränderungen über die Zeit beobachten. Die Analyse des Bargeldniveaus lässt Rückschlüsse auf die Liquiditätsreserven und die finanzielle Gesundheit eines Unternehmens zu. Eine kontinuierliche Überprüfung des Bargeldniveaus hilft den Unternehmen, ihre Liquiditätssituation zu verbessern und jederzeit zahlungsfähig zu bleiben.

Abbildung 8 gibt einen Überblick über den Median des Bargeldniveaus der Unternehmen in den letzten zehn Jahren. Zwischen 2014 und 2016 ist ein Anstieg bis zu einem Maximum von 13,8 % zu verzeichnen. Danach setzte bis 2019 ein genereller Abwärtstrend ein, der das Niveau auf 11,0 % reduzierte. Nach einer marginalen Erholung im Jahr 2020 bewegt sich das Liquiditätsniveau bis 2021 in einem stabilen Rahmen um 13 %. Im Jahr 2022 erfolgte ein Rückgang auf 11,1 % gefolgt von einem weiteren Rückgang im Jahr 2023 auf 10,4 % und damit den niedrigsten Wert im Betrachtungszeitraum.

Unternehmen	Branche	Nettoliquidität in CHF Mio.
Schindler Holding AG	Industrie	2'874
Cie Financiere Richemont SA	Diskr. Verbrauchsgüter	2'666
Swatch Group AG/The	Diskr. Verbrauchsgüter	2'039
Logitech International SA	IT	1'078
EMS-Chemie Holding AG	Industrie	433
Stadler Rail AG	Industrie	399
Bucher Industries AG	Industrie	396
ALSO Holding AG	Diskr. Verbrauchsgüter	371
Bystronic AG	Industrie	347
Bachem Holding AG	Gesundheitswesen	298

Tabelle 1: Top 10 Unternehmungen nach Nettoliquidität (Datenquelle: Bloomberg)

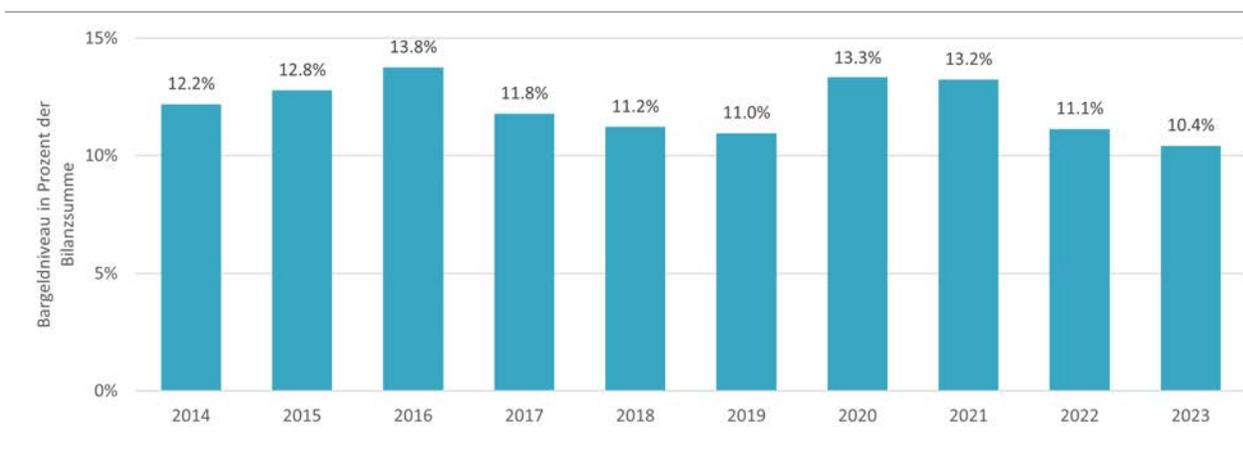


Abbildung 8: Median Bargeldniveau über die letzten 10 Jahre (Datenquelle: Bloomberg)

In Abbildung 9 wird der Medianwert des Bargeldniveaus für die jeweiligen Branchen per Ende 2023 dargestellt. Das höchste Bargeldniveau hat die IT-Branche mit 17%, während der Energiesektor ein Niveau von 13,4% verzeichnet. Die Sektoren Gesundheit und Kommunikation folgen mit einem Wert von 12,6%. Mit 12,4% liegt die Industrie knapp dahinter. Unternehmen in den Branchen Diskr. Verbrauchsgüter und die Verbrauchsgüter verzeichnen Werte von 9,4% resp. 6,4%. Die niedrigsten Werte weisen die Versorgungsbranche und die Immobilienbranche mit 5,2% und 1,1% auf.

Abbildung 10 visualisiert die Höhe des Bargeldniveaus im Verhältnis zum EBITDA der verschiedenen Branchen im Jahr 2023. Die IT-Branche weist mit 610% den höchsten Wert auf, was auf eine hohe Liquidität im Verhältnis zum Gewinn vor Zinsen, Steuern, Abschreibungen und Amortisationen hinweist. Für die Branche Diskr. Verbrauchsgüter ergibt sich ein Verhältnis von 181%. Industrie, Versorgung, Gesundheitswesen und Immobilien liegen zwischen 99% und 70%. Die Sektoren Verbrauchsgüter und Kommunikation weisen mit 39% bzw. 26% die niedrigsten Werte auf. Der Energiesektor wurde in dieser Darstellung nicht berücksichtigt, da diesem Sektor lediglich zwei Unternehmen zugeordnet sind.

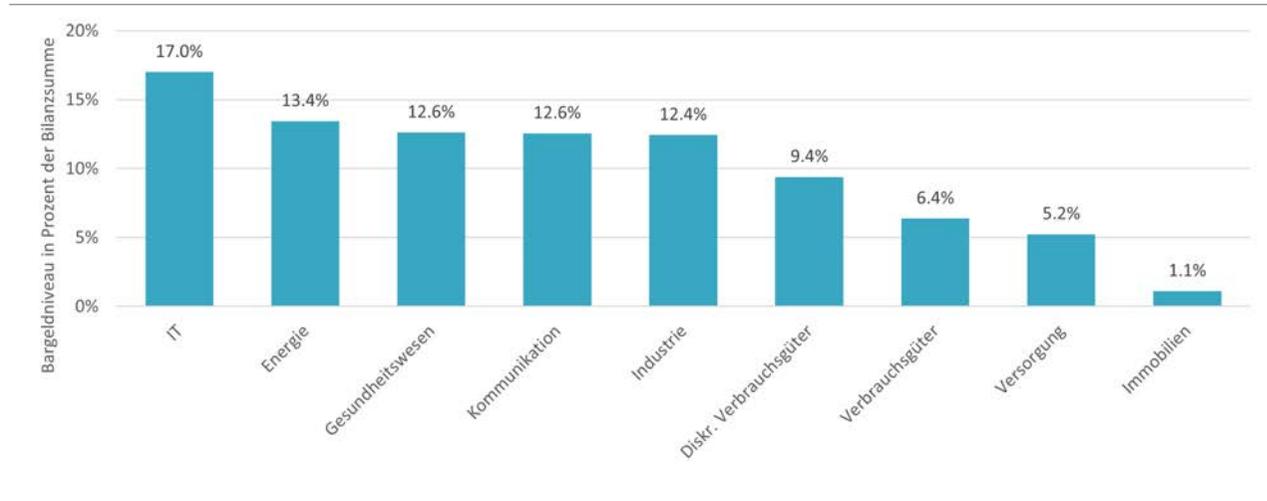


Abbildung 9: Median Bargeldniveau nach Branche per Ende 2023 (Datenquelle: Bloomberg)

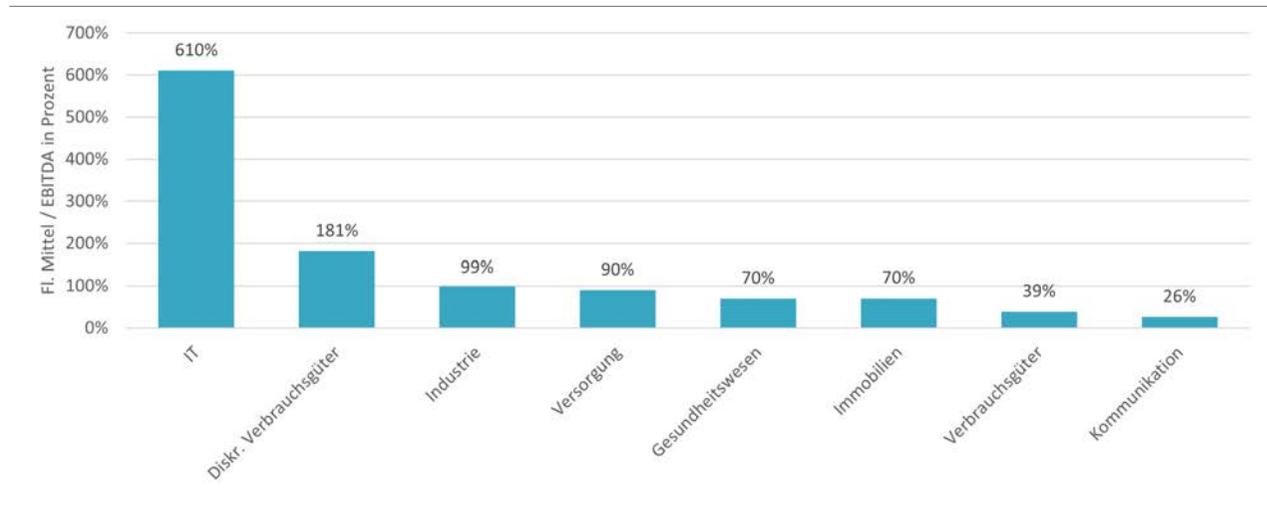


Abbildung 10: Bargeldniveau in Relation zum EBITDA nach Branchen 2023 (Datenquelle: Bloomberg)

## 1.4. Cashflow Entwicklungen

Die Geldflussrechnung gibt einen Überblick über die finanziellen Transaktionen der betrachteten Unternehmen, indem sie die Einnahmen und Ausgaben zusammenfasst. So kann beurteilt werden, welche Liquidität aus der operativen Tätigkeit generiert wird und wie sich die Geldflüsse aus Investitions- und Finanzierungstätigkeit zusammensetzen.

Der Cashflow aus betrieblicher Tätigkeit zeigt in Abbildung 11 über die vergangenen Jahre eine stabile bis leicht steigende Tendenz und erreicht 2023 einen Wert von CHF 97 Mrd. Die Investitionsausgaben haben im Vergleich zu den beiden Vorjahren wieder zugenommen und sind bis auf CHF 48 Mrd. angestiegen, während die Einnahmen aus Desinvestitionen auf gleichem Niveau blieben. Die Ausgaben für Finanzierungstätigkeiten sind seit der Pandemie kontinuierlich bis Ende 2022 gestiegen. Im vergangenen Jahr verzeichneten die Finanzierungsaufwendungen jedoch wieder einen Rückgang auf CHF 63 Mrd.

Der Gesamt-Cashflow erreichte im Jahr 2021 mit CHF 16 Mrd. einen Spitzenwert und fiel im darauffolgenden Jahr auf einen Tiefstwert von CHF -7 Mrd. Dieser Wert konnte sich etwas stabilisieren, liegt jedoch immer noch im negativen Bereich bei CHF -3 Mrd. Ein Grund dafür können die erhöhten Ausgaben im Bereich Investitionen sein. Auch interne unternehmerische Herausforderungen, wie zum Beispiel gestiegene Betriebskosten, können den Cashflow beeinflussen. Zudem spielen Finanzierungsentscheidungen eine bedeutende Rolle. Schliesslich hat auch der Markt einen erheblichen Einfluss auf den Cashflow. Starke Marktschwankungen können die finanziellen Mittel eines Unternehmens erheblich beeinträchtigen.

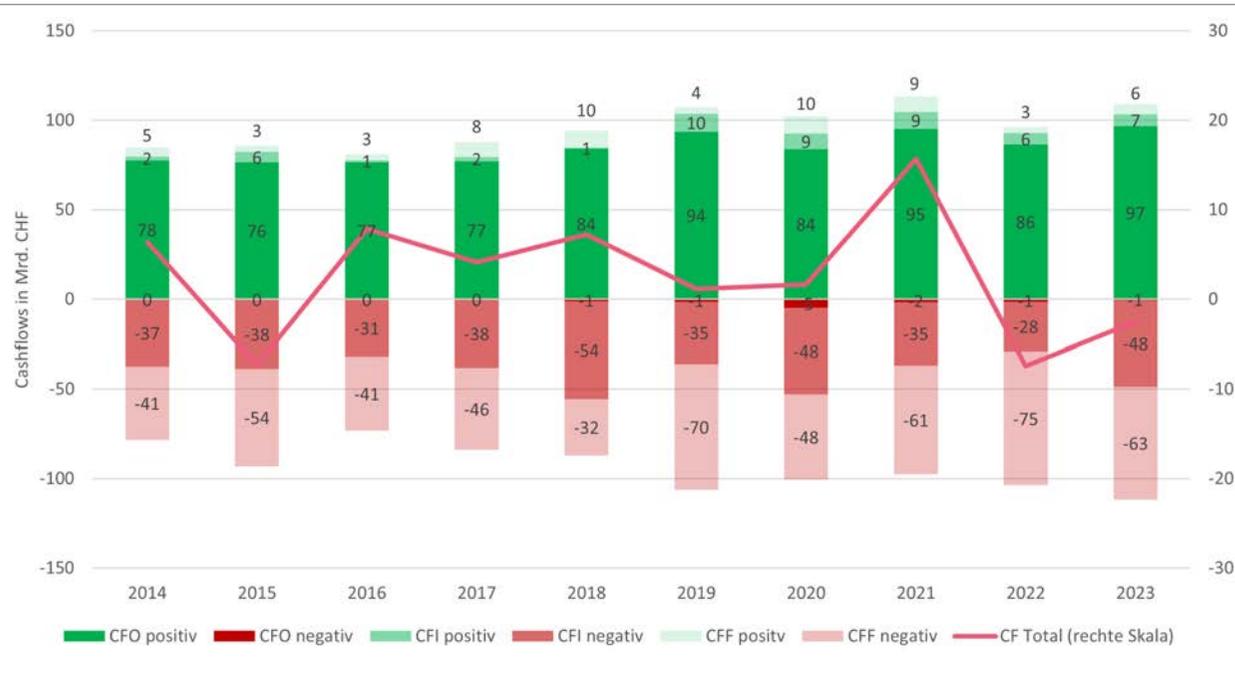


Abbildung 11: Cashflow Entwicklungen, Hinweis: CFO steht für Cashflow from Operations, CFI für Cashflow aus dem Investitionsbereich und CFF für Cashflow aus dem Finanzierungsbereich. (Datenquelle: Bloomberg)

### 1.5. Übersicht über vorhandene Kreditlimiten

Für 97 von 148 Unternehmen sind Daten zu den vorhandenen Kreditlimiten per Ende 2023 vorhanden. Die verfügbaren Kreditlinien eines Unternehmens ergeben sich aus der Differenz zwischen der genehmigten Gesamtkreditlinie und den bereits in Anspruch genommenen Kreditlinien. Abhängig von den geschäftlichen Erfordernissen kann das Unternehmen diese verfügbaren Kreditlinien nutzen, um Investitionen zu tätigen, Betriebskosten zu finanzieren oder andere finanzielle Verpflichtungen zu erfüllen. Insgesamt verfügen die analysierten Unternehmen über vorhandene Kreditlinien von total CHF 71.6 Mrd., wovon CHF 4.3 Mrd. beansprucht wurden. Somit weisen die untersuchten Unternehmen zusätzliche verfügbare Liquidität von Total CHF 67.3 Mrd. auf. In Prozenten ausgedrückt heisst das, dass insgesamt 93.9% der Kreditlinien unbeansprucht sind. Die folgende Abbildung 12 zeigt, dass die untersuchten Unternehmen insgesamt über eine Liquidität von CHF 166.2 Mrd. verfügen können, welche sich aus CHF 98.9 Mrd. an Liquiditätsbeständen und CHF 67.3 Mrd. an unbeanspruchten Kreditlinien zusammensetzt.

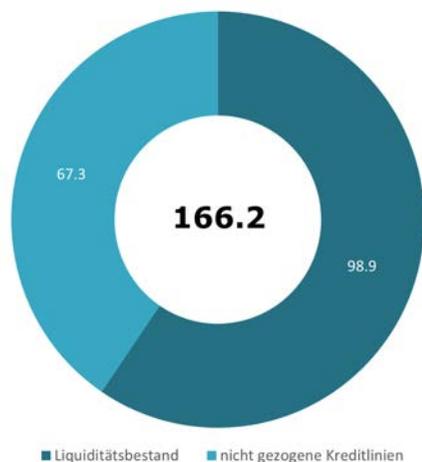


Abbildung 12: Gesamtes Liquiditätsvolumen 2023 (in CHF Mrd.) (Datenquelle: Bloomberg)

Branchen	Unbeanspruchte Kreditlinien in CHF Mrd.	Anteil am Gesamtvolumen	kumulierter Anteil am Gesamtvolumen	Anzahl Unternehmen	Ø unbeanspruchte Kreditlinien in CHF Mrd.
Industrie	19.71	29.3%	29.3%	60	0.33
Gesundheitswesen	18.32	27.2%	56.5%	10	1.83
Verbrauchsgüter	12.92	19.2%	75.8%	27	0.48
Diskr. Verbrauchsgüter	4.92	7.3%	83.1%	14	0.35
Immobilien	4.05	6.0%	89.1%	15	0.27
Kommunikation	2.52	3.7%	92.8%	10	0.25
IT	2.43	3.6%	96.4%	7	0.35
Versorgung	2.00	3.0%	99.4%	3	0.67
Energie	0.40	0.6%	100.0%	2	0.20
<b>Gesamtergebnis</b>	<b>67.26</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>148</b>	<b>0.45</b>

Tabelle 2: Kreditlinienvolumen nach Branchen per Ende 2023 (Datenquelle: Bloomberg)

#### 1.5.1 Branchenverteilung der vorhandenen Kreditlimiten

Die obenstehende Tabelle 2 veranschaulicht die Branchenverteilung des Gesamtvolumens an ungezogenen Kreditlinien.

Die Tabelle zeigt, dass die Sektoren Industrie, Gesundheitswesen und Verbrauchsgüter zusammen 75.8% des Gesamtvolumens der nicht in Anspruch genommenen Kreditlinien ausmachen. Dies unterstreicht die grosse Bedeutung dieser finanziellen Ressource für diese Sektoren. Hervorzuheben ist, dass die Industrie mit 29.3% den grössten Anteil am Gesamtvolumen hat, gefolgt vom Gesundheitswesen mit 27.2%. Dies spiegelt möglicherweise ihren grösseren Finanzierungsbedarf für Investitionen oder Betriebskapital wider.

Die Tabelle zeigt überdies, dass der Verbrauchsgütersektor nicht nur 19.2% des Gesamtvolumens ausmacht, sondern auch mit 27 Unternehmen in diesem Sektor vertreten ist. Interessant ist auch, dass kleinere Sektoren wie Energie und Versorgung nur einen minimalen Anteil am Gesamtvolumen der Kreditlinien haben, was auf ein geringeres Finanzierungsvolumen oder andere Finanzierungsquellen hindeuten könnte.

Insgesamt verdeutlicht die Tabelle den strategischen Einsatz von Kreditlinien als flexibles Finanzierungsinstrument für Unternehmen, die offenbar bestrebt sind, diese Möglichkeiten nur in Ausnahmesituationen voll auszuschöpfen, um zusätzliche Kosten zu vermeiden.

### 1.5.2 Aufteilung der höchsten Kreditlinienvolumen nach Unternehmen

Tabelle 3 listet die Top 10 Unternehmen nach der Höhe ihrer verfügbaren Kreditlinien in CHF Mrd. auf und zeigt deren jeweiligen Anteil am Gesamtvolumen der verfügbaren Kreditlinien aller untersuchten Unternehmen. An erster Stelle steht Nestlé mit einer verfügbaren Kreditlinie von CHF 11.2 Mrd. und einem Anteil von 16.7 % am Gesamtvolumen.

Roche und Novartis folgen mit CHF 7.5 Mrd. bzw. CHF 6 Mrd., was 11.2 % bzw. 8.9 % des Gesamtvolumens entspricht. Diese drei Unternehmen vereinen fast 40 % des Gesamtvolumens der verfügbaren Kreditlinien auf sich, was ihre starke finanzielle Basis widerspiegelt.

Unternehmen wie Holcim, ABB und PSP Swiss Property repräsentieren mit ihren verfügbaren Kreditlimiten weitere bedeutende Anteile am Gesamtvolumen, wobei jeder dieser Akteure zwischen 7.7 % und 3.3 % beisteuert.

Komplettiert wird die Liste durch Swisscom, BKW, Avolta und Alcon mit Anteilen zwischen 2 % und 3.3 %. Trotz der kleineren Einzelanteile spielen auch diese Unternehmen in der Summe der verfügbaren Kreditlinien eine wichtige Rolle.

Insgesamt entfallen auf die Top 10 Unternehmen 64.7 % des Gesamtvolumens der verfügbaren Kreditlinien, was auf eine hohe Konzentration der Finanzkraft bei den grössten Akteuren hinweist. Diese Konzentration verdeutlicht das Vertrauen der Finanzinstitute in diese grossen Unternehmen und zeigt die Bedeutung von Kreditlinien als Instrument der Unternehmensfinanzierung.

Unternehmen	Volumen verfügbare Kreditlinie in CHF Mrd.	Anteil am Gesamtvolumen	kumulierter Anteil am Gesamtvolumen
Nestle SA	11.20	16.7%	16.7%
Roche Holding AG	7.50	11.2%	27.8%
Novartis AG	6.00	8.9%	36.7%
Holcim AG	5.15	7.7%	44.4%
ABB Ltd	4.00	5.9%	50.3%
PSP Swiss Property AG	2.21	3.3%	53.6%
Swisscom AG	2.20	3.3%	56.9%
BKW AG	2.00	3.0%	59.9%
Avolta AG	1.92	2.9%	62.7%
Alcon Inc	1.32	2.0%	64.7%
<b>Gesamtvolumen Top 10 Unternehmen</b>	<b>43.50</b>	<b>64.7%</b>	<b>64.7%</b>
<b>Gesamtvolumen aller Unternehmungen</b>	<b>67.26</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>

Tabelle 3: Top 10 Kreditlinienvolumen nach Unternehmungen per Ende 2023 (Datenquelle: Bloomberg)

## 1.6. Interview Nestlé



Urs Zurbrugg

Die Betrachtung der Liquiditätsthemen erfolgte vorangehend aus einer praxisorientierten Perspektive. Die Antworten von **Urs Zurbrugg, FX-Manager bei Nestlé**, illustrieren den Umgang mit Liquidität bei Nestlé.

**Wie überwachen Sie die Liquiditätssituation bei Nestlé und welche Kennzahlen sind für Sie besonders relevant?**

«Im Group Treasury der Nestlé in Vevey wird die Liquidität täglich überwacht. Es gibt keine spezifische Kennzahl oder Mindestliquiditätsschwelle, welche wir beachten, sondern eine angemessene Liquidität im Verhältnis zu unserem Zahlungsbedarf. Group Treasury erhält von den Konzerngesellschaften Lizenzgebühren und Dividenden. Die Mehrheit dieser eingehenden Geldflüsse ist in Fremdwährungen, welche dann grösstenteils in Franken konvertiert wird, um die Kosten für Nestlé hier in der Schweiz zu bezahlen. Zu diesen Kosten zählen u.a. die Infrastruktur und deren Unterhalt, die Personalkosten und das aktuell laufende Aktienrückkaufprogramm. Konzerninterne Finanzierungen aus der Schweiz heraus in Schweizer Franken oder Fremdwährungen fliessen natürlich auch in die Planung ein.»

**Wie wird die Prognose von Nestlé gemacht? Beruhen die Annahmen auf dem Budgetplan oder den tatsächlichen Verkaufszahlen?**

«Die Unternehmen der Nestlé-Gruppe müssen ihre Prognosen für sämtliche Geldflüsse im Treasury Management System eingeben, idealerweise für die nächsten 12 Monate und regelmässig aktualisieren. Dazu gehören der Fremdwährungsbedarf für Zahlungen von Rohmaterialien und auch die Zahlungen an das Group Treasury in Vevey in Form von Lizenzgebühren und Dividenden. Unser Cash Management Team in Vevey ist dauernd in Kontakt mit den Konzerngesellschaften, um diese Prognosen akkurat zu halten und damit die Liquiditätsplanung im Group Treasury zu unterstützen.»

**Nestlé hat in den letzten Jahren verschiedene M&A-Transaktionen durchgeführt. Wie wurden diese Aktivitäten im Hinblick auf die Liquidität gesteuert?**

«Diese wurden je nach Umfang und Komplexität der Transaktion auf Ad-hoc Basis gesteuert. Die meisten dieser Transaktionen wurden durch die Ausgabe von Commercial Paper finanziert. Häufig wurden dann die Commercial Paper zurückbezahlt, finanziert durch die Emission von Anleihen.»

**Welche Vorteile sehen Sie in der Anwendung neuer Möglichkeiten wie der Nutzung von VIBANs und APIs für Treasury? Gibt es Zeiteinsparungen bei der Erfassung oder eine Optimierung der Kosten?**

«Unser Treasury nutzt bereits Drittanbieter und auch direkte Verbindungen zu Geschäftsbanken, um die Kontostände zu aktualisieren und Positionen im Treasury Management System abzustimmen. Dies spart nicht nur Zeit, sondern verbessert auch die Genauigkeit der Positionen.»

**Welche Bedeutung haben Kreditlinien für Nestlé?**

«Nestlé versucht, die Inanspruchnahme von Kreditlinien bei Geschäftsbanken auf ein Minimum zu beschränken. Bei Finanzbedarf beschafft sich Nestlé das Geld durch die Ausgabe von Commercial Paper oder Anleihen. Bei wenigen Geschäftsbanken haben wir zudem eine tägliche Ueberzugslimite, welche wir beanspruchen können.»

# Kapitel 2

## Working Capital Management

Von Markus Rupp und Nadine Woolley

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

### 2.1. Theoretische Grundlagen

#### 2.1.1 Definition Working Capital

Die Grundlage für die Berechnung des Working Capital bildet das Nettoumlaufvermögen, welches aus der Differenz des Umlaufvermögens und des kurzfristigen Fremdkapitals gebildet wird. Bei der engen Definition des Working Capital 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.

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

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

#### 2.1.2 Working Capital Kennzahlen

In der vorliegenden Analyse werden vier Kennzahlen betrachtet, die in direkter Verbindung zum Working Capital Management stehen (Lütolf et al., 2019). Diese vier Kennzahlen können von Branche zu Branche stark abweichen. Ebenfalls haben länderspezifische Gepflogenheiten, wie eine längere Zahlungsfrist, einen grossen Einfluss auf das Working Capital und deren Kennzahlen. Die Days Working Capital - auch Cash to Cash Cycle (C2C) genannt - geben die Kapitalbindungsdauer 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. 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.

$$\text{DIO} = \frac{\text{Vorräte} \times 360}{\text{Cost of Goods Sold}}$$

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:

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

Bei der Kreditorenlaufzeit (DPO) wird die Dauer des Rechnungseinganges des Lieferanten bis zur Begleichung der Rechnung

gemessen. Die DPO werden wie folgt berechnet:

$$\text{DPO} = \frac{\text{Verbindl. aus Lieferungen und Leistungen} \times 360}{\text{Cost of Goods Sold}}$$

Abhängig von den unterschiedlichen Rechnungslegungsvorschriften können Unternehmen mehrheitlich selbständig entscheiden, ob die Rechnungslegung anhand einer Produktionserfolgsrechnung (Gesamtkostenverfahren) oder einer Absatzerfolgsrechnung (Umsatzkostenverfahren) erstellt wird. Während bei der Absatzerfolgsrechnung die 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-Formel dahingehend angepasst, indem in den beiden Formeln im Nenner die Cost of Goods Sold durch den Nettoerlös ersetzt wird. Diese Anpassungen werden ebenfalls in den Studien der grössten Wirtschaftsprüfungsunternehmen angewendet. Aufgrund dieser Anpassungen werden die Working Capital Kennzahlen anhand der in Tabelle 4 aufgeführten Formeln berechnet.

Kennzahl	Berechnung
<b>Days Working Capital (C2C)</b>	$\text{DIO} + \text{DSO} - \text{DPO}$
Lagerdauer <i>Days Inventory Outstanding – DIO</i>	$\frac{\text{Vorräte}}{\text{Nettoerlös}} \times 360$
Debitoren-Laufzeit <i>Days Sales Outstanding – DSO</i>	$\frac{\text{Ford. aus L + L}}{\text{Nettoerlös}} \times 360$
Kreditoren-Laufzeit <i>Days Payables Outstanding – DPO</i>	$\frac{\text{Verb. aus L + L}}{\text{Nettoerlös}} \times 360$

Tabelle 4: Berechnung der WCM Kennzahlen

In Abbildung 13 sind die wesentlichen Kennzahlen des Working Capital grafisch dargestellt. Die DPO (Days Payable Outstanding) beginnen mit dem Erhalt der Materialrechnung und enden mit deren Begleichung. Die DIO (Days Inventory Outstanding) umfassen die Zeitspanne von der Materiallieferung bis zur Auslieferung der fertigen Produkte. Die DSO (Days Sales Outstanding) starten mit dem Versand der Rechnung an den Kunden und dauern bis zur Zahlung durch den Kunden.

Die Days Working Capital stellen somit die Zeitspanne dar, die zwischen dem Cashausgang (Zahlung der Materialrechnung) und dem Casheingang (Zahlung des Kunden) liegt. Je niedriger die Days Working Capital, desto weniger liquide Mittel sind im Unternehmen gebunden.

In Abbildung 14 sind zusätzlich die Kundenvorauszahlungen in Umsatztage – die Days Advance Payments Outstanding (DAPO) – aufgeführt. Wenn Kunden Vorauszahlungen leisten, verringern sich entsprechend die Days Working Capital. Je höher die Anzahlungen der Kunden ausfallen, desto geringer ist das operative Working Capital und desto weniger liquide Mittel sind im Unternehmen gebunden.

Die untersuchten Unternehmen weisen die erhaltenen und geleisteten Vorauszahlungen in ihren Finanzberichten auf sehr unterschiedliche Weise aus. Aufgrund dieser uneinheitlichen Handhabung ist es nicht möglich, eine konsolidierte Auswertung der Anzahlungen bzw. der DAPO vorzunehmen. Um die Thematik dennoch exemplarisch zu veranschaulichen, wird in Abschnitt 2.3.6 ein konkretes Fallbeispiel zur Darstellung der DAPO detailliert erläutert.

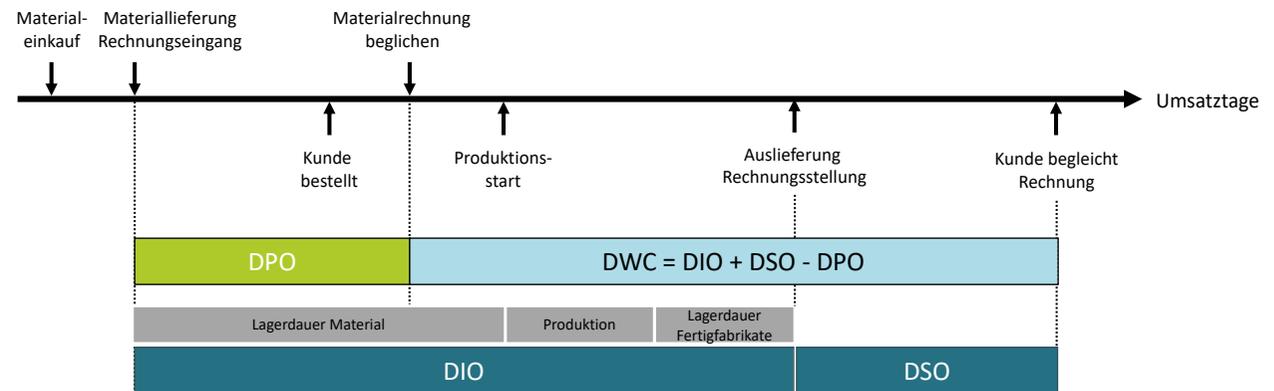


Abbildung 13: Working Capital Kennzahlen

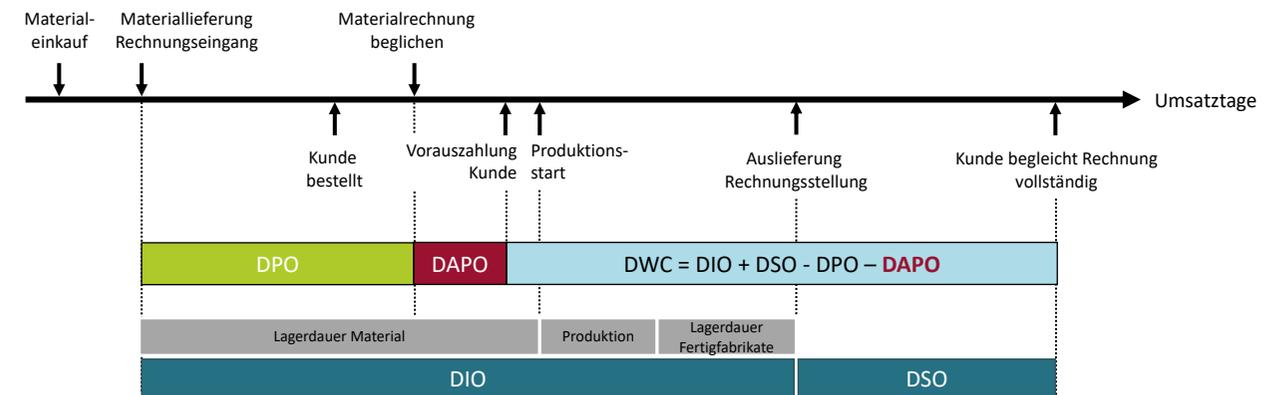


Abbildung 14: Working Capital Kennzahlen mit Berücksichtigung von Vorauszahlungen

## 2.2. Untersuchte Unternehmen

In der vorliegenden Studie wurden für das Jahr 2023 insgesamt 133 Unternehmen für die Analyse der Working Capital Kennzahlen untersucht.

### 2.2.1 Untersuchte Branchen

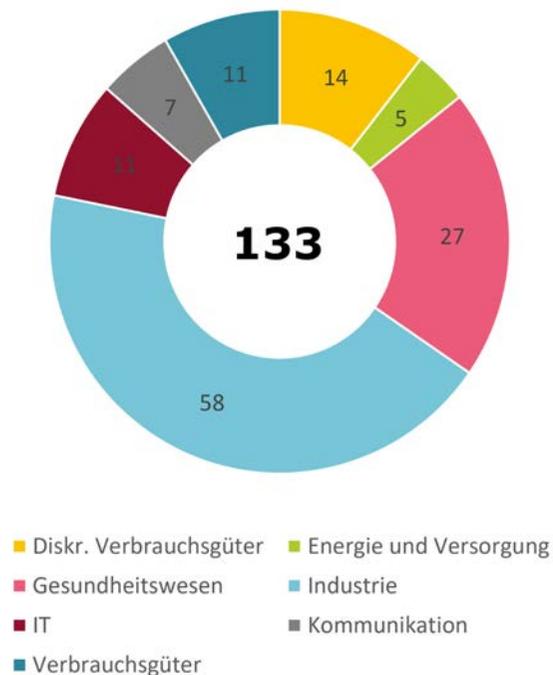


Abbildung 15: Untersuchte Branchen

Wie in Abbildung 15 visualisiert, gehören 58 Unternehmen zur Industriebranche, 27 zur Gesundheitsbranche, 14 zur diskretionären Verbrauchsgüterbranche, 11 zur IT Branche, 11 zur Verbrauchsgüterbranche und 7 zur Kommunikationsbranche. Zu-

dem befinden sich 5 Unternehmen der Energie und Versorgungsbranche im Sample. Die Branche «Chemie & Rohstoffe» wurde rückwirkend der Branche Industrie zugeteilt, um einen Vergleich über 10 Jahre aufzeigen zu können.

### 2.2.2 Grösse der untersuchten Unternehmen

Neben der Brancheneinteilung werden die Unternehmen in der vorliegenden Studie ebenfalls in Gruppen nach der Marktkapitalisierung eingeteilt. Unternehmen mit einer Marktkapitalisierung über CHF 20 Mrd. wurden als Large Cap eingestuft. Als Mid Cap gelten Unternehmen mit einem Marktwert zwischen CHF 2 Mrd. und CHF 20 Mrd., die übrigen Unternehmen mit einer Marktkapitalisierung von unter CHF 2 Mrd. werden als Small Cap bezeichnet. Dabei wurden 15 Large Cap, 40 Mid Cap und 78 Small Cap Unternehmen untersucht (siehe Abbildung 16).

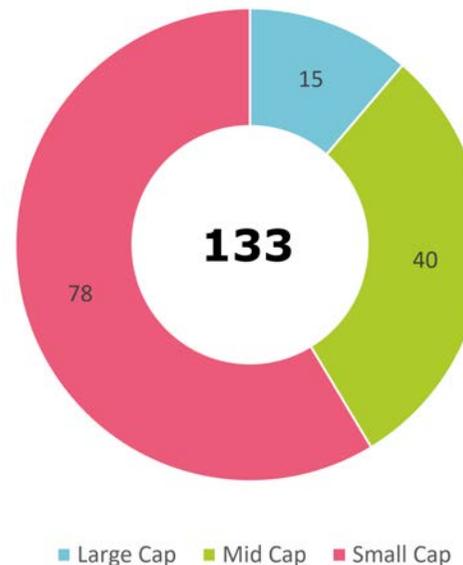


Abbildung 16: Grösse der untersuchten Unternehmen

### 2.2.3 Ausschluss Unternehmen Working Capital

In Tabelle 5 werden die im Working Capital Teil ausgeschlossenen Branchen und Unternehmen aufgeführt. Die Immobilienbranche wurde vollständig von der Working-Capital-Analyse ausgeschlossen, da die Kennzahlen des Working Capitals in diesem Sektor keine Relevanz aufweisen. Darüber hinaus wurden Unternehmen aus der Analyse ausgeschlossen, deren Jahresabschlüsse zum Stichtag des 1. Mai 2024 noch nicht veröffentlicht waren oder deren Daten aus anderen Gründen auf Bloomberg nicht verfügbar waren. Ebenso wurden Unternehmen in Jahren ausgeschlossen, in denen die von Bloomberg bereitgestellten Daten für eine aussagekräftige Working-Capital-Analyse als unplausibel oder unzureichend betrachtet wurden.

Unternehmen	Branche	Jahr	Ausschlussgrund
	Immobilien	Alle	Working Capital in der Branche nicht relevant
Accu Holding AG	Diskr. Verbrauchsgüter	2017-2023	Daten nicht verfügbar
Achiko AG	Gesundheitswesen	2021-2023	Working Capital nicht sinnvoll
Addex Therapeutics Ltd	Gesundheitswesen	2013-2017	Berechnungen nicht möglich
Airopack Technology IP AG	Industrie	2013	Working Capital nicht sinnvoll
Blackstone Resources AG	Industrie	2018-2021	Working Capital nicht sinnvoll
Cassiopea SpA	Gesundheitswesen	2014-2023	Berechnungen nicht möglich
Ceva Logistics AG	Industrie	2014-2017; 2019-2023	Daten nicht verfügbar
Highlight Event and Entertainment	Kommunikation	2014-2016	Änderung Rechnungslegung
Idorsia Ltd	Gesundheitswesen	2017-2023	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	2018-2023	Daten nicht verfügbar
Phoenix Mecano AG	Industrie	2023	Daten nicht verfügbar
Relief Therapeutics Holding AG	Gesundheitswesen	2013-2022	Berechnungen nicht möglich
Santhera Pharmaceuticals Hold.	Gesundheitswesen	2023	Daten nicht verfügbar
SHL TeleMedicine Ltd	Gesundheitswesen	2017-2020; 2022-2023	Daten nicht verfügbar / Berechnung nicht möglich
Spexis AG	Gesundheitswesen	2019; 2021-2023	Daten nicht verfügbar / Berechnung nicht möglich
Swmtl Holding AG	Industrie	2014-2016	Berechnungen nicht möglich
Talenthouse AG	Kommunikation	2023	Daten nicht verfügbar
WISeKey International Holding	IT	2023	Daten nicht verfügbar

Tabelle 5: Ausschluss Unternehmen Working Capital

### 2.3. Auswertung Working Capital

In diesem Kapitel wird die Entwicklung der Working Capital Kennzahlen aufgezeigt. In einem ersten Teil werden die wichtigsten Ergebnisse vom Jahr 2023 überblicksartig aufgezeigt. Im zweiten Teil werden die einzelnen Komponenten des Working Capitals genauer analysiert, um die Gründe für die Entwicklungen besser zu verstehen. Schliesslich befasst sich der dritte Teil mit der Entwicklung der Kennzahlen in den einzelnen Branchen und vergleicht die Entwicklung für verschiedene Unternehmensgrössen.

#### 2.3.1 Entwicklung Bestandteile Working Capital

Wie bereits vorher erwähnt, berechnet sich das Working Capital mit der Addition der Forderungen aus Lieferungen und Leistungen (FLL) mit den Vorräten abzüglich den Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen (VLL). Abbildung 17 visualisiert diese Komponenten zusammen mit dem resultierenden Working Capital. Bei der Betrachtung der Entwicklung des Working Capital kann seit 2021 eine bedeutende Erhöhung beobachtet werden. Genauer gesagt hat sich das Working Capital der untersuchten Unternehmen von einem mehr oder weniger konstanten Level von rund 85-90 Mrd. auf über 100 Mrd. Schweizer Franken erhöht. Es stellt sich demnach die Frage, wie dieser signifikante Sprung zustande kam. Grundsätzlich kann eine Erhöhung des Working Capital drei Gründe haben. Erstens kann eine Vergrösserung der Vorräte zu einer Erhöhung des Working Capital führen. Zweitens widerspiegelt sich eine Anhäufung von Forderungen aus Lieferungen und Leistungen in erhöhtem Working Capital. Letzlich führt auch eine Verkleinerung der Verbindlichkeiten zu einem höheren Working Capital.

Im vorliegenden Fall lässt sich das Zusammenspiel der verschiedenen Faktoren mit unterschiedlichen Auswirkungen auf das Working Capital beobachten. Erstens sind die Vorräte der untersuchten Unternehmen in den letzten drei Jahren von rund CHF 70 Mrd. auf über CHF 80 Mrd. gestiegen. Dies lässt sich teilweise durch die Lieferkettenschwierigkeiten der letzten Jahre erklären und trägt bedeutend zu einem höheren Working Capital bei. Bei den Forderungen kann ebenfalls eine gewisse Erhöhung in den Jahren 2021 und 2022 beobachtet werden, jedoch in einem kleineren Ausmass.

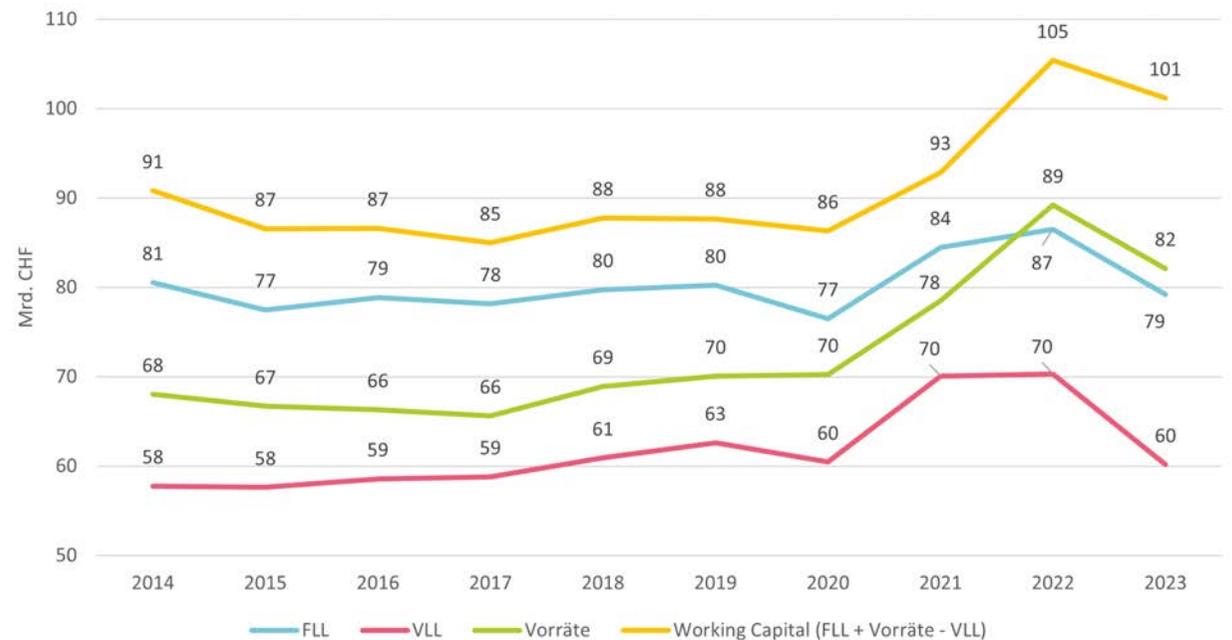


Abbildung 17: Entwicklung der Working Capital Bestandteile (Datenquelle: Bloomberg)

Inzwischen befinden sich die Forderungen wieder auf einem ähnlichen Level wie in der Periode 2014-2020. Auch diese Entwicklungen schlugen sich insbesondere in den Jahren 2021 und 2022 in einem erhöhten Working Capital nieder. Die gleichzeitige Erhöhung der Verbindlichkeiten in den Jahren 2021 und 2022 wirkte der Erhöhung des Working Capitals gewissermassen entgegen. Im Jahr 2023 zeigte sich jedoch wieder eine Normalisierung der Verbindlichkeiten zurück auf das Pre-Pandemie Level. Diese Senkung wirkt sich ceteris paribus auf eine Erhöhung des Working Capitals aus und erklärt einen nur leichten Rückgang des Working Capitals von 2022 bis 2023.

Insgesamt lässt sich aus der Abbildung also folgendes schliessen: Eine signifikante Erhöhung der Vorräte und Forderungen in den Jahren 2021 und 2022 liessen das Working Capital in die Höhe schellen. Auch im Jahr 2023 zeigt sich trotz eines Rückgangs der Vorräte und der Forderungen noch ein erhöhtes Working-Capital Niveau.

### 2.3.2 Entwicklung Working Capital und Days Working Capital

Nachdem in Abbildung 17 die Summe des Working Capital gezeigt wurden, bildet die Primärachse von Abbildung 18 die durchschnittlichen Werte ab. Auch hier kann insbesondere in den Jahren 2022 und 2023 eine bedeutende Erhöhung des Working Capital beobachtet werden. Das Working Capital zeigte sich in den Jahren vor der COVID-19-Pandemie mehr oder weniger konstant oder sogar rückläufig auf einem durchschnittlichen Wert von rund CHF 650 Mrd. Im Jahr 2022 sprang dieser Wert auf mehr als 800 Mrd. Schweizer Franken und auch im Jahr 2023 lässt sich noch ein erhöhter Wert feststellen. Dies deutet darauf hin, dass Unternehmen in diesen Jahren möglicherweise mehr in Lagerbestände investiert haben oder längere Zahlungsziele gewährt haben, was zu einer höheren Kapitalbindung führte.

Auch bei der Betrachtung der Days Working Capital zeigt sich eine ähnliche Entwicklung. Während die untersuchten Unternehmen in den Jahren 2014 bis 2019 die Kapitalbindungsdauer stetig reduzieren konnten, zeigt der Trend in den letzten Jahren klar nach oben. Im Jahr 2023 verblieb das durchschnittliche Unternehmen auf einer Days Working Capital von 65 Tagen. In anderen Worten könnte man also deuten, dass die Anstrengungen zur Verminderung des Working Capital Managements in den Jahren 2014 bis 2019, etwa aufgrund verbesserter Lagerplanung, in den letzten paar Jahren fast komplett eliminiert wurden. So dauerte es im letzten Jahr durchschnittlich rund 65 Tage zwischen der Bezahlung der Kreditorenrechnung bis zum Eingang der Debitorenzahlung, dem höchsten Wert seit 2014. Diese Entwicklung könnte auf mehrere Faktoren zurückzuführen sein, einschliesslich Unterbrechungen in den Lieferketten, längeren Zahlungszielen, die von Unternehmen gewährt werden, oder einem strategischen Aufbau von Lagerbeständen zur Absicherung gegen Unsicherheiten.

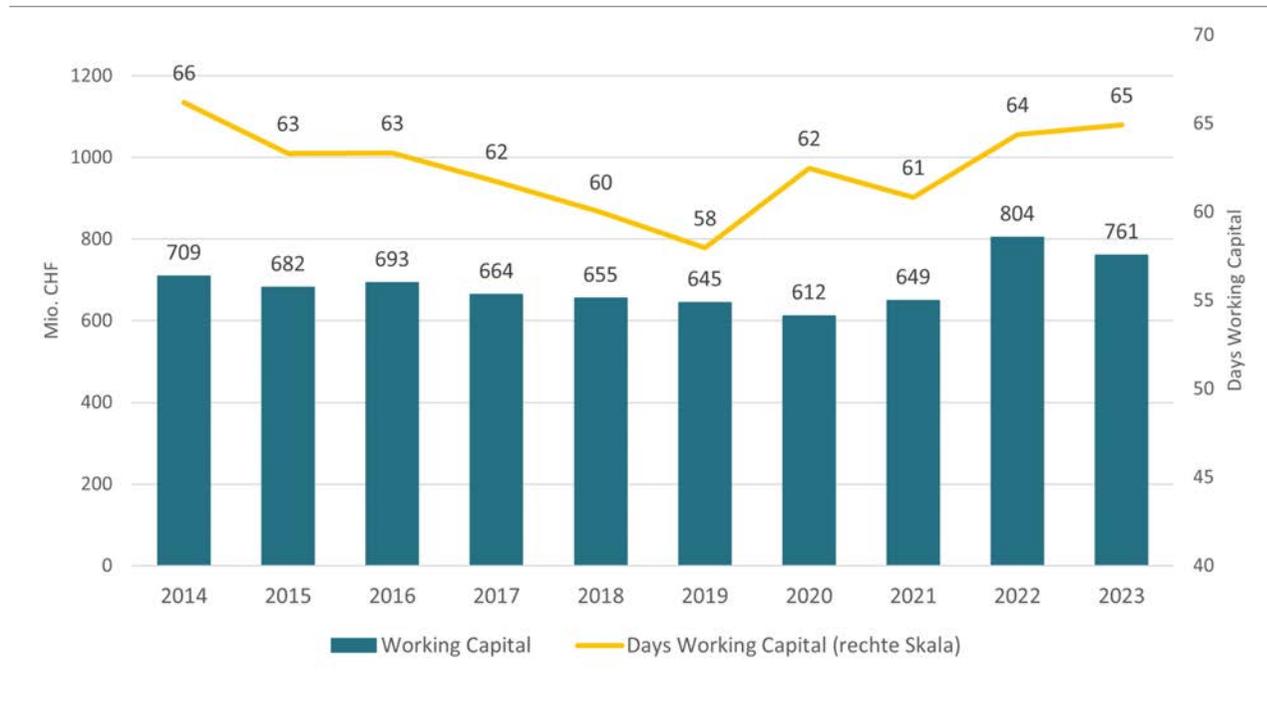


Abbildung 18: Entwicklung durchschnittliches Working Capital und Days Working Capital (Datenquelle: Bloomberg)

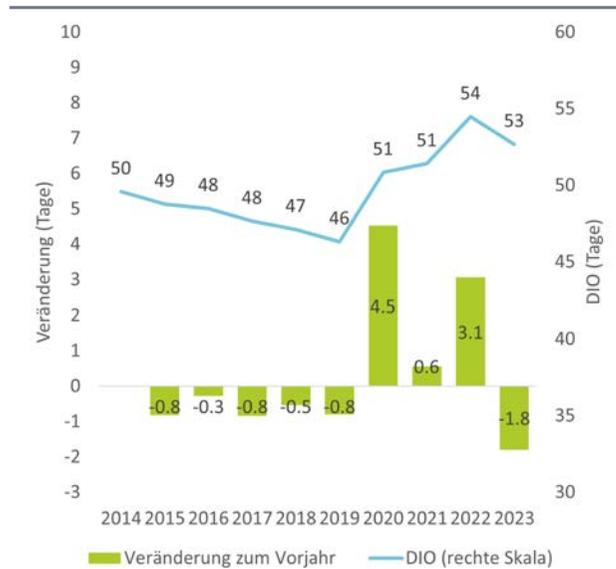


Abbildung 19: Entwicklung Days Inventory Outstanding (DIO)  
(Datenquelle: Bloomberg)

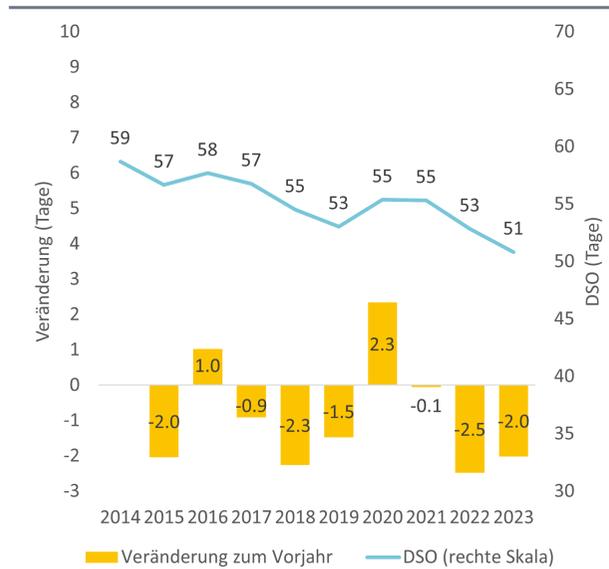


Abbildung 20: Entwicklung Days Sales Outstanding (DSO)  
(Datenquelle: Bloomberg)



Abbildung 21: Entwicklung Days Payables Outstanding (DPO)  
(Datenquelle: Bloomberg)

### 2.3.3 Entwicklung der Working Capital Komponenten

Um die Ursachen der Veränderungen der Days Working Capital zu verstehen, bilden die Abbildungen 19-21 die drei Komponenten der Days Working Capital ab. Dabei handelt es sich um die Days Inventory Outstanding DIO (Lagerdauer in Tagen), Days Sales Outstanding DSO (Zeitdauer von Versand Rechnung an Debitoren bis Zahlungseingang) und die Days Payables Outstanding DPO (Zeitdauer von Rechnungseingang bis Begleichung der Rechnung).

Abbildung 19 zeigt die Entwicklung der Lagerdauer über die letzten zehn Jahre. Dabei lassen sich einige spannende Veränderungen beobachten. Erstens konnte das durchschnittliche Unternehmen die Lagerdauer zwischen 2014 und 2019 stetig verkleinern. Konkret sank die DIO von 50 auf 46 Tage. Jedoch wurde diese Entwicklung mit dem Beginn der COVID-19-Pandemie innerhalb von einem Jahr umgekehrt.

Im Jahr 2020 stiegen die DIO auf 51 Tage und auch in den letzten drei Jahren zeigt der Trend insgesamt weiter nach oben (auch wenn sich im Jahr 2023 eine Verkürzung der Lagerdauer zeigte). Dies könnte darauf hindeuten, dass Unternehmen während der Pandemie verstärkt Lagerbestände aufbauten, um Versorgungsunterbrechungen entgegenzuwirken, und dass diese Bestände nicht sofort abgebaut wurden.

Abbildung 20 illustriert die Entwicklung der Debitorenlaufzeit (DSO) im gleichen Zeitraum. Hier wird deutlich, dass die Unternehmen zwischen 2014 und 2019 ihre Forderungslaufzeiten ebenfalls reduzieren konnten, was zu einer Verbesserung der Liquidität beitrug. Der DSO-Wert sank von 59 Tagen im Jahr 2014 auf 53 Tage im Jahr 2019. Im Jahr 2020 stieg der Wert jedoch wieder auf 55 Tage an, was auf verzögerte Zahlungen durch Kunden während der Pandemie hindeutet.

Seitdem hat sich die Situation wieder verbessert, mit den DSO von 51 Tagen im Jahr 2023, was die Bemühungen der Unternehmen zeigt, schneller Zahlungen einzutreiben und ihre Liquidität zu optimieren. Dies könnte auf verstärkte Massnahmen im Forderungsmanagement und eine verbesserte Zahlungsdisziplin der Kunden hinweisen.

Abbildung 21 zeigt die Entwicklung der Kreditorenlaufzeit (DPO). Hier ist ein deutlich anderer Trend zu erkennen. Während der Zeitraum von 2014 bis 2019 eine relativ konstante Entwicklung der DPO-Werte zwischen 41 und 43 Tagen zeigt, kam es während der Pandemie zu einem signifikanten Anstieg. Insbesondere im Jahr 2020 erreichte der DPO-Wert 46 Tage, was darauf hinweist, dass Unternehmen längere Zahlungsfristen von ihren Lieferanten in Anspruch nahmen, um ihre Liquidität zu schonen. In den letzten Jahren hat sich dieser Wert wieder auf 39 Tage im Jahr 2023 normalisiert, was auf eine Rück-

kehr zu kürzeren Zahlungsfristen und stabileren Lieferantenbeziehungen hinweist.

Insgesamt zeigen diese Entwicklungen, wie Unternehmen auf wirtschaftliche Herausforderungen reagieren. Während der COVID-19-Pandemie mussten viele Unternehmen ihre Working Capital Strategien anpassen, um ihre Liquidität zu sichern und den Geschäftsbetrieb aufrechtzuerhalten. Die Rückkehr zu kürzeren Lager- und Zahlungsfristen sowie verbesserten Forderungsmanagementpraktiken in den letzten Jahren deutet darauf hin, dass Unternehmen weiterhin bestrebt sind, ihre Effizienz zu steigern und ihre finanzielle Stabilität zu gewährleisten. Zukünftig könnte die Einführung neuer Technologien und datengetriebene Ansätze im Working Capital Management noch weiter zur Optimierung dieser Kennzahlen beitragen.

### 2.3.4 Days Working Capital nach Branchen

Abbildung 22 zeigt die Entwicklung der Days Working Capital (DWC) in verschiedenen Branchen über die letzten zehn Jahre. Es lassen sich klare Unterschiede zwischen den Branchen erkennen, die auf verschiedene Geschäftsmodelle und Marktbedingungen zurückzuführen sein könnten.

Die diskretionären Verbrauchsgüter weisen über den gesamten Zeitraum hinweg die höchsten Werte für die DWC auf, was auf längere Lagerhaltungszeiten und möglicherweise auch längere Zahlungsziele hindeutet. Nach einem signifikanten Anstieg im Jahr 2020 haben sich die DWC in der Periode 2021 bis 2023 reduziert und wieder normalisiert. Im Jahr 2023 weist die Branche einen Durchschnittswert von 100,6 Tagen auf.

Die Energie- und Versorgungsbranche weist eine deutliche Reduktion der DWC von 82 Tagen im Jahr 2014 auf 40,3 Tage im Jahr 2020 auf. Im Zuge der Coronakrise kam es jedoch im Jahr 2020 zu einer Trendumkehr, woraufhin die DWC stetig anstiegen. Im Jahr 2023 erreichte die Branche einen Durchschnittswert von 61,3 Tagen.

Das Gesundheitswesen zeigt eine stabile Entwicklung mit leicht schwankenden Werten. Seit der Coronakrise im Jahr 2020 haben die durchschnittlichen DWC von 82,6 Tagen auf 86,7 Tagen im Jahr 2023 leicht zugenommen. Dies könnte auf erhöhte Lagerbestände und längere Zahlungsziele zurückzuführen sein, möglicherweise als Reaktion auf die Pandemie und die

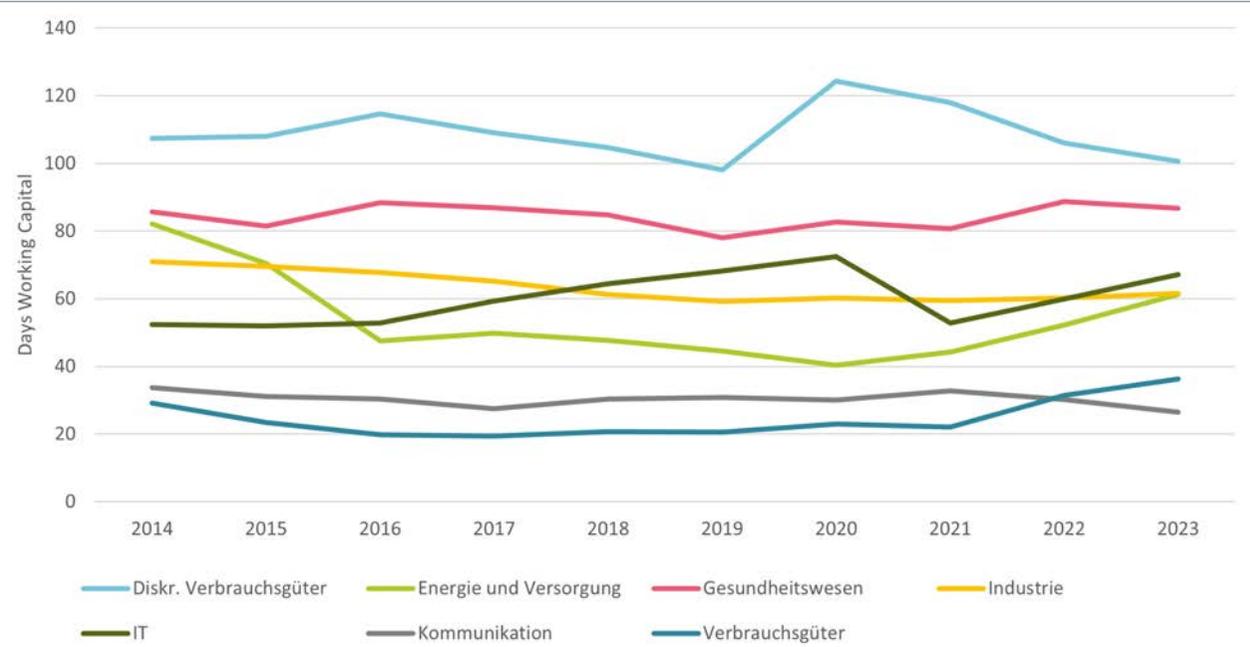


Abbildung 22: Entwicklung Days Working Capital nach Branchen (Datenquelle: Bloomberg)

Notwendigkeit, ausreichende Bestände an medizinischen Gütern zu halten. Die Industriebranche zeigt eine Reduktion der DWC von 70,9 Tagen im Jahr 2014 auf 59,2 Tage im Jahr 2019. Danach stabilisierte sich die Entwicklung der DWC auf einem konstanten Niveau, was möglicherweise auf verbesserte Prozesse und Effizienzsteigerungen in der Branche zurückzuführen ist.

Die IT-Branche verzeichnete in den Jahren 2016 bis 2020 einen zunehmenden Trend in Bezug auf die DWC. Nach einem deutlichen Rückgang, bei dem die DWC von 72,4 Tagen im Jahr 2020 auf 52,8 Tage im Jahr 2021 sank, ist jedoch wieder ein positiver Trend erkennbar.

Die Kommunikationsbranche weist eine stabile Entwicklung mit konstant niedrigen DWC-Werten auf. Seit 2021 ist eine Reduktion der DWC von durchschnittlich 32,8 Tagen auf durchschnittlich 26,4 Tage zu beobachten. Auch die Verbrauchsgüterbranche zeigt eine stabile Entwicklung. Im Gegensatz zur Kommunikationsbranche haben die DWC-Werte jedoch seit 2021 erheblich zugenommen, von einem Durchschnittswert von 22 Tagen auf 36,3 Tage.

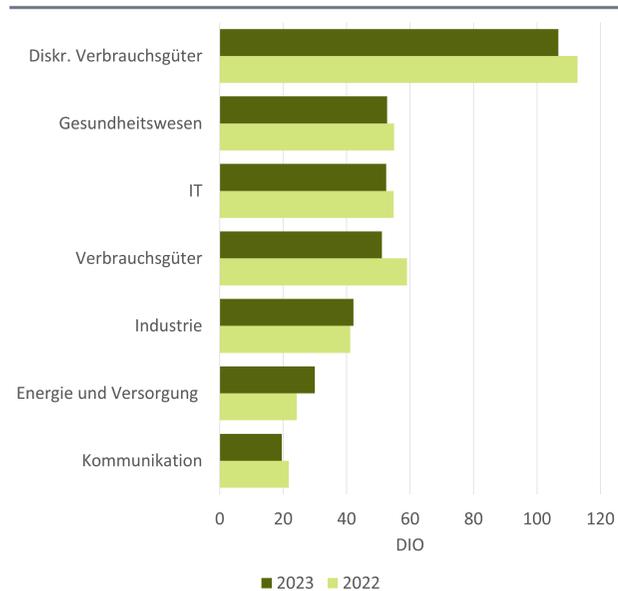


Abbildung 23: DIO nach Branchen (Datenquelle: Bloomberg)

Abbildung 23 zeigt für die Jahre 2022 und 2023 die Days Inventory Outstanding (DIO) nach Branchen. Es lässt sich erkennen, dass die diskretionären Verbrauchsgüter die höchsten DIO-Werte aufweisen, was auf längere Lagerhaltungszeiten hindeutet. Im Jahr 2023 bleibt der DIO-Wert in dieser Branche hoch, jedoch unter dem Wert von 2022. Das Gesundheitswesen und die IT-Branche folgen mit ebenfalls hohen Werten und einer Reduktion von 2022 auf 2023. Bei den Branchen Industrie sowie Energie und Versorgung lassen sich anders als bei den übrigen Branchen im 2023 höhere Lagerzeiten feststellen. Generell weisen die Branchen Energie und Versorgung sowie Kommunikation im Vergleich niedrigere DIO-Werte auf, was auf dessen Geschäftsmodell zurückgeführt werden kann.

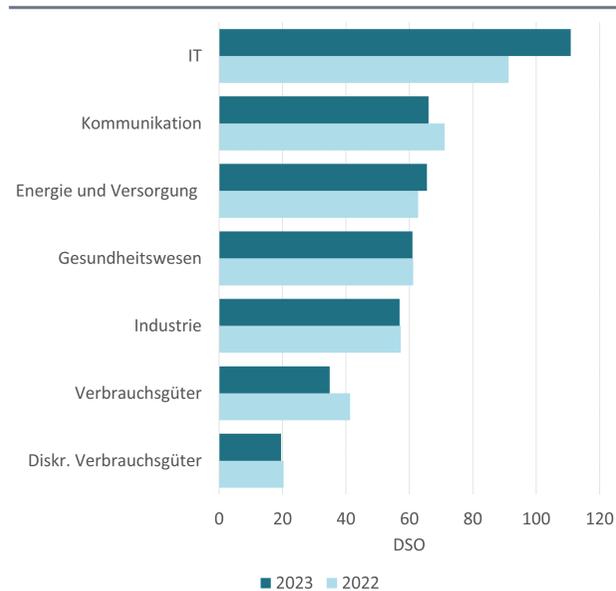


Abbildung 24: DSO nach Branchen (Datenquelle: Bloomberg)

Abbildung 24 zeigt für die Jahre 2022 und 2023 die Days Sales Outstanding (DSO) nach Branchen. Hier zeigt sich, dass die IT-Branche im 2023 die höchsten und weiter stark steigende DSO-Werte aufweist. Konkret lässt sich in der IT-Branche ein grosser Anstieg von rund 20 Tagen beobachten.

Weiter zeigen sich im Jahr 2023 auch in der Energie und Versorgung längere Debitorenfristen. Jedoch passiert dies in kleineren Ausmass. So hat sich die DSO in dieser Branche um rund 3 Tage erhöht. Anders bei der Kommunikationsbranche und den Verbrauchsgüter, wo die Forderungen im letzten Jahren gesunken sind. Bei der Kommunikationsbranche zeigt sich ein DSO-Rückgang von rund 5 Tagen, was sich schlussendlich positiv auf die DWC auswirken wird. Bei den Verbrauchsgüter sind die Debitorenfristen gute 7 Tage kürzer.

Im Gesundheitswesen, der Industrie sowie den diskretionären Verbrauchsgüter ist kein bedeutender Unterschied in den DSO festzustellen.

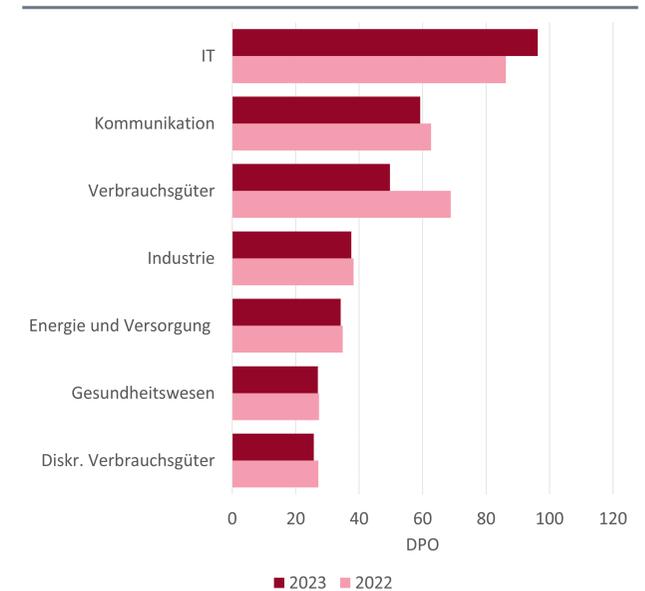


Abbildung 25: DPO nach Branchen (Datenquelle: Bloomberg)

Abbildung 25 zeigt die Days Payables Outstanding (DPO) nach Branchen für die Jahre 2022 und 2023. Dabei lassen sich zwei grosse Veränderungen feststellen. Erstens zeigt sich bei der IT Branche ein grosser Sprung in der Kreditorenfrist, was sich positiv (entgegen dem grossen Sprung der DSO's) entwickelt. Zudem zeigt sich bei den Verbrauchsgütern ein bedeutender Rückgang der DPO von über 15 Tagen. Dies wird die Branche vor einige Herausforderungen stellen, da sich die DSO trotz Zunahme nicht im gleichen Umfang erhöht hat.

Weiter gibt es kleinere Abnahmen in der Kreditorenfrist der Kommunikation und der Verbrauchsgüter. Die übrigen Industrien verzeichnen zwischen 2022 und 2023 keine grossen Sprünge.

### 2.3.5 Ein-Jahres-Veränderung der Days Working Capital nach Branchen

Nachdem auf der vorherigen Seite die einzelnen Komponenten betrachtet wurden, zeigt Abbildung 26 die Ein-Jahres-Veränderung der Days Working Capital (DWC) nach Branchen. Diese Darstellung ermöglicht es, die Dynamik und die jüngsten Veränderungen im Working Capital Management verschiedener Branchen zu verstehen.

Die diskretionären Verbrauchsgüter verzeichnen die grösste Reduktion in den DWC, mit einer Verringerung um etwa 5 Tage im Vergleich zum Vorjahr. Diese Entwicklung kann insbesondere auf die Verringerung der DIO zurückgeführt werden, welche im 2023 signifikant gesunken ist.

Auch die Kommunikationsbranche zeigt insgesamt eine signifikante Reduktion in den DWC, getrieben von kürzerer Lager- und Debitorendauer (DIO und DSO).

Die Verbrauchsgüterbranche, die IT-Branche und die Energie- und Versorgungsbranche zeigen hingegen eine Erhöhung der DWC auf. Besonders auffällig ist der Anstieg in der Energie- und Versorgungsbranche um etwa 10 Tage. Dieser signifikante Anstieg ist das Resultat von steigenden Lagerdauer, längeren Debitorenfristen und kürzeren Kreditorenfristen, was die DWC alle negativ beeinflussen

Die IT-Branche und die Verbrauchsgüterbranche verzeichnen ebenfalls einen Anstieg, was auf Herausforderungen im Working Capital Management hinweist, möglicherweise aufgrund von Unsicherheiten in den Lieferketten oder veränderten Marktbedingungen.

Insgesamt zeigt die Abbildung, dass es signifikante Unterschiede in der Entwicklung der DWC zwischen den verschiedenen Branchen gibt. Branchen wie die diskretionären Verbrauchsgüter, Kommunikation und Gesundheitswesen konnten ihre Kapitalbindungsdauer reduzieren, während andere Branchen wie Energie und Versorgung, IT und Verbrauchsgüter mit steigenden Werten konfrontiert sind.

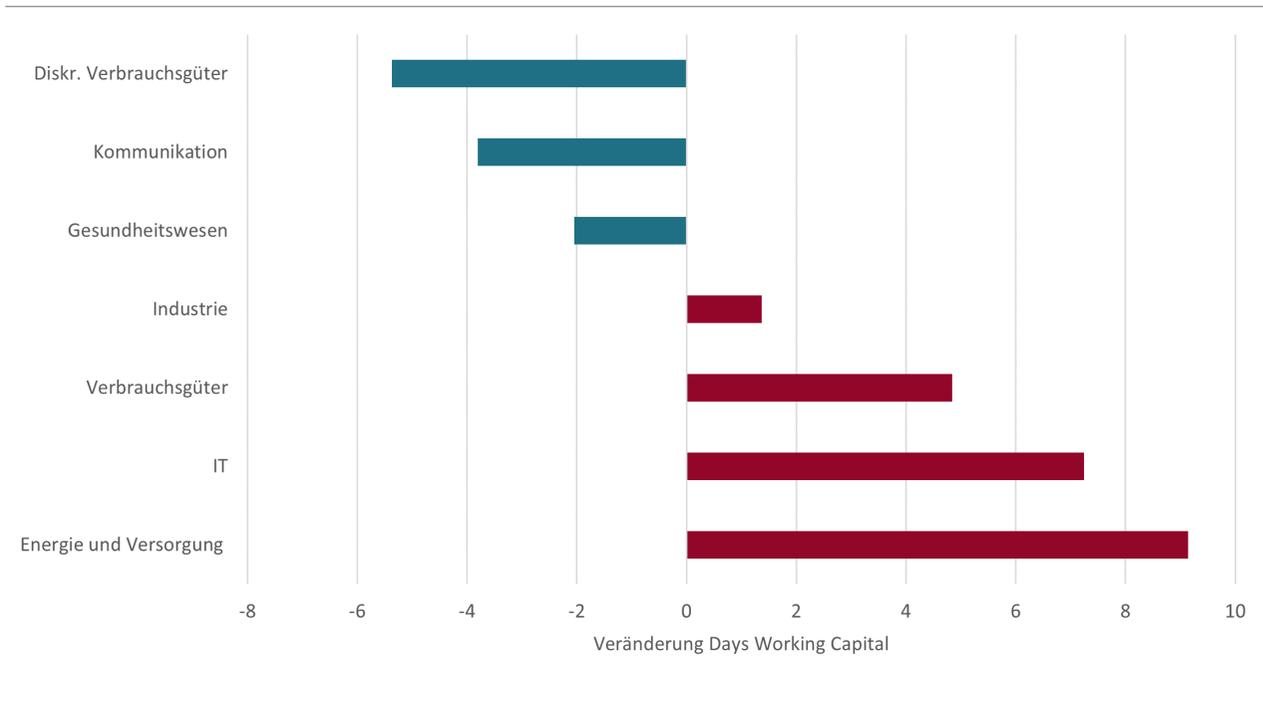


Abbildung 26: Ein-Jahres-Veränderung Days Working Capital (Datenquelle: Bloomberg)

### Days Working Capital in der Branche Industrie

Nachfolgend werden in Abbildung 27 die 10 Unternehmen mit den tiefsten Days Working Capital der Industriebranche aufgeführt. Die Analyse basiert, wie die restliche Studie, auf der Klassifikation nach dem Global Industry Classification Standard (GICS), einem international anerkannten System, das Unternehmen nach ihren Hauptgeschäftsbereichen in spezifische Sektoren und Industrien einteilt. Diese Klassifikation ermöglicht eine konsistente und vergleichbare Analyse zwischen Unternehmen. Allerdings ist zu beachten, dass die GICS-Sektoreneinteilung sehr breit angelegt ist, so dass Unternehmen mit sehr unterschiedlichen Geschäftsmodellen miteinander verglichen werden. Dies kann die Aussagekraft der Analyse beeinträchtigen und sollte bei der Interpretation der Ergebnisse berücksichtigt werden.

Holcim weist mit 18 Tagen die geringste DWC auf, was auf eine äusserst effiziente Nutzung des Working Capital hindeutet. Besonders bemerkenswert ist dieser niedrige DWC-Wert in Anbetracht der Sub-Branche Baustoffe innerhalb der GICS-Kategorie Materialien. In dieser Sub-Branche sind typischerweise längere Kapitalbindungszeiten zu erwarten, da die Herstellung und der Vertrieb von Baustoffen oft komplexe logistische und produktionstechnische Anforderungen mit sich bringen.

Im Gegensatz dazu weisen Clariant und Sika, die derselben übergeordneten GICS-Branche Materialien zugeordnet sind, aber in der Sub-Branche Spezialchemikalien tätig sind, deutlich höhere DWC-Werte auf (66 bzw. 69 Tage). Diese Unterschiede könnten auf die komplexeren und längeren Produktionsprozesse zurückzuführen sein, die in der Sub-Branche Spezialchemikalien typisch sind.

An zweiter Stelle folgt der Flughafen Zürich mit einem DWC-Wert von 22 Tagen. Auf dem dritten Platz steht Kühne + Nagel mit einer DWC von 24 Tagen. Ein entscheidender Faktor für die tiefen DWC-Werte dieser Unternehmen könnte darin liegen, dass der Flughafen Zürich als Flughafen-Dienstleister sowie Kühne + Nagel als Luftkraft- und Logistikunternehmen geringe bis gar keine Lagerbestände halten müssen.

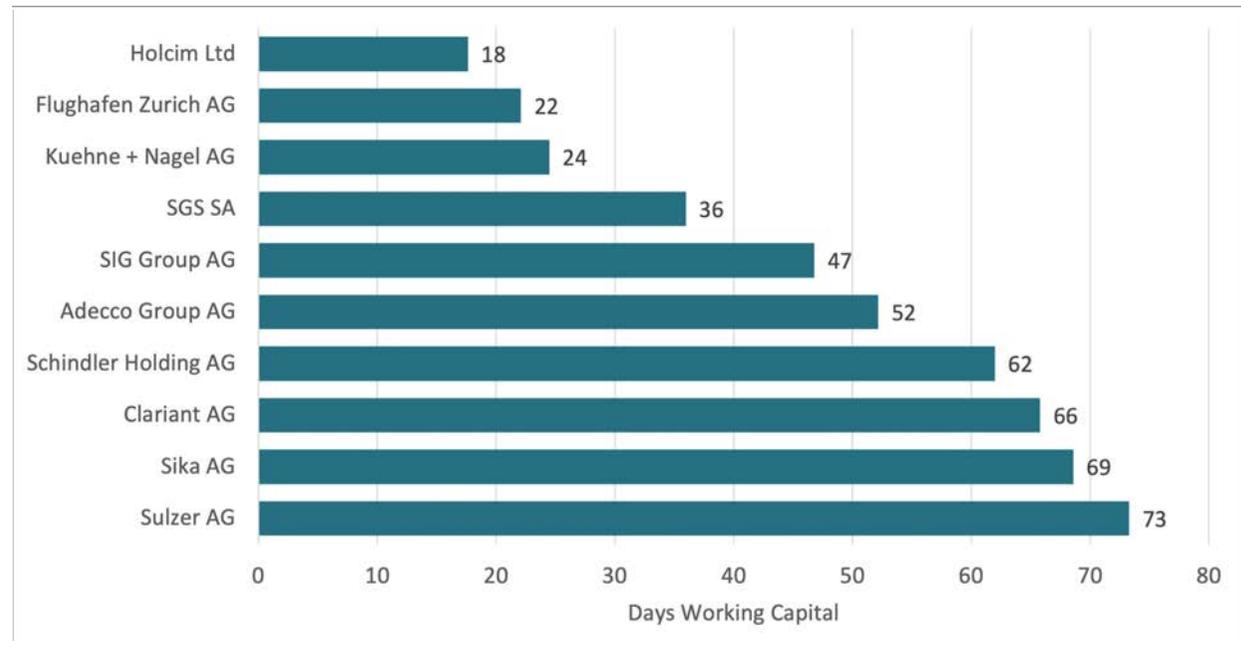


Abbildung 27: Industrie-Unternehmen mit den tiefsten Days Working Capital im Jahr 2023 (Datenquelle: Bloomberg)

2.3.6 Fallbeispiel Vorauszahlungen: SIG Group

Wie bereits in 2.1.2 erläutert wurde, können Vorauszahlungen die Working Capital Kennzahlen verzerren. Dies soll nun exemplarisch anhand der SIG Group aufgezeigt werden. Ohne Berücksichtigung von Vorauszahlungen weist die SIG Group einen DWC-Wert von 47 Tagen auf (siehe Abbildung 27). Jedoch lässt sich aus dem Geschäftsbericht 2023 entnehmen, dass die SIG Group Anzahlungen aus Lieferungen und Leistungen in Höhe von CHF 150,3 Mio. erhalten hat. Dies führt zu einer Days Advance Payment Outstanding (DAPO) von 17 Tagen. Wird dieser Betrag in die Berechnung des DWC einbezogen, reduziert sich der DWC-Wert signifikant von 47 Tagen auf knapp 30 Tage.

Diese Anpassung verdeutlicht, wie stark Vorauszahlungen die Working-Capital-Kennzahlen beeinflussen können. Dennoch werden Vorauszahlungen in den meisten Geschäftsberichten nicht separat ausgewiesen, was dazu führt, dass sie in vielen Analysen unberücksichtigt bleiben. Dies kann eine verzerrte Darstellung der Working Capital Kennzahlen eines Unternehmens zur Folge haben und erschwert die Vergleichbarkeit zwischen verschiedenen Unternehmen oder Zeiträumen.

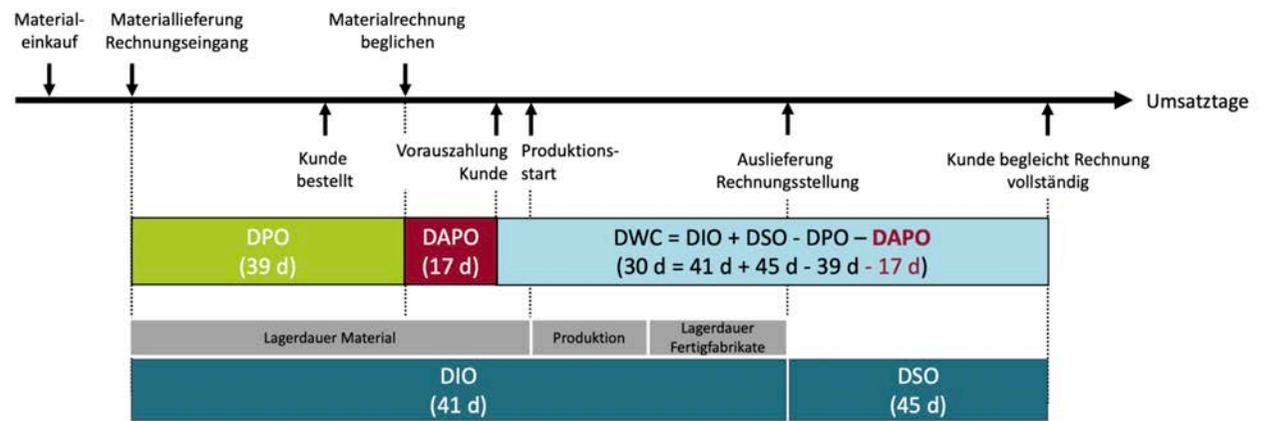


Abbildung 28: Fallbeispiel Vorauszahlungen: SIG Group

### 2.3.7 Days Working Capital nach Unternehmensgrösse

Abbildung 29 zeigt die Entwicklung der Days Working Capital (DWC) nach Unternehmensgrösse über die letzten zehn Jahre. Es lassen sich klare Unterschiede zwischen Large Cap-, Mid Cap- und Small Cap-Unternehmen erkennen, die auf verschiedene Geschäftsmodelle und Marktbedingungen zurückzuführen sind.

Die Large Cap-Unternehmen zeigen im betrachteten Zeitraum eine interessante Entwicklung. In den Jahren 2014 bis 2018 konnten die DWC von etwa 63 Tagen auf rund 53 Tage reduziert werden. Dies deutet darauf hin, dass grosse Unternehmen in dieser Zeit ihre Effizienz im Working Capital Management verbessert haben. Seit 2019 ist jedoch ein Trend nach oben zu beobachten, wobei die DWC im Jahr 2023 wieder auf etwa 65 Tage anstieg. Dies könnte auf zunehmende Marktunsicherheiten und Herausforderungen in den Lieferketten hinweisen.

Die Mid Cap-Unternehmen weisen über den gesamten Zeitraum überraschenderweise relativ konstante DWC-Werte auf, mit einer leichten Tendenz zur Reduktion. Die Werte bewegen sich zwischen 57 und 65 Tagen. Diese Stabilität könnte auf gut etablierte Prozesse und ein effektives Management des Working Capitals hinweisen. Der leichte Abwärtstrend in den letzten Jahren zeigt, dass mittlere Unternehmen ihre Effizienz im Umgang mit Lagerbeständen und Zahlungszielen kontinuierlich verbessern konnten.

Die Small Cap-Unternehmen zeigen die höchsten DWC-Werte im Vergleich zu den anderen beiden Gruppen und einen Trend nach oben. Besonders auffällig ist das Jahr 2022, in dem die DWC auf über 70 Tage anstieg. Dies könnte darauf hindeuten, dass kleinere Unternehmen tendenziell längere Zahlungsfristen der Kunden, kürzere Zahlungskonditionen der Lieferanten und grössere Lagerbestände haben, was ihre Liquidität und Effizienz beeinträchtigt. Im Jahr 2023 zeigt sich ein leichter Rückgang, aber die Werte bleiben hoch, was auf grössere Herausforderungen im Working Capital Management bei kleineren Unternehmen hinweist.

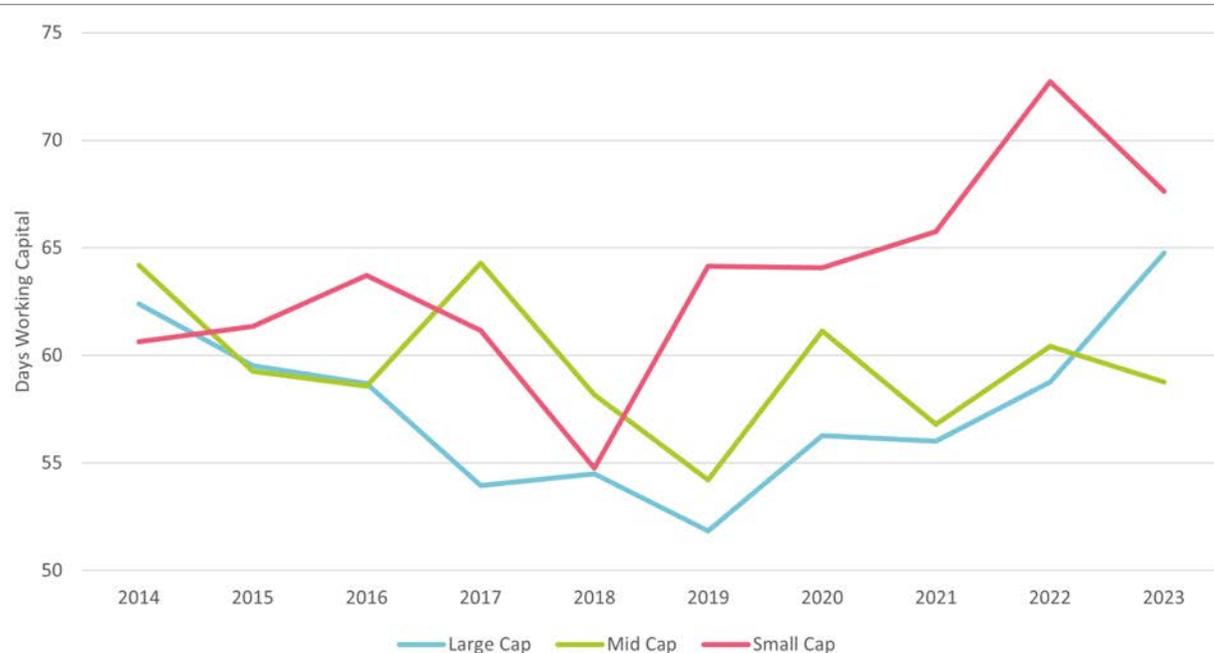


Abbildung 29: Entwicklung Days Working Capital nach Unternehmensgrösse (Datenquelle: Bloomberg)

## Kapitel 3

### Die Kapitalstruktur kotierter Schweizer Unternehmen

Von Thomas K. Birrer und Xhenet Stalder

Die Kapitalstruktur eines Unternehmens spielt eine entscheidende Rolle für dessen finanzielle Stabilität. Insbesondere durch die Zinserhöhung der Schweizerischen Nationalbank (SNB) auf 1.75% hat die Bedeutung einer gesunden Kapitalstruktur im Jahr 2023 wieder zugenommen (SNB, online). Als äusserst anfällig für das hohe Zinsniveau sind gemäss Moody's vor allem Unternehmen, deren Kapitalstruktur durch variable Verzinsung keinen Schutz vor steigenden Fremdkapitalkosten bietet, die über ein schlechtes Rating verfügen oder die in nachfrageschwachen Branchen tätig sind (Trentin, 2023).

In diesem Kapitel wird aufgezeigt, wie sich die Kapitalstruktur der kotierten Schweizer Unternehmen in den letzten zehn Jahren entwickelt hat, anhand der Aufteilung des Kapitals in:

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

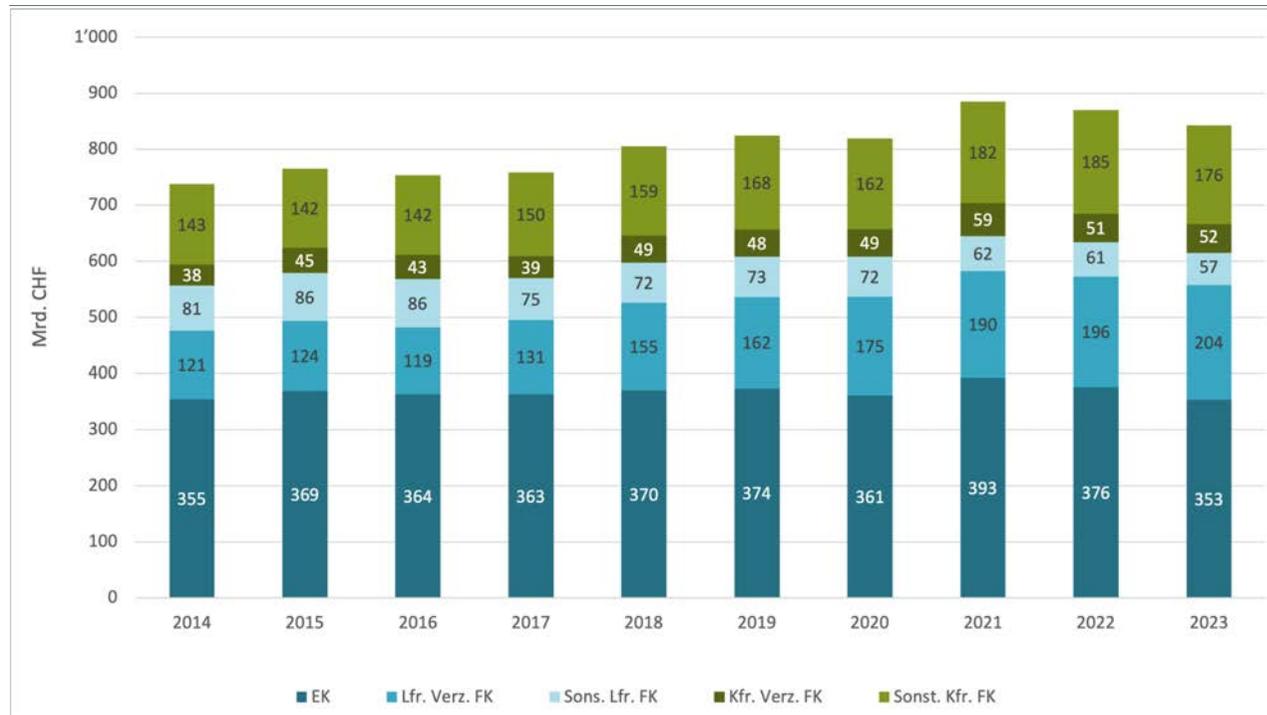


Abbildung 30: Finanzierungsstruktur kotierter Unternehmen (Datenquelle: Bloomberg)

- Eigenkapital (EK)

Abbildung 30 veranschaulicht die Finanzierungsstruktur sämtlicher untersuchter Unternehmen in ihrer Gesamtheit. Die Analyse der Bilanzsumme über den Zeitraum von 2014 bis 2023 zeigt eine Zunahme der Gesamtbilanzsumme. Dies lässt sich auch anhand der durchschnittlichen jährlichen Wachstumsrate (CAGR) von 1.49% erkennen. Ein besonders hoher Anstieg der Bilanzsumme von 8.03% ist im Jahr 2021 zu verzeichnen, wobei dieser sowohl auf die höhere Anzahl der untersuchten Unternehmen als auch auf den in der

letztjährigen Studie erläuterten Rückkauf eines großen Aktienpakets von Novartis durch Roche zurückzuführen ist.

Seither ist das Gesamtkapital jedoch wieder gesunken, um durchschnittlich -2.46%. Im vergangenen Jahr 2023 waren es sogar -3.21%. Trotz des Rückgangs der Bilanzsumme ist es bemerkenswert, dass das verzinsliche Fremdkapital im gleichen Zeitraum erheblich gestiegen ist. Diese Entwicklung wird im Kapitel zur Fremdkapitalfinanzierung detailliert analysiert.

Die letzten zwei Jahre waren von mehreren Zinserhöhungen geprägt, um die seit März 2022 beschleunigte Inflation

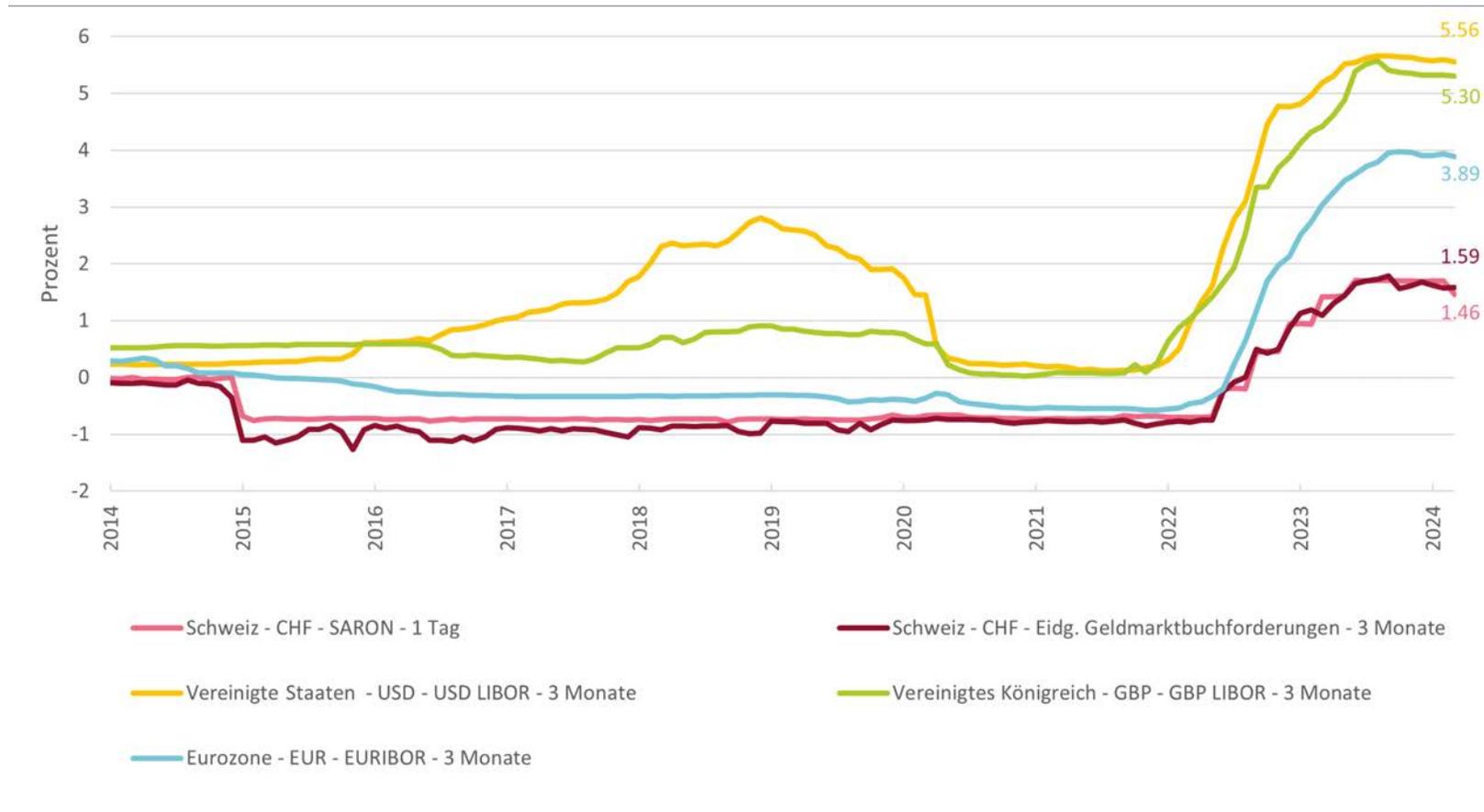


Abbildung 31: Zinsentwicklung von Januar 2014 bis Anfang 2024 (Datenquelle: SNB)

einzu-dämmen. Im Juni 2022 hatte die SNB seit Jahren erstmals wieder die Zinsen erhöht und damit die Ära der Negativzinsen nach rund sieben Jahren beendet. Im Jahr 2023 nahm sie zwei weitere Zinserhöhungen vor, wodurch der Zinssatz von 1 % auf

1.75 % anstieg und damit seinen Höhepunkt erreichte (Schweizerische Nationalbank, n. d.). Noch höher war das Zinsniveau 2023 im internationalen Umfeld. In den USA hielt die Federal Reserve (FED) den Leitzins in einer Bandbreite von 5.25 bis

5.5 %, während es bei der Europäischen Zentralbank (EZB) 4.5 % waren. Im März 2024 hat die SNB schliesslich überraschend die Zinswende eingeleitet und den Leitzins von 1.75 % auf 1.50 % bzw. 1.25 % gesenkt.

Abbildung 32 veranschaulicht die Entwicklung der anteilmäßigen Kapitalstruktur der kontinuierlich kotierten Unternehmen. Dies gewährleistet eine konsistente und vergleichbare Analyse über den Betrachtungszeitraum der vergangenen zehn Jahre. Insgesamt umfasst die Analyse 117 kontinuierlich im SPI gelistete Unternehmen.

Es zeigt sich, dass der Anteil des Eigenkapitals bei den durchgehend kotierten Unternehmen stetig abgenommen hat. So sank er von 47 % im Jahr 2014 auf 41 % im Jahr 2023. Im gleichen Zeitraum nahm der Anteil des langfristig verzinslichen Fremdkapitals von 16 % auf 25 % zu, mitunter aufgrund der Änderung der IFRS-Bilanzierungsregeln für Leasingverbindlichkeiten. Die Summe aus Eigenkapital und langfristig verzinslichem Fremdkapital blieb im betrachteten Zeitraum stabil zwischen 63 % und rund 65 %. Dies deutet darauf hin, dass der Rückgang des Eigenkapitals zunehmend durch langfristig verzinsliches Fremdkapital kompensiert wurde. Trotz des höheren Zinsumfelds seit 2022 sind bei den untersuchten Unternehmen keine wesentlichen Veränderungen in der Kapitalstruktur erkennbar. Vielmehr steigt der Anteil des langfristig verzinslichen Fremdkapitals weiter an.

In den letzten zehn Jahren wiesen die kontinuierlich notierten Unternehmen die folgenden durchschnittlichen jährlichen Wachstumsraten (CAGR) auf:

- Eigenkapital: -0.53 %
- lfr. verz. FK: 6.47 %
- sonst. lfr. FK: -4.21 %
- kfr. verz. FK: 4.09 %
- sonst. kfr. FK: 2.08 %

### 3.1. Entwicklung der Eigenkapitalquoten

Die Eigenkapitalquote gibt den Anteil des Eigenkapitals am Gesamtkapital eines Unternehmens an und errechnet sich aus dem Verhältnis des Buchwerts des Eigenkapitals zur Bilanzsumme. Eine hohe Eigenkapitalquote kann ein Zeichen für finanzielle Stabilität und Unabhängigkeit sein, da in diesem Fall

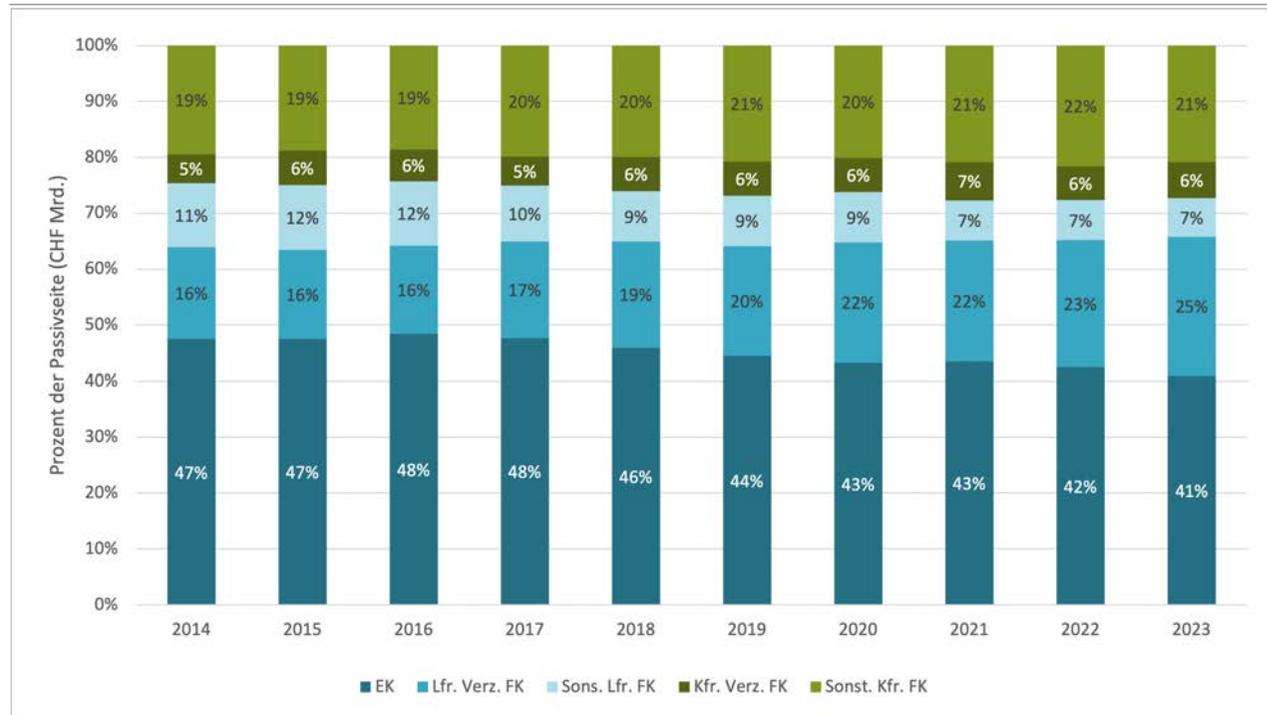


Abbildung 32: Finanzierungsstruktur durchgehend kotierter Unternehmen (Datenquelle: Bloomberg)

die Abhängigkeit des Unternehmens von Fremdkapitalgebern geringer ist (Handelszeitung, n. d.).

In diesem Abschnitt wird die Entwicklung der Eigenkapitalquote aller untersuchten Unternehmen näher betrachtet. Dabei erfolgt auch eine Differenzierung nach Branchen und Markt kapitalisierungsgruppen.

Abbildung 33 stellt die Entwicklung der Eigenkapitalquoten der letzten zehn Jahre dar, wobei Unternehmen mit einer negativen Quote nicht berücksichtigt wurden. Dies betrifft die drei Unternehmen Basilea, Newron und Curatis. Bei Basilea ist das negative Eigenkapital auf Verlustvorträge zurückzuführen (Basilea, 2024, S. 128). Im Falle von Newron lässt es sich anhand des negativen Jahresergebnisses und der Reduzierung der Kapitalreserven zur Verrechnung des Vorjahresverlustes erklären (Newron, 2024, S. 57). Das Unternehmen Curatis hat nach der Fusion mit dem ehemaligen Biotech-Unternehmen Kinarus ebenfalls eine negative Eigenkapitalquote erlangt, welche sich aus dem Jahresverlust ergibt (Curatis, 2024, S.4).

Im Jahr 2023 ist der Median der Eigenkapitalquoten im Vergleich zum Vorjahr von 51.4% auf 48.7% gesunken. Ein auffälliger Rückgang ist bei Georg Fischer zu beobachten, wobei sich diese drastisch von 44.78% im Jahr 2022 auf 0.53% im Jahr 2023 reduzierte. Der Rückgang ist auf die Anwendung des Rechnungslegungsstandards Swiss GAAP FER zurückzuführen. Dieser sieht vor, dass der Goodwill aus Akquisitionen aktiviert und abgeschrieben wird oder wahlweise zum Zeitpunkt des Erwerbs direkt mit dem Eigenkapital verrechnet wird. Im vorliegenden Fall hat das Unternehmen auf diese Weise rund CHF 1.64 Mrd. Eigenkapital verrechnet. Ohne diese Verrechnung des Goodwills würde die Eigenkapitalquote 35.5% betragen (Braun, C., 2024).

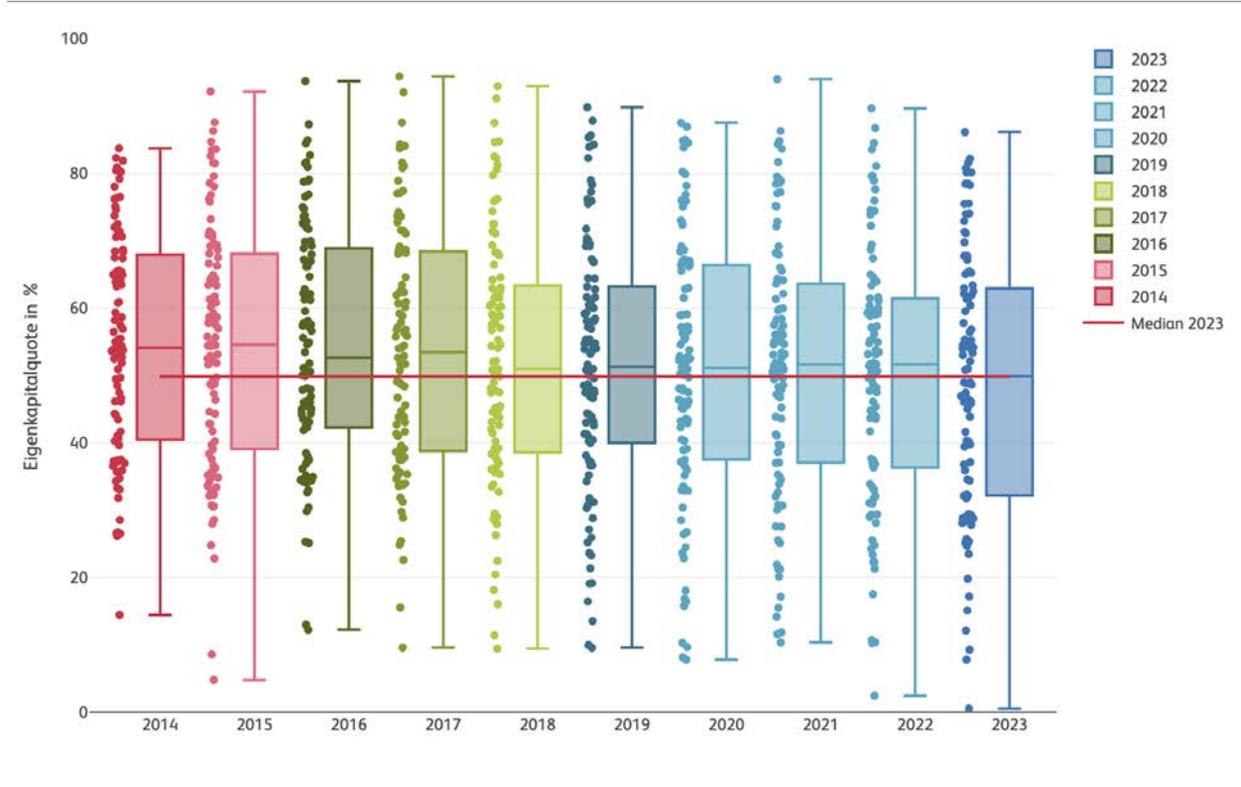


Abbildung 33: Eigenkapitalquoten von 2014 bis 2023 (Datenquelle: Bloomberg)  
[Link zur interaktiven Abbildung](#)

### 3.2. Entwicklung nach Marktkapitalisierung

Zur besseren Vergleichbarkeit werden die untersuchten Unternehmen im Folgenden in drei Marktkapitalisierungsklassen eingeteilt. Die Gruppierung erfolgt in Small, Mid und Large Caps, wie in Tabelle 6 dargestellt. Small-Cap-Unternehmen machen im SPI rund 61 % aus und sie haben somit einen erheblichen Einfluss auf die Analyseergebnisse.

Der Vergleich in Abbildung 34 zeigt, dass die Large-Cap-Unternehmen im vergangenen Jahr die geringste Eigenkapitalquote im Median aufwiesen. Auffällig ist dabei, dass die Streuung der Werte im Vergleich zu den anderen beiden Gruppen am geringsten ist. Alcon, Lonza und Lindt & Sprüngli führten mit Eigenkapitalquoten von 69.64 %, 56.46 % bzw. 54.17 % die Liste der Grossunternehmen an. Demgegenüber weisen Nestlé, Kuehne + Nagel und ABB mit Werten von 28.75 %, 28.79 % bzw. 34.55 % die vergleichsweise tiefsten Quoten auf.

Die Unternehmen im Mid-Cap-Bereich verfügten mit einem Median von 47.4 % über eine etwas höhere Eigenkapitalquote. Hierbei stachen die Unternehmen Swatch Group mit 86.15 %, EMS-Chemie mit 81.6 % und Belimo mit 80.14 % hervor. Die Schlusslichter bildeten die bereits erwähnte Georg Fischer mit 0.53 %, SGS mit 7.81 % und Avolta mit 15.11 %.

Besonders beachtlich ist, dass die Small-Cap-Unternehmen im Jahr 2023 mit einem Wert von 54.7 % die höchste Eigenkapitalquote im Median verzeichneten. Angeführt wird diese Gruppe vom Sensorhersteller Sensirion, der mit 88.92 % nicht nur die höchste Eigenkapitalquote unter den Small Caps, sondern auch unter allen untersuchten Unternehmen aufwies. Bergbahnen Engelberg-Trübsee-Titlis und Groupe Minoteries folgen mit Werten von rund 82.21 % bzw. 81.31 %. Die niedrigsten Eigenkapitalquoten innerhalb der Small Caps zeigen dagegen Unternehmen wie Mobilezone, Lastminute.com und Swiss Steel mit Werten von 6.54 %, 9.28 % bzw. 12.13 %.

Abbildung 35, 36 und 37 veranschaulichen die Entwicklung der Eigenkapitalquoten nach Marktkapitalisierung über die letzten zehn Jahre. Die Daten zeigen, dass der Median der Eigenkapitalquoten sowohl bei den Large als auch bei den Mid Caps im letzten Jahr und im Betrachtungszeitraum von 2014 bis 2023 gesunken ist. Demgegenüber ist jener der Small Caps über den Zeitraum weitgehend konstant geblieben.

Gruppe	Markt-kapitalisierung in CHF	Anzahl Unternehmen in der Analyse 2023	Summe Markt-kapitalisierung in CHF Ende 2023	Median Eigenkapitalquote per Ende 2023
Large Caps	> 20 Mrd.	15	1'109.5 Mrd.	46.51 %
Mid Caps	2 Mrd. ≤ 20 Mrd.	44	259.9 Mrd.	46.63 %
Small Caps	< 2 Mrd.	94	56.8 Mrd.	50.30 %
<b>Total</b>		<b>153</b>	<b>1'426.2 Mrd.</b>	<b>48.28 %</b>

Tabelle 6: Gruppierung der Unternehmen nach Marktkapitalisierung

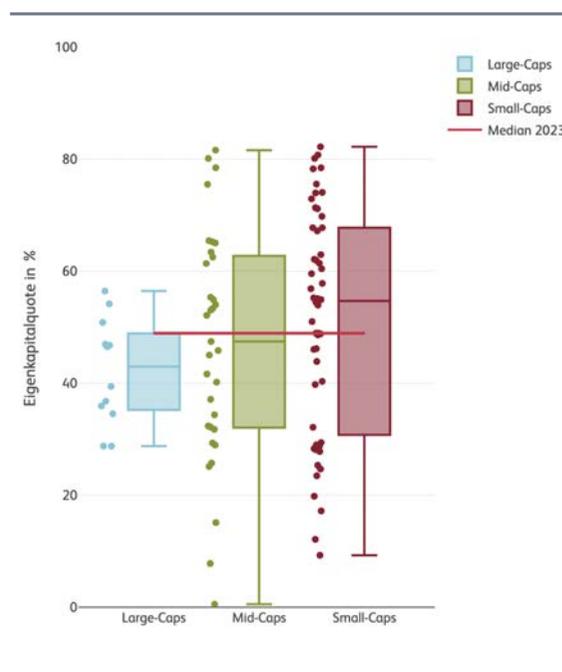


Abbildung 34: Eigenkapitalquoten nach Marktkapitalisierung (Datenquelle: Bloomberg)  
[Link zur interaktiven Abbildung](#)

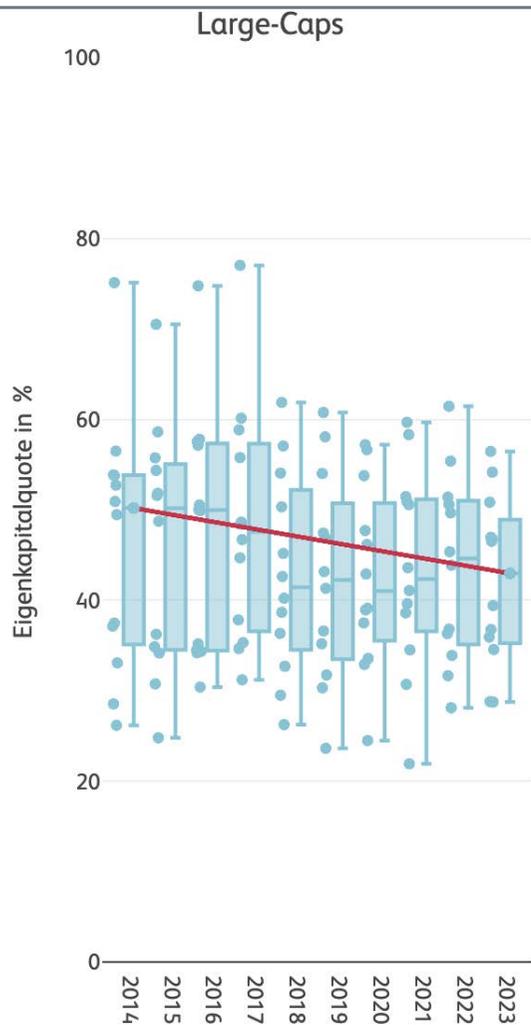


Abbildung 35: Eigenkapitalquoten Large Caps von 2014 bis 2023 (Datenquelle: Bloomberg)  
[Link zur interaktiven Abbildung](#)

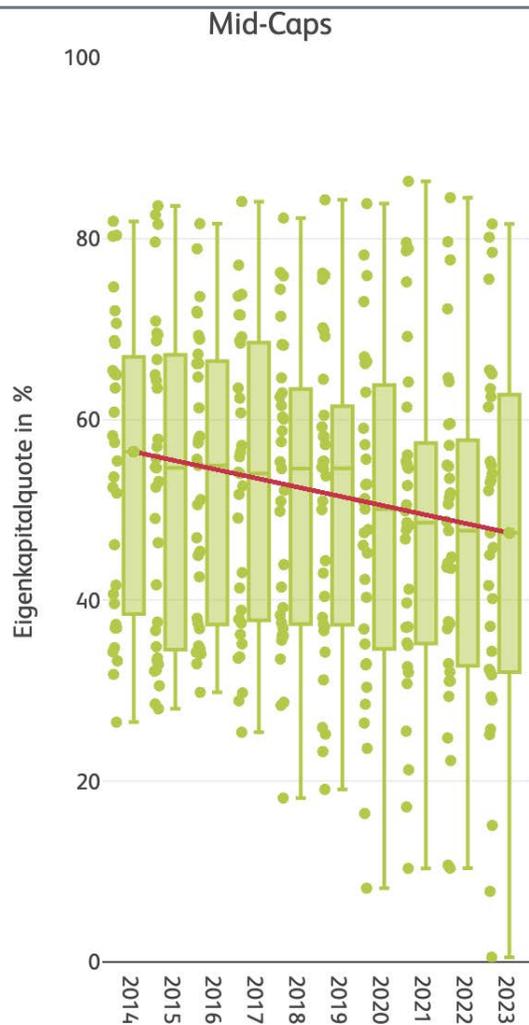


Abbildung 36: Eigenkapitalquoten Mid Caps von 2014 bis 2023 (Datenquelle: Bloomberg)  
[Link zur interaktiven Abbildung](#)

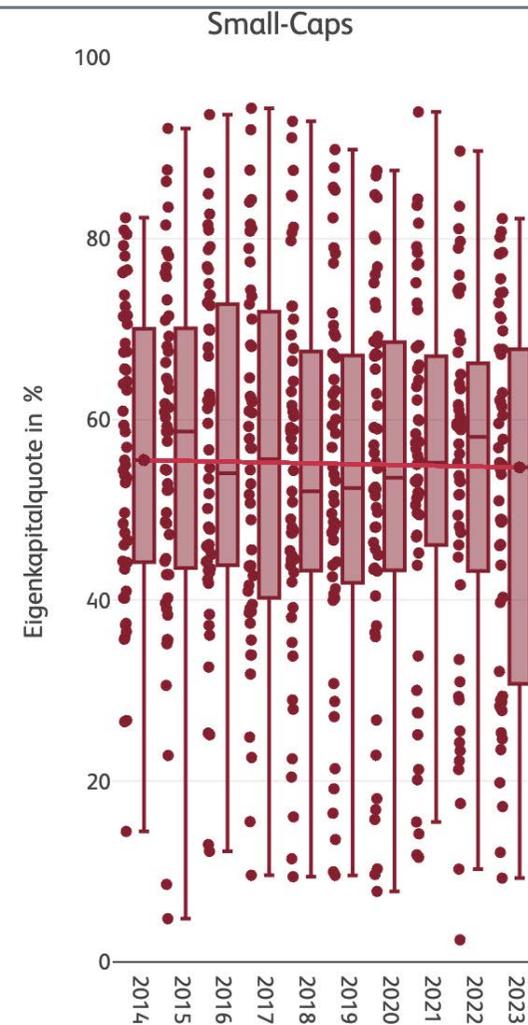


Abbildung 37: Eigenkapitalquoten Small Caps von 2014 bis 2023 (Datenquelle: Bloomberg)  
[Link zur interaktiven Abbildung](#)

### 3.3. Entwicklung nach Branche

In Abbildung 38 werden die Eigenkapitalquoten in den einzelnen Branchen noch detaillierter dargestellt, um spezifische Unterschiede zu verdeutlichen. Entsprechend der Vorgehensweise der Vorjahresstudie werden die Branchen Energie und Versorgung aufgrund ihres verhältnismässig geringen Anteils nicht näher betrachtet. Im Jahr 2023 verzeichnete die IT-Branche mit einem Medianwert von 62.5% die höchste Eigenkapitalquote über alle Branchen hinweg. Demgegenüber steht die Kommunikationsbranche, deren Quote mit 37.8% am niedrigsten war. Auffallend ist auch, dass die Unternehmen im Immobiliensektor die geringste Streuung der Eigenkapitalquoten aller Branchen aufweisen.

Abbildung 39 veranschaulicht die Entwicklung der Eigenkapitalquoten in den verschiedenen Branchen über die letzten zehn Jahre. Die Übersicht zeigt, dass in den meisten Branchen die Eigenkapitalquote kontinuierlich gesunken ist. Der stärkste Rückgang ist in der Branche der diskretionären Verbrauchsgüter zu beobachten. Es gibt jedoch auch Ausnahmen, wie die Branche Industrie, in der die Eigenkapitalquote nahe-zu konstant geblieben ist. Lediglich in der IT- und Immobilienbranche ist sie im Betrachtungszeitraum leicht angestiegen, auf 62.5% sowie 53.6%.

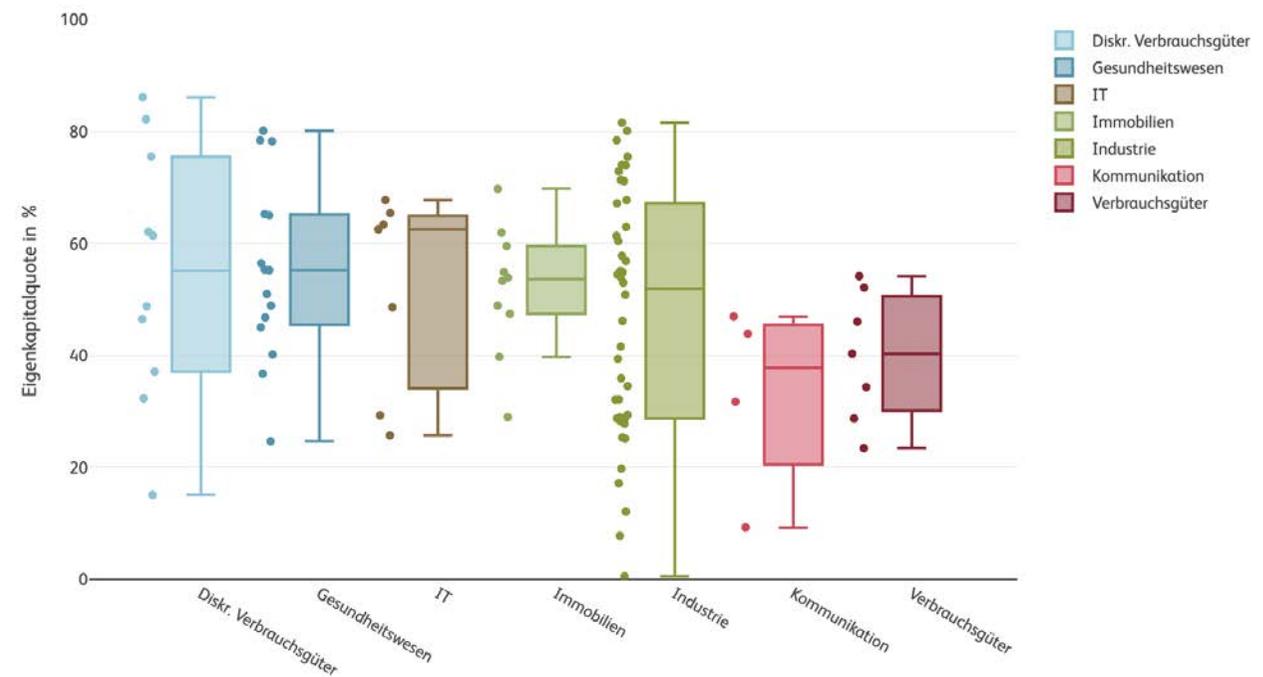


Abbildung 38: Eigenkapitalquoten nach Branche per Ende 2023 (Datenquelle: Bloomberg)

[Link zur interaktiven Abbildung](#)

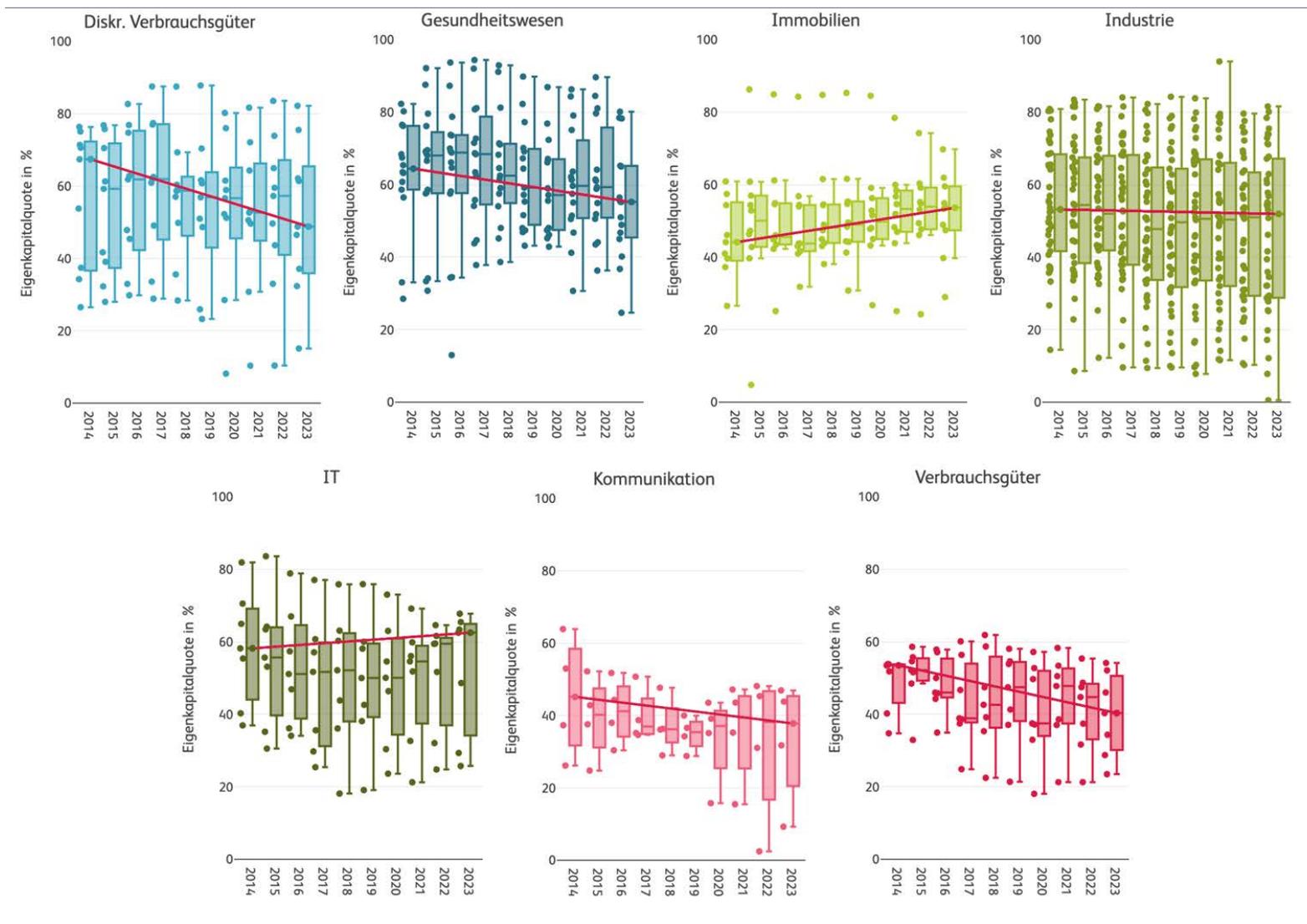


Abbildung 39: Entwicklung der Eigenkapitalquoten nach Branche von 2014 bis 2023 (Datenquelle: Bloomberg)  
[Link zur interaktiven Abbildung](#)

# Kapitel 4

## Finanzierung mit Eigenkapital

Von Philipp Lütolf und Selina Vuichard

In diesem Kapitel folgen zunächst Ausführungen zur Aktienkursperformance 2019 bis 2023. Danach folgen eine Übersicht der wichtigsten Eigenkapitalmarkttransaktionen der letzten fünf Jahre sowie eine Analyse von Gesamt- und Eigenkapitalrendite.

### 4.1. Performance und Rendite

#### 4.1.1 Aktienkursentwicklung

Swiss Market Index (SMI) und Swiss Performance Index (SPI) erreichten im Jahr 2023 eine Performance von 3.8 % bzw. 2.9 % (siehe Abbildung 40). Damit liegen die beiden deutlich hinter der Entwicklung von DAX, Euro Stoxx 50 und S&P 500. Ein wichtiger Grund für die Underperformance von SMI und SPI ist die unterdurchschnittliche Kursentwicklung der drei die Indizes dominierenden Unternehmen Nestlé, Roche (Genussschein) und Novartis. Erstere beiden erreichten im Jahr 2023 eine negative Aktienperformance. Auch der Index der 30 gemessen an der Freefloat-Kapitalisierung grössten Schweizer Mid Caps (SMIM) erreichte im Jahr 2023 keine bessere Rendite als der SMI. Im Vergleich

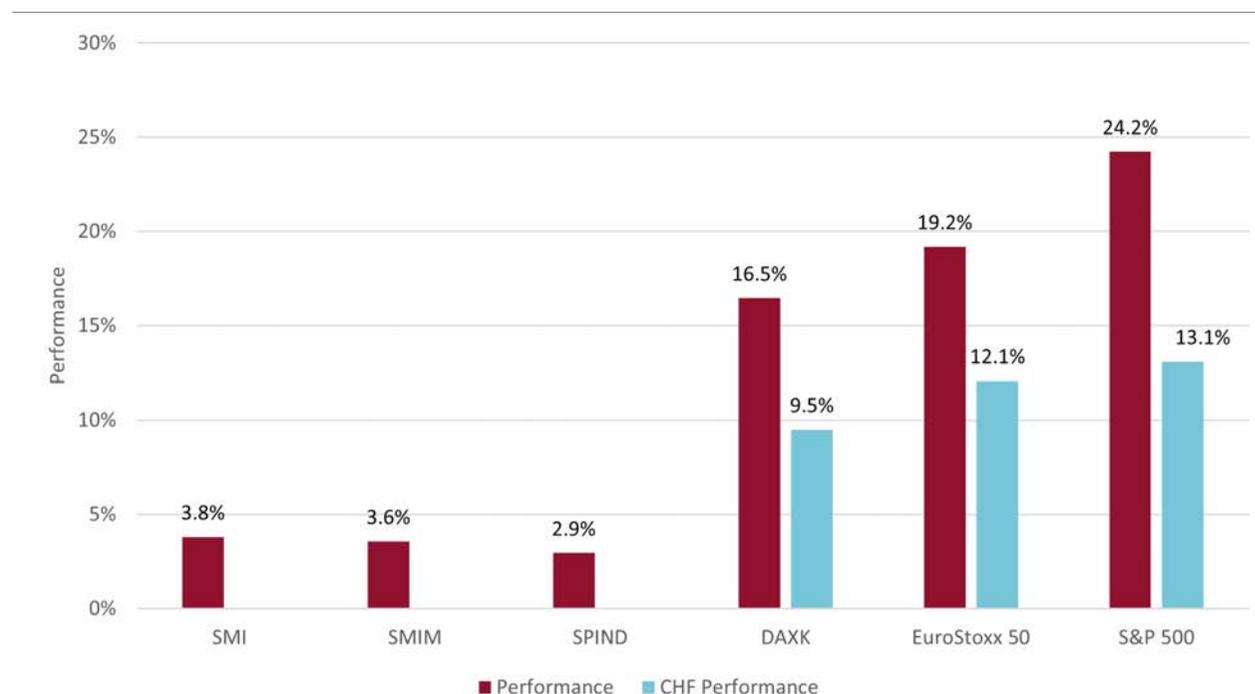


Abbildung 40: Marktperformance (ohne Dividenden) Indizes 2023 (Datenquelle: Bloomberg)

zu SMI und SPI ist der Anteil der «defensiven» Branchen Konsumgüter und Gesundheit zwar etwas geringer. Insgesamt fallen jedoch auch 37 % der Kapitalisierung des SMIM auf die beiden Sektoren Konsumgüter und Gesundheit. Beispiele aus diesen Sektoren sind Lindt, Barry Callebaut, Sandoz, Roche (Inhaber), Straumann, Doc Morris oder Galenica. Der S&P 500 erreichte 2023 eine Jahresperformance von 24.2 %. Wichtigster Treiber der Entwicklung sind die Technologieaktien. Deren Anteil am Index liegt bei knapp 50 %. Auch im Euro Stoxx 50 und Dax liegt der Anteil mit 32 % bzw. 28 % deutlich höher als im

SMI (11 %). Eine noch bessere Performance von rund 40 % erreichte im Jahr 2023 der Nasdaq 100.

Bei der Betrachtung der CHF-adjustierten Performance der ausländischen Indizes – DAX, EuroStoxx 50 und S&P 500 – zeigt sich, dass der Rückgang der Performance bei Umrechnung von US-Dollar in Schweizer Franken ausgeprägter ist als bei der Umrechnung von Euro in Schweizer Franken. Es ist insbesondere zu beobachten, dass die CHF-adjustierte Performance des S&P 500 im Vergleich zur lokalen Performance etwa halbiert wird, während die Reduktionen bei den europäischen Indizes – DAX und Euro Stoxx 50 – weniger stark ausfallen. Dies ist ein Hin-

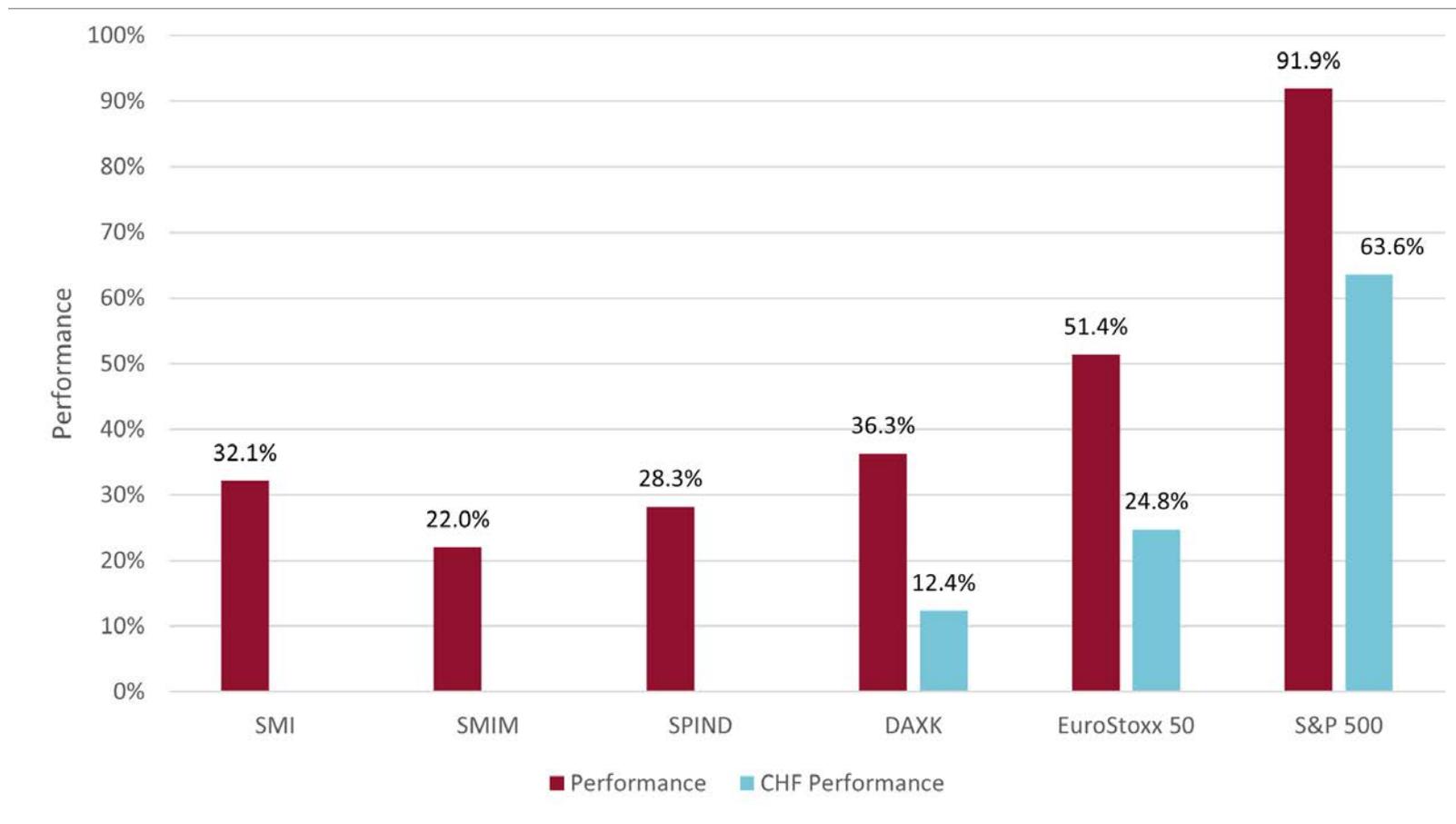


Abbildung 41: Marktpformance (ohne Dividenden) Indizes 2019 – 2023 (Datenquelle: Bloomberg)

weis auf eine stärkere Abwertung des US-Dollars gegenüber dem Euro im Vergleich zum Schweizer Franken im betrachteten Zeitraum.

Auch im Performancevergleich über fünf Jahre schneiden die Schweizer Indices im Vergleich zum S&P 500 und auch zum EuroStoxx schlechter ab (siehe Abbildung 41). Hauptgrund sind auch diesbezüglich die unterschiedlichen Branchengewichtun-

gen der Indices. Ebenfalls in diesem Zeitraum machen sich Währungsschwankungen bemerkbar. Im Vergleich zu den Ergebnissen der Marktpformance im Jahr 2023, wo der US-Dollar sich deutlich stärker abschwächte als der Euro, zeigt der Fünfjahresvergleich ein anderes Bild: Während die CHF-adjustierte Performance des DAXK und des EuroStoxx 50 sich

nahezu halbiert, reduziert sich die des S&P 500 lediglich um etwa ein Drittel.

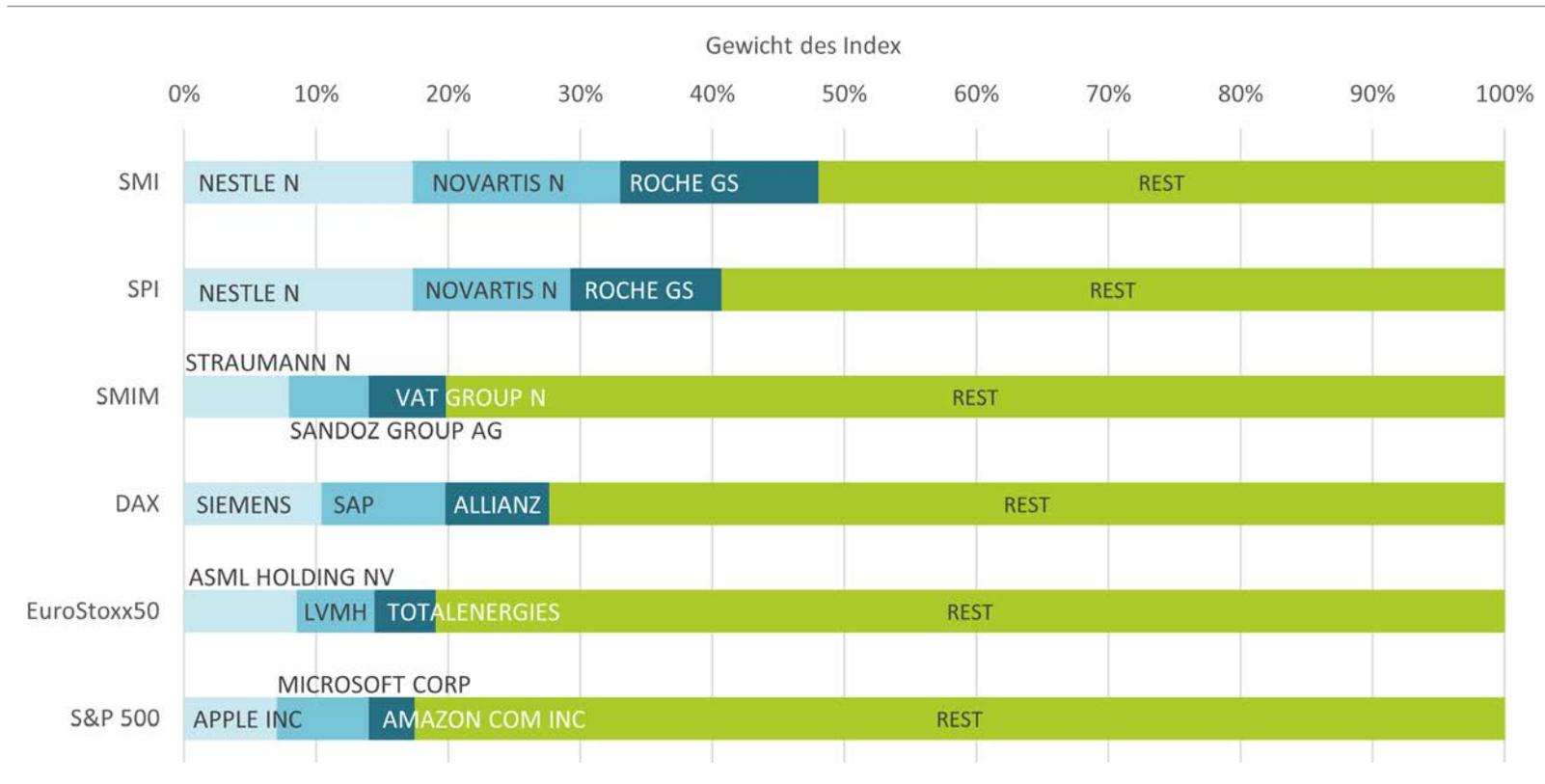


Abbildung 42: Indexgewichtungen per Ende 2023 (Datenquelle: Bloomberg)

Die Schweizer Indizes SMI und SPI werden nach wie vor von den Schwergewichten Nestlé, Novartis und Roche dominiert (siehe Abbildung 42). Im SMI stellen diese drei Unternehmen per Ende 2023 über 48 % des Indexgewichts, während sie im SPI etwa 40 % ausmachen. Im Vorjahr lag ihr Anteil am SMI noch bei 53 %. Der Rückgang ist einerseits die Folge der Sandoz-Abspaltung aus der Novartis Gruppe. Andererseits macht sich jedoch auch die unterdurchschnittliche Aktienperformance der drei Schwergewichte bemerkbar. Die Indices DAX, Euro Stoxx 50 sowie S&P 500 enthalten keine derart dominanten Aktientitel.

Mit dem Swiss Leader Index (SLI) besteht eine Alternative zu SPI und SMI, welche eine bessere Diversifikation aufweist. Im SLI ist die Gewichtung der vier höchstkapitalisierten Aktien auf jeweils 9 % beschränkt. Dies bedeutet, dass Nestlé, Novartis und Roche auf eine Gewichtung von 27 % kommen.

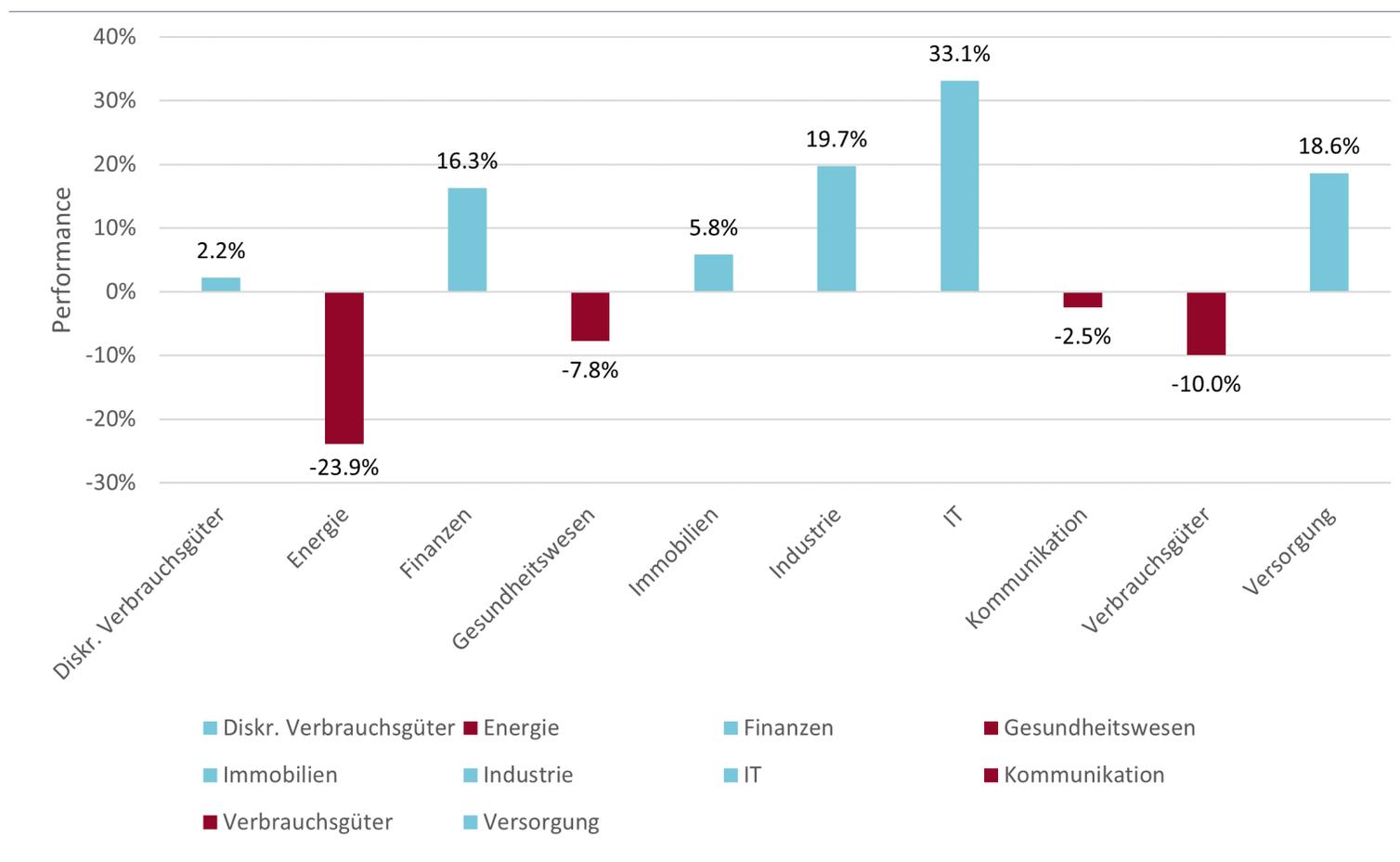


Abbildung 43: Marktkapitalisierungsgewichtete Performance (ohne Dividenden) nach Branchen 2023 (Datenquelle: Bloomberg)

Es gilt zu berücksichtigen, dass die in den beiden Abbildungen 43 und 44 enthaltenen Auswertungen marktkapitalgewichtet sind. Dies bedeutet, dass die Branchen Verbrauchsgüter bzw. Gesundheit sehr stark durch Nestlé bzw. Roche und Novartis dominiert sind. Dies erklärt auch die negative Performance dieser beiden Branchen. Weiter gilt es zu beachten, dass einige

Branchen nur sehr wenige Aktien umfassen. Dies hat zur Folge, dass Veränderungen einzelner Aktien, wie im Jahr 2023 der deutliche Rückgang des Aktienkurses von Meyer Burger, sehr stark ins Gewicht fallen können. Mit einer 2023er Jahresrendite von 33.1 % hat die IT-Branche die beste Performance aller Branchen erreicht. Haupttreiber waren Logitech International

SA mit einer Performance von knapp 40 % sowie Temenos mit einer Performance von 54.6 %.

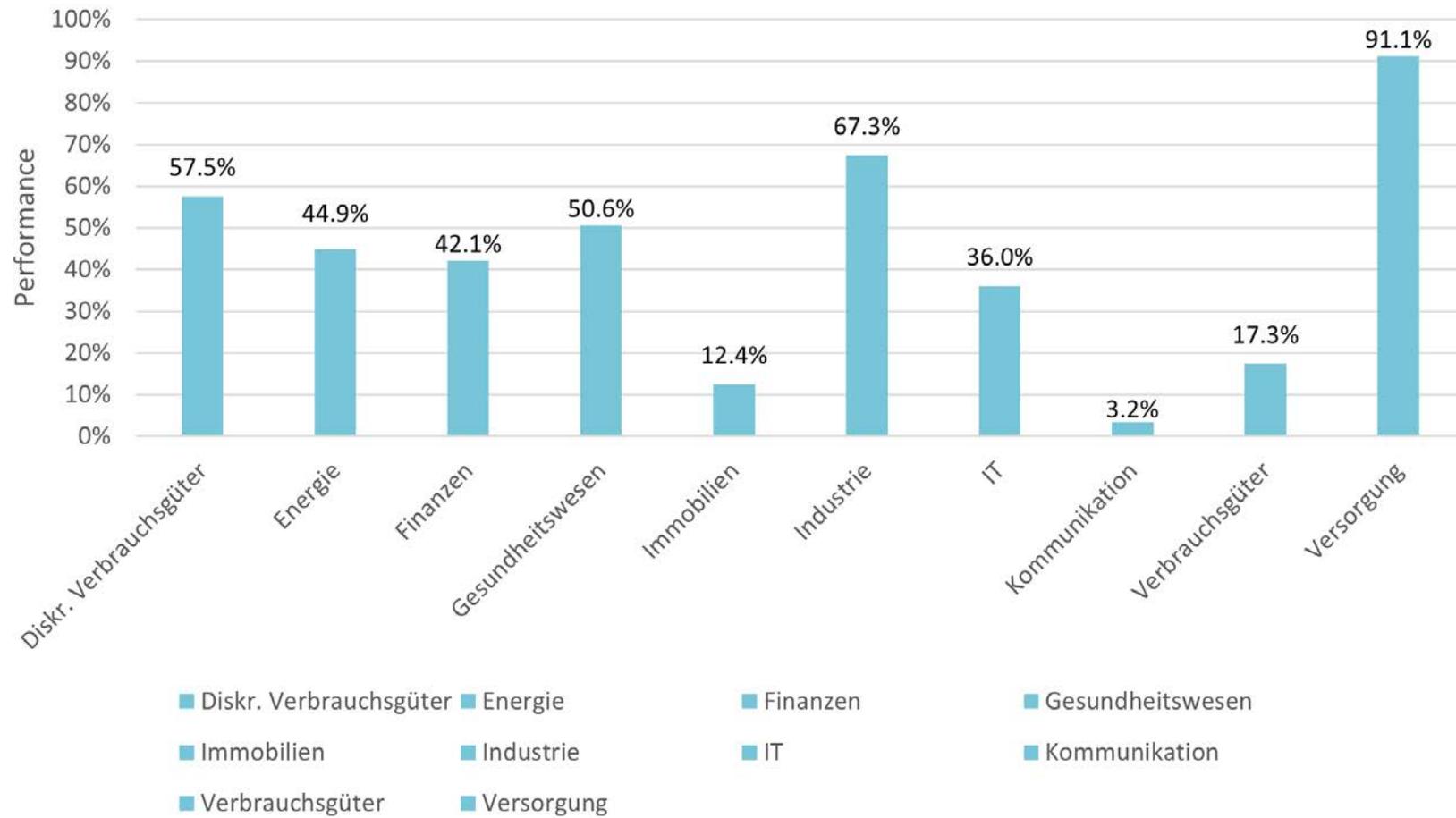


Abbildung 44: Marktkapitalisierungsgewichtete Performance (ohne Dividenden) nach Branchen 2019 - 2023 (Datenquelle: Bloomberg)

#### 4.1.2 Ausschüttungsrendite

Abbildung 45 zeigt die Entwicklung der Ausschüttungsrenditen seit 2019. Als Ausschüttung gelten dabei sämtliche Eigenkapitalrückzahlungen, welche im Sinne eines «Giesskannenprinzips» an alle Aktionäre fliessen. Es handelt sich dabei um die drei Instrumente Dividenden (Ausschüttung von Gewinnreserven), Nennwertrückzahlung (Ausschüttung von Aktienkapital) sowie Agiorückzahlung bzw. Dividende aus Kapitaleinlagen (Ausschüttung von Kapitalreserven). Der Rückkauf von Aktien ist in diesen Berechnungen nicht enthalten, denn beim Aktienrückkauf bekommen nicht alle Aktionäre eine Eigenkapitalrückzahlung. Die Rendite entspricht dem Quotienten von totaler Ausschüttung (vor Steuern) und Jahreschlusskurs. Sowohl für den SPI als auch für den SMI resultierte 2023 die höchste Ausschüttungsrendite der letzten fünf Jahre.

Es gilt zu berücksichtigen, dass die Ausschüttungsrenditen jeweils auf Basis des aktuellen Kurswerts berechnet werden. Die berechneten Werte geben daher die Rendite für jene Investoren an, welche die Aktie jeweils zum Kurs per Ende des entsprechenden Jahres kaufen. Bestehende Aktionäre können unter Umständen eine deutlich höhere Rendite verzeichnen. Givaudan ist seit dem Jahr 2000 an der SIX Swiss Exchange kotiert. Für das erste Geschäftsjahr wurde eine Dividende von CHF 6.5 ausgeschüttet. Beim damaligen Kurs von CHF 424 resultierte eine Ausschüttungsrendite von 1.5%. Seither hat Givaudan die Ausschüttung in jedem Jahr erhöht. Der aktuelle Ausschüttungsbetrag liegt bei CHF 68. Für den Investor, welcher die Aktie bereits seit dem Jahr 2000 besitzt, resultiert aktuell eine Rendite von 16%.

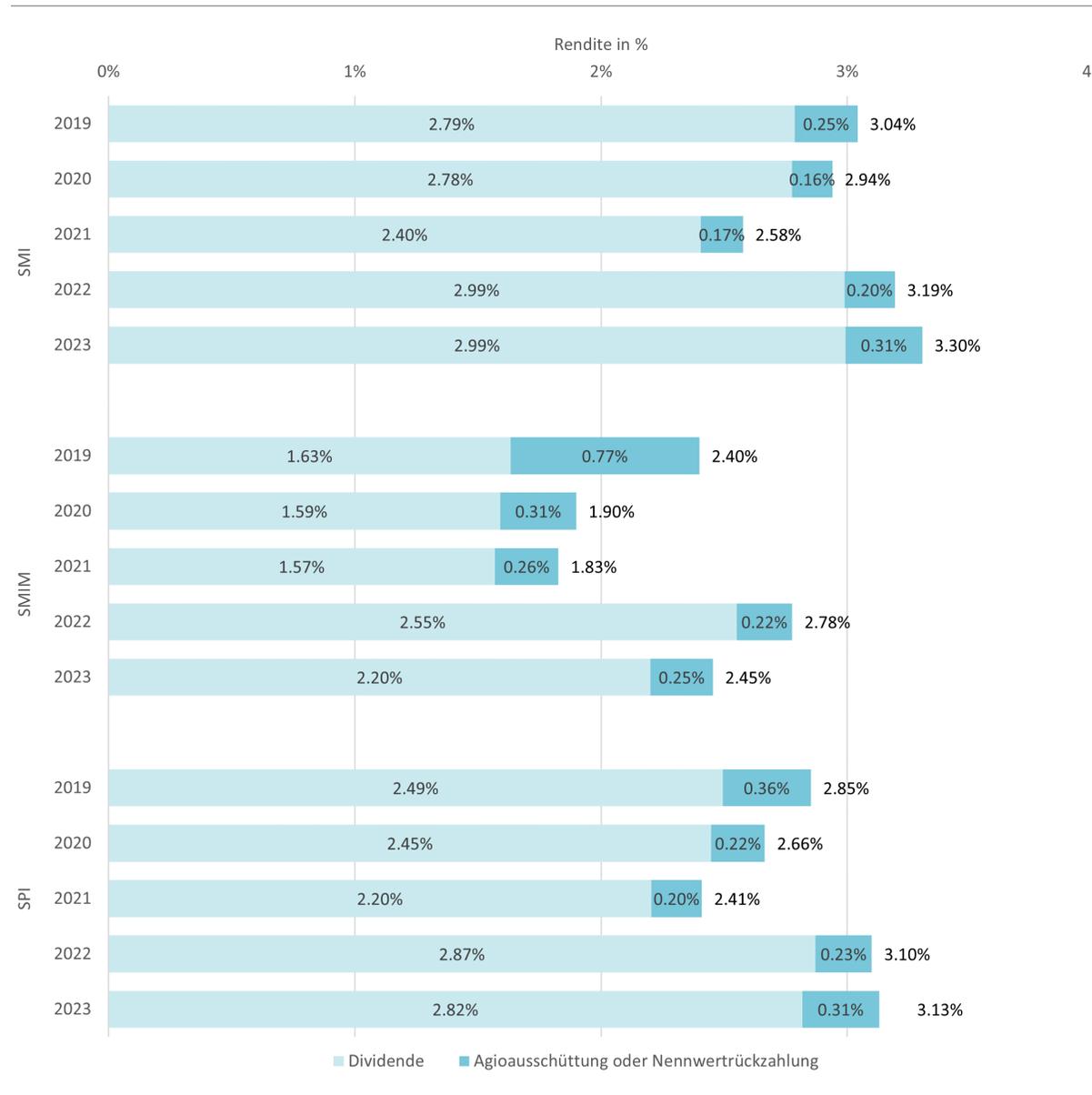


Abbildung 45: Marktkapitalisierungsgewichtete Ausschüttungsrendite Indizes 2019 – 2023 (Datenquelle: Bloomberg)

Der Anteil der für den privaten Anleger einkommenssteuerbefreiten Ausschüttungen aus Kapitaleinlagen und Nennwertrückzahlen bleibt weiter auf einem konstanten Niveau und macht mit rund 10 % einen relativ geringen Anteil der gesamten Ausschüttungen aus. Seit der Unternehmenssteuerreform 2019, darf die Ausschüttung aus den Kapitalreserven im Falle börsenkotierter Gesellschaften höchstens 50 % betragen. In anderen Worten ausgedrückt: Will eine Gesellschaft eine einkommenssteuerbefreite Ausschüttung aus Kapitalreserven von CHF 10 je Aktie vornehmen, muss sie gleichzeitig eine Dividende aus Gewinnreserven im Umfang von mindestens CHF 10 ausschütten. Dies trifft nicht zu, wenn die Kapitalreserven aus einer Fusion mit einer ausländischen Gesellschaft stammen. In diesem Fall kann die vollständige Ausschüttung einkommenssteuerbefreit aus Kapitalreserven stammen. Holcim besitzt beispielsweise derartige Kapitalreserven aus der Fusion mit Lafarge.

Dass der Anteil von Nennwert- und Agiorückzahlungen trotz der steuerlichen Attraktivität nicht höher ausfällt, liegt einerseits daran, dass viele Gesellschaften über einen derart tiefen Nennwert verfügen, welcher keine Ausschüttungen mehr zulässt. Das heisst mit anderen Worten, die meisten Gesellschaften haben das Potenzial für Nennwertrückzahlungen bereits ausgeschöpft. Andererseits verfügen viele Unternehmen über kein Agio bzw. über keine Kapitalreserven. Über einen ausreichend hohen Nennwert verfügt beispielsweise das Immobilienunternehmen Novavest Real Estate AG. Der aktuelle Nennwert je Aktie liegt bei CHF 22.75. Für das letzte Geschäftsjahr erfolgte eine Nennwertrückzahlung von CHF 1.25. Bei konstantem Ausschüttungsbetrag könnte Novavest noch 18 weitere Jahre steuereffizient via Nennwertrückzahlung ausschütten.

Abbildung 46 zeigt die Entwicklung der Ausschüttungsrenditen der verschiedenen Branchen im Zeitraum von 2019 bis 2023. Besonders hervorzuheben ist die Kommunikationsbranche, die im Jahr 2023 mit einer Ausschüttungsrendite von 4.29 % nicht nur die höchsten Werte des Jahres erreichte, sondern auch über den gesamten Fünfjahreszeitraum die Spitzenposition behauptete. Der Spitzenwert ist Swisscom (4.34 %) zu verdanken. Hinzu kommt, dass TX Group 2023 eine Sonderdividende ausgeschüttet hat, welche dem doppelten der ordentlichen Dividende entsprochen hat. Der signifikante Rückgang der Ausschüttungsrendite in der Versorgungsbranche von 3.18 % im Vorjahr auf 2.32 % im Jahr 2023 ist hauptsächlich auf die einmalige Spezialdividende zurückzuführen, die von der BKW im Vorjahr ausgeschüttet wurde. In der Finanzbranche wurde weiterhin eine der höchsten Ausschüttungsrendite erzielt. Demgegenüber steht die IT-Branche, in der die Ausschüttungen trotz beachtlicher Gewinne und Wachstum der Unternehmen moderat blieben. Dies könnte darauf hinweisen, dass Gewinne vorrangig reinvestiert werden, um Forschung und Entwicklung sowie andere wachstumsfördernde Massnahmen zu finanzieren, was langfristigen Unternehmenswert schaffen soll.

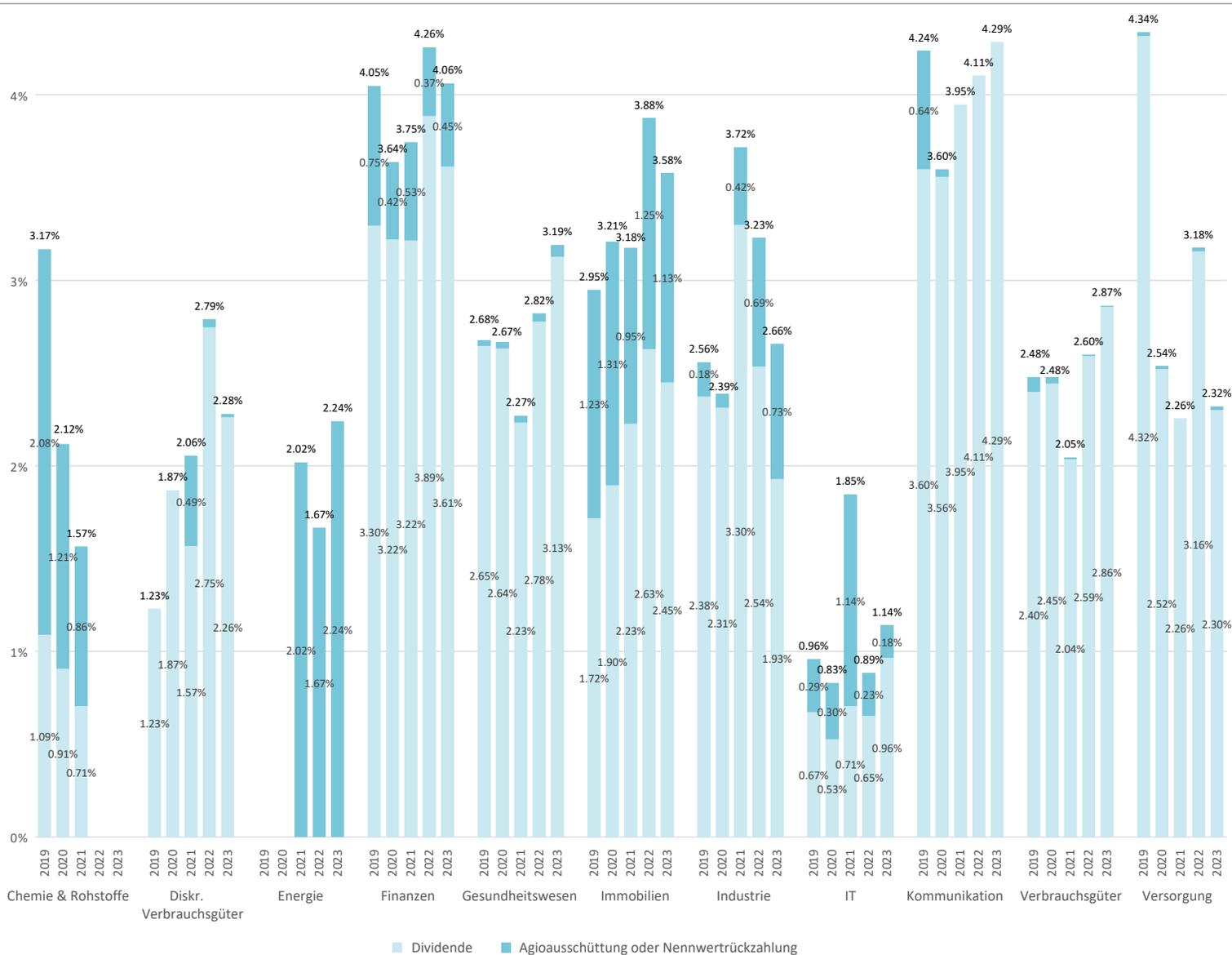


Abbildung 46: Marktkapitalisierungsgewichtete Ausschüttungsrendite nach Branche 2019 – 2023 (Datenquelle: Bloomberg)

## 4.1.3 Aktienrückkäufe

Im Jahr 2023 haben 18 Unternehmen Aktien im Wert von rund CHF 20 Mrd. zwecks Kapitalreduktion bzw. Aktienvernichtung zurückgekauft (siehe Tabelle 7). Gegenüber dem Vorjahr entspricht dies einem Volumenrückgang um 37 % bzw. um CHF 12 Mrd. Der deutliche Rückgang ist praktisch vollumfänglich dadurch zu erklären, dass die drei «Bluechips» Nestlé, Novartis und UBS weniger Aktien als im Vorjahr zurückkauften. Nichtsdestotrotz ist das Volumen von CHF 20 Mrd. das zweitgrösste der letzten fünf Jahre. Sämtliche Aktienrückkäufe zwecks Kapitalreduktion wurden über eine zweite Handelslinie abgewickelt. Verfahren mit Put-Optionen oder mittels Fixpreis-Tender kamen in keinem Fall zum Einsatz. Insgesamt wurden im Jahr 2023 neun neue Aktienrückkaufprogramme zwecks Kapitalreduktion angekündigt. Bei den übrigen 2023er Rückkäufen handelt es sich um Mehrjahresprogramme, welche im Jahr 2023 fortgesetzt wurden. Neben den in der Tabelle ausgewiesenen Aktienrückkaufprogrammen, haben im Jahr 2023 drei Unternehmen einen Aktienrückkauf ohne Kapitalreduktion angekündigt (GAM, Liechtensteinische Landesbank und Richemont). Die zurückgekauften Aktien werden für Mitarbeiterbeteiligungsprogramme oder sonstige Treasury-Zwecke verwendet. Auch ABB und Nestlé haben neben den zum Zwecke der Kapitalherabsetzung zurückgekauften Aktien weitere Titel ohne Vernichtungsabsicht erworben. Die Rückkäufe ohne Kapitalreduktion wurden mit einer Ausnahme (Fixpreis-Tender) über den ordentlichen Börsenhandel abgewickelt. Die Anzahl der laufenden Aktienrückkaufprogramme zwecks Kapitalreduktion verläuft mehr oder weniger konstant und schwankte in den letzten fünf Jahren zwischen 16 und 21. Zehn der 2023er Aktienrückkäufer hat im SMI enthaltene Aktien. Exakt die Hälfte der 20 SMI-Unternehmen haben daher im Jahr 2023 eigene Aktien zwecks Kapitalherabsetzung zurückgekauft. Von den Small und Mid-Caps führten somit im Jahr 2023 nur deren acht ein Aktienrückkaufprogramm durch, was einem Anteil von ca. 4 % der Small und Mid-Caps entspricht.

Gesellschaft (in CHF Mio.)	2019	2020	2021	2022	2023
ABB Ltd.	-	2'573	2'383	2'689	803
Adecco Group AG	69	-	88	-	-
Alpine Select	20	5	-	-	-
ams AG	33	134	-	-	-
Bâloise Holding AG	190	93	-	-	-
bfw liegenschaften ag	16	-	-	-	-
Chocoladefabriken Lindt & Sprüngli AG	332	-	443	554	604
Credit Suisse Group AG	733	325	305	-	-
EFG International AG	32	3	-	-	23
Forbo Holding AG	-	-	139	25	-
Geberit AG	47	157	-	569	238
Holcim AG	-	-	-	450	1'550
HUBER+SUHNER AG	-	-	12	63	7
Julius Bär Gruppe AG	36	77	500	276	124
Landis+Gyr Group AG	34	10	-	-	-
Leonteq AG	-	-	-	-	18
Lonza AG	-	-	-	-	994
Meier Tobler AG	-	-	-	11	11
mobilezone holding AG	-	-	11	17	-
Nestlé AG	9'675	6'796	6'261	10'621	5'004
Novartis AG	5'318	2'629	2'512	10'296	7'560
SGS AG	-	169	-	250	-
Sonova Holding AG	365	116	492	597	30
Spice Private Equity AG	-	-	15	3	-
Swiss Life Holding AG	907	29	409	701	424
Swiss Re AG	926	185	-	-	-
Temenos AG	-	-	182	-	-
The Swatch Group AG	33	-	-	-	-
Tradition Compagnie Financière SA	-	-	-	-	3
UBS Group AG	800	350	2'394	4'185	1'182
Valartis Group AG	1	-	-	-	-
Vaudoise Versicherungen Holding AG	-	-	-	11	-
Zurich Insurance Group AG	0	-	-	373	1'427
Zehnder Group AG	-	-	17	18	10
<b>Total</b>	<b>19'618</b>	<b>13'650</b>	<b>16'164</b>	<b>31'995</b>	<b>20'012</b>

Tabelle 7: Aktienrückkäufe zwecks Kapitalherabsetzung 2019 – 2023

Die gesamte Eigenkapitalrückzahlung der im SPI enthaltenen Gesellschaften war im Jahr 2023 um 13 % rückläufig (siehe Abbildung 47). Aus diesem Rückgang lassen sich jedoch keine allgemeinen Schlussfolgerungen ableiten. Einziger Grund für den Rückgang ist, dass die «gewichtigen» Aktienrückkäufer Nestlé und UBS weniger Aktien zurückgekauft haben. Da Aktienrückkaufsprogramme oft über drei Jahre abgewickelt werden, ist es teilweise auch zufällig, ob im Vorjahr oder im laufenden Jahr mehr Aktien zurückgekauft werden.

Die 2023er Ausschüttungen (Dividende, Agio- und Nennwertrückzahlungen) haben betragsmässig gegenüber dem Vorjahr um 2.5 % zugenommen. Der Anteil der Aktienrückkäufe an der gesamten Eigenkapitalrückführung ist von 38 % auf 27 % gefallen.

Der Aktienrückkauf ist eine Möglichkeit den Aktionären temporär anfallende Überschussliquidität auszuschütten. Demgegenüber wird die permanente Überschussliquidität mit einer «normalen» Ausschüttung ausbezahlt. Es ist in der Ausschüttungspraxis gebräuchlich, dass die normale Ausschüttung erst dann erhöht wird, wenn die Ausschüttung des erhöhten Betrags in Zukunft nachhaltig gesichert scheint. Dann ist die Wahrscheinlichkeit gering, dass die normale Ausschüttung in Zukunft reduziert werden muss, was die Investoren nicht mögen. Zur Ausschüttung von temporär anfallender Überschussliquidität besteht mit der Sonderdividende eine Alternative zum Aktienrückkauf. Angenommen, ein Unternehmen schüttet eine «normale» Dividende von CHF 6 sowie eine Sonderdividende von CHF 4 aus. In diesem Fall weiss der Aktionär, dass er im folgenden Jahr wohl nur eine Dividende von CHF 6 (oder allenfalls inkl. einer moderaten Dividendenerhöhung) bekommt. Es wurde bereits darauf hingewiesen, dass der Grossteil der Aktienrückkäufe auf SMI-Unternehmen fällt. Small und Mid Caps wählen stattdessen oft das Instrument der Sonderdividende zum Abbau von temporärer Überschussliquidität.



Abbildung 47: Ausschüttungen und Aktienrückkäufe SPI 2013 – 2023 (Datenquelle: Bloomberg, Unternehmensangaben, Übernahmekommission)

## 4.2. 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.

### 4.2.1 IPO und Listings

Im Jahr 2023 kam es an der SIX Swiss Exchange zu zwei Zugängen mit Primärkotierung. In einem Fall handelt es sich um die Novartis-Abspaltung der Sandoz Group AG. Mit dem Spin-off wurden die Novartis-Aktionäre gleichzeitig auch zu Sandoz-Aktionären. Die Transaktion ist mit keinem Kaufangebot an neue Aktionäre verbunden und stellt daher kein IPO dar, sondern «nur» ein Listing.

Auch im anderen Fall der R&S Group AG handelt es sich nicht um ein «echtes IPO». Das SPAC-Vehikel VT5 Acquisition Company AG hat im Dezember 2023 die R&S Group AG zu einem Kaufpreis von rund CHF 270 Mio. erworben. Der Börsengang von R&S ist als De-Spac zu bezeichnen. Die R&S Group AG übernimmt die Börsenkotierung der VT5 Acquisition Company AG. Da die VT5 Acquisition Company bei ihrem Börsengang 2021 «nur» CHF 200 Mio. aufgenommen hat, musste anlässlich des Kaufs der R&S Group AG zusätzliches Kapital aufgenommen werden. Die Transaktion qualifiziert aufgrund der Kapitalaufnahme zumindest als IPO-ähnlich. Es handelt sich aber nicht um die erste («initial») Kapitalaufnahme des Spac-Vehikels, und somit nicht um ein «echtes» IPO. Aber immerhin war der Börsengang von R&S der erste SIX-Zugang mit Kapitalaufnahme seit 19 Monaten.

Datum	Unternehmen	Transaktion	Preisspanne IPO (Tief/Hoch, in CHF)	Transaktionsvolumen IPO (in CHF Mio.)	Marktkapitalisierung (in CHF Mio.)	Ausgabepreis (in CHF)	Erster Schlusskurs (in CHF)	Rendite 1. Tag
Mai 2022	Epic Suisse AG	IPO	67 / 77	192.0	681.0	68.0	66.9	-1.6%
Dezember 2021	VT5 Acquisition Company AG	IPO / Spac	10 / 10	200	220	10.0	10.1	1.0%
Oktober 2021	SKAN Group AG	IPO	44 / 55	270	1'691	54.0	75.2	39.3%
September 2021	medmix AG	IPO*	37 / 47	315	1'794	45.0	43.5	-3.4%
Mai 2021	Montana Aerospace AG	IPO	24.15 / 25.65	506	1'646	25.7	34.9	36.1%
April 2021	PolyPeptide Group AG	IPO	57 / 68	848	2'590	64.0	78.2	22.2%
Oktober 2019	SoftwareONE Holding AG	IPO	16.5 / 21	694	2'934	18.0	18.5	2.8%
Juni 2019	Aluflexpack AG	IPO	20 / 26	169	389	21.0	22.5	7.1%
April 2019	Stadler Rail AG	IPO	33 / 41	1'530	4'310	38.0	43.1	13.4%
April 2019	Medacta Group SA	IPO	88 / 104	547	1'922	96.0	96.1	0.1%
<b>Durchschnitt</b>				<b>527</b>	<b>1'818</b>			<b>11.7%</b>
<b>Median</b>				<b>411</b>	<b>1'743</b>			<b>5.0%</b>

\* Abspaltung von Sulzer via Equity Carve-out.

Tabelle 8: IPOs an der SIX 2019 – 2023 (Datenquelle: Unternehmensangaben, SIX Swiss Exchange)

Datum	Unternehmen	Transaktion	Marktkapitalisierung (in CHF Mio.)	Eröffnungspreis	Erster Schlusskurs	Rendite 1. Tag
Dezember 2023	R&S Group AG	De-Spac	295.3	10.3	11.4	10.7%
Oktober 2023	Sandoz Group AG	Spin-off	10495.0	24.00	24.35	1.5%
Oktober 2022	Accelleron Industries AG	Spin-off	1710.0	18.0	18.1	0.6%
Juni 2022	Kinarus Therapeutics Holding AG	Reverse-Takeover	50.3	0.10	0.05	-50.0%
März 2022	Talenthouse AG	Reverse-Takeover	598.7	0.95	1.42	49.5%
Februar 2022	Xlife Sciences AG	Wechsel Handelsplatz	270.4	48.8	52.0	6.6%
Juni 2020	V-Zug AG	Spin-off	502	72.0	78.2	8.5%
Juni 2020	Ina Invest Holding AG	Spin-off	197	24.3	22.2	-8.6%
Dezember 2019	Novarest Real Estate AG	Wechsel Handelsplatz	276	43.5	42.9	-1.4%
April 2019	Alcon AG	Spin-off	28'369	55.0	58.1	5.5%
<b>Durchschnitt</b>						<b>2.3%</b>
<b>Median</b>						<b>3.5%</b>

Tabelle 9: Listings an der SIX 2019 – 2023 (Datenquelle: Unternehmensangaben, SIX Swiss Exchange)

## 4.2.2 Kapitalerhöhungen

Im Jahr 2023 konnte ein breites Spektrum an Kapitalerhöhungen beobachtet werden. Traditionelle at discount Bezugsrechtsemissionen haben ams Osram, Autoneum und die Luzerner Kantonalbank durchgeführt. Das grösste Transaktionsvolumen erreichte ams Osram mit rund CHF 775 Mio. Auch Orascom Development Holding führte im Jahr 2023 eine Bezugsrechtsemission mit einem Volumen von CHF 132 Mio. durch. Rund zwei Drittel der Eigenkapitalerhöhung erfolgte über eine Verrechnung mit einem Aktionärsdarlehen. Durch die Kapitalerhöhung nahm Orascom daher «nur» rund CHF 40 Mio. an neuen Mitteln auf. Auch Asmallworld und Leclanché führten Kapitalerhöhungen im Sinne eines Debt-Equity-Swaps durch. In diesen Fällen steht die Kapitalerhöhung vollumfänglich im Fokus der Bilanzrestrukturierung bzw. des Schuldenabbaus.

Diverse Kapitalerhöhungen erfolgten im Hinblick auf Übernahmen und Fusionen. Starrag führte eine Kapitalerhöhung im Rahmen der Fusion mit Tornos durch. Die neuen Aktien dienen als Abfindung für die Tornos-Aktionäre. Dufry hat die Akquisition von Autogrill mit eigenen Aktien bezahlt und Burkhälter hat drei Elektroinstallationsunternehmen erworben und den Kaufpreis teilweise mit Aktien bezahlt. Die Kapitalerhöhungen von Autoneum und Laliq wurden bar liberiert. Der Erlös aus der Kapitalerhöhung diente allerdings ebenfalls zur Finanzierung einer Akquisition. Auf die Kapitalerhöhung im Rahmen der De-Spac Transaktion um VT5 bzw. R&S Group wurde bereits im Abschnitt zu den IPOs und Listings eingegangen. Bachem hat das Eigenkapital im Rahmen eines beschleunigten Bookbuildings erhöht. Das Verfahren des beschleunigten Bookbuildings wurde im Jahr 2023 auch für mehrere Umplatzierungen von Aktienpaketen (ohne Kapitalerhöhung) benutzt. So beispielsweise für Aktien von Implenia und Dottikon ES.

Datum	Unternehmen	At market, at discount, at premium	Eigenkapitalerhöhungsbetrag (in CHF Mio.)	Erlös (bar, brutto, in CHF Mio.)	Discount / Premium (-)	Motiv	Transaktionseigenschaften
Dezember 2023	Arundel AG	at market	3.4	0	n.a.	Rückzahlung Verbindlichkeiten	Bezugsrechtsausschluss, vollständige Verrechnung mit Schulden
Dezember 2023	Starrag Tornos Group AG*	-**	110	0	n.a.	Fusion mittels Aktientausch	Bezugsrechtsausschluss, Aktientausch im Rahmen der Fusion von Starrag und Tornos
Dezember 2023	R&S Group AG	at market	54	54	n.a.	Kaufpreisfinanzierung R&S Group durch VT5 Acquisition Company	Bookbuilding, De-Spac Transaktion
November 2023	Laliq Group SA	at premium	18	18	-23.0%	Finanzierung einer Übernahme	Bezugsrechtsausschluss, Privatplatzierung, Hauptaktionär übernimmt alle Aktien
November 2023	AMS Osram AG	at discount	775	775	41.5%	Rückzahlung Verbindlichkeiten, Stärkung Eigenkapital	Bezugsrechtsemission
Oktober 2023	Highlight Event and Entertainment AG	at discount	41	17	13.0%	Reduktion Verbindlichkeiten, Stärkung Eigenkapital	Bezugsrechtsemission, teilweise Barerlös, teilweise Verrechnung mit Schulden, kein Bezugsrechtshandel
Oktober 2023	Asmallworld	at market	4.1	0.3	-2.7%	Reduktion Zinslast, Stärkung Eigenkapital	Bezugsrechtsemission, kein Bezugsrechtshandel, Umwandlung Aktionärsdarlehen in Eigenkapital (CHF 3.8 Mio.)
September 2023	Autoneum Holding AG	at discount	106	106	25.7%	Finanzierung einer Übernahme	Bezugsrechtsemission
Juni 2023	Leclanché SA	at market	85	0	n.a.	Reduktion Verschuldung, Stärkung Eigenkapital	Kapitalerhöhung gegen Schuldenreduktion
Mai 2023	Luzerner Kantonalbank AG	at discount	489	489	11.4%	Finanzierung Wachstum, Stärkung Eigenkapital	Bezugsrechtsemission
April 2023	Orascom Development Holding AG	at market	132	40	1.4%	Projektfinanzierungen, Stärkung Eigenkapital	Bezugsrechtsemission, Umwandlung Aktionärsdarlehen in Eigenkapital (CHF 92.1 Mio.)
März 2023	Santhera Pharmaceuticals Holding AG	at market	2.2	2.2	n.a.	Finanzierung Wachstum	Bezugsrechtsausschluss, Privatplatzierung
März 2023	Medartis AG	at market	30.0	30.0	4.7%	Allgemeine Finanzierung, Kauf Beteiligung	Bezugsrechtsausschluss, Privatplatzierung
März 2023	Bachem Holding AG	at market	106	106	5.9%	Finanzierung Wachstum	Beschleunigtes Bookbuilding, Privatplatzierung
Februar 2023	SHL Telemedicine Ltd.	n.a.	21	21	n.a.	Allgemeine Finanzierung	Bezugsrechtsausschluss, Privatplatzierung, Ausübung von Aktionärsoptionen 2021
2023	Avolta AG (ehemals Dufry)*	-**	2500	0	n.a.	Akquisition mit eigenen Aktien bezahlt	Bezugsrechtsausschluss, Übernahme von Autogrill
2023	Burkhälter Holding AG*	-**	23	0	n.a.	Akquisitionen mit eigenen Aktien bezahlt	Bezugsrechtsausschluss, der Erwerb von drei Unternehmen wurde (teilweise) mit eigenen Aktien bezahlt
<b>Durchschnitt</b>			<b>265</b>	<b>226</b>	<b>12.0%</b>		
<b>Median</b>			<b>54</b>	<b>73</b>	<b>8.2%</b>		

**Hinweis:** Ab dem Jahr 2023 wurde die Erfassung der Daten leicht angepasst. Vor 2023 wird nicht unterschieden zwischen Eigenkapitalerhöhungsbetrag und Bar-Emissionserlös (brutto). Im Falle einer Aktienkapitalerhöhung mittels Verrechnung mit Schulden wird zwar das Eigenkapital erhöht. Es kommt allerdings zu keinem Barerlös.  
\* Es handelt sich um eine Schätzung des Eigenkapitalerhöhungsbetrags. \*\* bei dieser Transaktionsform ist eine Bezeichnung à la "at market" nicht gängig.

Tabelle 10: Teil I: Kapitalerhöhungen an der SIX 2019 -2023 (Datenquelle: Unternehmensangaben, yahoofinance.com)

Datum	Unternehmen	At market, at discount, at premium	Eigenkapital-erhöhungsbetrag (in CHF Mio.)	Erlös (bar, brutto, in CHF Mio.)	Discount / Premium (%)	Motiv	Transaktionseigenschaften
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 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	Adnex 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	
April 2020	Dufry AG	at market		151	-5.2%	Rekapitalisierung	
Juli 2019	Lalique Group SA	at discount		48	16.4%	Rekapitalisierung/Wachstumsfinanzierung	
Juni 2019	Wartec 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	
<b>Durchschnitt</b>			<b>265</b>	<b>226</b>	<b>12.0%</b>		
<b>Median</b>			<b>54</b>	<b>73</b>	<b>8.2%</b>		

**Hinweis:** Ab dem Jahr 2023 wurde die Erfassung der Daten leicht angepasst. Vor 2023 wird nicht unterschieden zwischen Eigenkapitalerhöhungsbetrag und Bar-Emissionserlös (brutto). Im Falle einer Aktienkapitalerhöhung mittels Verrechnung mit Schulden wird zwar das Eigenkapital erhöht. Es kommt allerdings zu keinem Barerlös.

\* Es handelt sich um eine Schätzung des Eigenkapitalerhöhungsbetrags. \*\* bei dieser Transaktionsform ist eine Bezeichnung à la "at market" nicht gängig.

Tabelle 11: Teil II: Kapitalerhöhungen an der SIX 2019 -2023 (Datenquelle: Unternehmensangaben, yahoofinance.com)

### 4.2.3 Öffentliche Kaufangebote

Im Jahr 2023 wurden insgesamt vier Kaufangebote für an der SIX Swiss Exchange kotierte Aktien unterbreitet (vgl. Tabelle 12). Im Falle von Datacolor und Vonroll handelt es sich um «echte» Going Privates. Beide Gesellschaften sind nach Abschluss der Squeeze out-Transaktion zu 100% im Besitz des Hauptaktionärs und nicht mehr an der Börse kotiert. In den beiden Fällen Crealogix und Schaffner ist ebenfalls ein Squeeze out erfolgt und die Aktien sind auch nicht mehr an der SIX kotiert. Da es sich beim Anbieter jedoch ebenfalls um eine börsenkotierte Gesellschaft handelt, sind Crealogix und Schaffner nicht «private», sondern indirekt immer noch «public» bzw. an der Börse kotiert. Die durchschnittliche Transaktionsgrösse der vier 2023er Kaufangebote liegt bei rund CHF 100 Mio. Grosse Transaktionen haben somit im Jahr 2023 nicht stattgefunden.

Wie bereits erwähnt, sind die vier Gesellschaften Crealogix, Datacolor, Schaffner und Vonroll nicht mehr an der SIX kotiert. Zudem wurden 2023 fünf weitere Aktien von Schweizer Gesellschaften dekotiert. Die Aktien der Credit Suisse Group AG und der Tornos Holding AG wurden infolge Fusion mit der UBS Group AG bzw. mit der Starrag Group Holding AG dekotiert. Bei der Achiko AG kam es infolge Liquidation zur Dekotierung. Zudem erfolgte im Jahr 2023 die Dekotierung der Aktien von Valora Holding AG und Spice Private Equity AG. Beiden waren im Jahr 2022 Ziel eines öffentlichen Kaufangebots. Zur Dekotierung kam es jedoch erst 2023.

Jahr	Zielgesellschaft	Käufer	Freiwillig (F), Pflicht (P) Mindestpreis- regel (MP)	Endergebnis	Erfolgsquote	Squeeze out (SO), Squeeze out Merger (SOM), Dekotierung (D)	Prämie zum 60- Day VWAP*	Transaktions- grösse (in CHF Mio.)
2023	Vonroll Holding AG	Elantas GmbH	F	98.50%	67.40%	SO,D	8.90%	43
2023	Datacolor AG	Werner Dubach	F	99.31%	93.47%	SO,D	15.06%	15
2023	Schaffner Holding AG	Tyco Electronics (Schweiz) Holding II GmbH	F,MP	98.70%	98.70%	SO,D	50.1%*	319
2023	Crealogix Holding AG	Vencora UK Limited	F,MP	99.07%	76%	SO,D	26.96%*	52
2022	Bobst Group SA	JBF Finance SA	F	85.3%	66.2%	D	11.9%	397
2022	Valora Holding AG	Fomento Economico Mexicano, S.A.B de C.V.	F,MP	96.9%	96.6%	SO,D	57.3%	1'101
2022	Spice Private Equity Ltd	GP Swiss AG	F	97.4%	81.8%	SO(?),D	7.6%	17
2022	Bank Linth AG	Liechtensteinische Landesbank Aktiengesellschaft	F	99.7%	95.6%	SO,D	22.8%	113
2021	Vifor Pharma AG	CSL Limited	F,MP	94.0%	94.0%	SO,D	38.3%	10'867
2021	Cassiopea S.p.A	Cosmo Pharmaceuticals N.V.	F	96.5%	93.4%	SO,D	-4.8%	213
2020	Sunrise Communications AG	UPC	F,MP	96.6%	96.6%	SO,D	32.0%	4'810
2020	Pargesa Holding	Parjointco	F	97.4%	94.3%	SOM,D	14.0%	2'734
2019	BFW Liegenschaften	BFW Holding AG	F	84.3%	51.1%	SO,D	1.7%	112
2019	Baumgartner Gruppe Holding AG	Behr Bircher Cellpack BBC AG	F	99.1%	66.1%	SO,D	26.9%	54
2019	Alpiq Holding SA	Schweizer Kraftwerksbeteiligungs-AG	F	89.9%	13.1%	D	-3.5%	30
2019	Panalpina Welttransport Holding AG	DSV A/S	F,MP	98.5%	98.4%	SO,D	18.5%	4'579
2019	Edmond de Rothschild (Suisse) S.A.	Edmond de Rothschild Holding SA	F	99.9%	93.3%	SO,D	n/a	86
<b>Durchschnitt</b>				<b>95.9%</b>	<b>81.0%</b>		<b>17.6%</b>	<b>1'502</b>
<b>Median</b>				<b>97.4%</b>	<b>93.4%</b>		<b>14.5%</b>	<b>113</b>

\* Im Falle von als "illiquid" taxierten Aktien ist die Prämie nicht auf den Durchschnittskurs gerechnet, sondern auf die erstelle Unternehmensbewertung. Dies ist der Fall bei Anwendung der Mindestpreisregel.

Tabelle 12: Öffentliche Kaufangebote für an der SIX Swiss Exchange kotierte Aktien

### 4.3. Renditeanalyse

In den kommenden Unterkapiteln werden verschiedene Renditekennzahlen präsentiert und deren Kapitalkosten dargestellt. 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.

#### 4.3.1 Analyse der Aktienrenditen

Nach einem anspruchsvollen Börsenjahr 2022 hat sich der Median des rollierenden Zehn- sowie Fünf-Jahres Total Return für den Swiss Market Index (SMI) positiv verändert. Der Median des rollierenden Zehn-Jahres Total Return des SPI hat sich im Vergleich zum Vorjahr im Gegensatz zum Fünf-Jahres Total Return verschlechtert. Wie in der Abbildung 48 ersichtlich, stieg der Median des Zehn-Jahres Total Return für den SMI um 0.8 Prozentpunkte auf 9.1%. Eine wesentliche Ursache für diese Verbesserung ist die Übernahme der Credit Suisse (CS) durch die UBS. Im Vorjahr hatte die CS noch ein Minus von 10.23% beim Zehn-Jahres Total Return aufgewiesen, was die Gesamtpformance des SMI negativ beeinflusst hatte. Aufgrund des Wegfalls der CS wurde Kühne + Nagel International AG neu in den SMI aufgenommen. Kühne + Nagel erzielte einen Zehn-Jahres Total Return von 11.93%, was den Medianwert des SMI für das Jahr 2023 an hob.

Im Gegensatz zum SMI verschlechterte sich der Median des Zehn-Jahres Total Return für den SPI von 6.4% auf 5.2%. Diese Verschlechterung ist darauf zurückzuführen, dass rund zwei

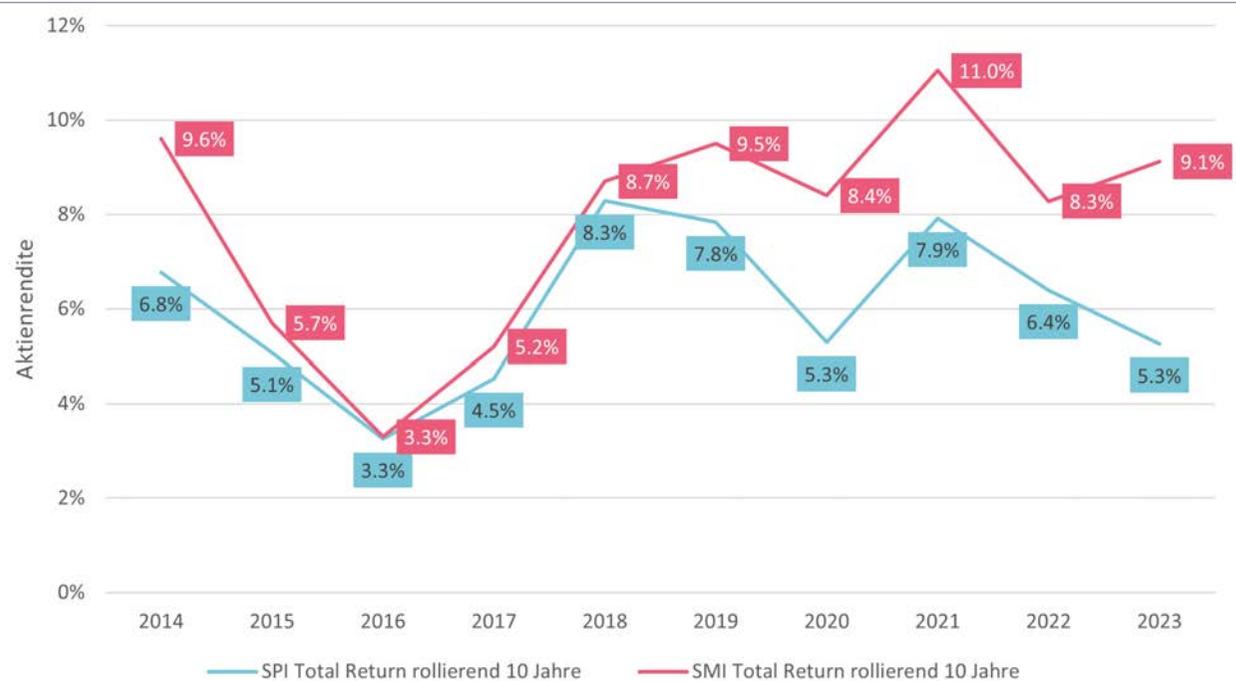


Abbildung 48: Median der rollierenden Zehn-Jahres-Aktienrendite von SPI und SMI 2014 – 2023 (Quelle: Bloomberg)

Drittel der Unternehmen im SPI eine schlechtere Performance im Vergleich zum Vorjahr ausweisen.

Der Median des Fünf-Jahres Total Return für den SMI hat sich mehr als verdoppelt und weist mit 13.4% den höchsten Wert der letzten zehn Jahre auf (vgl. Abbildung 49). Ein wesentlicher Grund für die Verbesserung ist ebenfalls die Übernahme der CS durch die UBS, welche im Vorjahr mit einem Minus von 26.62% zu Buche stand. Der Wegfall der CS und die Aufnahme der Kühne + Nagel International AG, die im Fünf-Jahres Vergleich eine Aktienrenditen von über 20% erzielte, wirkte sich positiv aus.

Für den SPI ist ebenfalls eine positive Entwicklung beim Median des Fünf-Jahres Total Return zu beobachten. Der Median der SPI-Unternehmen stieg im Jahr 2023 auf 5.2%. Dies ist jedoch im Vergleich immer noch der zweittiefste Wert und zeigt, dass sich der Median der SPI-Unternehmen auch hier weniger schnell erholen konnte.

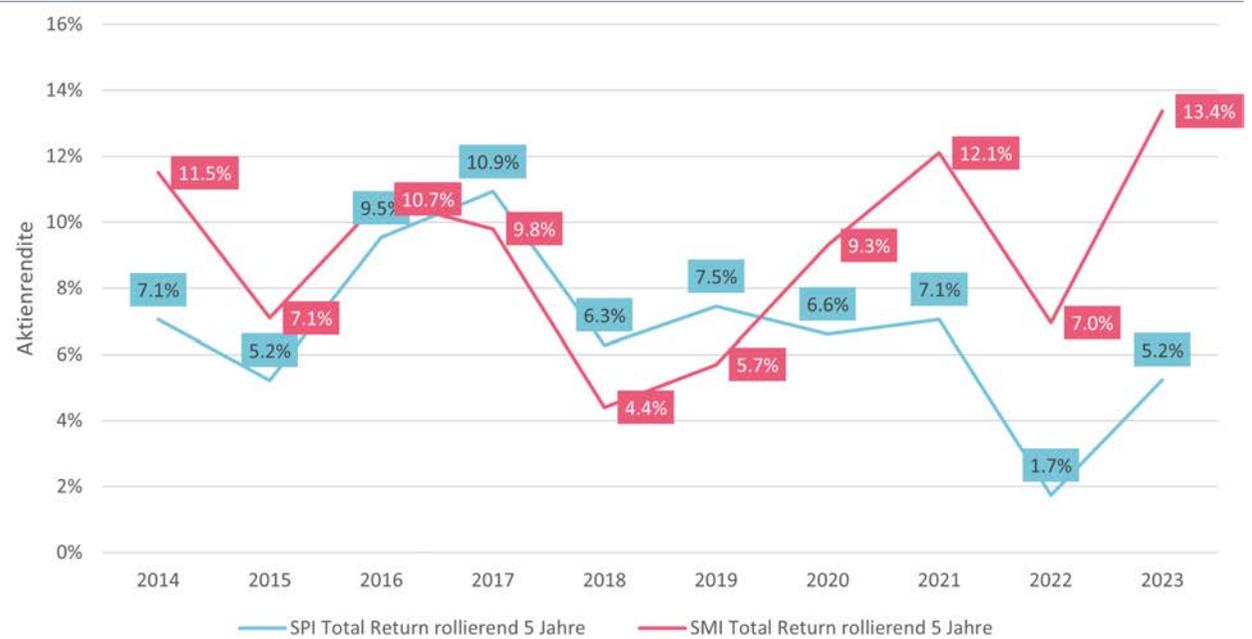


Abbildung 49: Median der rollierenden Fünf-Jahres-Aktienrendite von SPI und SMI 2014 – 2023 (Datenquelle: Bloomberg)

In Abbildung 50 ist die Entwicklung der Fünf-Jahres Rendite der einzelnen Branchen ersichtlich. Auch hier zeigt sich die Erholung der Aktienrenditen im Jahr 2023. Nach dem Rückgang im Jahr 2022 ist nun in fast allen Branchen eine positive Entwicklung zu beobachten. In der IT-Branche fällt die positive Entwicklung am stärksten aus. Angetrieben wurde diese Entwicklung einerseits durch die positiven Renditen aller Unternehmen in dieser Branche, andererseits auch durch den Wegfall von Crea-logix, welche nach erfolgtem Going Private nicht mehr im SPI gelistet ist. Einzig die Branche Kommunikation weist weiterhin eine negative Entwicklung auf, was sie zur Ausnahme in einem ansonsten positiven Gesamtbild macht. Wobei auch hier zu berücksichtigen gilt, dass die Branche Kommunikation nur durch wenige Unternehmen repräsentiert wird. Somit fallen negative Entwicklungen stärker ins Gewicht.

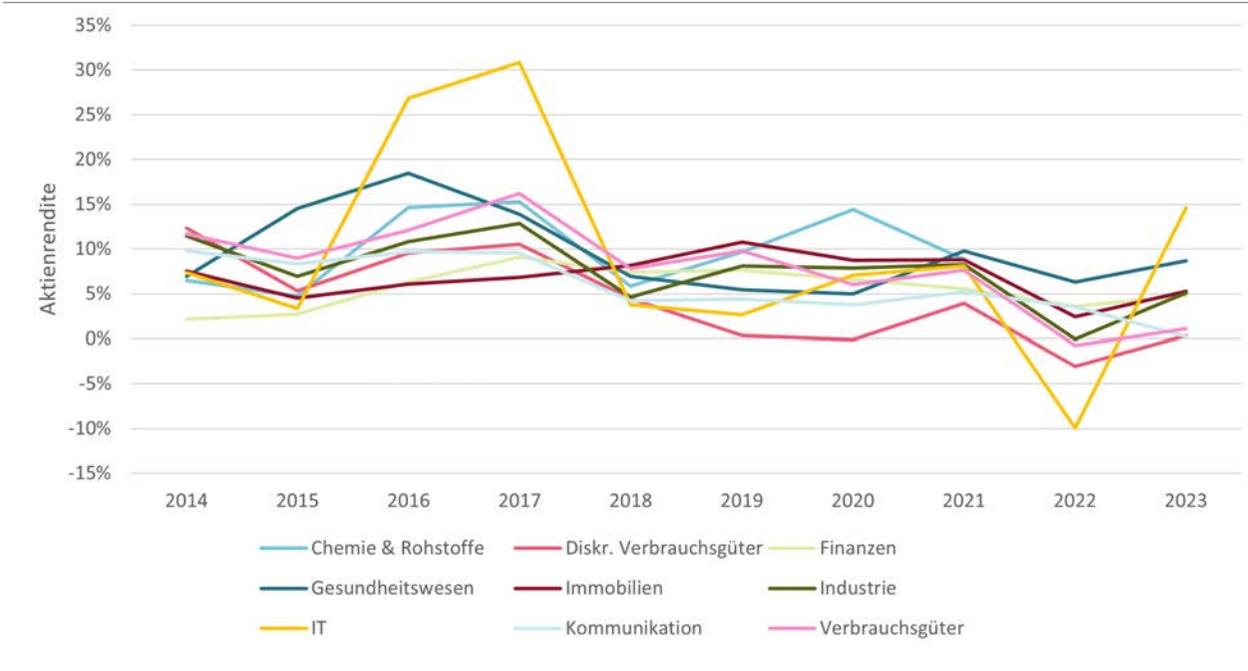


Abbildung 50: Median rollierende Fünf-Jahres-Aktienrendite Branchen 2014 – 2023 (Datenquelle: Bloomberg)

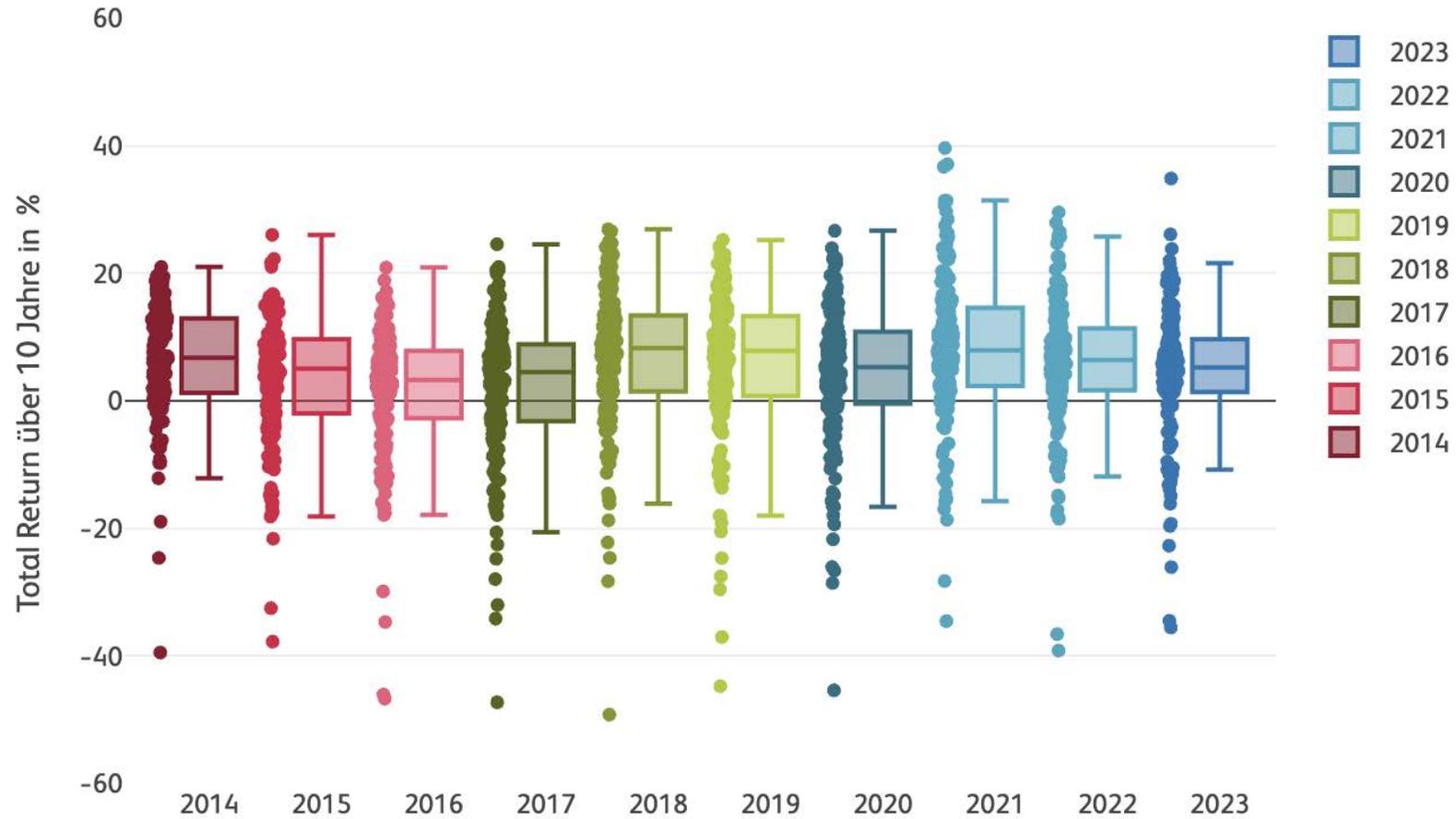


Abbildung 51: Rollierende Zehn-Jahres-Aktienrendite SPI 2014 – 2023 (Datenquelle: Bloomberg)

[Link zur interaktiven Abbildung](#)

In Abbildung 51 ist ersichtlich, dass nebst dem Median der rol- quartilsabstand kleiner geworden ist. Weiterhin gibt es vor al-  
lierenden Zehn-Jahres-Aktienrendite des SPIs auch der Inter- lem im negativen Bereich Ausreisser.

### 4.3.2 Analyse von ROE und RONOA

Der Return on Net Operating Assets (RONOA) ist grundsätzlich durch zwei Faktoren determiniert. Je höher die EBIT-Marge und je höher der Kapitalumschlag ist, umso höher die Rendite auf dem eingesetzten Kapital. Der RONOA ist eine «Gesamtkapitalrendite» und damit unabhängig vom Leverage. Der RONOA gibt an, welcher betriebliche Gewinn mit dem eingesetzten Gesamtkapital verdient wird. Im Gegensatz zum RONOA ist der Return on Equity (RoE) zusätzlich abhängig von der Finanzierungsstruktur. Etwas vereinfacht gilt der folgende Zusammenhang: Wenn der RONOA über den Fremdkapitalkosten liegt, steigt der ROE mit zunehmendem Verschuldungsgrad.

Nach dem markanten Einbruch im Jahr 2022 konnte der Median ROE des SMI wieder an den Höchstwert aus dem Jahr 2021 anknüpfen und weist mit 24,5 % den zweithöchsten Wert der letzten 10 Jahre aus. Der ROE des SPI konnte sich ebenfalls wieder erholen und weist gleich wie im Jahr 2021 erneut den Höchstwert von 9,7 % aus. Interessant ist, dass der Median-ROE für den SMI rund 2,5mal höher liegt als der Wert für den SPI. Der Grund dafür ist, dass im SMI viele Unternehmen mit sehr hohen Eigenkapitalrenditen vertreten sind. Im Jahr 2023 erreichten vier Unternehmen einen ROE von mehr als 40 %. Geberit, Roche, Partners Group und UBS (dank der CS-Übernahme). Nur gerade drei bzw. 15 % der 20 SMI-Unternehmen weisen eine einstellige Eigenkapitalrendite auf. Von den 197 ausgewerteten SPI-Unternehmen weisen neben den erwähnten vier SMI-Unternehmen nur noch fünf weitere einen ROE von mehr als 40 % auf. Der Anteil der SPI-Unternehmen mit einem ROE von weniger als 10 % liegt etwas über 50 %.



Abbildung 52: Median Return on Equity (ROE) SPI und SMI 2014 – 2023 (Datenquelle: Bloomberg)

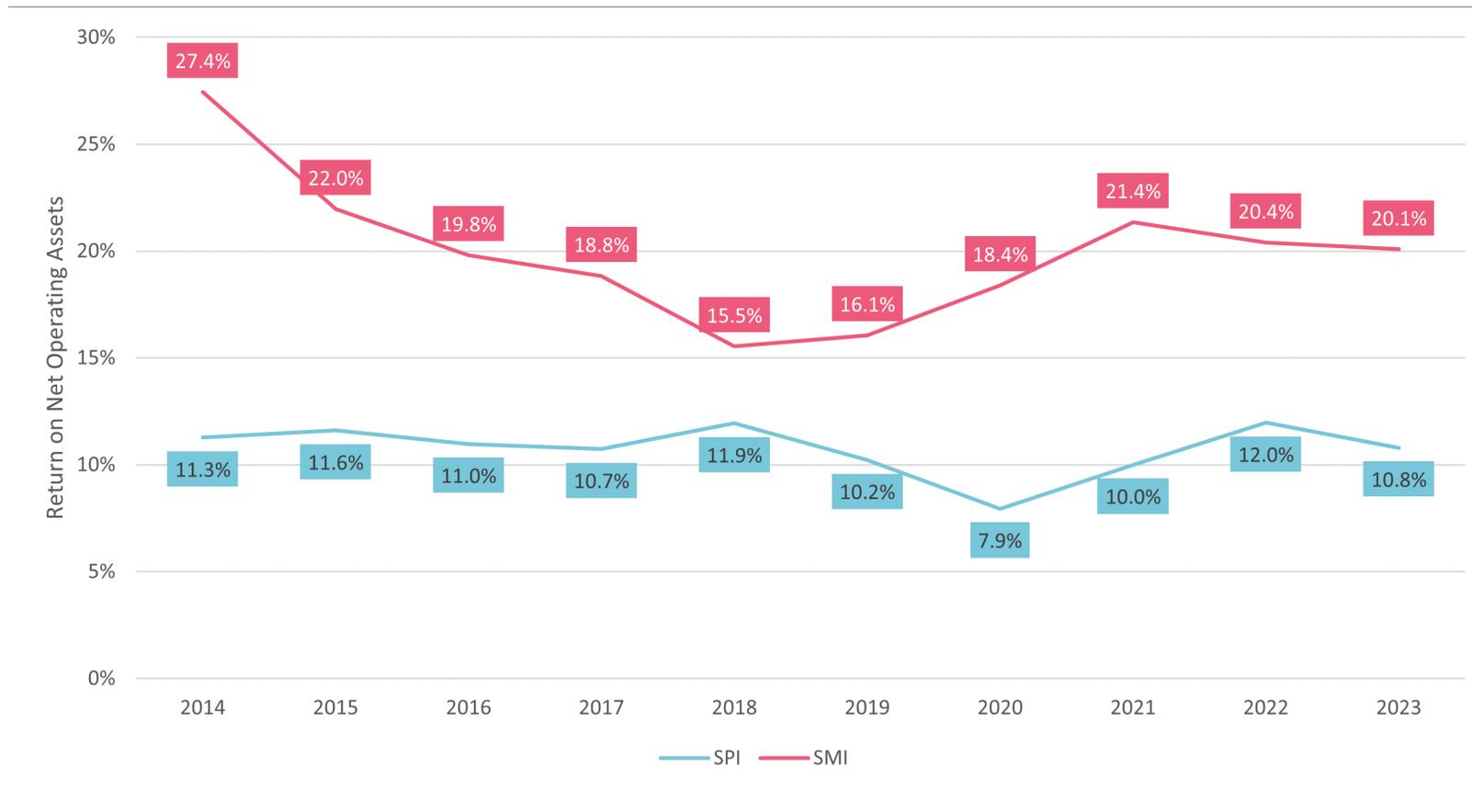


Abbildung 53: Median Return on Net Operating Assets (RONOA) SPI und SMI 2014 – 2023

Auch der RONOA-Median liegt für den SMI höher als für den SPI (siehe Abbildung 53). Im Vergleich zum ROE ist die Differenz jedoch etwas geringer. Der SMI-Wert liegt «nur» knapp zweimal höher als der SPI-Wert. Dies lässt die Schlussfolgerung zu, dass die SMI-Unternehmen im Median einen höheren Leverage aufweisen.

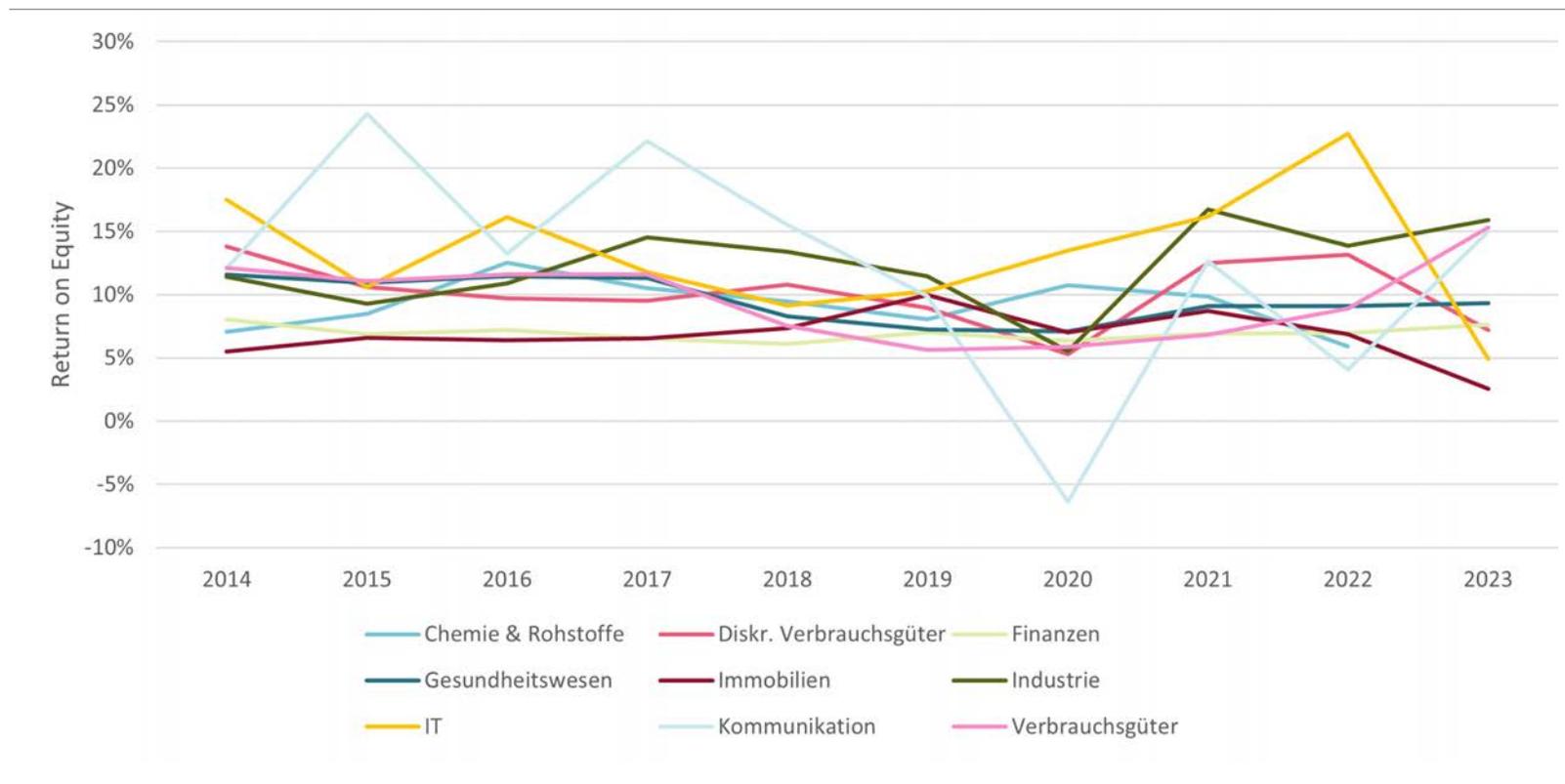


Abbildung 54: Median Return on Equity (ROE) nach Branchen 2014 – 2023 (Datenquelle: Bloomberg)

Wie in Abbildung 54 ersichtlich, zeigen die Branchen kein einheitliches Bild. Einige Branchen wie Industrie, Verbrauchsgüter und Kommunikation konnten ihre Mediane des ROE steigern. Für die Branchen diskretionären Verbrauchsgüter und Immobilien sank der Median im Jahr 2023. Abbildung 55 zeigt die stark unterschiedlichen Entwicklungen der RONO-A-Medianwerte der verschiedenen Branchen im SPI. Die IT-Branche weist die grössten Schwankungen auf, mit einem deutlichen Anstieg auf über 25 % zwischen 2021 und 2022 und einem Rückgang auf etwa 11 % im Jahr 2023. Die Branchen Industrie, Gesundheitswe-

sen und Verbrauchsgüter zeigen über den gesamten Zeitraum hinweg eine relativ stabile Entwicklung. Auch die Immobilienbranche zeigt eine insgesamt stabile, aber im Quervergleich tiefe Rendite. Die Grafik verdeutlicht, dass sich die RONO-A-Werte je nach Branche erheblich unterscheiden und dass bestimmte Branchen wie IT, Kommunikation und die diskretionären Verbrauchsgüter anfälliger für grössere Schwankungen sind.

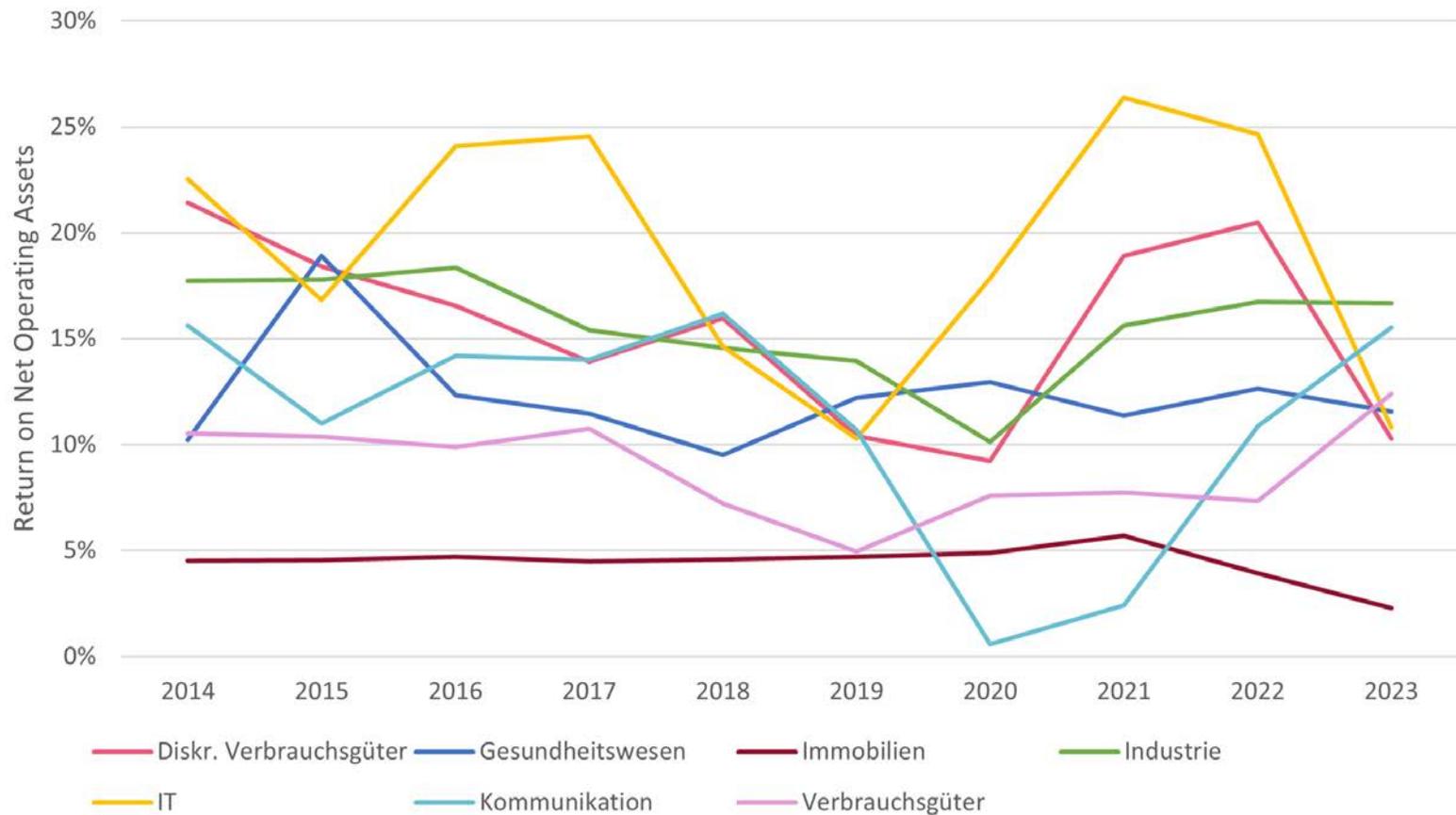


Abbildung 55: Median Return on Net Operating Assets (RONOA) nach Branchen 2014 – 2023 (Datenquelle: Bloomberg)

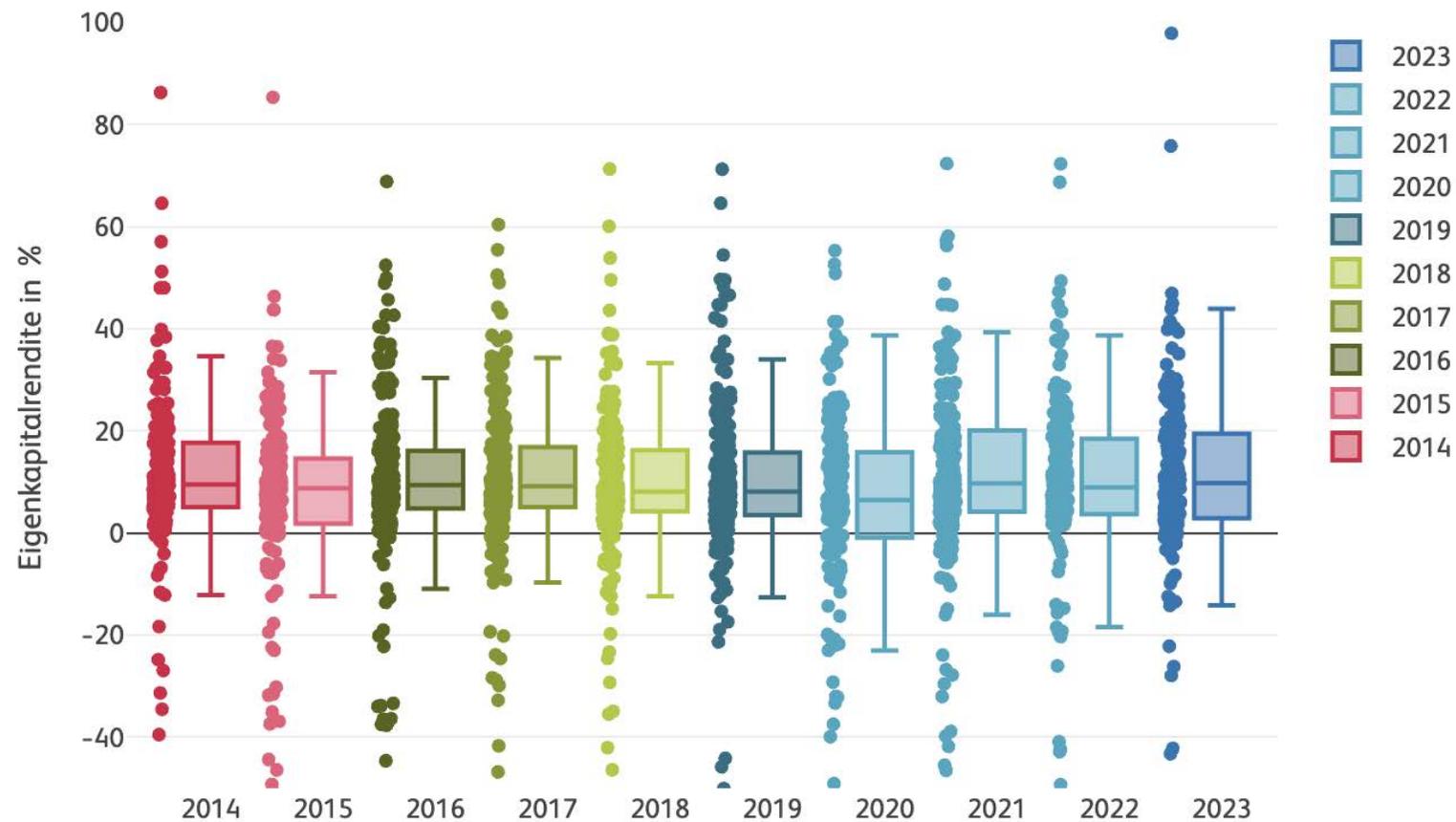


Abbildung 56: Return on Equity SPI 2014 – 2023 (Datenquelle: Bloomberg)

[Link zur interaktiven Abbildung](#)

In Abbildung 56 sind die Boxplots der Return on Equity der SPI-Unternehmen über die letzten zehn Jahre dargestellt. Der Interquartilsabstand hat sich im Vergleich zu den beiden Vorjah-

ren leicht vergrößert, was auf eine höhere Streuung der Renditen hinweist. Die hohe Anzahl von Ausreißern deutet darauf hin, dass es innerhalb des SPI-Unternehmensuniversums wei-

terhin erhebliche Unterschiede betreffend Eigenkapitalrendite gibt. Auffällig ist jedoch, dass die Ausreißer vor allem im positiven Bereich weiter streuen als in den Vorjahren.

# Kapitel 5

## Finanzierung mit Fremdkapital

Von Thomas K. Birrer und Xhenet Stalder

### 5.1. Veränderung des verzinslichen Fremdkapitals

Im Jahr 2023 sahen sich Unternehmen aufgrund des gestiegenen Zinsumfelds mit erhöhten Finanzierungskosten konfrontiert. Laut einem Bericht des Beratungsunternehmens Alvarez & Marsal (A&M) konnten Schweizer Unternehmen im internationalen Vergleich jedoch gut mit den gestiegenen Finanzierungskosten umgehen, was hauptsächlich auf ihre konservative Finanzierungsstruktur zurückzuführen ist. Im Gegensatz dazu befand sich fast jedes zehnte Unternehmen in Europa in einer finanziellen Notlage, wobei das «Distress Level» den höchsten Stand seit Beginn der Covid-19-Pandemie erreichte (Alvarez & Marsal, 2024).

Im Fokus der folgenden Abschnitte steht die Fremdkapitalfinanzierung der börsenkotierten Unternehmen in der Schweiz. Hierbei wird eine eingehende Analyse des verzinslichen Fremdkapitals vorgenommen, welche eine detaillierte Aufschlüsselung nach Branchen und Marktkapitalisierung umfasst. Ein weiterer Schwerpunkt liegt auf der Untersuchung des Schweizer Anleihenmarktes, der digitalen Anleihen und des aufstrebenden Green-Bond-Marktes. Abschliessend folgen zwei Kurzinter-

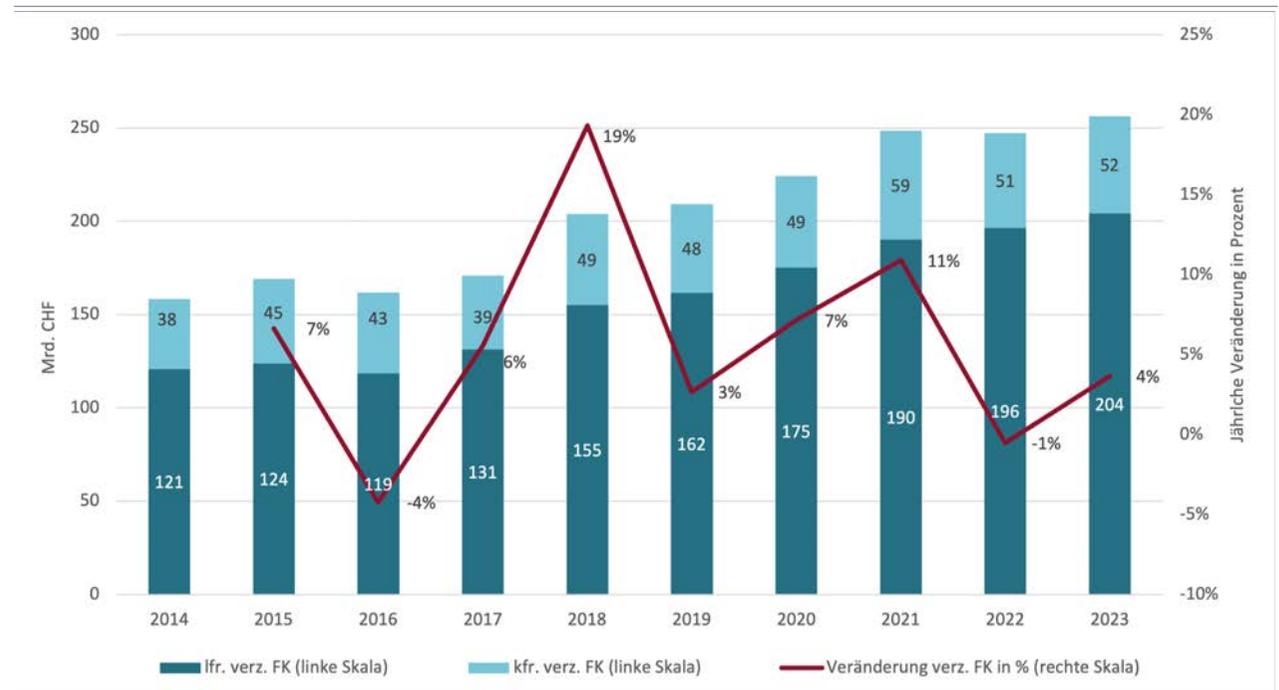


Abbildung 57: Veränderung des verzinslichen Fremdkapitals von 2014 bis 2023 (Datenquelle: Bloomberg)

views, die aktuelle Trends und Entwicklungen im Schweizer und globalen Anleihenmarkt näher beleuchten.

Abbildung 57 veranschaulicht die Entwicklung des langfristig verzinslichen Fremdkapitals und des kurzfristig verzinslichen Fremdkapitals im Zeitraum von 2014 bis 2023 sowie die jährliche prozentuale Veränderung des gesamten verzinslichen Fremdkapitals. Über den gesamten Betrachtungszeitraum hin-

weg ist eine kontinuierliche Zunahme des verzinslichen Fremdkapitals festzustellen. Nachdem dieses im Jahr 2022 erstmals seit 2016 wieder gesunken war, konnte im Jahr 2023 eine Steigerung um 4% verzeichnet werden. Dies ist vor allem auf das wachsende langfristige verzinsliche Fremdkapital zurückzuführen.

## 5.2. Verzinsliches Fremdkapital nach Marktkapitalisierung

Bei der Analyse des verzinslichen Fremdkapitals ist der dominierende Einfluss der Unternehmen mit hoher Marktkapitalisierung, den sogenannten Large Caps, zu berücksichtigen. Abbildung 58 zeigt deutlich den massgeblichen Einfluss der Large-Cap-Unternehmen, die trotz eines leichten Rückgangs in den letzten beiden Jahren immer noch mehr als zwei Drittel des gesamten verzinslichen Fremdkapitals auf sich vereinen. Im Jahr 2023 waren sie für rund 68 % des verzinslichen Fremdkapitals verantwortlich, während ihr Anteil an der gesamten Marktkapitalisierung aller analysierten Unternehmen bei rund 78 % lag. Dies zeigt, dass der Anteil ihres verzinslichen Fremdkapitals im Verhältnis zu ihrer Marktkapitalisierung etwas geringer war. Im Gegensatz dazu hatten die Mid Caps einen Anteil von rund 18 % und die Small Caps einen Anteil von rund 4 % an der gesamten Marktkapitalisierung. Auffällig ist, dass insbesondere die Small Caps im Vergleich zu ihrer Grösse einen überproportional hohen Anteil an verzinslichem Fremdkapital halten, der mehr als doppelt so hoch ist wie ihr Anteil an der Marktkapitalisierung.

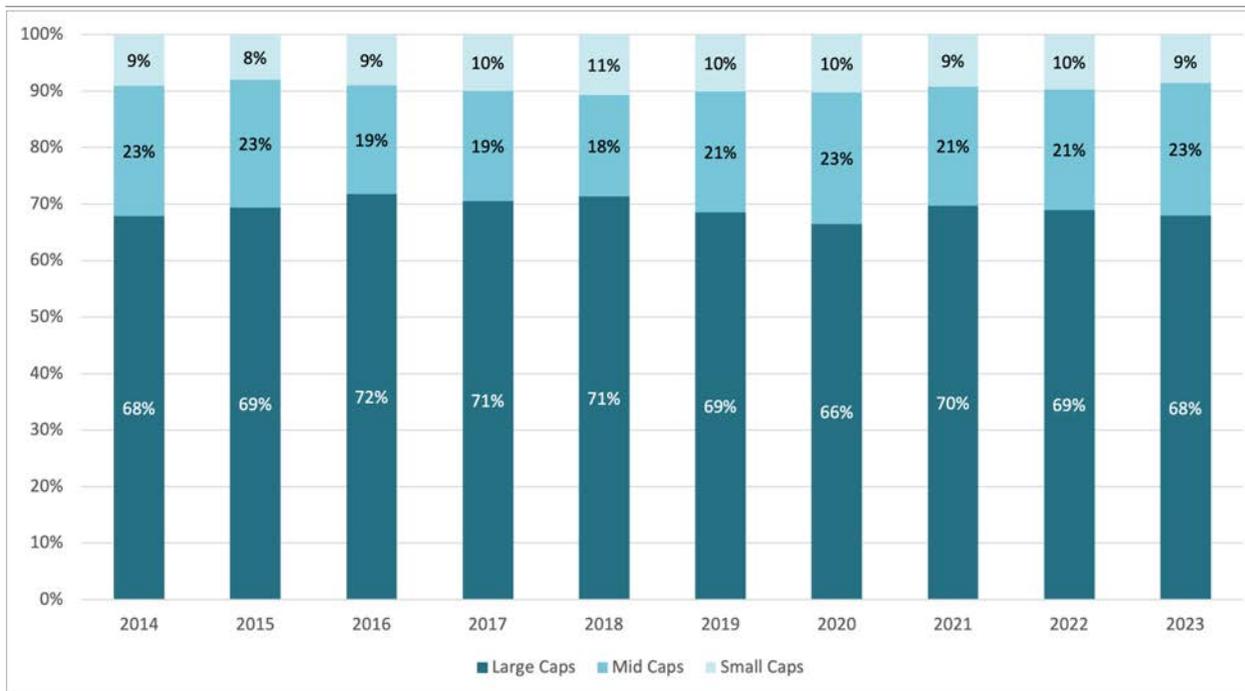


Abbildung 58: Verzinsliches Fremdkapital nach Marktkapitalisierung (Datenquelle: Bloomberg)

### 5.3. Verzinsliches Fremdkapital nach Branche

Im Rahmen der Analyse des verzinslichen Fremdkapitals wird nachfolgend der Anteil nach Branche untersucht. Damit können die Unterschiede zwischen den einzelnen Branchen näher betrachtet und deren Entwicklung analysiert werden. In Abbildung 59 sind die Branchenanteile über die letzten zehn Jahre ersichtlich. Zu den Branchen mit den höchsten Anteilen zählen

die Industrie, das Gesundheitswesen und die Verbrauchsgüter. Insbesondere die Verbrauchsgüter und die Diskretionären Verbrauchsgüter haben im betrachteten Zeitraum zugelegt, während das Gesundheitswesen an Anteil verloren hat.

Nachfolgend wird auf die einzelnen Branchen im Detail eingegangen und die treibende Kraft hinter den Veränderungen und Entwicklungen analysiert. Dabei werden die Branchen En-

ergie und Versorgung nicht gesondert behandelt. Seit der Dekotierung von Transocean im Jahr 2016 sind mit Landis+Gyr, Meyer Burger und Leclanché nur noch drei Unternehmen im Energiesektor vertreten. Ihr Anteil am verzinslichen Fremdkapital lag in den letzten Jahren unter 1%. Ein ähnliches Bild zeigt sich in der Versorgungsbranche, wo mit BKW, Edisun Power und Romande Energie nur drei Unternehmen vertreten sind.

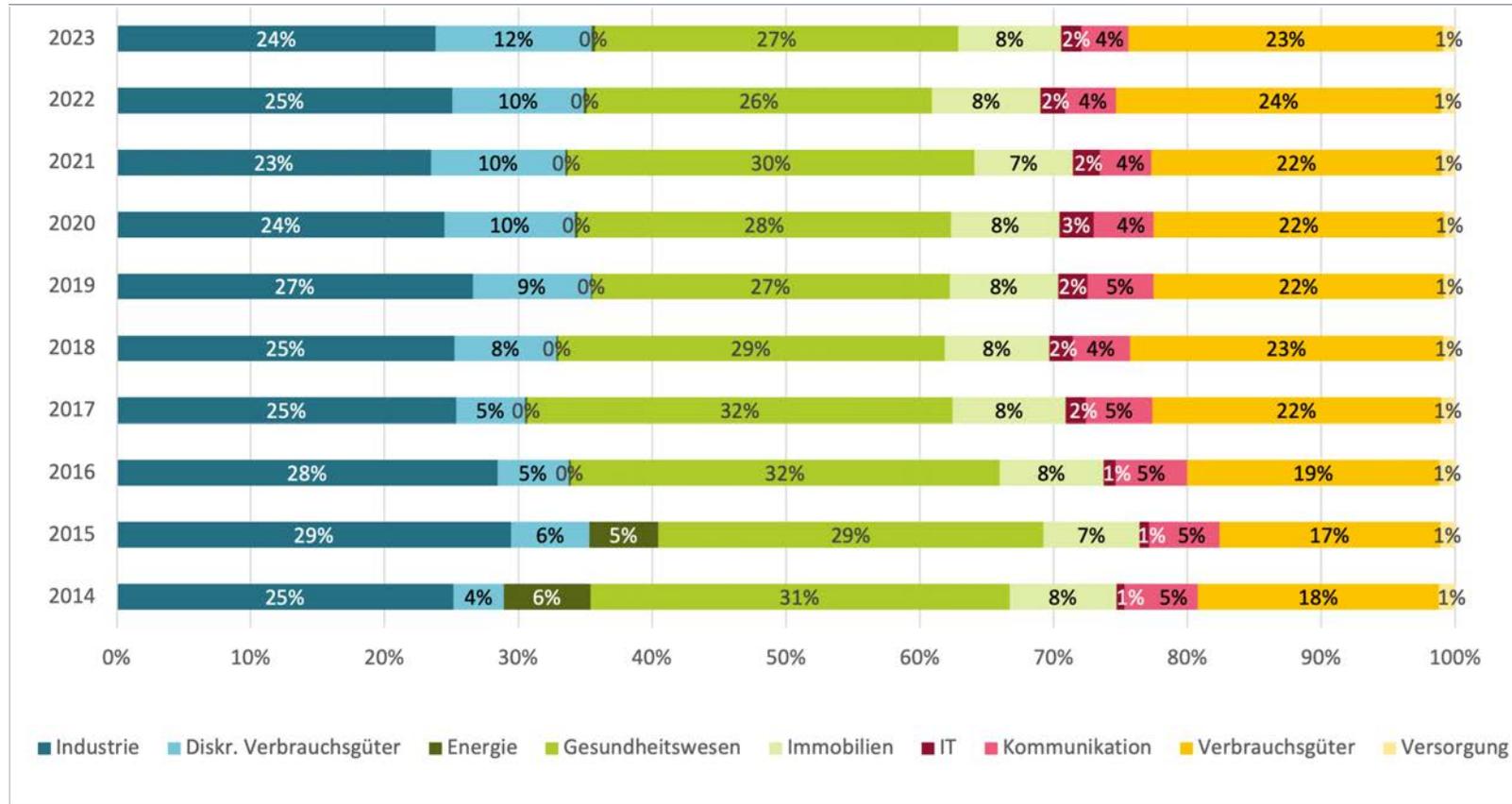


Abbildung 59: Anteil des verzinslichen Fremdkapitals nach Branche (Datenquelle: Bloomberg)

5.3.1 Diskretionäre Verbrauchsgüter

Im Jahr 2023 gab es bei den beiden grössten Unternehmen der Branche, Richemont und der Swatch, keine grossen Veränderungen. Über die gesamte Branche hinweg ist jedoch ein Anstieg der Bilanzsumme zu beobachten, was hauptsächlich auf die Verdoppelung der langfristigen Leasingverbindlichkeiten zurückzuführen ist. Die Hauptverantwortung hierfür trägt die Avolta, ehemals Dufry, die im Jahr 2023 ihren Namen änderte. Im Zuge ihrer Expansion schloss das Unternehmen neue Konzessionen ab, darunter in Spanien, wo es sich insgesamt 120 Verkaufsstellen an 21 Flughäfen für zwölf Jahre sicherte. Durch diese neuen Konzessionen erhöhte sich das langfristige Leasingvolumen von rund CHF 2 Mrd. auf rund CHF 6.8 Mrd. (Avoltaworld, 2024).



Abbildung 60: Zusammensetzung der Finanzierung der Branche Diskretionäre Verbrauchsgüter (Datenquelle: Bloomberg)

### 5.3.2 Gesundheitswesen

Im Jahr 2023 verzeichnete die summierte Bilanz der Gesundheitsbranche einen deutlichen Rückgang, was auf mehrere Faktoren zurückzuführen ist. Ein wesentlicher Grund liegt darin, dass einige Unternehmen der Branche, darunter Idorsia, ObsEva, Santhera, SHL TeleMedicine und Spexis, ihre Geschäftsberichte bis zum Zeitpunkt der Untersuchung noch nicht veröffentlicht hatten und daher in der Analyse nicht berücksichtigt werden konnten. Zudem war ein Rückgang des Eigenkapitals zu verzeichnen, der bei Novartis besonders ausgeprägt war. Das Eigenkapital verringerte sich um rund CHF 10.5 Mrd., wofür hauptsächlich drei grosse Faktoren verantwortlich sind: eine Dividende in Form von Sachleistungen für die Abspaltung von Sandoz, eine Barausschüttung von Dividenden und der Rückkauf eigener Aktien (Novartis, 2024, S. 80). Bemerkenswert ist auch der Anstieg des langfristig verzinslichen Fremdkapitals, der vor allem mit den beiden Unternehmen Roche und Lonza zusammenhängt. Beide haben ihr Anleihevolumen im Jahr 2023 erhöht, Roche um CHF 3.4 Mrd. und Lonza um CHF 1 Mrd. (Lonza, 2024b, S. 95; Roche, 2024, S. 94).

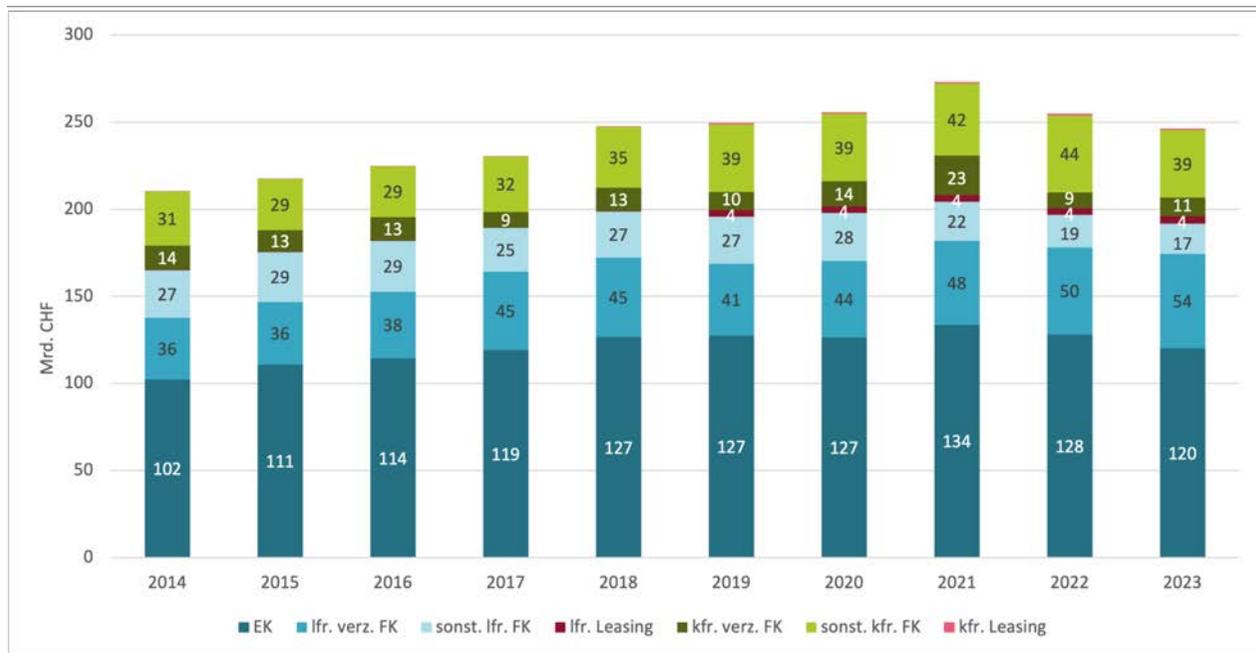


Abbildung 61: Zusammensetzung der Finanzierung der Branche Gesundheitswesen (Datenquelle: Bloomberg)

5.3.3 Immobilien

In der Immobilienbranche sind auf den ersten Blick keine grossen Veränderungen in der Finanzierungsstruktur im Jahr 2023 zu erkennen. Die Bilanzsumme verharrte ungefähr auf dem gleichen Niveau wie im Jahr 2022. Auffallend ist einzig, dass das langfristige verzinsliche Fremdkapital weiter zugenommen hat. Besonders hervorzuheben sind dabei die beiden Unternehmen PSP Swiss Property und Allreal. Erstere hat ihr langfristiges verzinsliches Fremdkapital um rund CHF 363 Mio. erhöht, während Allreal ihres um rund CHF 448 Mio. gesteigert hat. Im betrachteten Zeitraum von zehn Jahren wird deutlich, dass in der gesamten Branche sowohl das Eigenkapital als auch das langfristige verzinsliche Fremdkapital zugenommen haben. Besonders auffällig ist jedoch der starke Anstieg des Eigenkapitals. Diese Entwicklung zeigte sich auch in Abbildung 10 der Kapitalstrukturanalyse, in der ersichtlich war, dass die Immobilienbranche als eine der wenigen seit dem Jahr 2014 ihre Eigenkapitalquote erhöht hat.

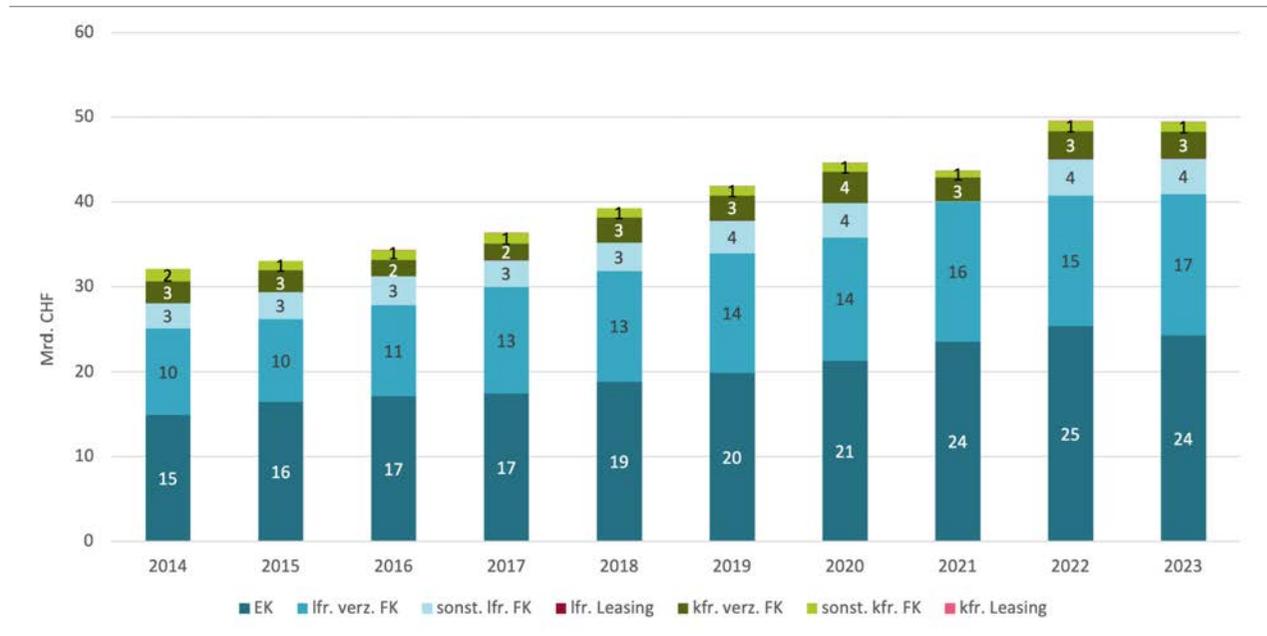


Abbildung 62: Zusammensetzung der Finanzierung der Branche Immobilien (Datenquelle: Bloomberg)

### 5.3.4 Industrie

In der Industrie lässt sich eine Abnahme der Bilanzsumme beobachten, wobei insbesondere das Eigenkapital im Vergleich zum Jahr 2022 deutlich gesunken ist. Diese Entwicklung ist auf verschiedene Faktoren zurückzuführen. Zum einen fiel das Eigenkapital von Georg Fischer aufgrund der Anwendung des Rechnungslegungsstandards Swiss GAAP FER fast vollständig weg, wie bereits im Kapitel Kapitalstruktur erwähnt. Zum anderen sank das Eigenkapital von Holcim um CHF 2.8 Mrd., was hauptsächlich auf das Aktienrückkaufprogramm und die damit verbundene Kapitalherabsetzung zurückzuführen ist (Holcim, 2024, S. 161). Zudem wurden Unternehmen wie die Phoenix Mecano, deren Jahresrechnung zum Zeitpunkt der Analyse noch nicht publiziert war, sowie die Schaffner Holding und die Von Roll Holding, die beide nicht mehr an der Schweizer Börse kotiert sind, von der Analyse ausgeschlossen.

Auch bei der Betrachtung des langfristig verzinslichen Fremdkapitals zeigen sich bei mehreren Unternehmen aufschlussreiche Veränderungen. Holcim verzeichnete hierbei einen Rückgang um rund CHF 1.5 Mrd., was hauptsächlich auf die Fälligkeit von Anleihen zurückzuführen ist (Holcim, 2024, S. 339). Demgegenüber hat Sika durch den Ausbau des Anleiheportfolios ihr langfristiges verzinsliches Fremdkapital um rund CHF 1 Mrd. erhöht (Sika, 2024, S. 231). Einen bemerkenswerten Anstieg verzeichnete auch OC Oerlikon Corporation, die ihr langfristiges verzinsliches Fremdkapital mit rund CHF 700 Mio. mehr als verdoppelte. Diese Mittel wurden unter anderem für die Übernahme des Reissverschlussproduzenten Riri Group verwendet (Oerlikon, 2024, S. 78).



Abbildung 63: Zusammensetzung der Finanzierung der Branche Industrie (Datenquelle: Bloomberg)

5.3.5 IT

Die Abbildung 64 zeigt eine Abnahme der Bilanzsumme der IT-Branche um CHF 2.29 Mrd., was einem Rückgang von 10.9% entspricht. Diese Entwicklung ist auf die Abnahme des Eigenkapitals und des sonstigen kurzfristigen Fremdkapitals zurückzuführen. Zudem führte die Übernahme der Crealogix durch den Konkurrenten Vencora zur Dekotierung der Aktie von der Schweizer Börse, wodurch im Vergleich zum Vorjahr rund CHF 98.5 Mio. an Bilanzsumme fehlen (MarketScreener, n. d.). Bei ams-OSRAM kam es im Jahr 2023 zu einem Rückgang des Eigenkapitals durch die Verwendung von Gewinnreserven. Trotz einer Kapitalerhöhung von rund CHF 775 Mio. sank ihr Eigenkapital im Vergleich zum Vorjahr um rund CHF 1 Mrd. (Cash, n. d.). Ihr langfristig verzinsliches Fremdkapital ging um rund CHF 617 Mio. zurück, während das kurzfristige verzinsliche Fremdkapital um rund CHF 132 Mio. und das sonstige langfristige Fremdkapital um CHF 216 Mio. anstieg. Auch bei Kudelski ist eine Zunahme des kurzfristig verzinslichen Fremdkapitals um CHF 123 Mio. zu verzeichnen, während das langfristige verzinsliche Fremdkapital um rund CHF 159 Mio. abnahm.

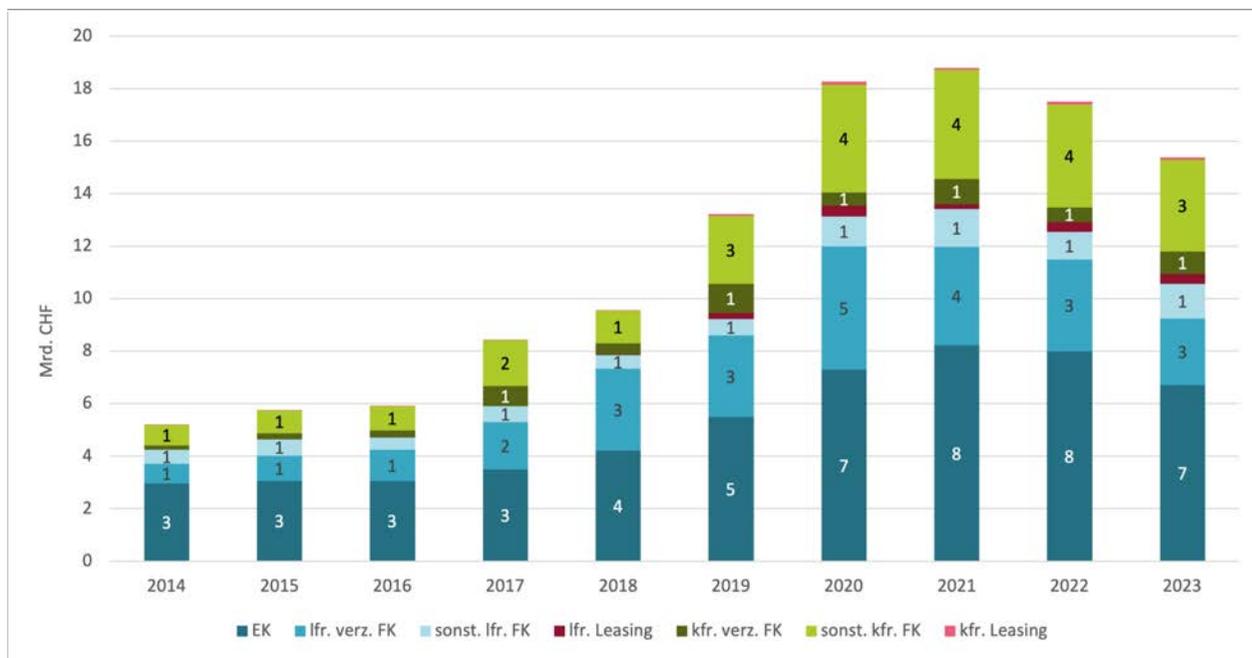


Abbildung 64: Zusammensetzung der Finanzierung der Branche IT (Datenquelle: Bloomberg)

### 5.3.6 Kommunikation

Die Bilanzsumme der Kommunikationsbranche verzeichnete im Vergleich zum Vorjahr einen leichten Rückgang um rund CHF 298 Mio. bzw. -0.8%. Diese Entwicklung ist hauptsächlich auf die Abnahme des langfristig verzinslichen Fremdkapitals zurückzuführen. Der grösste Anteil daran entfällt auf Swisscom, die dieses um CHF 490 Mio. reduzierte. Als dominierender Akteur innerhalb der Branche hat sie einen Anteil von rund 71% an der gesamten Bilanzsumme. Zugunsten eines umfassenden Verständnisses der gesamten Branche wurde zusätzlich eine Analyse ohne Berücksichtigung der Swisscom durchgeführt, was jedoch keine bedeutenden Änderungen offenbart. Dies zeigt deutlich, dass die Verteilung der Bilanzsummen sowohl mit als auch ohne Swisscom in den letzten drei Jahren stabil geblieben ist. Daher wurde auf eine separate Darstellung verzichtet.

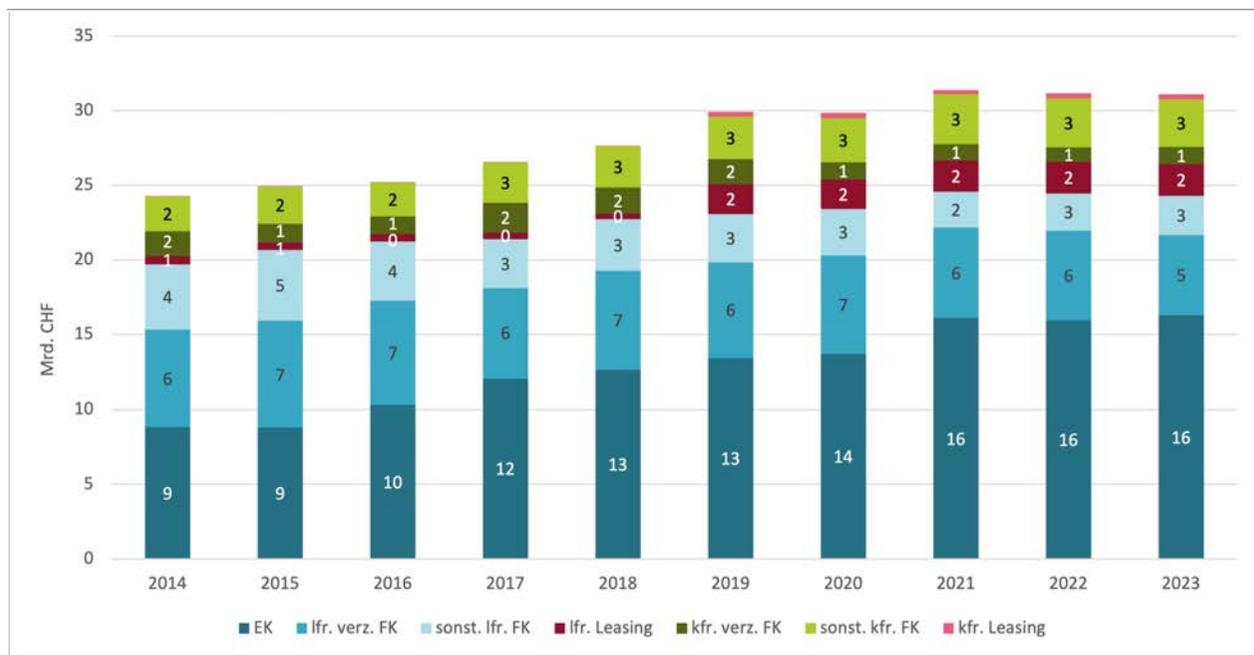


Abbildung 65: Zusammensetzung der Finanzierung der Branche Kommunikation (Datenquelle: Bloomberg)

5.3.7 Verbrauchsgüter

In der Verbrauchsgüterbranche zeigte sich in den letzten beiden Jahren eine Verringerung der Bilanzsumme. Allein im vergangenen Jahr verzeichnete die Branche einen Rückgang von rund CHF 9.4 Mrd., was einem Minus von 5.8 % entspricht. Diese Entwicklung ist grösstenteils auf die Abnahme des Eigenkapitals und des sonstigen langfristigen verzinslichen Fremdkapitals zurückzuführen. Ein wesentlicher Faktor für die Abnahme des Eigenkapitals ist der erhebliche Rückgang bei Nestlé um rund CHF 6,4 Mrd., was etwa 15 % entspricht. Dieser Rückgang steht in direktem Zusammenhang mit den Aktienrückkaufprogrammen von Nestlé. Das aktuelle Rückkaufprogramm wurde am 3. Januar 2022 mit einem Volumen von bis zu CHF 20 Mrd. gestartet und soll bis Ende Dezember 2024 abgeschlossen werden (Nestlé, 2024, S. 157). Gleichzeitig hat das Unternehmen sein langfristiges verzinsliches Fremdkapital in den vergangenen zwei Jahren um rund CHF 9.3 Mrd. oder 28 % erhöht.

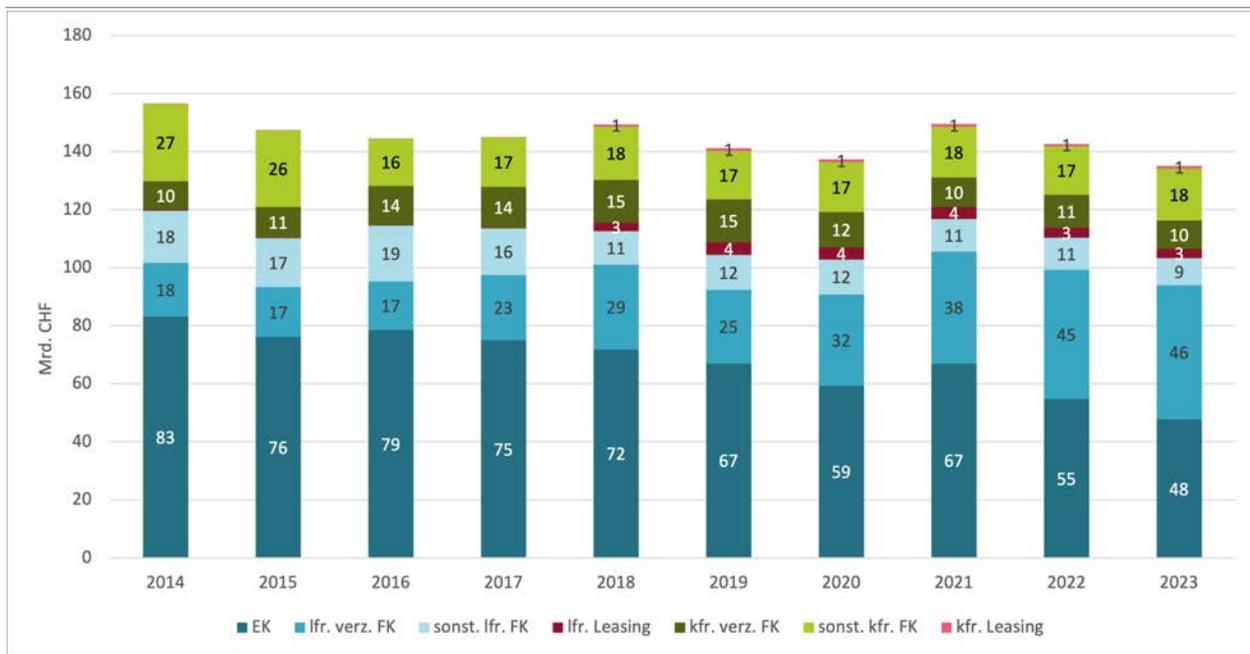


Abbildung 66: Zusammensetzung der Finanzierung der Branche Verbrauchsgüter (Datenquelle: Bloomberg)

Nestlé dominiert die Verbrauchsgüterbranche mit einem Anteil von rund 83.5% an der gesamten Bilanzsumme. Um ein differenzierteres Verständnis der gesamten Branche zu erhalten, wird in der Abbildung 67 eine Auswertung ohne Nestlé dargestellt. Dabei ist ebenfalls ein leichter Rückgang der Bilanzsumme in den letzten beiden Jahren ersichtlich. Ein Teil dieses Rückgangs kann auf die Dekotierung von Valora im Jahr 2022 zurückgeführt werden.

Zudem ist eine leichte Abnahme des langfristig verzinslichen Fremdkapitals zu verzeichnen. Barry Callebaut reduzierte ihr langfristiges Fremdkapital durch das Auslaufen einer Anleihe um rund CHF 401 Mio. oder rund etwa 31% (Barry Callebaut, 2024, S. 88). Lindt & Sprüngli verzeichnete eine ähnliche Reduktion von rund CHF 250 Mio. oder 25%. Das kurzfristige verzinsliche Fremdkapital stieg im gleichen Umfang, da eine Anleihe vom langfristigen ins kurzfristige Fremdkapital umgliedert wurde (Lindt & Sprüngli, 2024, S. 140). Gleiches geschah bei der Bell Food Group, was zu einer annähernden Verdoppelung des kurzfristigen Fremdkapitals um rund 93% führte (Bell Food Group, 2024, S. 86).

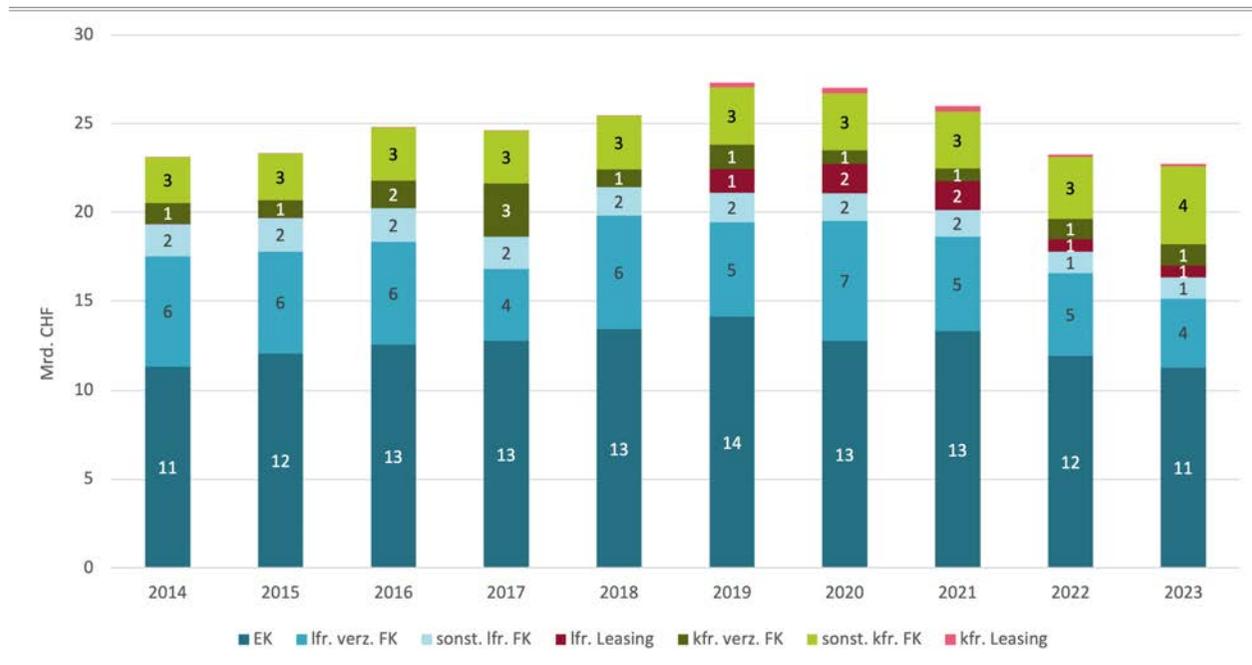


Abbildung 67: Zusammensetzung der Finanzierung der Branche Verbrauchsgüter exkl. Nestlé (Datenquelle: Bloomberg)

#### 5.4. Nettoverschuldung und Nettoverschuldungsgrad

Bei der Beurteilung der finanziellen Stabilität eines Unternehmens sollte nicht nur das verzinsliche Fremdkapital, sondern auch weitere Finanzkennzahlen berücksichtigt werden. Im Folgenden werden daher die Nettoverschuldung (Net Debt) und der Nettoverschuldungsgrad betrachtet. Die Nettoverschuldung gibt an, inwieweit das Unternehmen in der Lage ist, sein verzinsliches Fremdkapital mit den vorhandenen liquiden Mitteln zu bedienen. Der Nettoverschuldungsgrad wiederum setzt diese Kennzahl ins Verhältnis zur wirtschaftlichen Leistungsfähigkeit, gemessen am EBITDA. Diese Kennzahl veranschaulicht, wie viele Jahre das Unternehmen benötigen würde, um das verzinsliche Fremdkapital zu begleichen (Lütolf et al., 2019 S. 41-43).

Abbildung 68 zeigt die Volumina der Nettoverschuldung und den Median des Nettoverschuldungsgrades der letzten zehn Jahre, wobei in den letzten beiden Jahren ein Anstieg beider Kennzahlen zu verzeichnen ist. Im Jahr 2023 ist eine Zunahme der Nettoverschuldung um 16.7 % zu beobachten. Demgegenüber steht eine nur marginale Erhöhung des EBITDA um 0.2%. Vor diesem Hintergrund ist der Anstieg des Nettoverschuldungsgrades nicht überraschend.

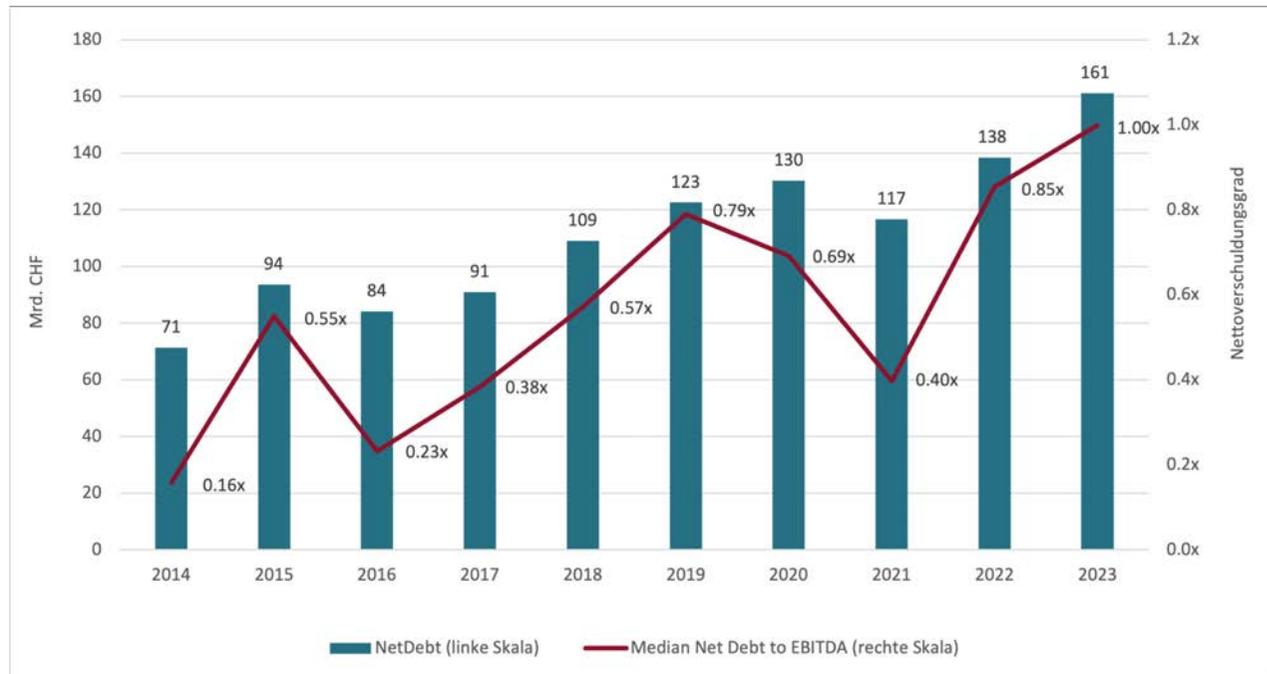


Abbildung 68: Nettoverschuldung und Median Nettoverschuldungsgrad über zehn Jahre (Datenquelle: Bloomberg)

In Abbildung 69 ist die Entwicklung des Nettoverschuldungsgrades anhand einer Box-Plot-Grafik dargestellt. Ein genauer Blick auf die Entwicklung der einzelnen Werte zeigt, dass sich insbesondere im letzten Jahr die Streuung tendenziell erhöht hat. Die höchsten Werte sind alle dem Immobiliensektor zuzuordnen. Dieser Aspekt wird in der weiteren Analyse der verschiedenen Branchen in Tabelle 13 näher erläutert. Den tiefsten Nettoverschuldungsgrad weist Sensirion mit  $-7.2x$  auf. Der Sensorhersteller liegt bereits bei der Höhe der Eigenkapitalquote an erster Stelle und weist nur wenig Fremdkapital auf, sodass er keine Nettoverschuldung, sondern ein Nettofinanzguthaben von rund CHF 73 Mio. ausweist.

In den nächsten Abbildungen wird der Nettoverschuldungsgrad der Large-Cap, Mid-Cap und Small-Cap-Unternehmen verglichen. Dessen Median blieb über die drei Gruppen hinweg auf einem ähnlichen Niveau, wobei sich seit dem Jahr 2014 bei allen ein leichter Anstieg abzeichnet. Besonders bei den Small Caps ist der Anstieg am stärksten zu beobachten. Zusätzlich ist die Streuung der einzelnen Werte bei den Small Caps am grössten, während sie bei den Large Caps am geringsten ausfällt. Die Streuung nimmt folglich mit zunehmender Unternehmensgrösse ab.

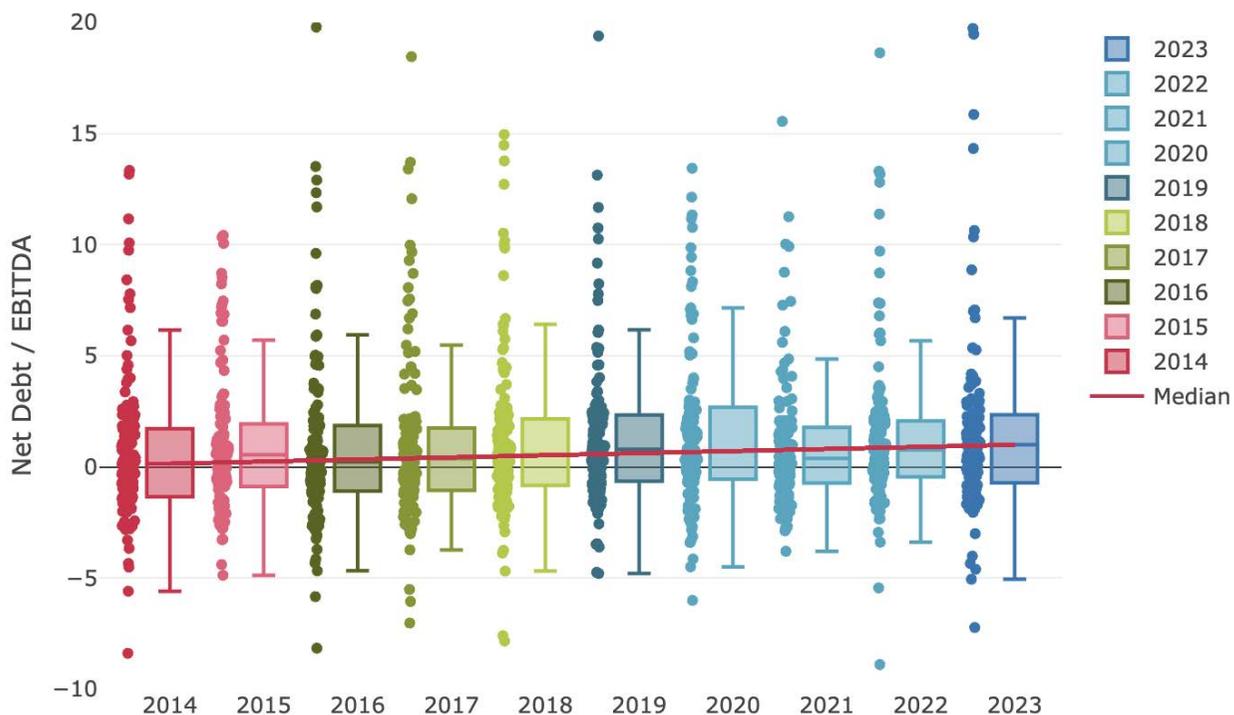


Abbildung 69: Nettoverschuldungsgrad von 2014 bis 2023

[Link zur interaktiven Abbildung](#)

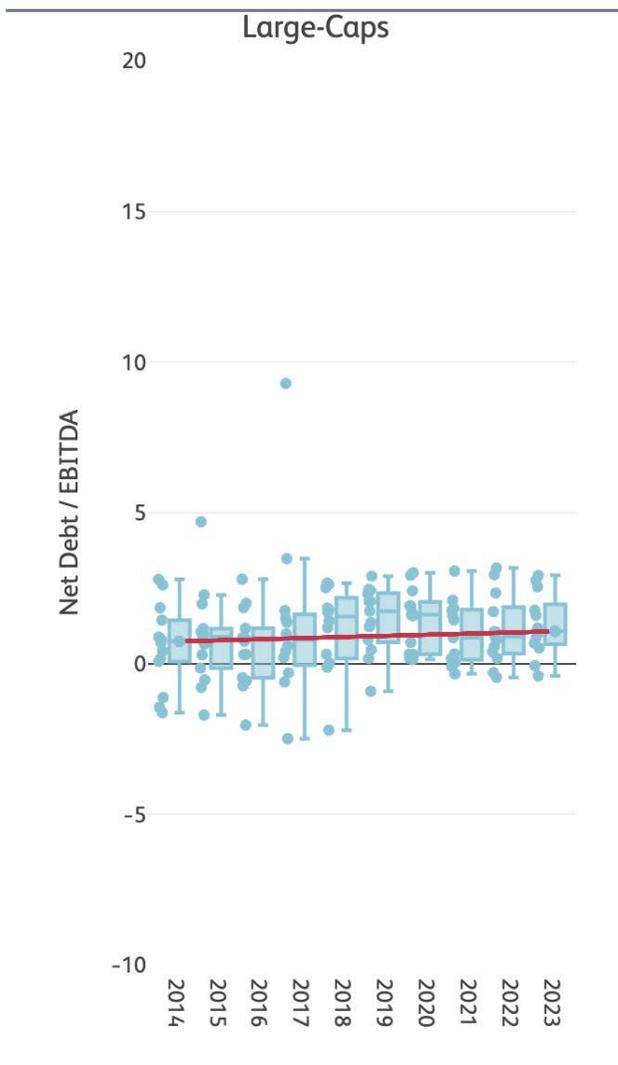


Abbildung 70: Nettoverschuldungsgrad Large Caps über die letzten zehn Jahre (Datenquelle: Bloomberg)  
[Link zur interaktiven Abbildung](#)

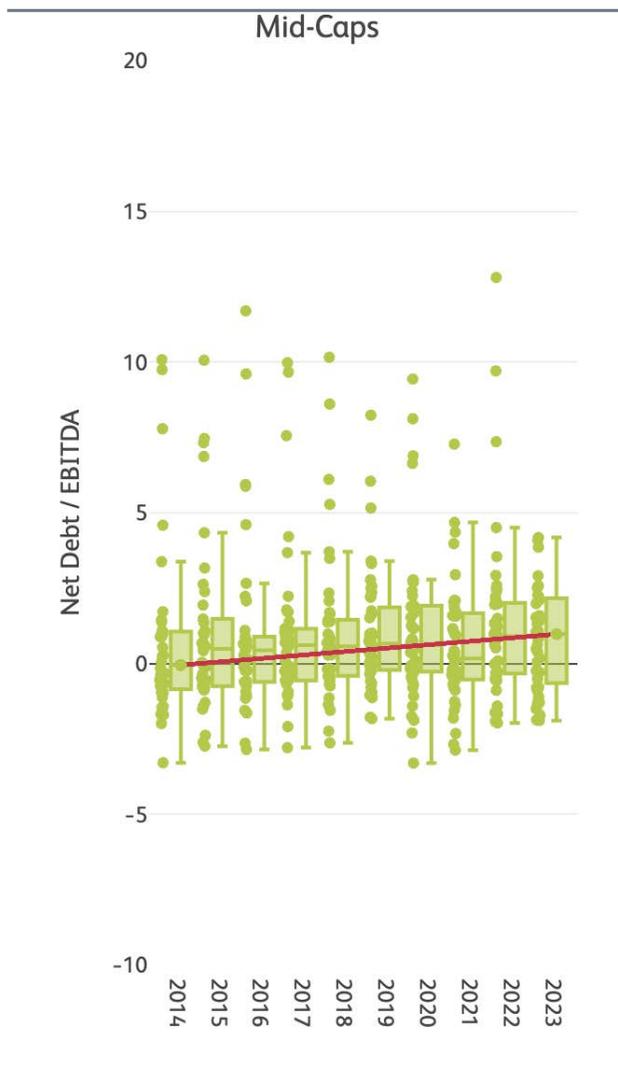


Abbildung 71: Nettoverschuldungsgrad Mid Caps über die letzten zehn Jahre (Datenquelle: Bloomberg)  
[Link zur interaktiven Abbildung](#)

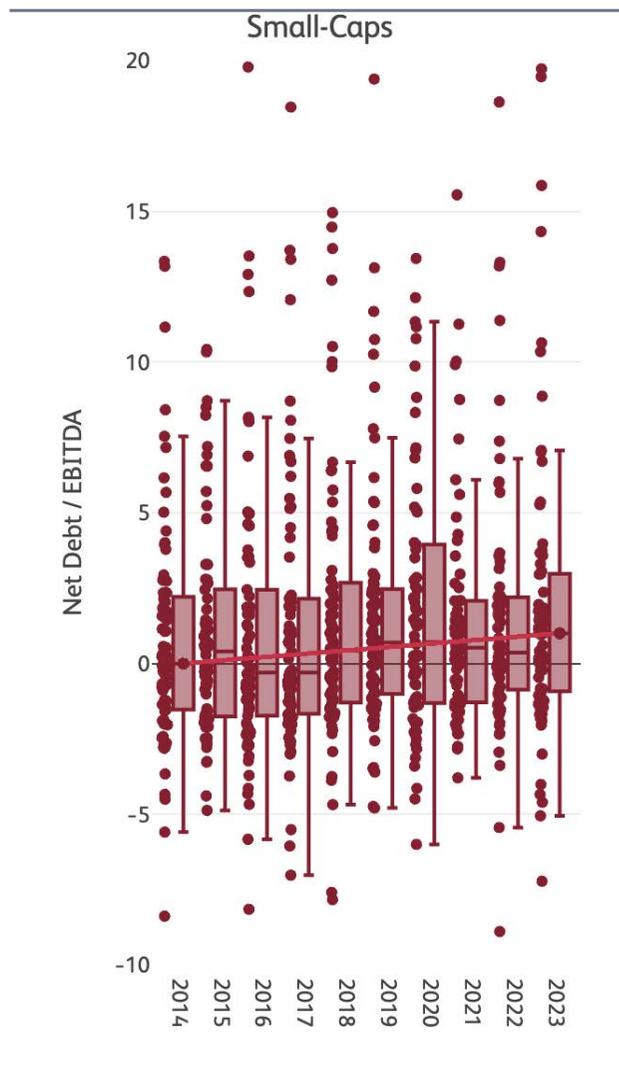


Abbildung 72: Nettoverschuldungsgrad Small Caps über die letzten zehn Jahre (Datenquelle: Bloomberg)  
[Link zur interaktiven Abbildung](#)

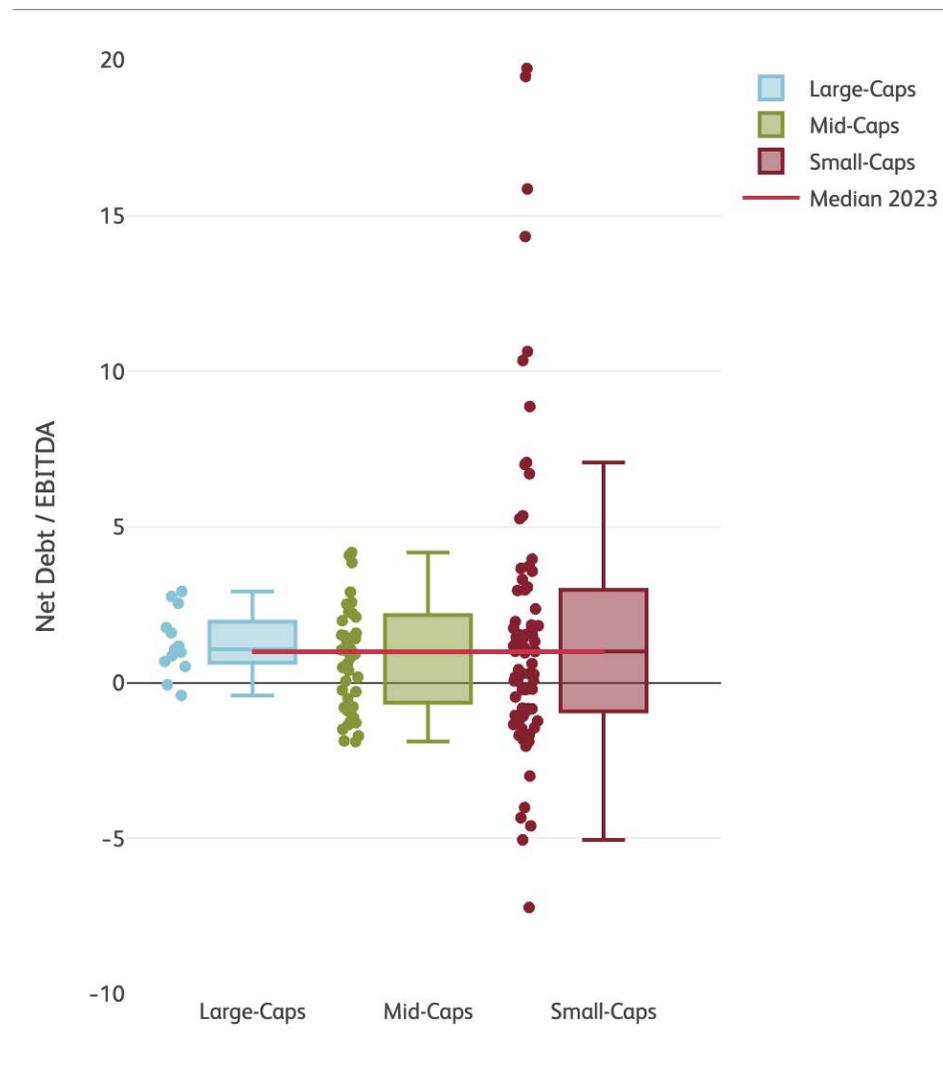


Abbildung 73: Nettoverschuldungsgrad per Ende 2023 nach Marktkapitalisierung (Datenquelle: Bloomberg)  
[Link zur interaktiven Abbildung](#)

Im weiteren Verlauf erfolgt eine detaillierte Betrachtung des Nettoverschuldungsgrads der Large-Cap-Unternehmen. Ein Vergleich der letzten beiden Jahre zeigt eine leichte Abnahme bei den Unternehmen mit den höchsten Werten. Dennoch verzeichneten 8 der 15 betrachteten Large Caps einen Anstieg ihrer Nettoverschuldungsgrade.

Den grössten Zuwachs im Jahr 2023 wies Sika auf. Dies ist darauf zurückzuführen, dass sie die MBCC Group, einen weltweit führenden Anbieter von Bauchemikalien, im vergangenen Jahr für CHF 5.5 Mrd. übernommen hat (Triebe, B., 2024). Zur Finanzierung der Transaktion stieg die Nettoverschuldung von rund CHF 2 Mrd. im Jahr 2022 auf rund CHF 5.2 Mrd. an (Sika, 2024, S. 145). Auch der Wert von Lonza hat sich stark erhöht, bleibt jedoch weiterhin auf einem gesunden Niveau. Im Jahr 2021 wies das Unternehmen noch einen negativen Nettoverschuldungsgrad aus. Der Anstieg im vergangenen Jahr ist hauptsächlich auf den leichten Rückgang des EBITDA und die Fortführung der umfangreichen Investitionsstrategie zur Unterstützung des zukünftigen Wachstums zurückzuführen (Lonza, 2024a). Demgegenüber weist Schindler den deutlich niedrigsten Wert unter den Large-Caps auf. Dies ist hauptsächlich auf die hohe Liquidität und die geringe Verschuldung zurückzuführen, was zur zweitiefsten Nettoverschuldung aller Unternehmen führt.

Um die Nettoverschuldungsgrade innerhalb der einzelnen Branchen vergleichen zu können, gibt Tabelle 13 einen Überblick über die Medianwerte der letzten zehn Jahre. Mit Ausnahme der IT-Branche sind die Medianwerte in diesem Zeitraum in allen Branchen gestiegen. Im Jahr 2023 zeigten die meisten Branchen nur geringfügige Veränderungen. Verbessert haben sich die Branchen Verbrauchsgüter, Energie und IT, wobei die IT-Branche den geringsten Verschuldungsgrad aller Branchen aufweist. Die Branchen Gesundheitswesen, Immobilien, Industrie, Kommunikation, Verbrauchsgüter und Versorger haben sich im vergangenen Jahr verschlechtert. Besonders auffällig ist jedoch der Anstieg im Immobiliensektor. Zwar weist die Branche aufgrund ihres kapitalintensiven Geschäftsmodells und der im Vergleich zu anderen Branchen geringeren Liquidität traditionell eine hohe Nettoverschuldung auf.

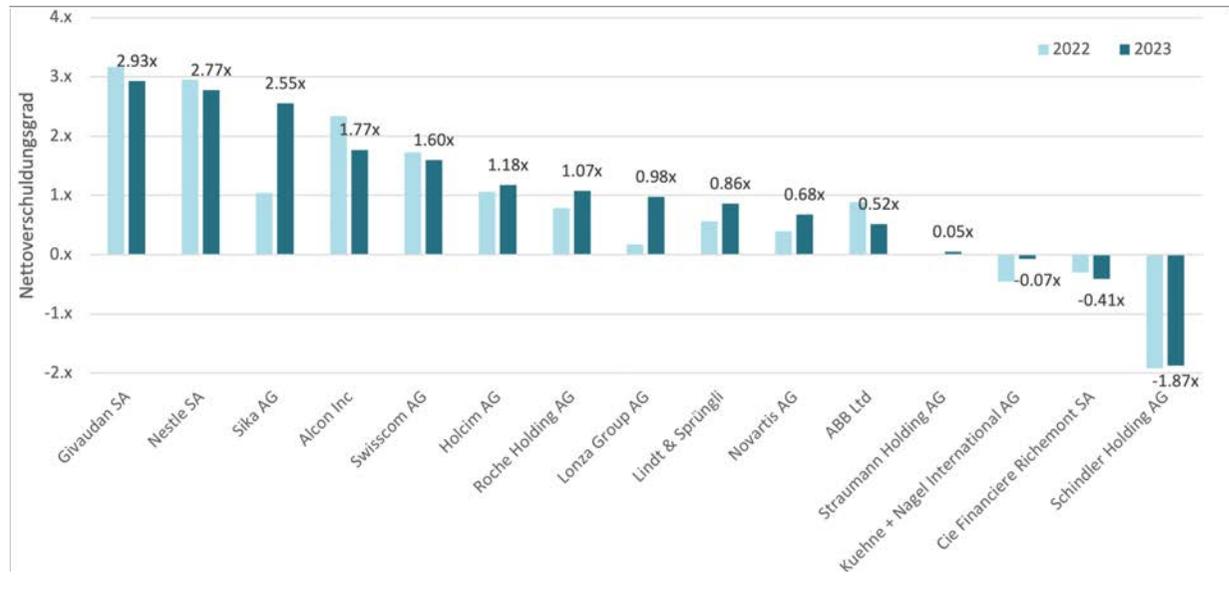


Abbildung 74: Nettoverschuldungsgrad der Large-Caps 2023 im Vergleich zu 2022 (Datenquelle: Bloomberg)

Branche	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
<b>Diskr. Verbrauchsgüter</b>	-0.69	-0.27	-0.90	-0.79	-0.47	-0.27	1.18	0.22	0.10	0.06
<b>Energie</b>	0.57	2.63	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	2.45	1.32	1.08
<b>Gesundheitswesen</b>	-0.47	-0.22	0.14	0.20	0.44	0.95	0.64	0.34	0.47	0.96
<b>Immobilien</b>	9.75	7.40	6.88	7.56	6.68	7.64	8.33	6.10	7.37	10.49
<b>Industrie</b>	-0.46	-0.62	-0.51	-0.55	-0.18	0.07	0.05	-0.11	0.58	0.61
<b>IT</b>	0.05	0.69	1.10	0.82	0.91	0.98	0.91	-0.63	-0.13	-0.56
<b>Kommunikation</b>	-0.21	0.59	0.21	-0.50	1.10	1.93	0.70	0.99	-1.06	-0.22
<b>Verbrauchsgüter</b>	1.44	1.01	1.28	1.16	1.45	1.36	1.68	1.46	1.69	1.71
<b>Versorgung</b>	0.89	0.55	0.76	0.71	0.80	0.96	0.74	1.76	0.98	1.00

Tabelle 13: Mediane der Nettoverschuldungsgrade der Branchen von 2014 bis 2023 (Datenquelle: Bloomberg)

Im vergangenen Jahr hat sich der Nettoverschuldungsgrad jedoch nochmals deutlich verschlechtert. Ausschlaggebend dafür war der Rückgang des EBITDA, den die meisten Unternehmen der Branche verzeichneten. Dieser ist hauptsächlich auf die Neubewertung des Immobilienportfolios infolge der Zinswende zurückzuführen. Würde das EBITDA vor Neubewertungen als Basis dienen, wäre der Verschuldungsgrad bei den meisten Unternehmen deutlich niedriger.

### 5.5. Fremdkapitalkosten

Die Analyse des verzinslichen Fremdkapitals hat gezeigt, dass der Bestand in den letzten zehn Jahren deutlich gestiegen ist. In diesem Abschnitt wird nun untersucht, wie sich die Kosten für das verzinsliche Fremdkapital bei den börsenkotierten Unternehmen entwickelt haben. Dazu wurde der Zinsaufwand ins Verhältnis zum verzinslichen Fremdkapital gesetzt. Abbildung 75 bietet eine detaillierte Übersicht über die Fremdkapitalkosten im Jahr 2023 in allen Branchen. Daraus geht hervor, dass die Immobilienbranche im Median mit 1.3% die niedrigsten Fremdkapitalkosten vorzuweisen hatte. Beachtlich ist, dass wie im Vorjahr die beiden Immobilienunternehmen mit den höchsten Fremdkapitalkosten eine internationale Ausrichtung aufweisen: Orascom und Varia US Properties. Wie bereits bei den Eigenkapitalquoten weist die Immobilienbranche auch bei den Fremdkapitalkosten die geringste Streuung über alle Branchen hinweg auf. Die höchsten Fremdkapitalkosten im Median verzeichnete im vergangenen Jahr die Industrie mit einem Wert von 2.9%.

Abbildung 76 veranschaulicht die Entwicklung der Fremdkapitalkosten in den verschiedenen Branchen über die letzten zehn Jahre. Im Vergleich zum Jahr 2022 ist ein Anstieg der Kosten in sämtlichen Branchen zu beobachten, was angesichts des höheren Zinsniveaus keine Überraschung darstellt. Bei einer Betrachtung über den gesamten Zeitraum von 2014 bis 2023 zeigt sich jedoch in den meisten Branchen eine leicht rückläufige Tendenz. Lediglich in der Verbrauchsgüterbranche ist im Median ein geringer Anstieg zu verzeichnen.

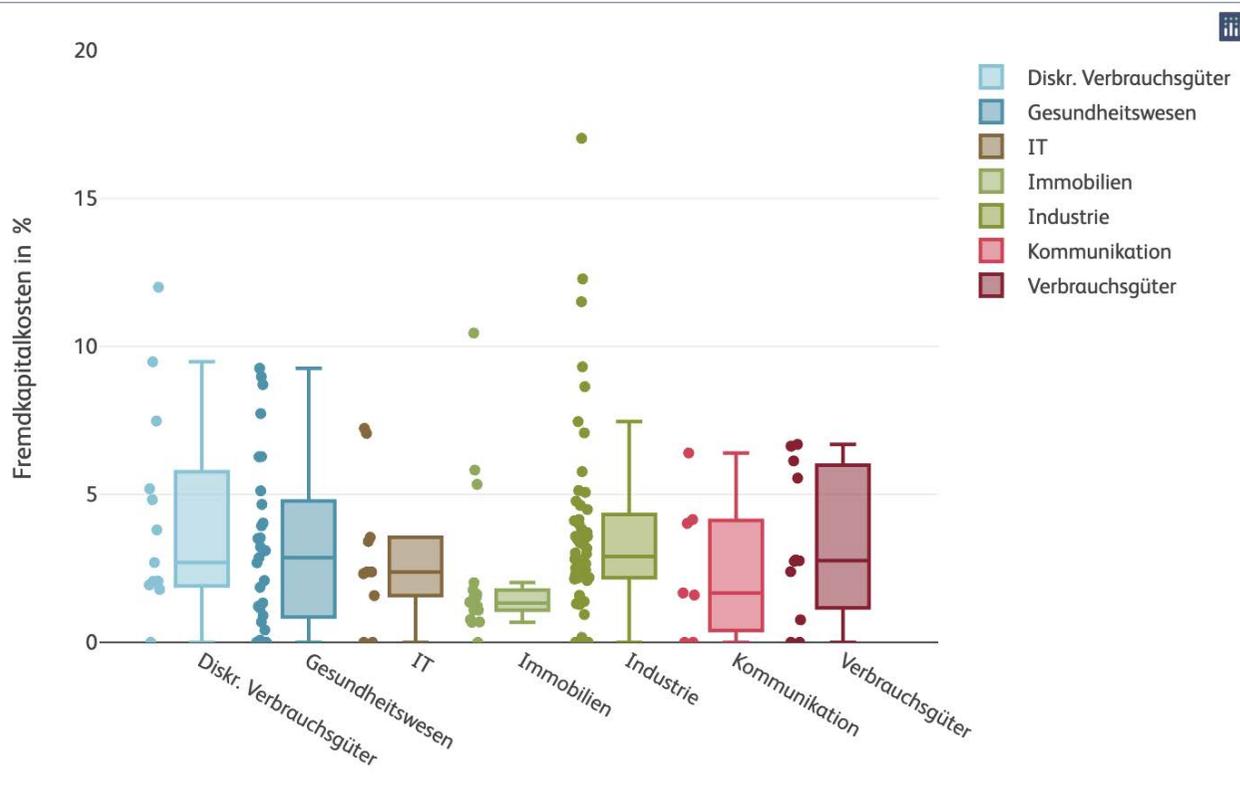


Abbildung 75: Fremdkapitalkostensätze im Jahr 2023 nach Branche (Datenquelle: Bloomberg)

[Link zur interaktiven Abbildung](#)

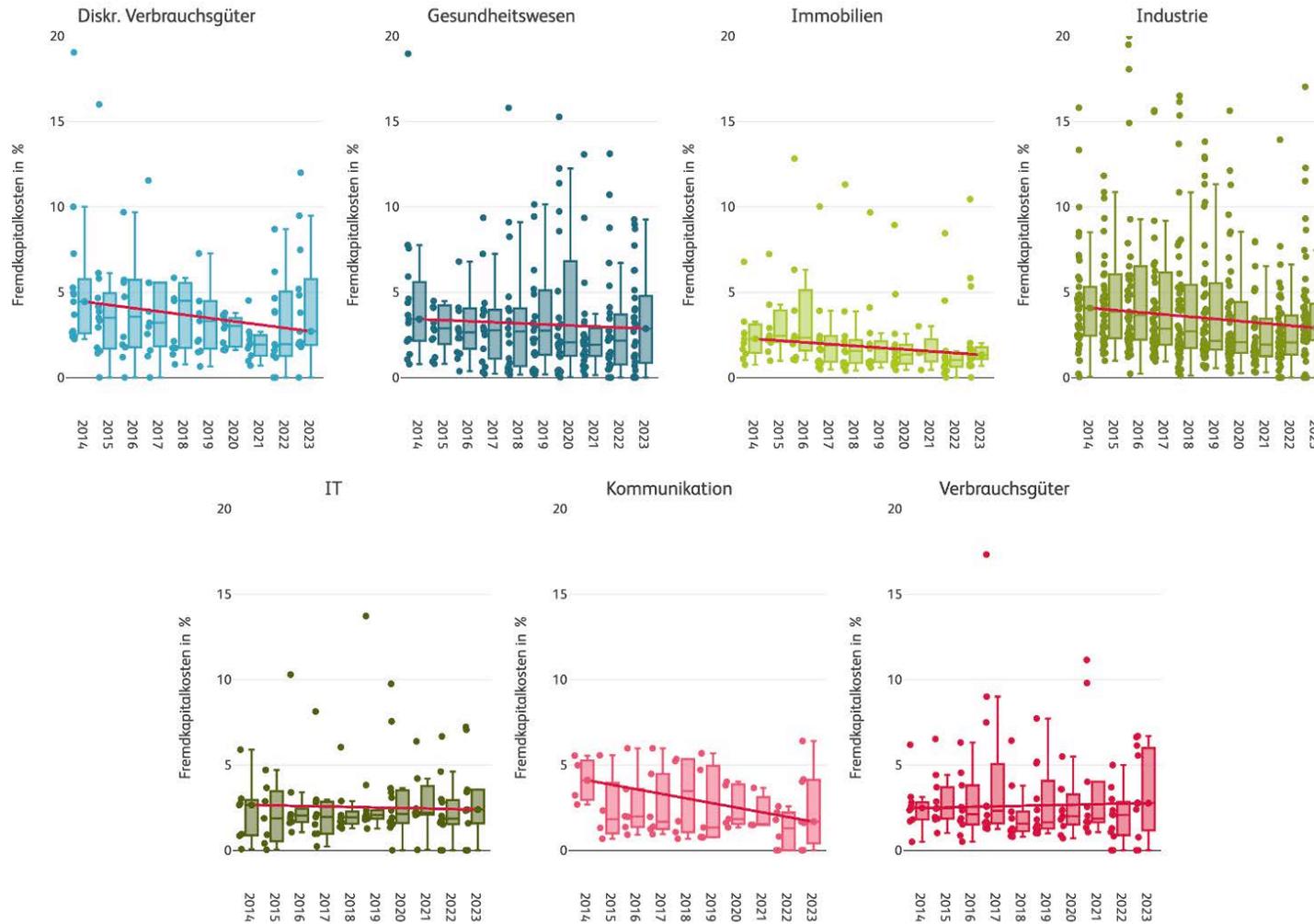


Abbildung 76: Fremdkapitalkostensätze nach Branche von 2014 bis 2023 (Datenquelle: Bloomberg)  
[Link zur interaktiven Abbildung](#)

## 5.6. Anleihen

Anleihen sind ein zentrales Element der Fremdkapitalfinanzierung für börsennotierte Schweizer Unternehmen, insbesondere für solche mit einem erstklassigen Rating. Gemäss der Zürcher Kantonalbank entfallen über 85 % aller Emissionen im Inland auf den Ratingbereich A bis AAA (Zürcher Kantonalbank, 2024). Im vergangenen Jahr war ein weiterer Anstieg des Emissionsvolumens zu beobachten. Mit einem emittierten Anleihevolumen von CHF 67.8 Mrd. überstieg das Jahr 2023 bereits im Oktober das gesamte Volumen aus dem Jahr 2022 von CHF 67 Mrd. bzw. jenes aus 2021 von CHF 58 Mrd. (Zürcher Kantonalbank, 2023b).

Dieser Abschnitt befasst sich mit den ausstehenden Anleihen der untersuchten Unternehmen. Es werden verschiedene Analysen durchgeführt, um mögliche Entwicklungen in den letzten zehn Jahren aufzuzeigen. Ein besonderes Augenmerk liegt auf Green Bonds und digitalen Bonds. Deren Entwicklung wird sowohl anhand von Daten als auch auf Basis zweier Interviews vertieft.

Bei der Fremdkapitalfinanzierung von Unternehmen spielt das Zinsniveau eine bedeutende Rolle. Die Renditen der Anleihen der Schweizerischen Eidgenossenschaft werden häufig als Benchmark für den risikolosen Zinssatz herangezogen und dienen somit als bedeutsame Referenz zur Beurteilung der aktuellen Finanzierungskosten. Abbildung 77 zeigt die Renditeentwicklung von Anleihen der Schweizerischen Eidgenossenschaft über die letzten zehn Jahre. Es ist deutlich zu erkennen, dass nach dem Ende der Negativzinsphase im Jahr 2022 die Renditen wieder angestiegen sind, ehe sie nach dem Höhepunkt des Zinsniveaus im Laufe des Jahres 2023 wieder zurückgingen. Die Zinskurven liegen nun näher beieinander und bemerkenswerterweise liegt die Rendite der zwanzigjährigen Bundesanleihen ab 2023 unter jener der zweijährigen Anleihen, was auf eine inverse Zinsstruktur hindeutet.

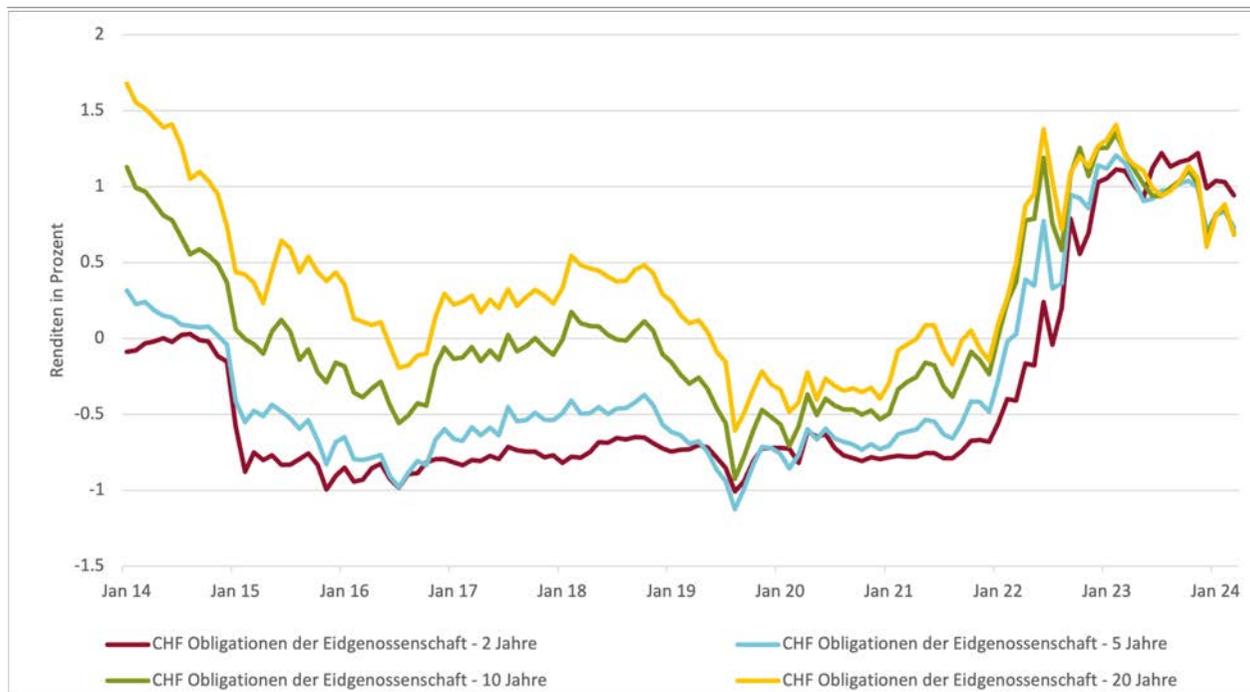


Abbildung 77: Entwicklung der Renditen auf Anleihen der Schweizer Eidgenossenschaft (Datenquelle: Bloomberg)

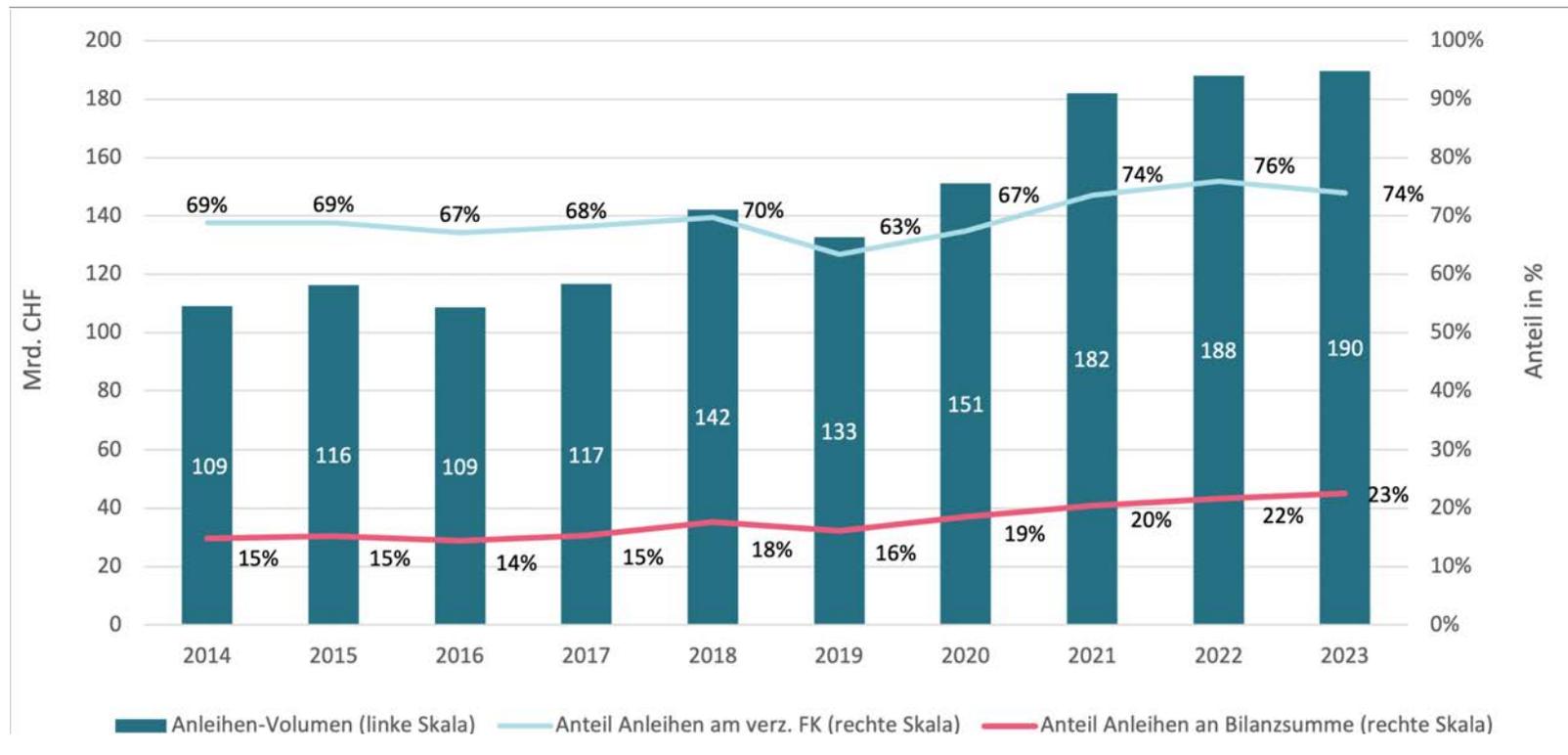


Abbildung 78: Entwicklung Anleihevolumen von 2014 bis 2023 (Datenquelle: Bloomberg)

### 5.6.1 Anleihevolumen über die letzten zehn Jahre

Abbildung 78 zeigt das Gesamtvolumen der Anleihen der untersuchten Unternehmen über die letzten zehn Jahre. Zusätzlich wird der Anteil der Anleihen am verzinslichen Fremdkapital und an der Bilanzsumme dargestellt. Es ist ersichtlich, dass das Gesamtvolumen der Anleihen in den letzten zehn Jahren durchschnittlich pro Jahr um 6.3% (CAGR) zugenommen hat. Auch im Jahr 2023 stieg das Volumen weiter von rund CHF 188 Mrd. auf rund CHF 190 Mrd. an. Haupttreiber dieses Wachstums waren vor allem die Finanzierungstätigkeiten von Nestlé mit einem Volumenzuwachs von rund 12% und Roche mit rund

19%. Für die nahe Zukunft sind die Erwartungen eines weiteren Wachstums des Anleihenmarktes ebenfalls positiv, wie aus den Interviews mit der Zürcher Kantonalbank und Moody's hervorgeht.

Der Anteil des Anleihevolumens an der Bilanzsumme ist ebenfalls gestiegen, da die Bilanzsumme rund 1.5% pro Jahr (CAGR) weniger stark gewachsen ist als das Anleihevolumen. Der Anteil des verzinslichen Fremdkapitals ist im Jahr 2023 leicht zurückgegangen, hat aber insgesamt im Betrachtungszeitraum von zehn Jahren zugenommen. Dies spiegelt sich

auch in der durchschnittlichen jährlichen Wachstumsrate von rund 5.5% wider.

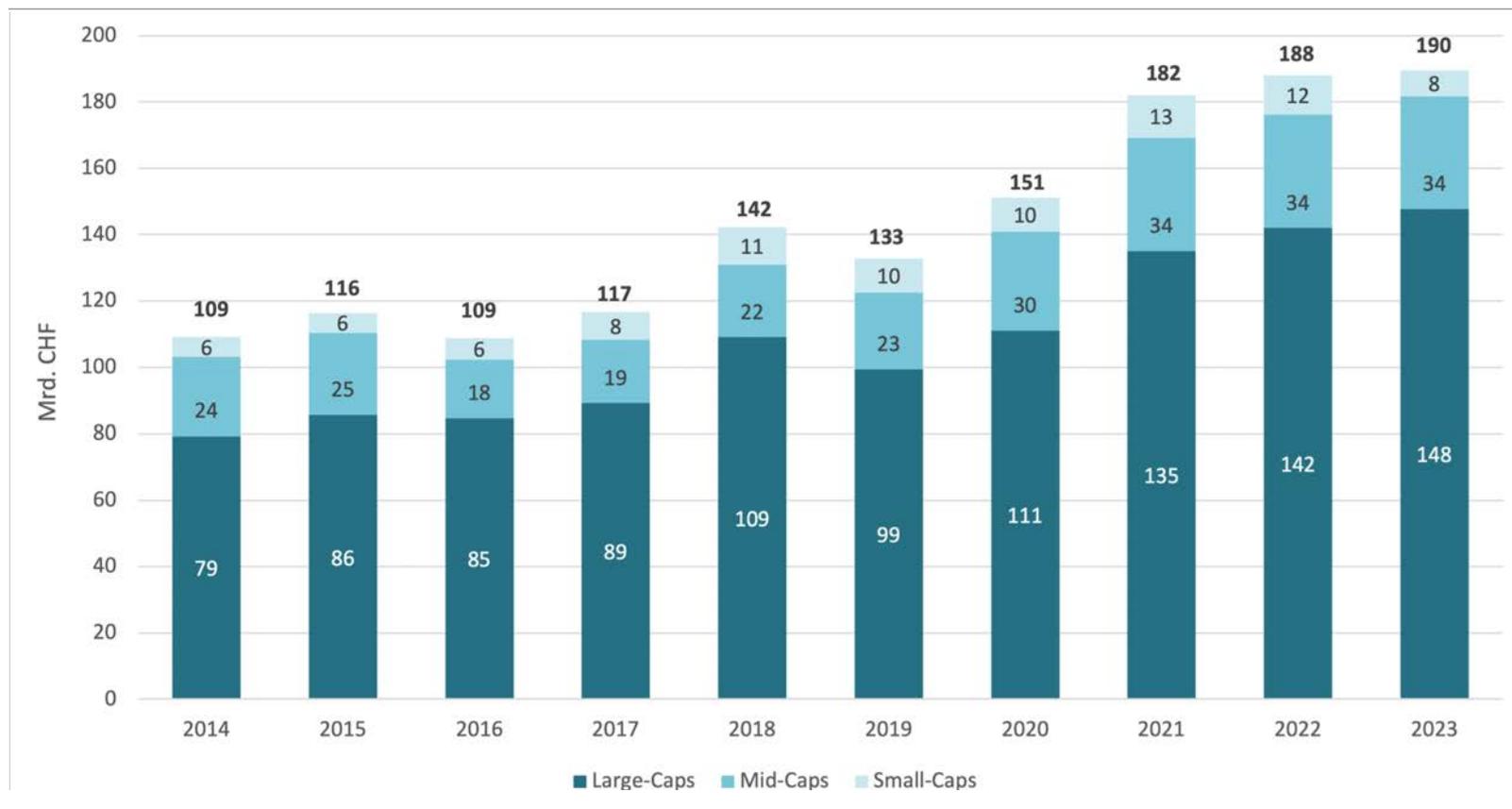


Abbildung 79: Veränderung des Anleihevolumens von 2014 bis 2023 nach Marktkapitalisierung (Datenquelle: Bloomberg)

Im betrachteten Zeitraum verzeichneten alle Marktkapitalisierungsgruppen eine Zunahme ihres Anleihevolumens. Abbildung 79 verdeutlicht eine interessante Tatsache. Besonders auffällig ist der Anstieg bei den Large Caps, die eine CAGR von rund 7.2% erreichten. Deren Anteil am Gesamtvolumen stieg von rund 73% im Jahr 2014 auf rund 78% im Jahr 2023. Auch Small und Mid Caps konnten zulegen, wobei erstere um durchschnittlich 3.2% und letztere um 4% pro Jahr gewachsen sind.

Jedoch stagnierte das Wachstum seit der Zinswende im Jahr 2022. Das Volumen der Mid Caps blieb stabil, während bei den Small Caps sogar ein leichter Rückgang zu verzeichnen war. Der Rückgang bei den Small Caps ist jedoch mit Vorsicht zu interpretieren, da wichtige Emittenten wie Idorsia und Peach Property Group aufgrund fehlender Jahresabschlüsse in den Daten für 2023 nicht enthalten sind.

In Abbildung 80 wird ein genauerer Blick auf das Anleihevolumen der Large-Cap-Emittenten geworfen. Hier wird ersichtlich, wie sich im Jahr 2023 das Volumen von CHF 148 Mrd. aus den einzelnen Unternehmen zusammensetzt. Besonders auffällig ist der Beitrag von Nestlé, der mehr als ein Drittel des Gesamtvolumens ausmacht. Zusammen mit Roche und Novartis erreichen diese drei Unternehmen fast zwei Drittel des Gesamtvolumens der Large-Cap-Emittenten, was ihre bedeutende Stellung am Markt unterstreicht.

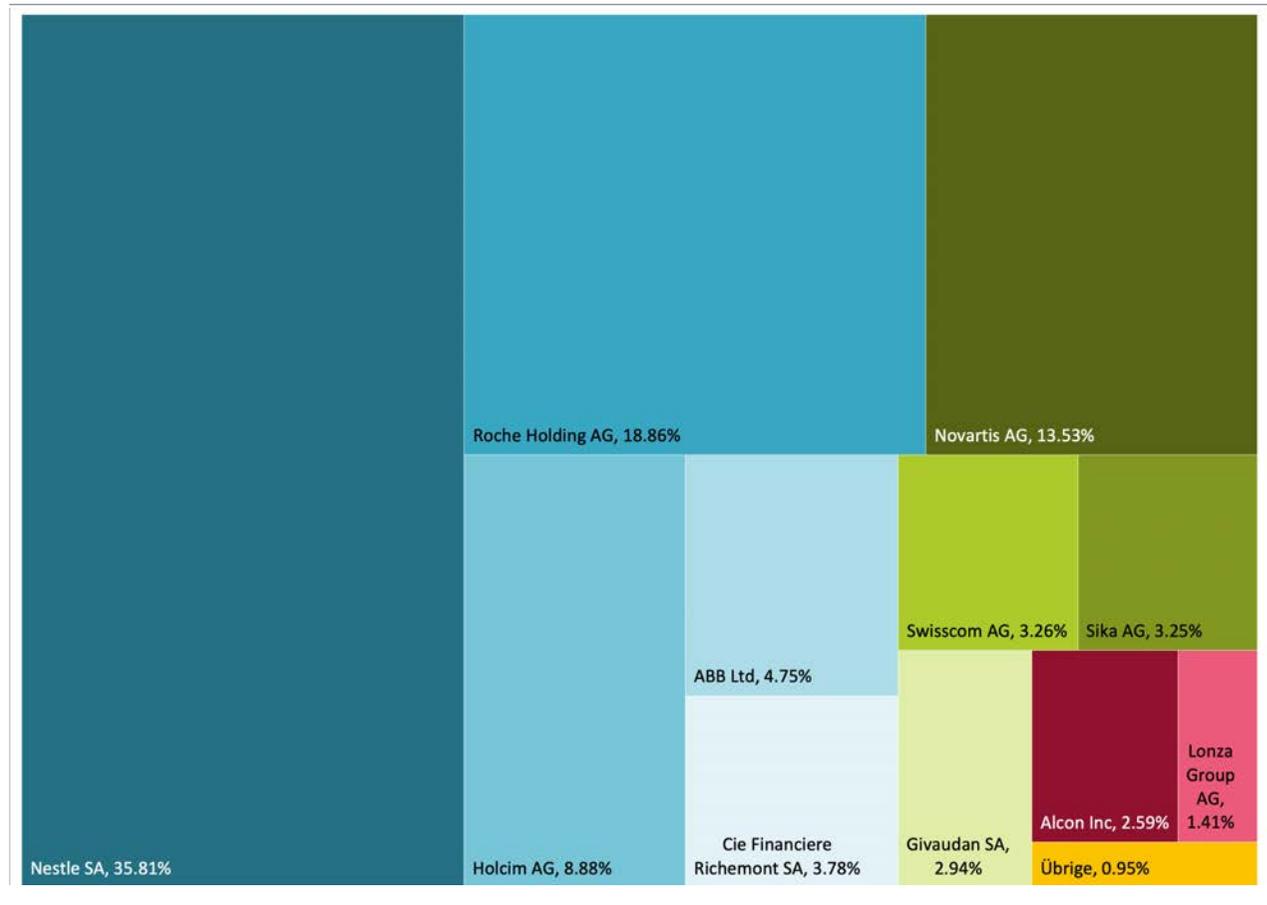


Abbildung 80: Anteil Anleihevolumen Large Caps (Total: CHF 147 Mrd.) per Ende 2023 (Datenquelle: Bloomberg)

In Tabelle 14 werden die fünf grössten Emittenten von Anleihen aufgelistet. Dabei handelt es sich um die in Abbildung 32 dargestellten Unternehmen Nestlé, Roche, Novartis, Holcim und ABB. Es zeigt sich, dass Nestlé nicht nur beim Volumen, sondern auch bei der Anzahl der Anleihen an erster Stelle steht, während Holcim von den fünf Unternehmen den tiefsten Median-Coupon ausweist.

Aus der Analyse des Anleihevolumens der letzten zehn Jahre geht hervor, dass die Branchen Gesundheitswesen, Verbrauchsgüter und Industrie die höchsten Volumina aufweisen. Wie in den beiden vorherigen Abbildungen ersichtlich wird das Anleihevolumen besonders von den grossen Unternehmen beeinflusst. Im Industriesektor sind vor allem Holcim und ABB für das hohe Volumen verantwortlich, im Gesundheitssektor dominieren Novartis und Roche, und im Verbrauchsgütersektor spielt Nestlé eine entscheidende Rolle. Die deutliche Zunahme bei den Diskretionären Verbrauchsgütern ist hauptsächlich der Richemont zuzuschreiben, während das Wachstum in der Immobilienbranche durch Swiss Prime Site und PSP Swiss Property vorangetrieben wurde.

Unternehmen	Total Volumen in CHF Mrd.	Anzahl Anleihen	Volumengewichtete durchschnittliche Duration	Zinszahlungen in CHF Mio.	Median Coupon in %	Volumengewichteter durchschnittlicher Coupon in %
Nestlé	52.90	79	7.53	1.17	1.88	2.20
Roche	27.86	40	7.13	0.86	2.34	3.09
Novartis	20.00	19	8.08	0.46	1.75	2.14
Holcim	13.11	31	7.30	0.23	1.38	1.73
ABB	7.01	16	5.10	0.14	2.04	2.02
<b>Summe</b>	<b>120.88</b>	<b>185</b>	<b>7.03</b>	<b>2.86</b>	<b>1.88</b>	<b>2.24</b>

Tabelle 14: Ausstehende Anleihen der vier grössten Unternehmen per Ende 2023 (Datenquelle: Bloomberg)

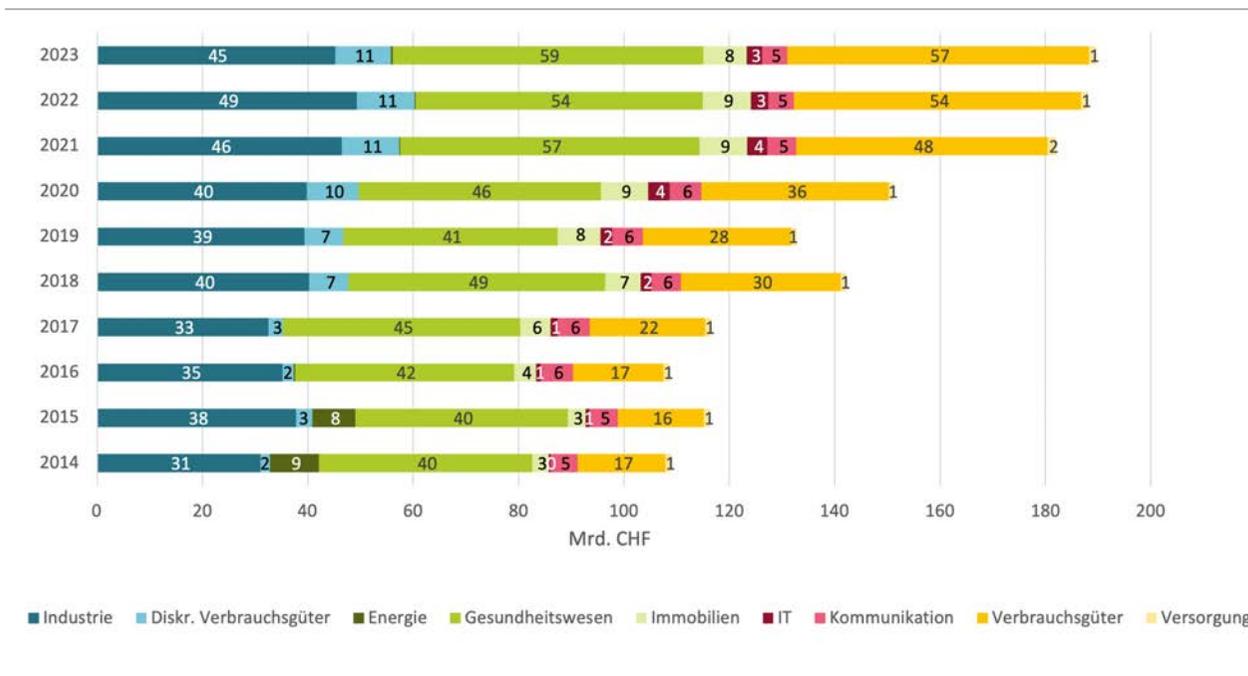


Abbildung 81: Ausstehende Anleihen nach Branche von 2014 bis 2023 (Datenquelle: Bloomberg)

### 5.6.2 Digitale Anleihen und die SDX

Im November 2021 wurde die SIX Digital Exchange (SDX) lanciert, eine digitale Börse und eine Tochtergesellschaft der SIX Group, die auf u.a. die Emission sowie den Handel digitaler Anleihen ausgerichtet ist. Digitale Anleihen streben eine Revolution hinsichtlich Emission und Handel mit Anleihen an. Digitale Anleihen werden mithilfe der Distributed Ledger Technologie (DLT) herausgegeben (Gusdorf et al., 2023). Diese Technologie hat das Potential, die Transaktionskosten zu senken, die Liquidität zu erhöhen, den Zugang zu den Kapitalmärkten zu erleichtern und die Abwicklungszeiten zu verkürzen. Als vollkommener regulierter Marktplatz verbindet die SDX die Sicherheit und Überwachung einer traditionellen Börse mit den Stärken der Blockchain-Technologie (SDX, 2024). Seit der Lancierung vor fast drei Jahren hat sich viel verändert.

Am 1. Dezember 2023 startete die SNB zusammen mit sechs Geschäftsbanken den Pilotbetrieb mit digitalem Zentralbankgeld für Finanzinstitute, auch bekannt als Wholesale Central Bank Digital Currency (wCBDC). Die teilnehmenden Banken sind die Banque Cantonale Vaudoise, Basler Kantonalbank, Commerzbank, Hypothekbank Lenzburg, UBS und die Zürcher Kantonalbank. Das Pilotprojekt läuft bis Juni 2024 und wird auf der regulierten Plattform der SIX Digital Exchange (SDX) durchgeführt (SNB, 2023). Jos Dijsselhof, CEO der SIX, sagt über die Zusammenarbeit folgendes:

«Die Schweiz steht an der Spitze der digitalen Finanzinnovation. Die Zusammenarbeit zwischen der SIX, der SNB und sechs Geschäftsbanken beim Pilotbetrieb für tokenisiertes Zentralbankgeld ist ein wegweisender Schritt. Sie ist ein Beweis für unser Engagement für die Zukunft des digitalen Finanzwesens und unterstreicht die transformative Kraft von DLT im Finanzsystem.» (SIX Group AG, 2024)

Beim digitalen Zentralbankgeld muss zwischen dem wCBDC und Retail-CBDC unterschieden werden. Erstere bezeichnet eine digitale Zentralbankwährung, welche ausschliesslich Geschäftsbanken und anderen Finanzinstituten zur Verfügung steht, wie dies auch bei der Helvetia Phase III der SNB der Fall ist (MoneyToday, n. d., Birrer, Amstutz und Wenger, 2023). Die

Investoren und Emittenten der digitalen Anleihen kommen dagegen mit dem Zentralbankgeld nicht in Berührung und überweisen oder erhalten weiterhin traditionelle Schweizer Franken. Auf der anderen Seite steht Retail-CBDC für eine digitale Zentralbankwährung, die direkt von Privat- und Geschäftskunden gehalten werden kann. Diese Ausgabe von digitalem Zentralbankgeld für die breite Bevölkerung könnte das zweistufige System zwischen Zentral- und Geschäftsbanken verändern (Lauderer, 2022). In der Schweiz ist dies jedoch noch in weiter Ferne, denn die SNB hat in der Vergangenheit ein Retail-CBDC stets ausgeschlossen. In Europa gestaltet sich die Situation anders. Hier schreitet die Einführung des «digitalen Euro» voran. Nach einer zweijährigen Testphase hat die EZB im Oktober 2023 beschlossen, das Projekt weiterzuverfolgen. In den kommenden zwei Jahren sollen nun die grundlegenden Voraussetzungen für eine mögliche Einführung geschaffen werden (FuW, 2023).

Wie die SDX die aktuellen Entwicklungen bei den digitalen Anleihen beurteilt und welche Erfahrungen der Kanton Basel-Stadt als Emittent einer digitalen Anleihe gesammelt hat, wird in den zwei nachfolgenden Interviews erläutert.

### 5.6.3 Interview SIX Digital Exchange



Stefan Bosshard



Silvio Holdener

Die SDX ist eine vollständig regulierte Handels-, Abwicklungs- und Verwahrungsinfrastruktur für digitale Wertpapiere. Im November 2021 wurde die erste digitale Anleihe an der SIX Digital Exchange (SDX) lanciert. Seither hat sich in der Welt der digitalen Anleihen und der SDX einiges getan. Um diese Entwicklun-

gen näher zu beleuchten, folgen an dieser Stelle Kernaussagen aus einem Interview mit **Stefan Bosshard, Product Head Fixed Income, und Silvio Holdener, Senior Business Development Manager bei der SDX.**

**Im Rahmen Ihres Gastbeitrags in der Finanzierungs- und Treasurystudie 2022 haben Sie die digitalen Anleihen und die SDX vorgestellt. Wir würden gerne von Ihnen erfahren, welche Entwicklungen und Fortschritte es seit der Veröffentlichung dieses Beitrags gegeben hat und was für ein Zwischenfazit Sie ziehen?**

«Seit der Studie von 2022 hat sich in der Tat einiges getan. Dies gilt sowohl für den Bereich der digitalen Assets im Allgemeinen und der von der SDX emittierten digitalen Anleihen im Besonderen. Nach der ersten Emission einer digitalen Anleihe im November 2021 war die SDX damit beschäftigt, eine digitale "Brücke" zur traditionellen Welt zu bauen. Im November 2022 wurde die erste Richtung dieser Brücke geöffnet. Die SDX konnte SIX SIS als neues Mitglied ihres Central Securities Depository (CSD) begrüssen. Damit wurde es möglich, digitale Anleihen auch in der traditionellen Welt zu halten und zu handeln. Kurz nach der Lancierung dieser Dienstleistung emittierte die UBS eine digitale Anleihe über CHF 375 Mio. auf der SDX. Dies war weltweit die erste digitale Anleihe, die in die traditionelle Welt (z.B. zu SIX SIS) transferiert werden konnte. Zudem wurde die Anleihe dank dieser Brücke sowohl an der SIX Digital Exchange als auch an der traditionellen Börse SIX Swiss Exchange kotiert und zum Handel zugelassen. Seit dieser Transaktion haben wir weitere Emissionen von digitalen Anleihen gesehen: Im Januar 2023 emittierte die Stadt Lugano die weltweit erste digitale Anleihe, die als Sicherheit für Repo-Transaktionen mit einer Zentralbank verwendet werden kann. Mit der Lancierung des Pilotprojekts Helvetia Phase III mit digitalem Zentralbankgeld für Finanzinstitute kamen dann noch sechs weitere Emissionen hinzu (dazu später mehr).»

«Seit dem 1. Februar 2023 können zudem EUR-denominierte Anleihen emittiert und gehandelt werden, wobei das Settlement bei Primär- und Sekundärmarkttransaktionen gegen tokenisierte EUR (tEUR) erfolgt. Des Weiteren haben wir im September 2023 auch die „Brücke“ in die andere Richtung geschlagen. So können traditionell entstandene Anleihen (z.

B. in SIX SIS oder auch einen Schritt weiter aussen z. B. Euroclear) in SDX CSD DLT (SIX Digital Exchange AG) tokenisiert und auf der SDX Börse (SDX Trading AG) zum Handel zugelassen werden. Wir ermöglichen so trading mit atomic settlement auf traditionellen Anleihen, was vorerst vor allem im internationalen Anleihenhandel interessant sein kann. Dort kennen sich die Handelsparteien derzeit nicht immer und müssen untereinander Kreditlinien haben, da bei börslich gehandelten Anleihen nicht immer ein Clearing (eine Art Versicherung bis zur Abrechnung) vorhanden ist. Zu guter Letzt können seit März 2024 Anleihen, welche unter ausländischem Recht unterliegen, ebenfalls auf der SDX-Börse (SDX Trading AG) kotiert werden. Dies ist jedoch nur möglich, wenn sie durch eine Globalurkunde verbrieft sind, die bei einer von der SDX anerkannten Sammelverwaltungsorganisation (ohne SIX Digital Exchange AG) hinterlegt wird. Das ist zwar nicht ganz digital, aber wir geben den Emittenten damit die Möglichkeit, sich dem digitalen Ökosystem anzunähern. Ob solche Anleihen in Zukunft auch bei der SDX CSD emittiert werden können, hängt von der Anerkennung von Drittstaaten unter CSDR ab und ist eine Diskussion auf politischer Ebene.»

**Wie hoch ist das aktuelle Volumen von digitalen Anleihen in der Schweiz und wie viele Emissionen von digitalen Anleihen gab es bisher? Gibt es einen erkennbaren Trend in dieser Entwicklung?**

«Bezüglich der öffentlich verfügbaren tokenisierten Anleihen als Teil des Schweizer bzw. CHF Bond Marktes können wir folgende Aussagen machen: Aktuell gibt es 9 digital native Anleihen im Gesamtwert von rund CHF 1.3 Mia. Da der CHF Anleihenmarkt schon viel länger existiert als die Möglichkeit zur Tokenisierung, ist der Anteil von tokenisierten Anleihen im CHF-Markt vergleichsweise klein, das heisst unter einem Prozent, sowohl in Bezug auf den Gesamtwert als auch auf die Anzahl der Anleihen. Grundsätzlich lässt sich sagen, dass der Anteil der digitalen Anleihen am Schweizer Markt laufend wächst.»

**Gemäss Moody's betrug das Volumen digitaler Anleihen weltweit im dritten Quartal 2023 rund USD 3.9 Mrd., während das globale Marktvolumen konventioneller Anleihen USD 118 Billionen ausmachte (Moody's Investors Service,**

**2023). Welche Schritte sind notwendig, um die Akzeptanz digitaler Anleihen zu erhöhen? Und welche Hinderungsgründe gibt es derzeit noch?**

«Hier ist es wichtig, zwischen verschiedenen Jurisdiktionen und Regulierungsgraden zu unterscheiden. Als vollständige regulierte Zentralverwahrerin und Börse in der Schweiz ist die SDX bereits vollständig im Finanzsystem eingebettet. Die Brücken zur traditionellen Welt sind gebaut und funktionieren, die digitalen Anleihen sind mit ISINs versehen, Investoren können digitale Anleihen halten und handeln wie jede andere Anleihe auch. Viele Investoren sind sich gar nicht bewusst, dass sie Anleihen halten, die ursprünglich auf einer DLT entstanden sind und dort weiter existieren. In diesem Bereich sind wir in der Schweiz weltweit führend. International haben die meisten digitalen Finanzmarktinfrastrukturen damit zu kämpfen, dass sie als Inseln angesehen werden und der Transfer von Assets zu diesen Infrastrukturen resp. davon weg sehr kompliziert bis unmöglich ist. Obwohl wir in der Schweiz schon viel weiter sind, muss noch Überzeugungsarbeit geleistet werden. Derzeit haben digitale Anleihen für die involvierten Parteien zwar keine Nachteile, aber auch noch kaum Vorteile gegenüber traditionellen Anleihen. Als Finanzmarktinfrastuktur werden wir aber in den nächsten Jahren auf Basis unserer Technologie laufend effizienzsteigernde Dienstleistungen lancieren können, um digitale Anleihen auch aus wirtschaftlichen Gründen attraktiver zu machen.»

**Gemäss Moody's wird der Markt für digitale Anleihen von Emittenten der öffentlichen Hand sowie von Banken angeführt (Moody's Ratings, 2023). Was müsste geschehen, damit mehr Unternehmen digitale Anleihen emittieren?**

«Es scheint, als wären Unternehmen in der Schweiz weniger experimentierfreudig als öffentlich-rechtliche Emittentinnen. Zurzeit gibt es für Emittentinnen keine grossen Vorteile, aber auch keine Nachteile, wenn sie sich für den digitalen Weg entscheiden. Entscheidend ist aber, dass die zugrundeliegende Technologie (DLT), die innerhalb der Zentralverwahrung zur Anwendung kommt, für die angeschlossenen Banken mit der Zeit Vorteile bringt und allenfalls erweiterte Geschäftsfelder eröffnet. Wenn der Weg von bestimmten Marktteilnehmern geebnet wird, werden andere folgen. Die Adaption erfolgt in kleinen

Schritten über einen längeren Zeitraum und nur wenn alle relevanten Marktteilnehmenden mit einem zukunftsorientierten Mindset zusammenarbeiten. Generell ist anzufügen, dass digitale Anleihen nicht der heilige Gral der Emissions- und Anlagewelt sind. Vielmehr eignet sich dieses eher einfach zu verstehende Anlageinstrument als Versuchskaninchen, um neue Technologien zu testen und bestehende Marktteilnehmer mit auf die Reise zu nehmen.»

**Gemäss der Zeitung Finanz und Wirtschaft ist für Schweizer Investoren und Privatanleger der digitale Anleihenmarkt bisher noch nicht besonders im Fokus (Kühnlenz, 2023). Was sind die Gründe dafür?**

«In erster Linie sollte sich für Endinvestoren grundsätzlich nicht viel verändern. Eine Anleihe bleibt eine Anleihe. Sie basiert lediglich auf einer neuen Technologie, die es prinzipiell ermöglicht, sie mit mehr Informationen anzureichern und Prozesse wie Zinszahlungen oder Rückzahlungen für Banken zu automatisieren. In einer eher weit entfernten Zukunft könnte man sich vorstellen, dass die Token von digitalen Anleihen indirekt auf einer "public permissioned" Blockchain verwahrt und verwaltet werden können. Endinvestoren könnten so ihre digitalen Anleihe-Token in einer eigenen Wallet halten sowie sie dies mit Kryptowährungen allenfalls auch schon tun.»

**Können Sie ein Fazit zum Pilotprojekt Helvetia Phase 3 ziehen? (Das Pilotprojekt zur Emission von wholesale CBDC in der Schweiz, durchgeführt von SIX und der Schweizerischen Nationalbank.)**

«Im Rahmen des Projekts Helvetia Phase III haben wir sechs Emissionen gesehen (Kanton Zürich CHF 100 Mio., Kanton Basel-Stadt CHF 105 Mio., Stadt Lugano CHF 100 Mio., Stadt St. Gallen CHF 100 Mio., UBS CHF 150 Mio., Weltbank IBRD CHF 200 Mio.). Als Wiederholungstäterinnen haben die Stadt Lugano und UBS bereits zum zweiten Mal den digitalen Weg beschritten. Zudem ist die Schweizerische Nationalbank die erste Zentralbank, die eine geldpolitische Operation auf einer Distributed-Ledger-Technologie (DLT) in einer produktiven Umgebung durchgeführt hat, und zwar mit Liquiditätsabsorption durch die Ausgabe von SNB-Bills über CHF 64 Mio. Projekte wie Helvetia Phase III zeigen, wie wichtig das Zusammen-

spiel der Marktteilnehmenden ist. Alle Transaktionen wurden reibungslos in der SDX-Produktionsumgebung abgewickelt, ohne dass eine Orchestrierung der Transaktionsbeteiligten notwendig war. Zum Vergleich: Beim Go-live im Jahr 2021 mit dem SIX Bond hat die Vorbereitungszeit ungefähr ein Jahr gedauert. Zum Startschuss gab es ein End-to-End-Skript und vermutlich 100 Personen von verschiedenen Parteien, welche entweder direkt oder auf Abruf involviert werden mussten.»

#### **Inwiefern könnte die dauerhafte Einführung von wholesale CBDC dazu beitragen, die Verbreitung digitaler Anleihen zu beschleunigen?**

«Die Entscheidung, ob und in welcher Form allenfalls wholesale CBDC eingeführt wird, liegt bei der SNB. Als digitale Finanzmarktinfrastruktur würden wir dies begrüßen, denn eine digitale und hochsichere Abwicklungswährung ist ein wichtiger Schritt hin zu einer vollständig digitalen und damit deutlich effizienteren Abwicklung von Finanzmarkttransaktionen. So könnten neben der Emission von digitalen Anleihen, wie im Rahmen von Helvetia III gezeigt, in Zukunft auch Sekundärmarkttransaktionen gegen wCBDC abgewickelt werden, was das Gegenparteerisiko der Marktteilnehmer reduziert.»

#### **Wie schätzen Sie die zukünftige Entwicklung von digitalen Anleihen ein? Wohin könnte die Reise gehen?**

«In den nächsten Jahren wird es wichtig sein, das geschaffene Vertrauen in die regulierte digitale Infrastruktur in der Schweiz zu erhalten und weiter auszubauen. Weiter sind wir darauf angewiesen, dass sich digitale Anleihen auch im Ausland, insbesondere in der EU und in Grossbritannien, positiv entwickeln und dass eine gewisse Durchlässigkeit für Finanzdienstleistungen allgemein zwischen den aktuell aus politischen Gründen eher isolierten Märkten geschaffen wird. Zu guter Letzt müssen und werden Plattform Provider wie die SDX in den kommenden Jahren das Potenzial der DLT-Technologie noch weiter ausschöpfen, um Effizienzvorteile für die Marktteilnehmer zu schaffen, die mit traditioneller Technologie nicht realisierbar sind – hier denken wir beispielsweise an Smart Contracts oder eine effizientere Verteilung relevanter Daten.»

#### **5.6.4 Interview Kanton Basel-Stadt**



Antonio Calalesina

Im November 2023 hat der Kanton Basel-Stadt seine erste digitale Anleihe in Höhe von CHF 105 Mio. emittiert. Die Anleihe wurde im Rahmen des Pilotprojekts «Helvetia Phase III» erstmals mit der digitalen Zentralbankwährung (wCBDC) der Schweizerischen Nationalbank (SNB) abgewickelt. Damit hat sich der Kanton als Vorreiter in diesem Bereich positioniert. Um das Thema aus der Sicht eines Emittenten näher zu beleuchten, folgen an dieser Stelle Kernaussagen aus einem Interview mit Antonio Calalesina, Treasurer beim Finanzdepartement des Kantons Basel-Stadt.

#### **Was waren die Beweggründe des Kantons Basel-Stadt für die Emission Ihrer ersten digitalen Anleihe?**

«Die öffentlichen Anleihen des Kantons Basel-Stadt wurden bisher als konventionelle Anleihen an der traditionellen Schweizer Börse emittiert. Um den aktuellen Marktentwicklungen und Trends gerecht zu werden, sind wir bestrebt, unser Wissen laufend zu erweitern und auf dem neusten Stand zu halten. So haben wir uns bereits im Vorfeld intensiv mit Themen wie der Blockchain-Technologie und digitalen Anleihen auseinandergesetzt. Als sich die Gelegenheit bot, haben wir uns entschieden, aktiv daran teilzunehmen, um unser Know-how in diesem Bereich weiter auszubauen. Das Gleiche haben wir bereits bei nachhaltigen Anleihen wie Green und Social Bonds getan. Wir wollen unseren «Werkzeugkasten» im Bereich Funding um sinn-

volle Instrumente erweitern, um diese dann flexibel einsetzen zu können. Ein zweiter wichtiger Faktor für unsere Entscheidung war die Möglichkeit, am Pilotprojekt der SNB zum digitalen Schweizer Franken teilzunehmen und die Schweizerische Nationalbank in ihren Bemühungen zu unterstützen. Als Zentralbank ist die SNB von grosser Bedeutung und wir beteiligen uns gerne an solchen innovativen Projekten.»

#### **Welche Vorteile haben sich für den Kanton Basel-Stadt ergeben?**

«Derzeit bestehen keine Kostenunterschiede zwischen digitalen und konventionellen Anleihen, aber diese neue Möglichkeit hat es dem Kanton ermöglicht, Fachwissen und praktische Erfahrung im Umgang mit digitalen Anleihen zu sammeln. Aus Sicht des Emittenten und der Investoren sind derzeit noch keine signifikanten Effizienzsteigerungen spürbar. Dies trifft eher auf die involvierten Parteien dazwischen zu. Tatsächlich hatten wir bei unserer ersten Emission vielleicht sogar einen kleinen Mehraufwand, um das Verständnis für digitale Anleihen zu entwickeln. Dafür profitieren wir jetzt vom Know-how und haben ein weiteres Finanzierungsinstrument in unserem Repertoire.»

#### **Können Sie uns etwas über den Prozess Ihrer Emission erzählen und wie er sich von traditionellen Emissionen unterscheidet?**

«Unsere Emission erfolgte über die Blockchain-basierte Plattform SIX Digital Exchange (SDX) und ermöglichte den Erwerb in digitalen Schweizer Franken im Rahmen des SNB-Pilotprojekts «Helvetia Phase III». Im Gegensatz zu herkömmlichen Anleihen erfolgen Emission, Verwaltung und Handel rein digital. Sowohl der Bereich innerhalb der SNB als auch die teilnehmenden Geschäftsbanken und die SDX waren digital integriert. Für uns als Emittent ändert sich in Bezug auf den Prozess jedoch nicht viel. Wir mussten zu Beginn lediglich die Funktionsweise der Blockchain-Technologie verstehen, den Ablauf kennenlernen und vertragliche Aspekte berücksichtigen. Sobald diese Grundlagen gelegt sind, ist die Emission ein standardisierter Prozess, den wir bei Bedarf wiederholen können.»

### Wie hat sich die Nachfrage Ihrer digitalen Anleihe seit der Einführung entwickelt?

«Für uns lässt sich festhalten, dass die Anleihe beim Lead Manager der Transaktion, der Basler Kantonalbank, innert kürzester Zeit ausverkauft war. Das grosse Interesse der Investoren ist aber sicher auch auf die ausgezeichnete Bonität und das Triple-A-Rating des Kantons Basel-Stadt zurückzuführen, welche die Anleihen seit jeher sehr beliebt machen.»

### Wie wurde Ihre Emission von den Marktteilnehmenden aufgenommen und wie ist das allgemeine Feedback dazu?

«Unsere Emission wurde von den Marktteilnehmern sehr gut aufgenommen. Sowohl von anderen Emittenten als auch von Investoren und Emissionsbanken im Schweizer Franken Kapitalmarkt haben wir nur positive Rückmeldungen erhalten.»

### Welches Fazit ziehen Sie aus der Emission Ihrer ersten digitalen Anleihe?

«Wir ziehen eine sehr positive Bilanz der Emission unserer ersten digitalen Anleihe. Die Nachfrage nach Anleihen ist derzeit nicht von der Technologie, d.h. konventionell oder digital, abhängig, sondern wird massgeblich von der generellen Nachfrage nach Anleihen auf dem Schweizer Finanzmarkt bestimmt. Die Emission hat dem Finanzdepartement zusätzliches Know-how und praktische Erfahrung mit digitalen Anleihen gebracht.»

### Bestehen konkrete Pläne für weitere Emissionen über diesen Kanal in der Zukunft?

«Im Moment haben wir noch keine konkreten Pläne für die nächste digitale Anleihe, aber wir sind bereit und verfügen über das nötige Know-how. In Zukunft können wir uns zum Beispiel auch die Emission eines Green Bonds als digitale Anleihe vorstellen.»

## 5.6.5 Green Bonds

Green Bonds sind Anleihen, mit denen Emittenten ausschliesslich umwelt- und klimafreundliche Projekte finanzieren (Flammer, 2021, S. 499). Ein Green Bond ist in seiner Struktur und seinem Risikoprofil mit einer konventionellen Anleihe desselben Emittenten vergleichbar. Die Verwendungszwecke werden in einem vorab definierten Green Bond Framework festgelegt. Als Beispiele für deren Verwendung können Projekte der Klimaneutralität, energieeffiziente Technologien, Projekte der Kreislaufwirtschaft und der Elektromobilität genannt werden. Die grössten Emittenten kommen bisher aus dem öffentlichen Sektor. Des Weiteren sind auch der Finanz- und Energiesektor als Emittenten stark vertreten (Zürcher Kantonalbank, 2023a). Eine weltweit einheitliche und rechtlich verbindliche Definition oder Regulierung von Green Bonds existiert bisher noch nicht. Stattdessen haben sich einige Prinzipien und Richtlinien etabliert, an denen sich Emittenten und Investoren orientieren können. Am bekanntesten sind die Green Bond Principles (GBP) der International Capital Market Association (ICMA). Diese haben einen international anerkannten Marktstandard geschaffen, an dem sich auch die Schweizerische Eidgenossenschaft bei der Emission von Green Bonds orientiert (Zürcher Kantonalbank, 2022).

Auch die Europäische Union (EU) als weltweit führender Markt für Green Bonds setzt sich für die Einführung verbindlicher Reporting-Standards ein. Damit soll sichergestellt werden, dass Unternehmen, die das Green Bond Label nutzen, auch tatsächlich einen signifikanten Beitrag zu den Klimazielen leisten. Die seit Ende November 2023 bekannten Details des EU Green Bond Standards (EuGBs) legen fest, dass mindestens 85 % der Erlöse einer Anleihe in Projekte fliessen müssen, die nach der EU-Taxonomie als nachhaltig gelten. Die verbleibenden 15 % bieten Spielraum für die Finanzierung weiterer Projekte, solange das Gesamtengagement des Unternehmens im Einklang mit den Klimazielen steht. Darüber hinaus ist ein umfassender Transitionsplan für das gesamte Unternehmen erforderlich. Die Anwendung des EuGBs ist zwar freiwillig, jedoch müssen Emittenten, die ihre Anleihen entsprechend ausweisen, die damit verbundenen Verpflichtungen erfüllen. Die Einhaltung wird durch unabhängige, von der EU akkreditierte Prüfstellen sowie

durch nationale und EU-Behörden überwacht. Verbindlich wird der EuGBs ab dem 21. Dezember 2024 (Bernath, 2024).

Der Markt für Green Bonds hat in den letzten Jahren ein rasantes Wachstum verzeichnet und erreichte im Jahr 2023 ein Emissionsvolumen von über USD 500 Mrd. (Insights, 2024). Dennoch stellt er nur einen kleinen Teil des gesamten Anleihenmarktes dar. Laut dem WEF betrug der globale Anleihenmarkt im Jahr 2022 rund USD 133 Billionen (Insights, 2024). Wie sich die grünen Anleihen auf globaler Ebene und in der Schweiz entwickelt haben, wird nachfolgend betrachtet.

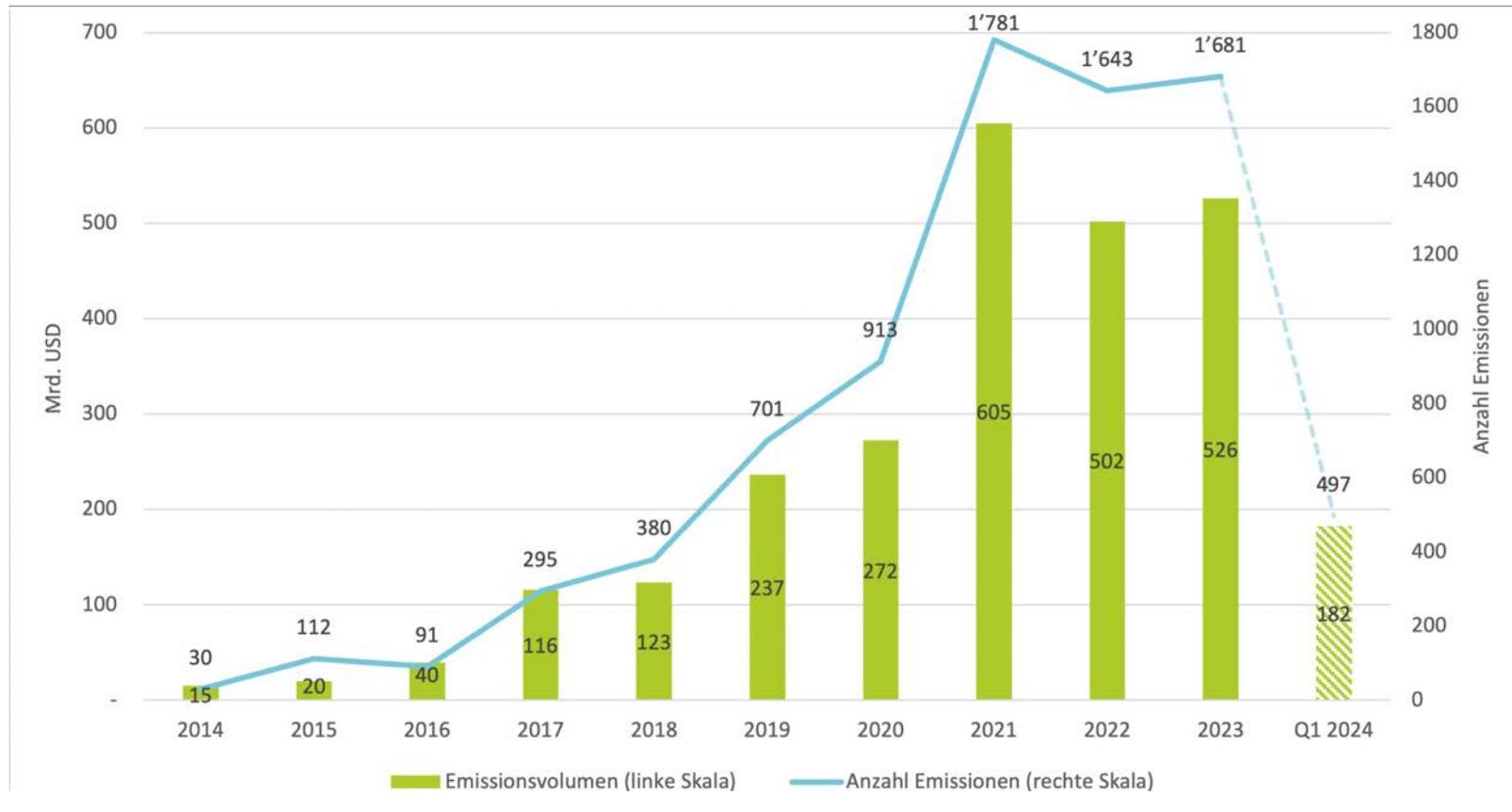


Abbildung 82: Globale Green Bond Emissionen von 2014 bis Q1 2024 (Datenquelle: Bloomberg)

### 5.6.6 Green Bonds Global

Abbildung 82 zeigt das weltweite Emissionsvolumen und die Anzahl der emittierten Green Bonds Emissionen weltweit in den letzten zehn Jahren. Im Jahr 2023 verzeichneten beide Werte

einen leichten Anstieg gegenüber dem Vorjahr. Das Emissionsvolumen stieg um 4,8%, während die Anzahl der Emissionen um 2,3% zunahm.

Auch wenn diese Werte nicht das Rekordniveau von 2021 erreichen, bestätigen sie doch in beiden Bereichen einen langfristigen Aufwärtstrend.

Tabelle 15 und Tabelle 16 zeigen die grössten Emittenten von Green Bonds in den Jahren 2022 und 2023. Im Jahr 2023 lag die Regierung von Hongkong mit einem Emissionsvolumen von USD 17.13 Mrd. und einem Anteil am Gesamtvolumen von 3.26 % an der Spitze. Ihr erster Green Bond wurde bereits im Jahr 2019 emittiert. Im Februar 2024 erreichte sie einen weiteren wichtigen Meilenstein, indem sie einen digitalen Green Bond über USD 756 Mio. emittierte, der bisher grössten digitalen Anleihe weltweit. Zusammenfassend lässt sich den beiden Tabellen entnehmen, dass in den letzten beiden Jahren vor allem Staaten und Banken die Liste der grössten Emittenten anführten.

Grösste Emittenten 2023	Summe Emissionen in Mrd. USD	Anteil am Volumen 2023 in %	Anzahl Green Bonds
Hong Kong Government International Bond	17.13	3.26 %	24
Bundesrepublik Deutschland Bundesanleihe	15.10	2.87 %	2
Kreditanstalt für Wiederaufbau	12.76	2.42 %	15
Italy Buoni Poliennali Del Tesoro	12.44	2.36 %	1
European Investment Bank	12.06	2.29 %	9
Industrial & Commercial Bank of China Ltd	8.39	1.59 %	3
Netherlands Government Bond	7.56	1.44 %	1
Industrial Bank Co Ltd	7.13	1.36 %	2
Engie SA	6.16	1.17 %	8
Intesa Sanpaolo SpA	5.54	1.05 %	5
<b>Total der zehn grössten Emittenten</b>	<b>104.27</b>	<b>19.81 %</b>	<b>70</b>

Tabelle 15: Die zehn grössten Emittenten im Jahr 2023 (Datenquelle: Bloomberg)

Grösste Emittenten 2022	Summe Emissionen in Mrd. USD	Anteil am Volumen 2022 in %	Anzahl Green Bonds
European Union	27.13	5.40 %	3
Kreditanstalt für 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 16: Die zehn grössten Emittenten im Jahr 2022 (Datenquelle: Bloomberg)

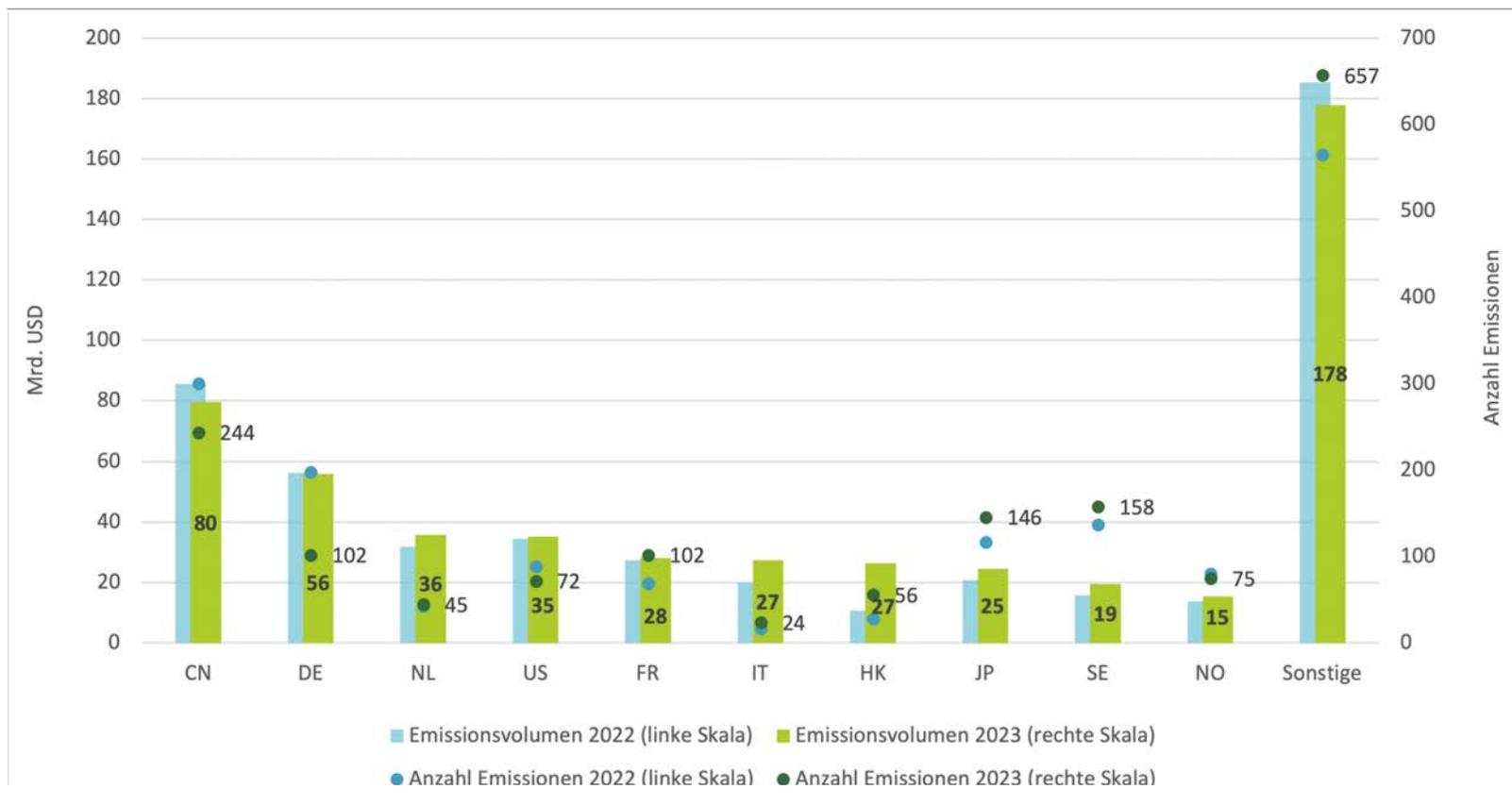


Abbildung 83: Green Bond Markt 2022 und 2023 nach Domizil des Emittenten (Datenquelle: Bloomberg)

Abbildung 83 veranschaulicht das Emissionsvolumen von Green Bonds im Jahr 2023 nach dem jeweiligen Herkunftsland der Emittenten. Die zehn Länder mit den grössten Volumina sind einzeln aufgeführt, während die Volumina der übrigen Länder zusammengefasst werden. Die Daten zeigen, dass

China auch 2023 das Land mit den höchsten Volumina und der höchsten Anzahl an emittierten Green Bonds war, trotz eines leichten Rückgangs im Vergleich zum Vorjahr. Deutschland und die Niederlande folgen auf dem zweiten und dritten Platz.

Besonders hervorzuheben ist Hongkong, da sich das Emissionsvolumen und die Anzahl der Emissionen mehr als verdoppelt haben.

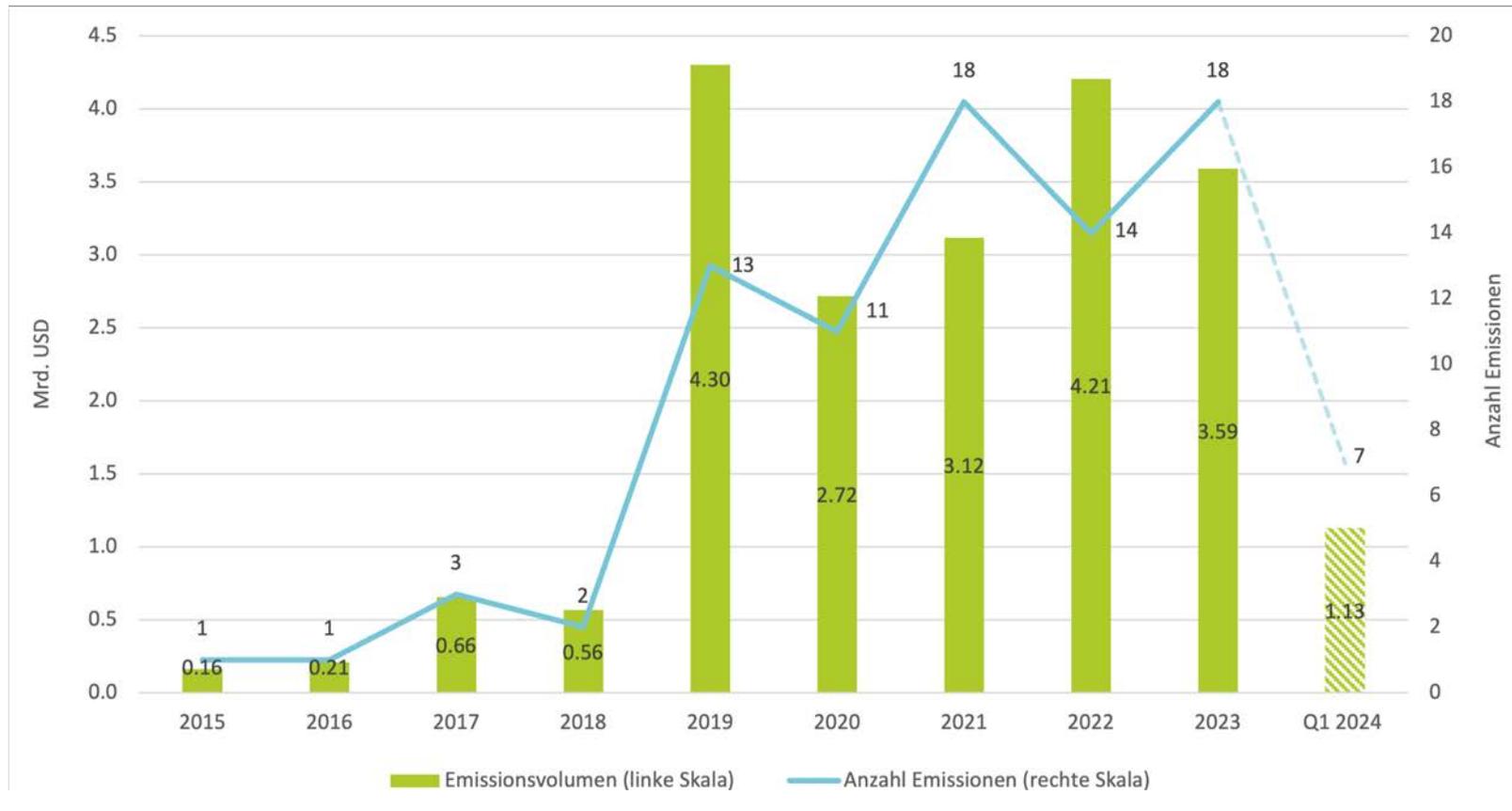


Abbildung 84: Green Bond Emissionen im Markt Schweiz von 2015 bis Q1 2024 (Datenquelle: Bloomberg)

### 5.6.7 Green Bonds in der Schweiz

In der Schweiz machten Green Bonds Ende 2022 noch einen bescheidenen Anteil von 3 % am gesamten Schweizer Obligationenmarkt aus (Zürcher Kantonalbank, 2022). Abbildung 84 zeigt das Volumen und die Anzahl der Green Bond Emissionen in der Schweiz. Zur besseren Vergleichbarkeit mit den globalen Green Bond Emissionen sind die Beträge in der Darstellung in US-Dollar angegeben. Trotz einer Zunahme der Anzahl an

Emissionen im Jahr 2023 fiel das Gesamtvolumen gegenüber 2022 geringer aus. Der Volumenrückgang sollte jedoch im Kontext der aussergewöhnlichen Green Bond-Emission der Schweizerischen Eidgenossenschaft von CHF 1.4 Mrd. im Jahr 2022 betrachtet werden. Im Folgejahr 2023 führte der Bund keine solche Emission durch, was den Vergleich der Jahresvolumen beeinflusst. Wird diese Anleihe ausser Acht gelassen, ist seit dem Jahr 2020 ein kontinuierliches Volumenwachstum zu be-

obachten. Das volumenstärkste Jahr 2019 war geprägt von einer Sonderemission der Europäischen Gesellschaft für die Finanzierung von Eisenbahnmateriale (EUROFIMA), die Anleihen im Wert von rund CHF 1.5 Mrd. emittierte.

Abbildung 85 zeigt die prozentuale Verteilung des Schweizer Green Bond Emissionsvolumens im Jahr 2023 nach Emittenten. Kantone und supranationale Organisationen machten mit 31 % den grössten Anteil aus. Wesentlich daran beteiligt waren die EUROFIMA mit einem Emissionsvolumen von rund CHF 570 Mio. und die erste Green Bond Emission der Stadt Zürich über CHF 300 Mio. Der Immobiliensektor folgt mit 28 %, angeführt von PSP Swiss Property und Swiss Prime Site. Auf den Finanzsektor entfallen 17 %, wobei Baloise und die Aargauische Kantonalbank die grössten Emittenten sind.

### 5.6.8 Greenium

Obwohl Green Bonds und konventionelle Anleihen ähnliche fundamentale Risiken aufweisen, zeigen empirische Studien Unterschiede in deren Renditen. Einige dieser Studien weisen darauf hin, dass die Renditen von Green Bonds im Durchschnitt unter denen vergleichbarer konventioneller Anleihen liegen. Dieser Unterschied wird als Greenium bezeichnet, eine Kombination der Begriffe «Green» und «Premium» (Löffler et al., 2021, S. 1-21). Der Renditeabschlag kann auf folgende Faktoren zurückgeführt werden:

- Wenn die Nachfrage nach grünen Anleihen das Angebot übersteigt, kann dies zu einer Verringerung der Renditeaufschläge führen. Anleger sind bereit, einen geringeren Renditeaufschlag in Kauf zu nehmen, um in grüne Anleihen zu investieren (Löffler et al., 2021, S. 1-21).
- Einige Investoren legen nicht nur Wert auf die Rendite ihres Portfolios, sondern betrachten auch die soziale Verantwortung ihrer Investitionen. Umweltbewusste Anleger sind bereit, auf einen Teil ihrer Rendite zu verzichten, um Anleihen mit Umweltvorteilen zu unterstützen. Dieser Renditeverzicht soll insbesondere für den Primärmarkt gelten, deren Erlöse direkt in die Projektfinanzierung fliessen (Löffler et al., 2021, 2021, S. 1-21).
- Grüne Anleihen können im Vergleich zu konventionellen Anleihen geringere Risiken aufweisen, da ihr Umweltnutzen regelmässig von unabhängigen Dritten überprüft wird. Im Gegensatz dazu können konventionelle Anleihen langfristige Klimarisiken beinhalten, die für

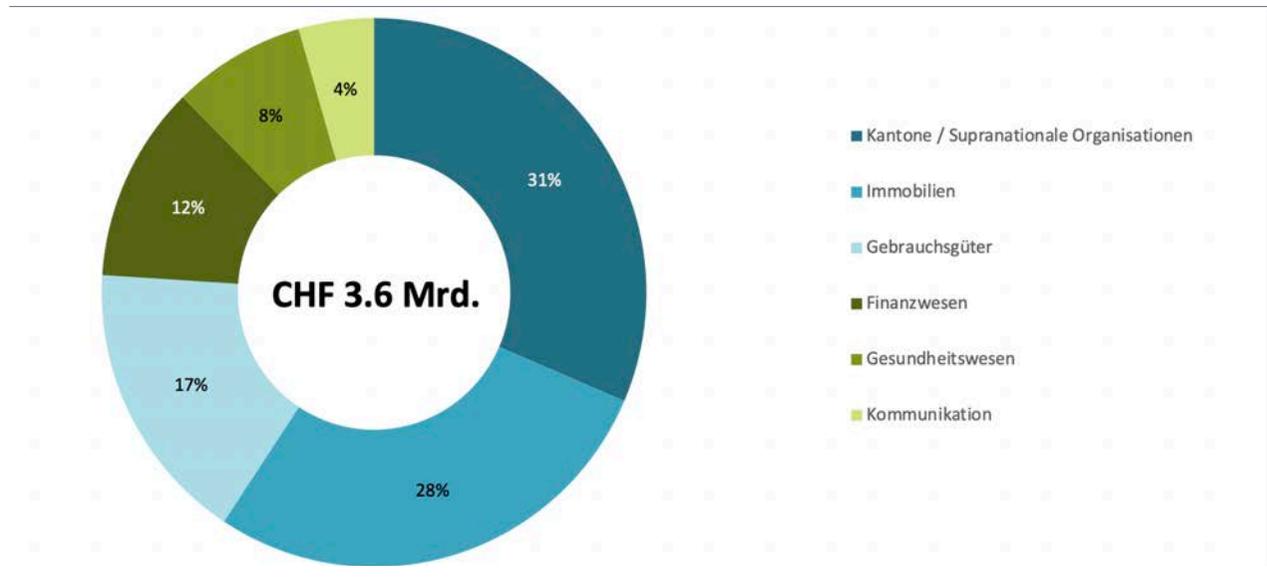


Abbildung 85: Green Bond Emissionsvolumen 2023 nach Kategorie der Emittenten (Datenquelle: Bloomberg)

grüne Anleihen weniger präsent sind. Dies kann auch die Ausfallwahrscheinlichkeit der Anleihe verringern, was sich in einem Preisabschlag niederschlägt (Löffler et al., 2021, S. 1-21).

- Abschliessend ist auch die Glaubwürdigkeit sowohl der grünen Anleihe als auch des Emittenten ein möglicher Faktor für das Vorhandensein von Greenium. Bei der Glaubwürdigkeit spielt vor allem die externe Prüfung eine wesentliche Rolle. Darüber hinaus gibt es Studienergebnisse, die einen Unterschied im Greenium zwischen Währungen und Emittentenländern aufzeigen. Sie deuten darauf hin, dass Emittenten aus Regionen mit höherer Glaubwürdigkeit, wie der Eurozone, bessere Finanzierungsbedingungen für grüne Anleihen haben (Pietsch und Salakhova, 2022, S. 8).

In der Praxis ist regelmässig ein Greenium zu beobachten. Anfang 2024 untersuchte MSCI dessen Entwicklung für in US-Dollar emittierte Green Bonds. Dabei zeigte sich, dass während des gesamten Untersuchungszeitraums die Green Bonds mit einem Greenium gehandelt wurden. Dies nahm jedoch im Laufe der Zeit ab, insbesondere in den Jahren 2022 und 2023. Diese Abnahme könnte gemäss MSCI auf mehrere Faktoren zurückzuführen sein, darunter das gestiegene Angebot an Green Bonds, die gedämpfte Nachfrage aufgrund höherer Zinsen oder die gestiegene Volatilität des Anleihenmarktes. Bemerkenswert war zudem, dass Unterschiede zwischen den einzelnen Branchen bestanden. Es zeigte sich, dass im Vergleich zu anderen Sektoren die Anleihen des Versorgungssektors das grösste Greenium aufwiesen (MSCI, 2024).



Abbildung 86: Greenium Zwillings-Anleihen der Bundesrepublik Deutschland Sept. 2020 bis Q1 2024 (Datenquelle: Bloomberg)

Das wohl bekannteste Beispiel für die Messung des Greeniums ist die Zwillingsanleihe der Bundesrepublik Deutschland. Im September 2020 emittierte Deutschland seinen ersten Green Bond und begab gleichzeitig eine konventionelle Anleihe mit gleicher Laufzeit bis 2030. Die identische Laufzeit ermöglichte erstmals einen direkten Preisvergleich.

Abbildung 86 zeigt die Entwicklung des Greeniums der deutschen Staatsanleihe in Basispunkten (Bps). Zu Beginn wurde der Green Bond mit einem Greenium von rund 2 Bps emittiert. Dieser Wert stieg im Sommer 2021 auf bis zu 7 Bps an, bevor er sich gegen Ende 2022 kurzzeitig sogar im negativen Bereich bewegte.

Seit Anfang 2023 hat sich das Greenium wieder auf das Ausgangsniveau eingependelt und zeigt sich weitgehend stabil.

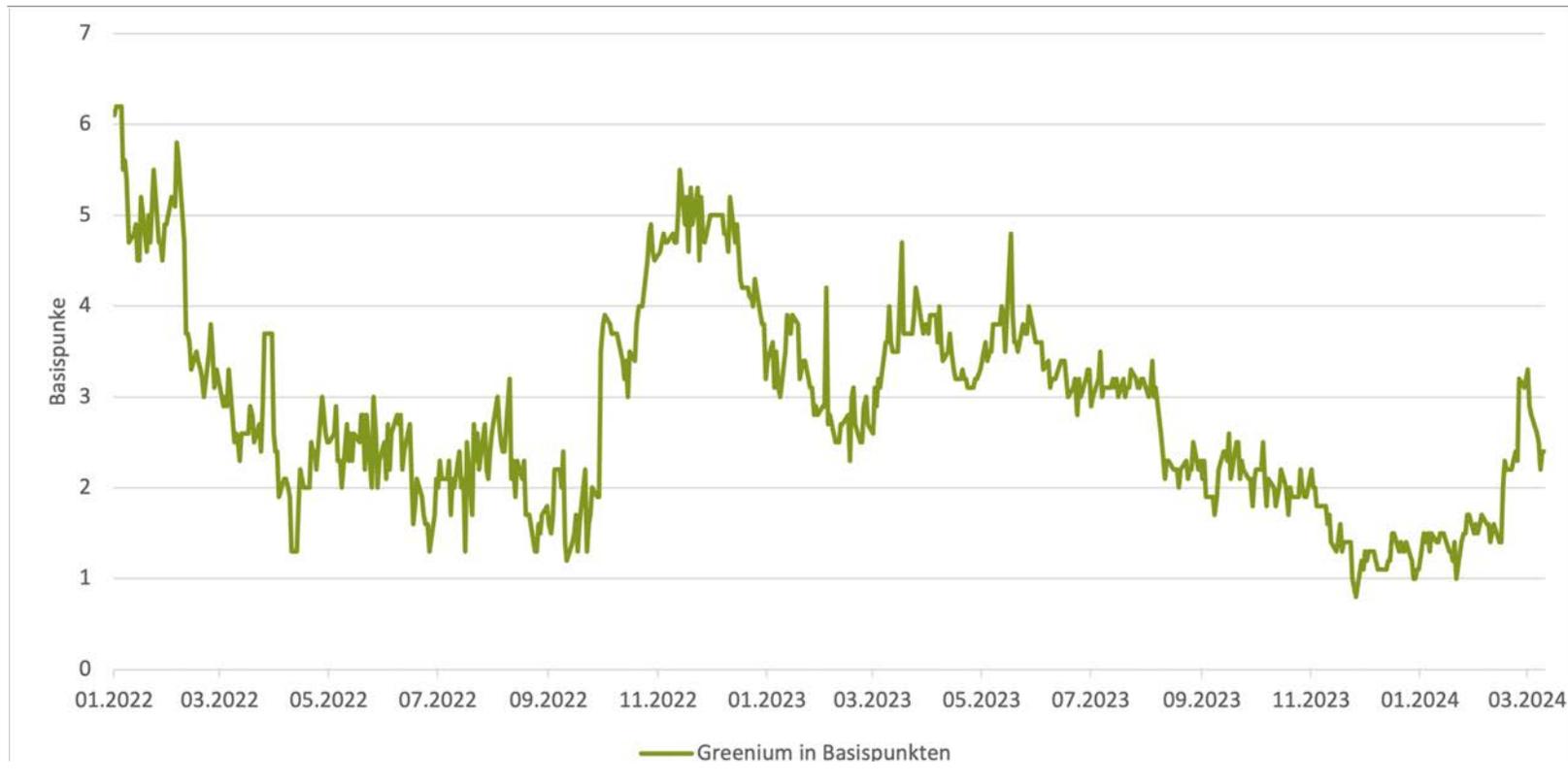


Abbildung 87: Greenium Zwillingen-Anleihen der Zentralbank Dänemarks Jan. 2022 bis Q1 2024 (Datenquelle: Bloomberg)

Zu Beginn des Jahres 2022 hat die Zentralbank Dänemarks ein ähnliches Konzept wie Deutschland eingeführt. Die dänischen Green Bonds wurden in Anlehnung an das deutsche Modell als Zwillingen-Anleihen emittiert (Danmarks Nationalbank, online). Das bedeutet, dass sie identische finanzielle Merkmale aufweisen, einschliesslich Laufzeit, Zinszahlungsterminen und Kuponersatz. Wie in Abbildung 87 dargestellt, startete das Greenium der dänischen Anleihen bei der Erstausgabe mit rund 6 Bps besonders hoch. Der Chefökonom von Sydbank äusserte sich dazu wie folgt:

«The yield on Danish government bonds is generally very low and therefore it is impressive that the yield on green bonds turns out even lower» (Skydsgaard, 2022)

Im ersten Quartal des Jahres 2022 begann das Greenium ähnlich wie die deutschen Anleihen stark zu fallen. Dieser Trend setzte sich bis Ende 2022 fort, als es ähnlich wie bei den deutschen Anleihen zu einer Trendwende kam und dieses wieder anstieg. Seitdem weist das Greenium der dänischen Anleihe eine hohe Volatilität auf.

Um das Thema Green Bonds auch anhand eines konkreten Praxisbeispiels zu beleuchten, folgt abschliessend ein Interview mit der PSP Swiss Property, die ihr gesamtes Bondportfolio auf Green Bonds umklassifiziert hat. Die Anforderungen für eine solche rückwirkende Umklassifizierung könnten aus heutiger Sicht aufgrund der neuen Vorgaben der ICMA, wie sie im Guidance Handbook von November 2023 dargelegt sind, deutlich höher ausfallen (ICMA, 2023). Das Interview bietet einen aufschlussreichen Einblick in die Beweggründe, Erfahrungen und

Herausforderungen eines der führenden Green Bond Emittenten der Schweiz.

### 5.6.9 Interview PSP Swiss Property



Patrick Thäler

Im November 2022 hat die PSP Swiss Property im Rahmen ihres Green-Bond-Frameworks alle ausstehenden Anleihen im Umfang von CHF 1.8 Mrd. in Green Bonds umklassifiziert. Damit hat sich die PSP Swiss Property als Vorreiterin in der Finanzierung mit Green Bonds etabliert. Um mehr über die Beweggründe und Erfahrungen als Emittent zu erfahren, folgen an dieser Stelle Kernaussagen aus einem Interview mit **Patrick Thäler, Leiter Capital Markets und Sustainability bei PSP Swiss Property.**

#### Die PSP Swiss Property hat alle ausstehenden Anleihen in Green Bonds umklassifiziert. Was waren die Beweggründe für diese Entscheidung?

«Die PSP Swiss Property zeichnet sich durch eine klare und einfache Geschäftsstruktur aus, die sich auf Geschäftsliegenschaften in der Schweiz konzentriert und einen geringen Fremdkapitalanteil aufweist. Diese Einfachheit bietet nicht nur Handlungsspielraum, sondern verschafft uns auch einen gewissen Vorteil auf dem Kapitalmarkt. Als wir uns entschieden haben, einen nachhaltigen Finanzierungsweg einzuschlagen, war es uns wichtig, diesen Schritt ebenfalls einfach zu gestalten. Das Engagement für Nachhaltigkeit ist in unserem Unternehmen tief

verwurzelt. Ein breites Spektrum an Abteilungen – darunter Human Resources, Energiemanagement, Bau und Bewirtschaftung – bündelt seine Kräfte, um gemeinsam an diesen essenziellen Themen zu arbeiten. Darüber hinaus erstellen wir seit vielen Jahren einen detaillierten Nachhaltigkeitsbericht, der unsere Fortschritte und Bemühungen in diesem Bereich umfassend dokumentiert. Wir haben die Entwicklung im Bereich Green Finance mit grossem Interesse verfolgt und beobachtet, wie beispielsweise Gecina in Frankreich ihre Anleihen rückwirkend in Green Bonds umgewandelt hat. Das war schliesslich der Auslöser, bei dem wir sagten, wenn wir das machen, dann wollen wir dies konsequent und umfassend tun. Aus diesem Grund war es uns wichtig, nicht nur einzelne Green Bonds zu emittieren, sondern die PSP insgesamt als nachhaltiges Unternehmen zu positionieren. Die Umklassifizierung unseres gesamten Bondportfolios war deshalb ein logischer Schritt, um unser Engagement für Nachhaltigkeit zu bekräftigen.»

#### Warum hat sich PSP Swiss Property für Green Bonds entschieden und nicht für Sustainability-linked Bonds?

«Sustainability-linked Bonds haben uns nicht vollständig überzeugt. Das Instrument «Bond» ist bei der PSP sehr einfach strukturiert. Der Zusatznutzen einer erhöhten Komplexität ist beschränkt. Hinzu kommt, dass ich mich frage, ob ein Investor die Strafzahlung bei Nichteinhaltung der gesetzten Nachhaltigkeitsziele überhaupt erhalten möchte. Denn wenn er die Strafzahlung bekommt, hat er zwar etwas verdient, aber eigentlich kein Produkt gehalten, das erfolgreich an Nachhaltigkeitsziele geknüpft ist. Ausserdem müsste ein Unternehmen wie unseres, das in den nächsten 10 Jahren jedes Jahr Anleihen ausstehend hat, fast jährlich neue KPIs definieren. Nachhaltigkeit sollte aber ein langfristiges Ziel sein, das über einen längeren Zeitraum angegangen wird. Aus diesem Grund sind wir der Meinung, dass Sustainability-linked Bonds für uns nicht das richtige Instrument sind. Im Gegensatz dazu erschien Green Bonds als passendes Tool für eine Immobiliengesellschaft mit grossem Investitionsvolumen und hochwertigen Objekten. Nach sorgfältiger Prüfung aller Optionen haben wir uns deshalb für Green Bonds entschieden.»

#### Welche konkreten Vorteile ergeben sich für die PSP Swiss Property aus der Nutzung von Green Bonds? Hat sich die Umstellung auch finanziell gelohnt?

«Die Vorteile von Green Bonds für die PSP Swiss Property lassen sich in zwei Hauptkategorien unterteilen: Reputation und Preis. Wir haben in der Vergangenheit bereits viel im Bereich Nachhaltigkeit unternommen. Zum Beispiel haben wir den Grosspeter Tower in Basel mit einer voll integrierten Photovoltaik-Fassade gebaut. Ausserdem haben wir schon seit vielen Jahren Nachhaltigkeitsberichte erstellt und waren eine der ersten, die eine externe Prüfung durchgeführt haben. In Bezug auf die Reputation hat die Umstellung auf Green Bonds das Unternehmen auf ein neues Level gehoben und unsere Wahrnehmung als nachhaltig investierende Gesellschaft deutlich gestärkt.»

«Der zweite Aspekt betrifft den Preis. Es ist wichtig zu wissen, dass der Anleihenmarkt in der Schweiz eher illiquide ist. Dies bedeutet, dass ein Grossteil der Investoren die Anleihen bei der Emission kauft und sie bis zur Endfälligkeit hält. Im Gegensatz zum europäischen Raum ist es deshalb relativ schwierig, bei bereits emittierten Bonds einen Preisvorteil oder ein «Greenium» zu quantifizieren. Bei den bestehenden Anleihen haben wir daher seit der Umstellung keinen oder nur einen geringen Effekt daraus festgestellt. Bei Neuemissionen hingegen haben wir seit der Umstellung eine erhöhte Nachfrage festgestellt, die teilweise sogar über dem angestrebten Emissionsvolumen lag. Die gestiegene Nachfrage ermöglichte es uns, bei der Verhandlung um die Marge kompromisslos zu bleiben und die neuen Emissionen zu einem attraktiven Discount auszugeben, der sich im niedrigen zweistelligen Basispunktbereich gegenüber unserer Kurve bewegt. Dies zeigt, dass es bei Neuemissionen eine erhöhte Nachfrage gibt, die sich positiv auf den Preis auswirken kann. Der Marktzugang ist entscheidend und attraktive Produkte führen zu einer höheren Nachfrage, was ein schärferes Pricing ermöglicht. Selbst wenige Basispunkte machen einen grossen Unterschied, insbesondere bei einem Anleiheportfolio von 2 Mrd.»

**Wie hat sich das Investoreninteresse an den Green Bonds von PSP Swiss Property im Vergleich zu herkömmlichen Anleihen entwickelt, und welche Anlegergruppen sprechen diese Bonds besonders an?**

«Seit der Umstellung auf Green Bonds ist das Interesse gestiegen. Wir haben festgestellt, dass einzelne Investoren, die über Mittel für konventionelle Anleihen verfügen, zusätzliche Kapazitäten speziell für Investitionen in Green Bonds bereitstellen. Dies erhöht die Nachfrage und kann sich positiv auf den Preis auswirken. Es gibt aber wenige Investoren, die explizit sagen, dass sie unbedingt diesen Green Bond wollen. Sie betrachten eher das Gesamtpaket: PSP als solides Unternehmen mit einem A3-Rating und einem Green Bond. Sie vertrauen darauf, dass PSP gute Arbeit leistet und sehen den Green Bond als passendes Investment an. Daher ist es entscheidend, dass die Unternehmensstrategie mit dem Produkt übereinstimmt. Dies ist besonders wichtig, da die Glaubwürdigkeit auf dem Bondmarkt von entscheidender Bedeutung ist.»

**Welche Herausforderungen haben sich durch die Umstellung ergeben?**

«Ich denke, dass ein solches Projekt das Job Enrichment im Unternehmen fördern kann. Ich habe persönlich bereits viel Erfahrung im Finanzierungsbereich gesammelt, aber das Thema Nachhaltigkeit war für mich neu. Obwohl die letzten zwei Jahre, in denen diese Projekte im Bereich der nachhaltigen Finanzierung durchgeführt wurden, mit Aufwand verbunden waren und man aus der Komfortzone heraustreten musste, konnte ich extrem viel lernen. Das Gute bei unserem Ansatz ist, dass er pragmatisch ist und obwohl wir innovativ in der Umstellung auf Green Bonds waren, ist unser Framework und der Green Bond Report sehr einfach gehalten und erfordert keinen übermässigen administrativen Aufwand. Obwohl für die Second Party Opinions von ISS und Moody's anfänglich mehr Ressourcen erforderlich waren, konnten wir für die ESG-Bewertung unserer Liegenschaften auf bewährte Partner wie Wüest Partner zurückgreifen, was den Prozess insgesamt schlank und effizient machte.

Natürlich gibt es auch Herausforderungen. Insbesondere in Bezug auf die erhöhte Exposition durch den Green Bond Report, die Green Bonds sowie die Einhaltung des Absenkpfad. Wenn

dieser nicht eingehalten wird, sind die Bonds nicht mehr grün. Es gibt zwar kein Default, aber aus Reputationssicht ist es natürlich nicht wünschenswert. Die Datenqualität spielt hierbei eine entscheidende Rolle, welche wir in den letzten Jahren auch durch die Unterstützung innerhalb der PSP stetig verbessert haben. Insgesamt sehe ich die Herausforderungen eher als positive Motivation, um Bewegung in die Organisation zu bringen und gemeinsam zu wachsen. Der Austausch mit den Second Party Opinion Providers und die Beantwortung ihrer Fragen haben uns neue Perspektiven eröffnet und dazu beigetragen, dass wir an diesem Projekt wachsen konnten.»

**Wie gestaltet sich der Prozess der Emission von Green Bonds und gibt es Unterschiede zu konventionellen Anleihen?**

«Als regelmässiger Emittent verfügen wir bei Begebung von Anleihen über ein erfahrenes und effektives Team, das uns ermöglicht schnell und flexibel zu agieren und Chancen gezielt zu nutzen. Bei uns dauert die Platzierung eines Green Bonds wenige Tage. Normalerweise ist dieser Prozess bei anderen Unternehmen langwieriger. Wir sind hingegen in der Lage auch dank dem quartalsweisen Reporting laufend nah am Geschehen zu sein. Im Gegensatz zu herkömmlichen Anleihen beruht unser Ansatz auf einem Green-Asset-Portfolio mit einer bestimmten Grössenordnung. Auf Basis dieses Portfolios emittieren wir Green Bonds. Das Green-Asset-Portfolio basiert auf zwei Kriterien: den effektiven CO2-Emissionen pro Quadratmeter und einem Nachhaltigkeitsrating von Wüest Partner. In einem IKS-Prozess stellen wir sicher, dass wir genügend grüne Assets haben, um neue Green Bonds zu emittieren. Aktuell ist das Portfolio an Green Assets grösser als das Volumen der Green Bonds, sodass wir genügend Spielraum haben. Der eigentliche Emissionsprozess bleibt recht stabil. Neu hingegen ist, dass wir uns an den Zielen des Absenkpfad messen lassen und damit auch unsere Verpflichtung zu Net Zero bis 2050 an Bedeutung gewinnt.»

**Wie sieht die langfristige Finanzierungsstrategie von PSP Swiss Property in Bezug auf die Emission von Green Bonds aus und welche Ziele verfolgt das Unternehmen in diesem Bereich?**

«In Zukunft möchten wir grundsätzlich nur noch Green Bonds emittieren und hoffen, mit unserem Framework, welches mit dem Einbezug des Absenkpfad einen dynamischen Faktor enthält, den Grundstein dafür gelegt zu haben. Wir sind uns aber durchaus bewusst, dass sich im Moment auf regulatorischer Ebene einiges bewegt, und beobachten das Umfeld laufend. Nach der Umklassifizierung in Green Bonds haben wir Anfang 2023 auch alle Kreditfazilitäten in Sustainability-linked Loans umgewandelt, um unseren Beitrag zur Nachhaltigkeit zu unterstreichen. Dies gilt auch für Private Placements (PPs), die zwar kurzfristiger Natur sind und nicht an der Börse gehandelt werden, aber dennoch eine einfache Finanzierungsmöglichkeit darstellen. Wir haben auch diese Finanzierungen entsprechend grün gelabelt. Damit sind wir in der Lage, unser gesamtes Fremdkapital als grün zu bezeichnen. Als nächsten Schritt überlegen wir, die Green Equity Principles der World Exchange Federation anzuwenden, um auch unser Eigenkapital entsprechend zu kennzeichnen. Mit diesem Schritt hätten wir dann die gesamte Passivseite der Bilanz abgedeckt und alles wäre grün gelabelt. Die zukünftige Finanzierung unseres Geschäfts bleibt stabil und wir planen, uns wie in den vergangenen Jahren sowohl über Kredite als auch über Anleihen zu finanzieren.»

## 5.7. Aktuelle Trends und Entwicklungen

Im vorangehenden Abschnitt 5.6 wurde die bedeutende Rolle des Anleihenmarktes für die Finanzierung der börsenkotierten Schweizer Unternehmen hervorgehoben. Um die aktuellen Trends und Entwicklungen auf diesem Markt zu untersuchen, werden im Folgenden verschiedene Aspekte näher beleuchtet. Zunächst werden die zukünftigen Rückzahlungsvolumen im Swiss Bond Index (SBI) dargestellt, was ein umfassendes Bild des Fälligkeitsprofils für die nächsten Jahre ermöglicht. Anschliessend wird die Veränderung der Rendite auf Verfall der Anleihen im SBI analysiert, um einen Überblick der jüngsten Entwicklungen zu gewinnen. Abschliessend bieten zwei Interviews mit Branchenexperten von Moody's und der Zürcher Kantonalbank vertiefte Einblicke in aktuelle Trends auf dem schweizerischen und globalen Anleihenmarkt.

### 5.7.1 Rückzahlungsvolumen im Swiss Bond Index

Der SBI ist ein führender Vergleichsindex für den Schweizer Anleihenmarkt und bietet wichtige Einblicke in das aktuelle Preisniveau und die zu erwartenden zukünftigen Renditen. Dies macht den Index zu einem zentralen Indikator für die Entwicklung des Schweizer Anleihenmarktes. Anleihen, die in den SBI aufgenommen werden, müssen verschiedene Qualitätskriterien erfüllen. Dazu zählen unter anderem eine Restlaufzeit von mindestens einem Jahr und ein Emissionsvolumen von mindestens CHF 100 Mio. Ausserdem sind nur festverzinsliche Anleihen mit einem Mindestrating von «BBB» oder besser zugelassen (SIX Group AG, 2024).

Abbildung 88 zeigt das Fälligkeitsprofil der im SBI enthaltenen Anleihen. Daraus ist ersichtlich, wie sich die Fälligkeiten der Anleihen über die nächsten Jahre verteilen und welches Volumen bis zum Jahr 2034 fällig wird. Es zeigt sich, dass in den nächsten Jahren sowohl volumen- als auch anzahlmässig zahlreiche Anleihen zur Refinanzierung anstehen, was das zukünftige Emissionsvolumen stützen sollte.

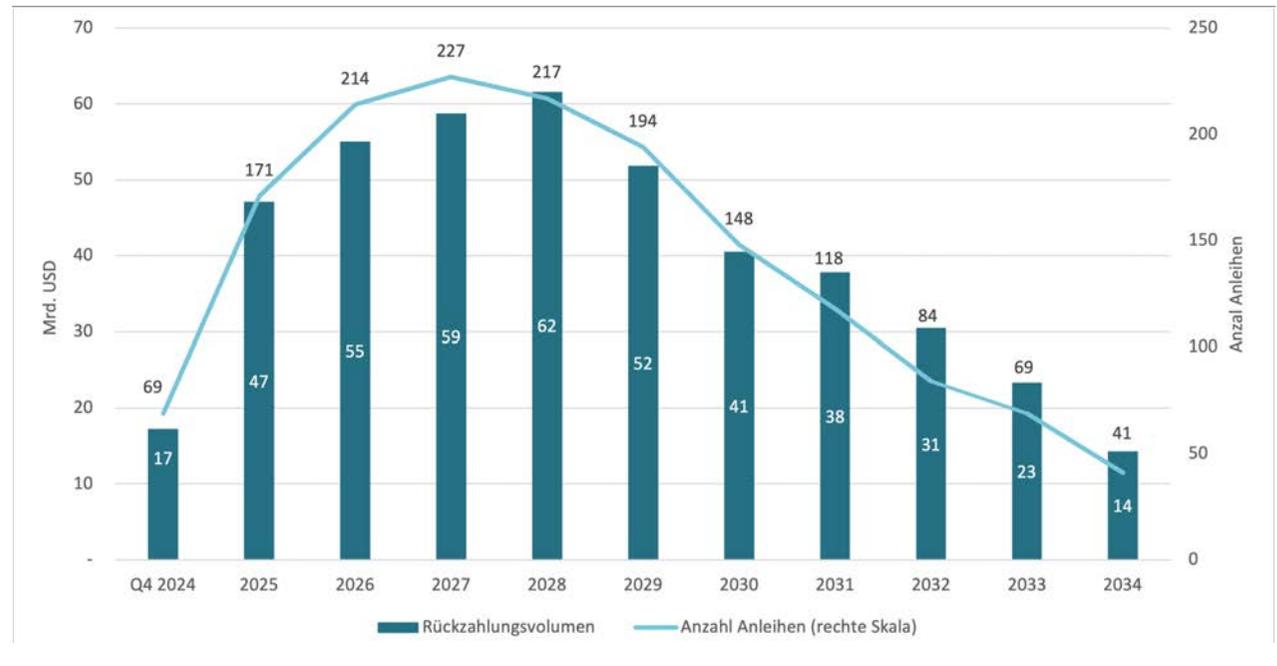


Abbildung 88: Rückzahlungsvolumen im SBI bis zum Jahr 2034 (Datenquelle: Bloomberg)

### 5.7.2 Veränderung Rendite auf Verfall

Abbildung 89 veranschaulicht die Rendite auf Verfall, auch als Yield to Maturity (YTM) bekannt, der Anleihen im SBI. Die YTM misst die Rendite, die Investoren erzielen, wenn sie die Anleihe zum aktuellen Marktpreis kaufen und bis zum Ende der Laufzeit halten würden (Lütolf et al., 2019, S. 528-530). In Abbildung 89 wird die YTM zum Stichtag 31. März 2023 dargestellt und mit der Situation am 31. März 2024 verglichen. Um eine konsistente Vergleichbarkeit zu gewährleisten, wurden nur Anleihen berücksichtigt, die zu beiden Zeitpunkten im SBI vertreten waren. Die Abbildung 89 zeigt, dass im Jahr 2024 für alle Laufzeiten niedrigere Renditen bis zur Fälligkeit im Vergleich zur Situation im März 2023 gelten. Während die YTM-Kurve im März 2023 nahezu geradlinig verläuft, zeichnet sich im März 2024 insbesondere bei den Anleihen der Schweizerischen Eidgenossenschaft ein leicht inverser Trend ab. Besonders bei den kurzen Laufzeiten fallen die Renditen stärker und die Kurve flacht zum Ende hin ab, ähnlich wie im März des Vorjahres. Zudem fällt auf, dass die Streuung der YTM über die verschiedenen Laufzeiten im März 2024 weniger ausgeprägt ist, was auf eine geringere Volatilität hindeutet.

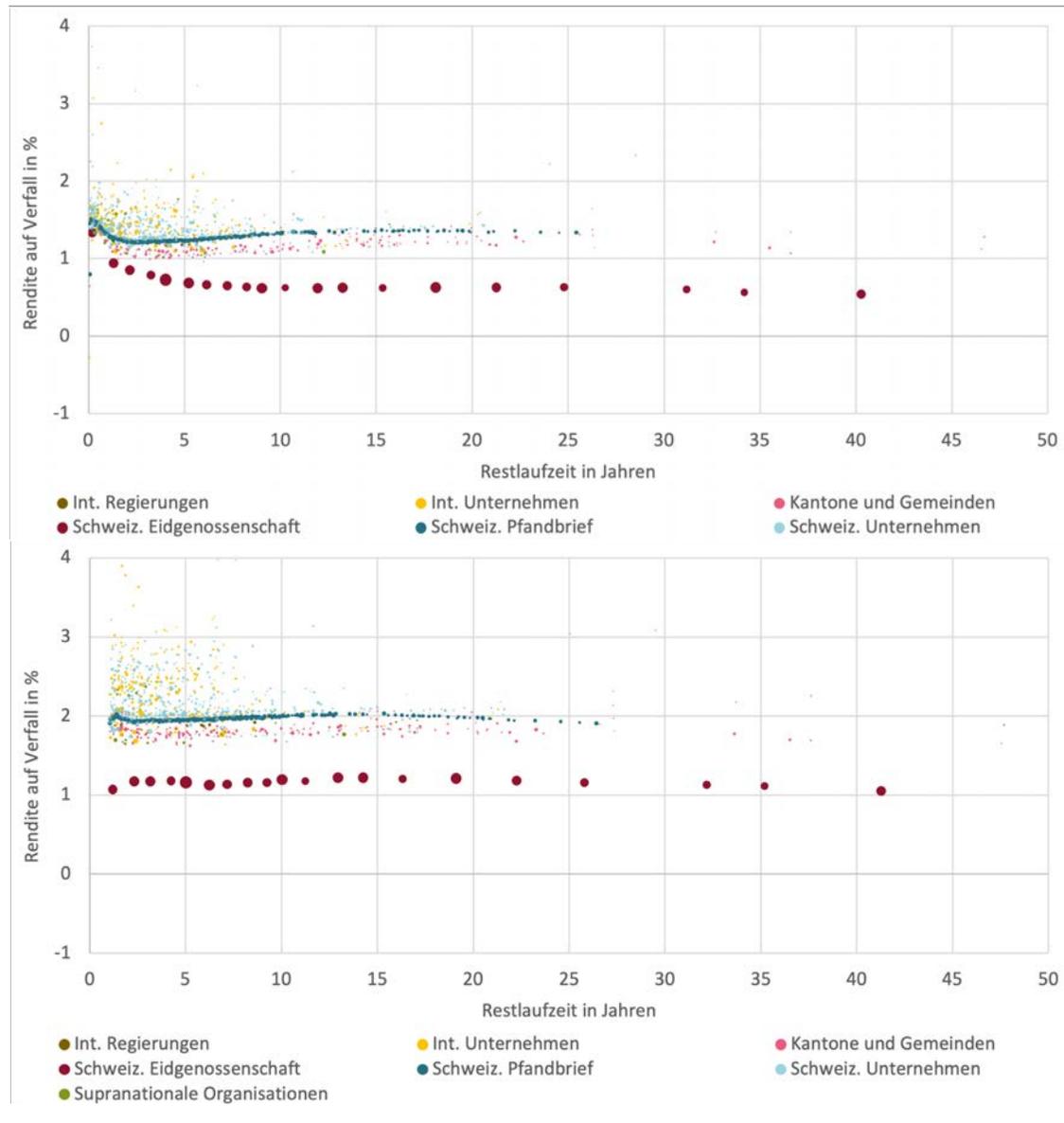


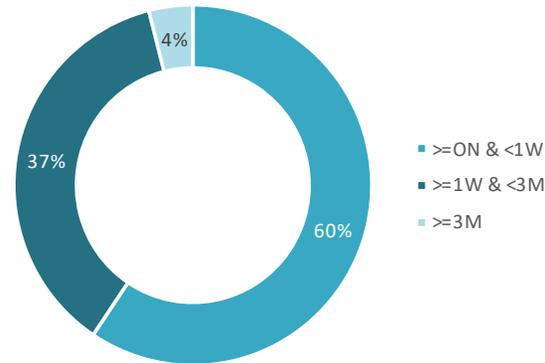
Abbildung 89: Rendite auf Verfall nach Restlaufzeit der Anleihen im SBI per 31.03.2023 (oben) und per 31.03.2024 (unten) (Datenquelle: Bloomberg)

5.7.3 Veränderung auf dem Geldmarkt

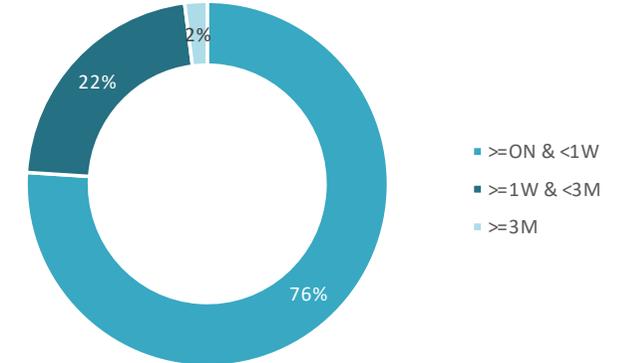
Auch auf dem Geldmarkt haben sich wiederum verschiedene Veränderungen ergeben. Abbildung 90 illustriert die Volumennentwicklung über die vergangenen fünf Jahre, welche über die Plattform Instimatch abgewickelt wurden. Das Volumen wächst weiterhin ansehnlich und wie bereits in der letztjährigen Studie festgehalten, führte das Ende des Negativzinsumfelds zu diesem deutlichen Anstieg der gehandelten Geldmarktvolumina.

Aus der in Abbildung 91 dargestellten Aufteilung der gehandelten Laufzeiten ist eine Entwicklung hin zu Transaktionen mit kürzeren Laufzeiten ersichtlich. Im Jahr 2023 wurden 60 % der Transaktionen mit einer Laufzeit von weniger als eine Woche abgeschlossen, im Jahr 2024 beläuft sich dieser Anteil auf nunmehr 76 %. Diese Entwicklung ist wahrscheinlich auf die seit März 2024 sinkenden Zinsen zurückzuführen.

CHF Volume Split by Trade Duration in 2023



CHF Volume Split by Trade Duration in 2024



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

Abbildung 91: Gehandelte Laufzeiten, 2-Jahresvergleich (nur CHF)  
(Quelle: Instimatch Global AG)

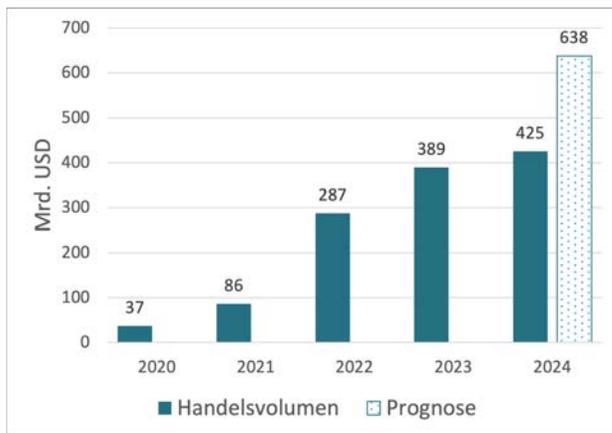


Abbildung 90: Volumenentwicklung über die letzten fünf Jahre (alle Währungen, Jahr 2024 bis August 2024, Prognose lineare Entwicklung bis Ende 2024)  
(Quelle: Instimatch Global AG)

## 5.7.4 Interview Moody's Ratings



Sven Reinke

Timo Fittig

Als eines der führenden Unternehmen für Kreditratings, Research und Risikoanalysen verfügt Moody's über ein umfassendes Verständnis der vielschichtigen Dynamiken, die den globalen Anleihenmarkt prägen. Im folgenden Interview geben die beiden Experten **Sven Reinke, Managing Director** und **Timo Fittig, Lead Analyst der Moody's Corporate Finance Group in London**, einen Einblick in die aktuellen Trends und Entwicklungen am globalen Anleihenmarkt.

#### Welche Trends und Entwicklungen sind aktuell im globalen Anleihenmarkt zu beobachten?

«In der Anfangsphase der Covid-Pandemie nutzten zahlreiche grosse und finanzkräftige Unternehmen die Periode der Unsicherheit, um durch Anleiheemissionen ihre Liquidität zu steigern. Das Jahr 2021 war geprägt von einer beträchtlichen Emissionstätigkeit auch schwächerer Unternehmen im Speculative-Grade-Bereich, die von der damaligen Nullzinspolitik profitierten. Dies änderte sich abrupt im Jahr 2022, als weltweit ein rascher Zinsanstieg einsetzte, der insbesondere hoch verschuldete Unternehmen unter Druck setzte. Trotz einer Schwächephase im zweiten Halbjahr 2022 und im ersten Halbjahr 2023 hat sich der Markt seither wieder erholt. So ist im Jahr 2023 ein deutlicher Anstieg des Emissionsvolumens zu verzeichnen, welcher sich in den von uns bewerteten Bonds und Loans widerspiegelt. Die Emissionstätigkeit im gesamten Bereich der von Moody's gerateten Schuldtitel, ver-

zeichnete im Jahr 2023 ein Wachstum von 5% gegenüber dem Vorjahr. Der im Jahr 2022 noch schwache High-Yield-Bereich wuchs sogar um beachtliche 30%. Das aktuelle Jahr ist von der Erwartung gestützt, dass die Zentralbanken im Laufe des Jahres die Zinssätze reduzieren könnten, was die Finanzierungskonditionen für Unternehmen attraktiver gestalten würde. Diese Erwartungshaltung belebt insbesondere das Leveraged-Finance-Segment, in dem Unternehmen die Chance zur Refinanzierung nutzen. Diese positive Entwicklung, die wir auf dem globalen Markt beobachten, lässt uns für das Jahr 2024 optimistisch in die Zukunft blicken. Für dieses Jahr prognostiziert Moody's ein starkes Wachstum der globalen Neuemissionen im Bereich von 20% - 25%. Diese Prognose übertrifft die Ergebnisse des Vorjahres und spiegelt die Erholung des Marktes wider. Allerdings fällt das Wachstum in den einzelnen Marktsegmenten unterschiedlich aus. Die stärkste Entwicklung sehen wir bei High Yield Bonds und Leveraged Loans, den sogenannten Speculative-Grade-Emissionen, die das höchste Wachstum verzeichnen. Im Investment-Grade-Segment hingegen, das traditionell weniger volatil ist, erwarten wir eine Fortsetzung der Stabilität der letzten Jahre.»

#### Gibt es einen erkennbaren Trend zu kürzeren oder längeren Laufzeiten bei Anleiheemissionen?

«Im spekulativen Bereich bleiben die Laufzeiten weitgehend konsistent. Bei Anleihen mit höherer Kreditqualität, insbesondere jenen mit A-Ratings und darüber, wurde in Phasen extrem niedriger Zinsen ein Trend zu sehr langfristigen Emissionen festgestellt. In Zeiten der Niedrigzinspolitik nutzten einige Unternehmen die Gelegenheit, Anleihen mit Laufzeiten von 20, 30, manchmal sogar 50 Jahre zu emittieren, um sich diese niedrigen Zinsen langfristig zu sichern. Zahlreiche CFOs und Treasurer haben rückblickend gute Entscheidungen getroffen, indem sie die damals historisch niedrigen Zinsen langfristig für ihre Unternehmen sicherten. In jüngster Zeit ist dieser Trend zu langfristigen Anleihen nicht mehr zu beobachten, was angesichts des höheren Zinsniveaus nachvollziehbar ist. Im Bereich der syndizierten Darlehen war zu sehen, dass die Unternehmen angesichts der schlechteren Konditionen auf eine Refinanzierung verzichteten und stattdessen häufig die Laufzeiten

ihrer bestehenden Kredite um zwei Jahre verlängerten. Dementsprechend kann man sagen, dass die Laufzeiten im High-Yield-Bereich eher kürzer waren. Gleichzeitig nutzen die Unternehmen jetzt auch die Chance, sich wieder zu refinanzieren, weil sich die Marktbedingungen langsam verbessern.»

#### Wie hat sich die Kreditqualität der Schuldner entwickelt, und wie schätzen Sie deren zukünftige Entwicklung ein?

«Wir haben gesehen, dass die grossen Investment-Grade-Unternehmen mit hoher Kreditwürdigkeit die Herausforderungen der COVID-19-Krise überwiegend gut gemeistert haben. Dies war zum Teil der staatlichen Unterstützung zu verdanken. Während einige Branchen wie die Luftfahrtindustrie längere Zeit für die Erholung benötigten, blieben grössere Ausfälle im Segment der Investment-Grade-Unternehmen überschaubar und beschränkten sich auf Einzelfälle, vor allem im Real Estate Sektor in China. Im Gegensatz dazu steht die Situation im spekulativen Bereich und Leveraged Finance. Die Probleme, die durch die Pandemie verursacht wurden, haben zusammen mit den steigenden Zinsen zu grossen Herausforderungen geführt. Das heisst, Unternehmen, die bei einem Leitzins von einem Prozent gerade noch ihre Kapitalkosten tragen konnten, haben bei einem Leitzins von fünf Prozent ein grösseres Problem und da haben wir schon einen Anstieg der Insolvenzen - auch Defaults genannt - gesehen. Moody's Definition eines Defaults umfasst mehr als nur klassische Insolvenzen. Sie schliesst auch Fälle ein, in denen Unternehmen ihre Kapitalstruktur umstrukturieren müssen und Investoren dabei Abstriche machen. Unsere Daten zeigen, dass der Höhepunkt der Defaults im ersten Halbjahr 2024 erreicht wurde, mit einem Anteil von etwa 5% des von Moody's bewerteten Universums im Speculative-Grade-Bereich. Dies sind hauptsächlich Restrukturierungen, wobei echte Insolvenzen und Liquidierungen selten sind. Zuletzt hatten wir ähnlich hohe Werte Ende 2020 und Anfang 2021. Trotz dieser erhöhten Default-Rate erscheint die Situation weniger dramatisch, als man es in Anbetracht der geopolitischen Ereignisse hätte erwarten können. Für die Zukunft wird erwartet, dass sich die Situation bis 2025 normalisiert und die globale Ausfallrate sich entsprechend den verbesserten Finanzmarktbedingungen und den engeren Spreads im Hochzinsbereich nach unten korrigiert. Wir gehen davon aus, dass die Rate von einem

Höchststand von etwa 5% auf 3.7% Ende 2024 sinken wird, bevor sie sich in 2025 wieder auf ein normales Niveau von rund 3% einpendelt.

Die Aussicht auf sinkende Basiszinsen in den kommenden Jahren könnte den Unternehmen im High-Yield-Bereich, die variable Zinssätze haben, zugutekommen und ihre Zahlungsfähigkeit verbessern. In diesem Kontext sprechen wir oft von einer «sustainable capital structure», einer Kapitalstruktur, die es einem Unternehmen ermöglicht, auch in schwierigen Zeiten zu bestehen. Die jahrelange Niedrigzinspolitik hat viele Unternehmen dazu verleitet, sich aufgrund der attraktiven Kreditkonditionen höher zu verschulden. Heute sehen sie sich mit einem Zinsniveau konfrontiert, das zwar historisch normal, aber für die heutigen Marktteilnehmer ungewohnt ist.»

### 5.7.5 Interview Zürcher Kantonalbank



Tim Schmucki

Die Zürcher Kantonalbank zählt zu den führenden Banken im Schweizer Kapitalmarkt und ist als erfahrene Lead Managerin bekannt. Mit ihrem umfassenden Know-how in Kapitalmarkttransaktionen jeder Art und Grösse ist sie eine anerkannte Partnerin für Emittenten und Investoren. Im folgenden Interview gibt **Tim Schmucki, Debt Capital Markets bei der Zürcher Kantonalbank**, einen Einblick in die aktuellen Trends und Entwicklungen im Schweizer Anleihenmarkt.

#### Welche Trends und Entwicklungen sind aktuell im Schweizer Anleihenmarkt zu beobachten?

«Im Schweizer Anleihenmarkt sind gegenwärtig mehrere Trends und Entwicklungen zu beobachten. In den letzten Jahren ist eine Rückkehr des ausländischen Segments zu erkennen. Ein Blick zurück in die Zeit vor der Finanzkrise zeigt, dass der Anteil ausländischer Anleihen am Schweizer Markt damals höher war als der Anteil inländischer Anleihen. Dies änderte sich jedoch nach der Krise, als das Volumen ausländischer Anleihen stark zurückging. Ein wesentlicher Grund dafür waren die umfangreichen Anleihenkaufprogramme (Quantitative Easing) der grossen Zentralbanken in den USA und Europa. Diese Massnahmen resultierten in einer künstlichen Verengung der Spreads, was zu einer Beeinträchtigung der Wettbewerbsfähigkeit des Schweizer Marktes führte. In jüngster Zeit haben sich die Bedingungen jedoch geändert. Die Reduzierung der Quantitative-Easing-Programme hat zu einer Normalisie-

rung der Spreads in Europa und den USA geführt, wodurch der Schweizer Markt wieder an Wettbewerbsfähigkeit gewonnen hat. Zusätzlich machen die niedrigen Zinssätze in der Schweiz den Markt für ausländische Emittenten besonders attraktiv, unterstützt durch günstige Bedingungen bei Cross-Currency-Swaps, welche eine effektive Steuerung des Währungsrisikos ermöglichen.

Ein weiterer zu beobachtender Trend ist die starke Zunahme von Emissionen nachhaltiger Anleihen, insbesondere Green Bonds, was das wachsende Interesse an umweltfreundlichen und nachhaltigen Investitionen widerspiegelt. Darüber hinaus verzeichnen wir ein wachsendes Interesse an digitalen Anleihen, was sich in einer steigenden Anzahl von Anfragen und mehreren Emissionen niederschlägt. So haben wir beispielsweise für die Stadt Lugano und den Kanton Zürich erfolgreich solche Anleihen emittiert.

#### Gibt es einen erkennbaren Trend zu kürzeren oder längeren Laufzeiten bei Anleiheemissionen?

«Die Präferenz der Investoren hinsichtlich der Laufzeiten unterliegt einer stetigen Veränderung. In Abhängigkeit von der Zinsentwicklung sowie der Präferenz der Investoren werden entweder kürzere oder längere Laufzeiten nachgefragt. Derzeit befinden wir uns eher in einem Marktumfeld, in dem lange Laufzeiten stark nachgefragt werden. Dies ist auch auf die Form der Zinsstrukturkurve zurückzuführen. Der Referenzzinssatz der Nationalbank liegt derzeit (bzw. zum Zeitpunkt des Interviews) bei 1.5%, während die Swapsätze für dreijährige Anleihen am unteren Ende bei etwa 1.10% bis 1.15% liegen. Somit ist am kurzen Ende eine inverse Zinsstrukturkurve zu beobachten. Längere Laufzeiten von 15 bis 20 Jahren erreichen hingegen die höchsten Punkte der Zinskurve, bevor sie wieder abfallen. Auch Emittenten schätzen die Möglichkeit, sich durch längere Laufzeiten Geld zu niedrigen Fixkosten zu sichern. Die Wahl der Laufzeit hängt jedoch stark vom Rating des Emittenten ab. Je besser das Rating, desto längere Laufzeiten sind möglich.»

**Wie hat sich die Kreditqualität der Schuldner in der Schweiz entwickelt und wie schätzen Sie deren zukünftige Entwicklung ein?**

«Die Kreditqualität der Schuldner in der Schweiz ist eng mit der stabilen konjunkturellen Entwicklung des Landes verbunden, die nur geringe Schwankungen aufweist. Die Schuldnerqualität in der Schweiz ist daher nach wie vor hoch und wir gehen davon aus, dass dies auch in Zukunft so bleiben wird.»

**Welche Entwicklungen sehen Sie derzeit auf dem Markt für nachhaltige Anleihen?**

«Die Auswahl an nachhaltigen Anleihen ist beeindruckend vielfältig und umfasst Green Bonds, Social Bonds, Sustainability Bonds, Blue Bonds, Transition Bonds und Sustainability-Linked Bonds. Diese bieten Investoren unterschiedliche Möglichkeiten. Hauptsächlich unterscheidet man jedoch zwischen Use-of-Proceed und Sustainability-Linked. Bei Use-of-Proceed-Anleihen ist die Verwendung der Erlöse auf nachhaltige Projekte beschränkt. Im Gegensatz dazu müssen bei Sustainability-Linked-Anleihen vordefinierte Nachhaltigkeitsziele erreicht werden, andernfalls drohen finanzielle Konsequenzen wie ein Anstieg des Coupons. Der Schweizer Markt konzentriert sich hauptsächlich auf Green Bonds, während andere Varianten weniger Nachfrage seitens der Investoren erfahren. Dies ist häufig darauf zurückzuführen, dass die Ziele von Sustainability-Linked-Anleihen als zu wenig ambitioniert erachtet werden oder sogar bereits nahezu erreicht sind. Die Transparenz ist bei Green-Bonds höher, was sie zum wichtigsten Segment macht. Diese Entwicklung setzte sich auch im Jahr 2023 fort, als auf dem Schweizer Kapitalmarkt ein Rekordvolumen von CHF 8.16 Mrd. für Anleihen mit Nachhaltigkeitslabel erreicht wurde. Der Finanzsektor führt mit 35% des Volumens, gefolgt von Non-Financial Corporates (22%), OERKS (21%), Versorgern (12%) und Immobilienfirmen (11%). Rund zwei Drittel aller neu emittierten Green Bonds im Inlandsegment dienen der Finanzierung von Immobilien.»

**Gemäss Moody's ist der Anteil nachhaltiger Bonds am gesamten Anleihevolumen in der Schweiz geringer als in anderen europäischen Ländern (Birrer, Bauer und Rupp, 2023, S. 148). Was könnten die Gründe dafür sein?**

«Der Hauptgrund für den relativ geringen Anteil nachhaltiger Anleihen in der Schweiz liegt darin, dass unsere beiden grössten Emittenten, die Pfandbriefbank und die Pfandbriefzentrale, keine nachhaltigen Anleihen emittieren. Die beiden Pfandbriefinstitute machen einen sehr grossen Teil des Marktvolumens aus und hatten im letzten Jahr zusammen einen Anteil von über 40% am inländischen Segment.»

**Vor dem Hintergrund der jüngsten Leitzinssenkung durch die Schweizerische Nationalbank und der Erwartung weiterer Zinssenkungen bis zum Jahresende: Können Sie Veränderungen in der Nachfrage nach Anleihen feststellen? Welche Auswirkungen hat dies auf das Verhalten der Emittenten?**

«In Anbetracht der jüngsten Zinssenkung durch die Schweizerische Nationalbank sowie der Erwartung weiterer Senkungen bis zum Jahresende stellt sich für viele Emittenten die Frage, ob sie mit der Ausgabe neuer Anleihen warten sollen, in der Hoffnung auf weiter fallende Zinsen. Derzeit (zum Zeitpunkt des Interviews) sind zwei zusätzliche Zinsschritte im Markt eingepreist. Diese Erwartungen spiegeln sich in einer inversen Zinskurve wider, was bedeutet, dass die antizipierten Zinssenkungen vom Markt vorweggenommen werden. Dennoch besteht eine Wahrscheinlichkeit, dass diese Zinssenkungen ausbleiben könnten, was zu einer Anpassung der Zinskurve nach oben führen würde. Es gibt immer zwei Komponenten. Das eine ist die Zinsseite, das andere ist die Spreadseite. Es ist ungewiss, was die SNB in Zukunft tun wird, und der Markt ist momentan sehr aufnahmefähig. Darüber hinaus haben wir beobachtet, dass Investoren versuchen, niedrigere Zinsen durch höhere Spreads zu kompensieren. Insbesondere bei inversen Zinskurven, wie wir sie teilweise gesehen haben, verlangen Investoren höhere Spreads für kürzere Laufzeiten, was kontraintuitiv erscheint, da normalerweise das Risiko und damit die Risikoprämien mit zunehmender Laufzeit steigen sollten. Diese Tendenz ist jedoch nicht für alle Ratings gleich und zeigt sich vor allem bei Emittenten mit erstklassiger Bonität, bei denen die Spreads mit zunehmender Laufzeit tendenziell sinken.»



SCHWABE, LEY &amp; GREINER

## Kapitel 6

### Gastartikel

In diesem Kapitel folgen die Gastartikel, welche von den Partnern der Finanzierungs- und Treasurystudie – teilweise in Zusammenarbeit mit der Hochschule Luzern – entstanden sind. Sie decken wiederum aktuelle Entwicklungen im Finanz- und Treasurymanagement ab.

# MOODY'S

**Not all cyberattacks are created equal**

→ Siehe Abschnitt 6.1

Im Artikel geht es um den Zusammenhang zwischen der Verwundbarkeit aufgrund von Cyberisiken und -attacken und deren Einfluss auf die Kreditqualität von Unternehmen. Die Kreditwürdigkeit von Unternehmen kann mitunter aufgrund der Geschäftsstrategie und deren Umsetzung, aufgrund der möglicherweise beeinträchtigten finanziellen Performance sowie aufgrund regulatorischer und weiterer Risiken beeinträchtigt werden.

**Unternehmensfinanzierung: Verschärfte Kreditbedingungen stellen Unternehmen vor grosse Herausforderungen**

→ Siehe Abschnitt 6.2

Der Artikel von Adreas Andergassen und Eva Maltschnig geht vor dem Hintergrund verschärfter Kreditbedingungen und dem angespannten Marktumfeld auf die aktuellen Finanzierungsbedingungen und -instrumente ein. Der Artikel basiert auf einer empirischen Erhebung und kommt zum Schluss, dass insbesondere die Einführung oder Ausweitung von Cash-Pools angezeigt sein kann. Zudem sorgen die Einführung von ESG-Ratings für eine veränderte Dynamik im Markt.

## StoneX Payments

**Cross-Border Payments: Weichen stehen auf Disruption**

→ Siehe Abschnitt 6.3

Dieser Gastbeitrag geht auf die Bedeutung und aktuellen Herausforderungen bei Cross-Border Payments ein. Die technologischen Lösungen und Innovationen eröffnen interessante neue Zukunftsperspektiven hinsichtlich Effizienz, Transparenz und Zugänglichkeit.

# ING



**Global sustainable finance market: changing for the better**

→ Siehe Abschnitt 6.4

Coco Zhang und Padhraic Garvey zeigen zuerst auf, wie sich der Markt für nachhaltige Finanzierungen in den letzten Jahren entwickelt hat und welche Emissionen von wem getätigt wurden. Sie identifizieren den öffentlichen Sektor als treibende

Wachstumskraft und diskutieren anschliessend, ob noch immer ein sog. Greenium existiert. Abschließend geben Sie einen Ausblick für die weitere Entwicklung nachhaltiger Finanzierungen.

## JURATRUST

**Schweizerische Steuerkonsequenzen von Auslandsanleihen mit Bezug auf Liechtenstein**

→ Siehe Abschnitt 6.5

Dr. Roland A. Pfister beschreibt in diesem Artikel, wie die schweizerische Verrechnungssteuer die Platzierung von Anleihen auf internationalen Märkten erschwert. Dies macht die Zinszahlungen für Anleger unattraktiv. Schliesslich umgehen multinationale Konzerne die Erschwernis, indem sie sich im Ausland finanzieren.

## cosmofunding

by Vontobel

**Kredit- und Liquiditätsprämien im Schweizer Kapitalmarkt**

→ Siehe Abschnitt 6.6

Stefan Pomberger erläutert, dass der Schweizer Fremdkapitalmarkt überwiegend vom bilateralen Privatmarkt dominiert wird. Privatplatzierungen bieten Investoren attraktive Chancen zur Diversifikation und Renditeoptimierung. Abschließend betont er, dass der Markt für Privatplatzierungen weiter wachsen und sowohl Emittenten als auch Investoren profitieren werden.

## Financial Navigator

by A352

**KI-gesteuertes Treasury: Transformation des Cashflow Forecasting mit ChatGPT**

→ Siehe Abschnitt 6.7

A352 ist davon überzeugt, dass es sich bereits jetzt lohnt, sich intensiv mit der Anwendung von KI-Technologie im Treasury-Bereich auseinanderzusetzen und fortschrittliche Lösungen, wie sie etwa durch ChatGPT unterstützt werden, in den Arbeitsalltag zu integrieren.

## 6.1. Not all cyberattacks are created equal



Leroy Terrelonge,  
Vice President – Senior Analyst, Cyber Credit Risk,  
Moody's Ratings

### 6.1.1 The rising number and sophistication of cyberattacks is increasingly eroding creditworthiness

Cyber incidents are rising and having a growing impact on the creditworthiness of the debt issuers Moody's rates. Just a decade or so ago, the main risks companies faced were data breaches or distributed denial-of-service attacks (DDoS) where attackers overwhelm a computer system with a malicious flood of internet traffic, causing breakdown. But these attacks were largely invisible, infrequently reported and the associated costs were minor.

Since then attacks have grown in number and sophistication. Previously targeting primarily individuals, ransomware attacks against large organizations started in about 2016. In these attacks, cybercriminals block an organization from accessing its own computer systems and demand payment to restore access. They can also steal victim data and threaten to publish it or sell it on the dark web. Attackers have also become more public with their attacks, setting up websites to out their victims, hoping the increased pressure will induce a ransom payment. As a result, the number of disclosed attacks has escalated (Figure 92).

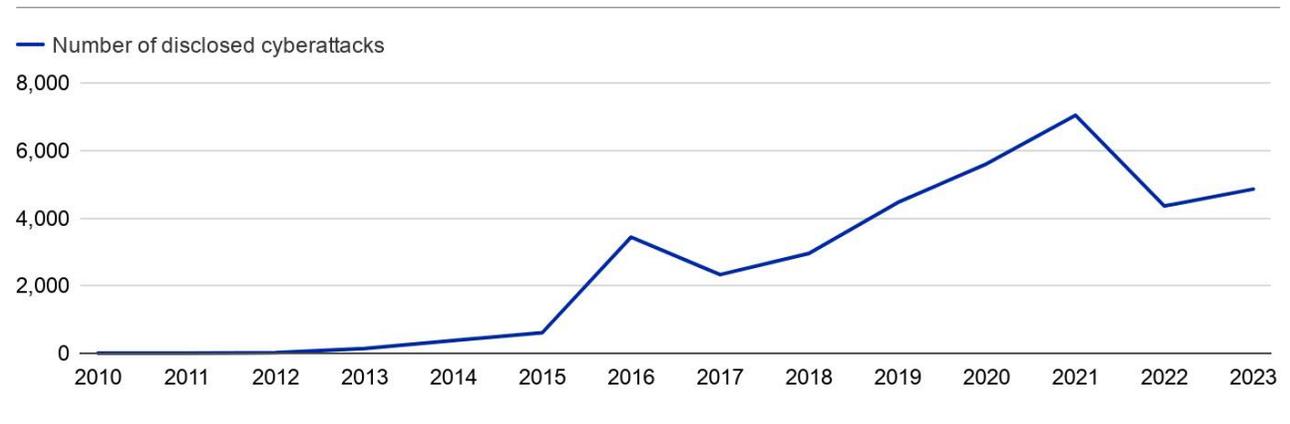


Abbildung 92: The number of disclosed cyberattacks has exploded since the mid-2010s  
Number of disclosed cyberattacks per year, 2010-2023 (Source: Bitsight)

Moody's first credit actions related to cyber risk began to appear from 2014, around the same time as the number of cyberattacks began its upward climb. Despite a dramatic increase in cyberattacks over the last 10 years, however, we have taken ratings actions in only 19 cases across 10 issuers. This is because Moody's rated universe of relatively large issuers is generally well positioned to withstand the financial consequences of cyber incidents. Nonetheless, as attack severity intensifies, costs increase, digitalization broadens, and new technologies such as generative AI and quantum computing emerge, the potential for adverse credit effects is rising. Figure 93 illustrates ways in which cyber risk can affect credit risk.

### 6.1.2 Cyberattacks can disrupt revenues and increase costs

There are two main levers by which cyber incidents can hurt financial performance. They can stop money from flowing into the issuer and they can increase the flow of funds out, i.e. in costs. These levers are not mutually exclusive and cyber incidents may cause one or both of them.

#### Revenues can fall

Revenue inflows may be disrupted for a variety of reasons. Sometimes a cyberattack prevents a firm from carrying out normal business functions. During this time, the ability of the company to provide goods and services or to collect money from customers may be compromised or halted. Whilst DDoS attacks can disrupt business operations, Google, Cloudflare, Akamai, and other companies now offer effective DDoS protections that have consistently been able to blunt their impact. Today ransomware attacks are the primary cause of cyber-based business interruption.

Companies can also lose customers, leading to declining revenues. In a 2022 study by the US Federal Reserve, researchers found that the customers of companies affected by cyber incidents were more likely to seek out alternative suppliers, and after a period of adjustment, terminate their relationships with the attacked supplier. An example cited in the study was the NotPetya cyberattack in 2017, which wiped out computer files with no hope of recovery. Customers of companies targeted by NotPetya had sought out 13% to 15% more alternative suppliers over the ensuing six months than companies in the control group. To retain customers, companies may cut prices or offer promotions to customers to encourage loyalty, deepening the financial impact.

Cyber theft of intellectual property can also cause revenues to plunge. As reported in The Wall Street Journal, wind turbine company American Superconductor lost over USD 800 million in shareholder value after one of its engineers handed over the company's proprietary software in the form of computer code to Chinese state-owned wind turbine manufacturer Sinoel Wind Group.

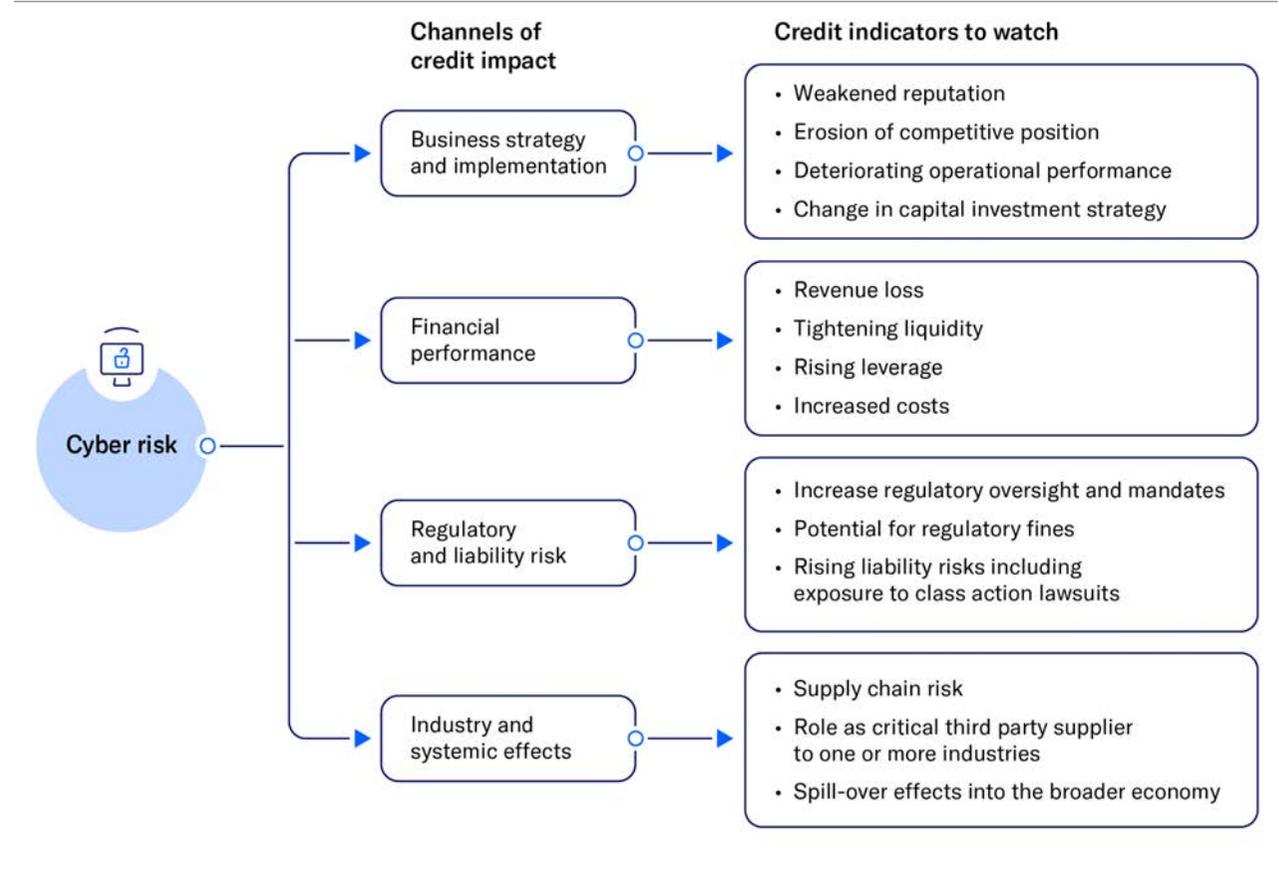


Abbildung 93: Cyber risk impacts credit in multiple ways  
Overview of the effect of cyber risk on credit quality (Source: Moody's Ratings)

#### Costs can rise

On the other side of the equation, cyber incidents can introduce costs. Incident response - a procedure organizations follow to manage a cyber incident and recover from it as quickly as possible - is a costly exercise. It includes computer forensics to preserve evidence for prosecution of the attackers, understand how the attack happened and ensure the intruder has been re-

pulsed. Incident response also includes costs to notify customers, regulators and other stakeholders of the incident, replace or repair damaged equipment, and recover system data.

Further costs can include credit monitoring, increased cyber insurance premiums, legal defense and settlements, fines and increased regulation, damaged reputations, ransom payments, and funds-transfer fraud.

**6.1.3 Business disruption causes the greatest measurable impact**

Business disruption caused by ransomware attacks is typically the largest measurable cost for organizations dealing with cyber incidents. NetDiligence, a cyber risk management company, conducted a study of 9,000 cyber insurance claims for incidents that occurred between 2018 and 2022. The claims, compiled from major underwriters and carriers of cyber insurance, show that in incidents that involved business interruptions, the cost of lost business made up by far the largest share of the total incident cost (see Figure 94). The study also showed that for large organizations (with USD 2 billion or more in annual revenue), business interruption costs (USD 26.1 million) were 72 % of the total incident cost on average over the five years. While USD 26.1 million is a small loss for an issuer with over USD 2 billion in annual revenue, business interruption costs are growing quickly. From USD 3.1 million in 2019, business interruption costs rose to USD 68 million in 2022, and if the trend holds, will become more material to issuers over time (Figure 95).

Credit impact from costs such as reputational damage and IP theft, while difficult to measure objectively can also be considerable, as illustrated by the case of wind turbine company American Superconductor cited above.

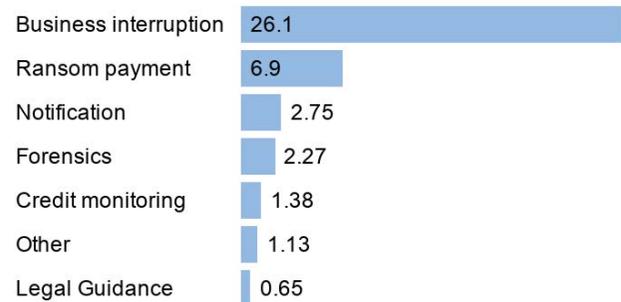


Abbildung 94: Business interruption is among the costs that are easiest to measure  
Average cost of cyber incident categories for large companies in USD millions, 2018-2022  
(Source: NetDiligence, Moody's Ratings)

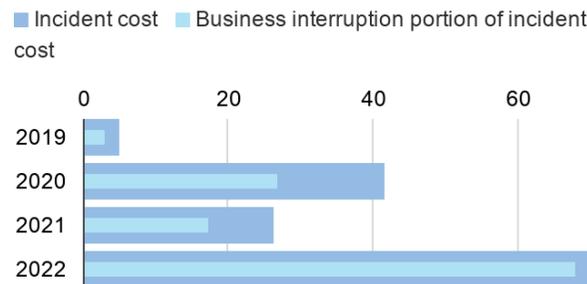


Abbildung 95: Business interruption costs are growing rapidly  
Average business interruption costs for large companies in USD millions, 2019 - 2022  
(Source: NetDiligence, Moody's Ratings)

### 6.1.4 The credit impact of cyber incidents often takes time to fully manifest

The credit effects of cyber incidents can stretch over a number of years, with costs appearing at various intervals along the way (Figure 96). While the impact of each cyber incident differs, below is a possible framework for thinking about the evolution of cyberattack costs.

**Shorter term (up to one year)** Financial losses from operational disruption or remediation costs can strain liquidity, impacting short-term cash flow. The US Federal Reserve found that, following the 2017 NotPetya attack, the customers of affected organizations saw their liquidity ratios decrease, prompting them to draw down their credit lines at banks. This in turn imposed additional costs, because the banks charged higher interest rates to these customers when they later renewed their credit lines. Ultimately, banks served as an important source of liquidity during the cyberattack, but a sufficiently large cyberattack with many victim companies could overwhelm banks' capacity to inject needed liquidity. Increased expenses for incident response, cybersecurity improvements, and legal fees can also lead to higher short-term debt levels.

**Longer term (up to a few years)** Cyberattack victims may face regulatory fines, legal settlement costs and additional oversight, affecting profitability and cash reserves. In addition, increased cybersecurity spending may weigh on profits and cash flow, potentially limiting investment in growth opportunities or diverting capital from other growth initiatives.

In the case of a data breach at Equifax Inc. which exposed the personal information of around 145 million Americans in 2017, the company maintained a high level of cybersecurity investments, spending USD 1.5 billion between 2017 and 2020 to rebuild its security and technology environment in the cloud. The company also took a charge of USD 690 million in 2019 to resolve certain consumer class action cases and investigations by federal and state regulators. The technology investments and settlement costs continued to weigh on free cash flow, while litigation and regulatory settlements drove debt levels higher. In May 2019, nearly two years after cyberattack,

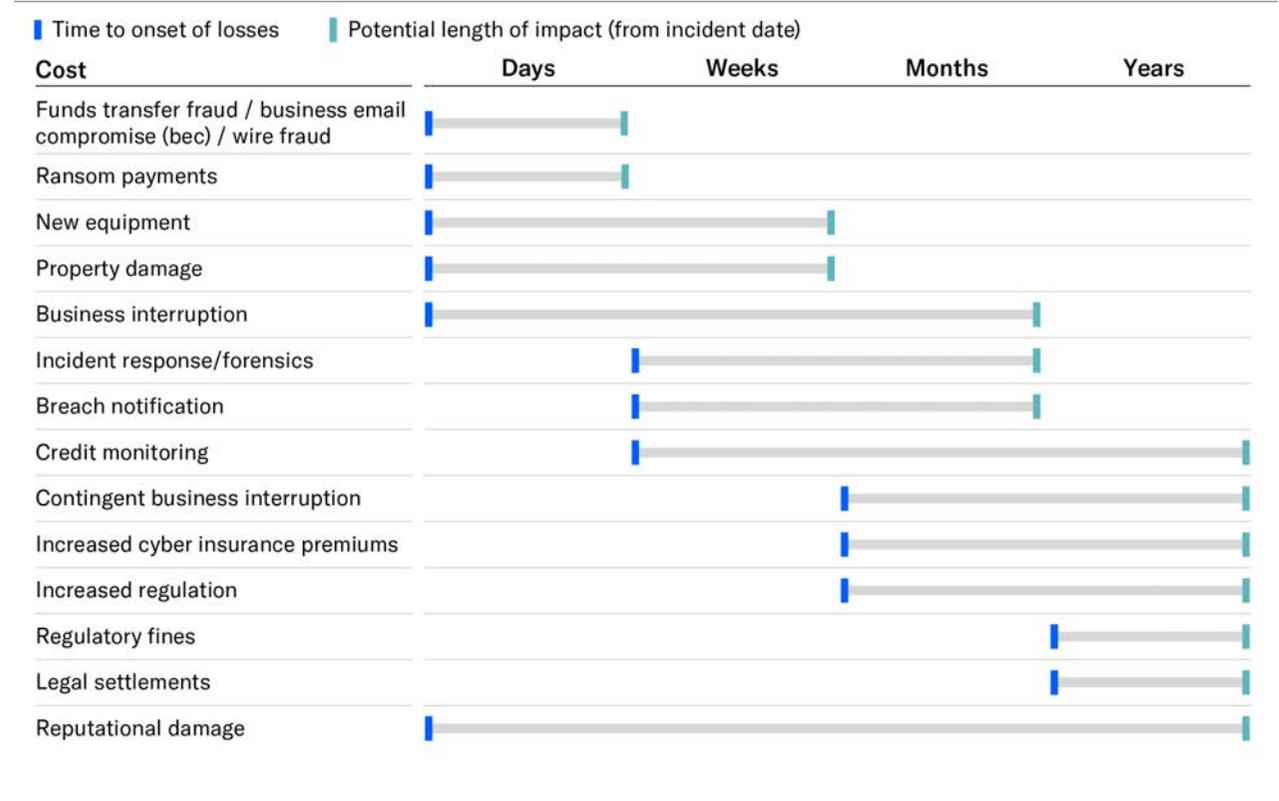


Abbildung 96: Cyber incident costs have a long tail  
Estimated timelines for costs associated with cyber incidents (Source: Moody's Ratings)

Moody's revised the rating outlook for Equifax to negative from stable, and a year later in 2020 downgraded the rating to Baa2 from Baa1.

### 6.1.5 Credit impact varies by issuer profile

Costs related to cyberattacks can strain liquidity and increase debt. Issuers with higher liquidity and lower levels of debt can

more easily mobilize funds to respond to costs associated with cyber incidents. Companies with low liquidity and high leverage, however, are more likely to experience a financial crunch due to the additional costs. If the costs are high enough, they could struggle to generate enough cash flow to service their debt.

Issuers already experiencing other shocks are also more susceptible to negative credit effects from cyberattacks. Traveler, a foreign exchange company, for example, experienced a cyberattack in December 2019 that led to a drop of around GBP15 million to GBP20 million in EBITDA in the first quarter of 2020. While this challenged the company’s liquidity and pushed its parent company, Finabl plc, to seek to renegotiate Traveler’s covenant limitations, the specter of the coronavirus pandemic and its expected effect on the global travel industry was also an important consideration in downgrading Traveler’s rating from B3 to Caa1. The rating rationale also cited material governance concerns at Finabl and a secular trend toward debit cards and away from retail cash FX services as additional factors contributing to the downgrade.

Another important factor is the diversity of revenue streams and customer base. Issuers with more diverse revenue streams and a broad range of customers are more resilient to financial damage from cyberattacks. US Investigations Services (USIS), a company that conducted background checks for US government employees, fell victim to a cyberattack in August 2014 that resulted in the theft of employee details. During the six months before the incident, revenues under USIS’ contract with the US Office of Personnel Management (OPM) constituted 55% of the company’s total revenues. So when OPM canceled the contract the following month, the company found itself missing interest payments on its loans within a couple months. It filed for bankruptcy in February 2015.

**6.1.6 Good cybersecurity is costly, but adequate preparation drives down response costs, a credit strength**

Issuers can significantly reduce their chances of being attacked by investing in cybersecurity preparedness. Preparations will also reduce the severity and length of incidents and ultimately the cost. Investment in cyber preparedness obviously involves outlays, but this cost can be managed to provide positive return on investment to issuers.

Organizations that invest in cyber protection are able to identify and contain cyber incidents more quickly, and experience less costly incidents. In IBM’s 2023 study of data breach costs, responses from 553 organizations pointed to a number

Signal strength	Marsh key control category	Specific control
●	Hardening techniques	Configuration management tools enforce correct settings
●	Privileged access management	Desktop/local administrator privileges managed via endpoint privilege management
●	Endpoint detection and response	Implementation of advanced endpoint security*
●	Logging and monitoring	Operation of security operations center (SOC) or an outsourced managed security service provider with at least the following capabilities: 1. Established incident alert thresholds 2. Security incident and event management monitoring and alerting
●	Patched systems	Vulnerabilities of CVSS** severity 7.0-8.9 patched within 7 days of release
●	Cybersecurity training	Internal phishing campaigns conducted at least annually
●	Endpoint detection and response	Implementation of network intrusion detection/prevention systems (IDPS)
●	Patched systems	Vulnerabilities of CVSS severity 9.0-10.0 patched within 7 days of release
●	Email filtering	Email attachments are evaluated in a sandbox to determine if malicious prior to delivery
●	Logging and monitoring	Additional SOC capabilities include: 1. 24x7 operations 2. Signature and heuristic-based detection 3. Incident response, containment and remediation capabilities 4. Rapid alerts/notifications/countermeasures from threat intelligence 5. Processes are continuously improved

Strongest ●●●●●●● Weaker

Abbildung 97: “Hardening” is the most effective control category for preventing cyberattacks  
Key controls Marsh identified as most effective in preventing cyberattacks (Source: Marsh)

of cyber protections that correlated with better cyber outcomes. Among the most effective measures were AI and automation (lowered data breach costs by an average of USD 1.76 million compared with those who did not use these capabilities), use of DevSecOps, or secure software develop-

ment (saved USD 1.68 million compared with those with low or no adoption), and incident response practice (those with high levels of incident response planning saved USD 1.49 million compared to those with low levels).

Cyber insurers are well placed to understand the most effective cybersecurity controls associated with reducing the incidence of cyberattacks. In a 2022 study from Marsh & McLennan Companies, Inc., the insurer classified certain control categories as being the most effective in reducing the likelihood of a cyber incident (Figure 97). Most effective was a category called hardening techniques, which consists of applying standardized security configurations to systems so attackers cannot exploit weak default device settings or misconfiguration.

6.2. Unternehmensfinanzierung: Verschärfte Kreditbedingungen stellen Unternehmen vor grosse Herausforderungen



Andreas Andergassen, Senior Consultant, Schwabe, Ley & Greiner



Eva Maltschnig, Manager, Schwabe, Ley & Greiner

6.2.1 Verschärfte Kreditbedingungen stellen Unternehmen vor grosse Herausforderungen

Die europäischen Kreditinstitute haben die Kreditbedingungen für Finanzierungen an Unternehmen seit 2022 deutlich verschärft. Auch im letzten Quartal (Q2 2024) zeigen die Daten aus der Bank Lending Survey der Europäischen Zentralbank weiterhin leicht anziehende Kreditbedingungen. Angesichts des restriktiven Kreditumfelds und der weiterhin steigenden Ablehnungsrate bei Unternehmenskrediten ergibt sich europaweit ein deutlicher Nachfragerückgang bei Bankfinanzierungen für Unternehmen, der sich in den jüngsten Daten nur in Deutschland und Frankreich leicht umkehrt. Daneben ziehen die Finanzinstitute die Zügel beim Thema Nachhaltigkeit merkbar an: CO2-intensive Unternehmen müssen mit immer schärferen Anforderungen rechnen – und dieser Trend soll sich weiter beschleunigen.

<sup>1</sup>Die Umfrage fand zwischen dem 19. Juni und dem 07. Juli 2024 statt. Die Umfrage war an 5.245 Unternehmen in der Schweiz, Deutschland und Österreich adressiert. Insgesamt haben Vertreter von 125 Konzernen teilgenommen (Rücklaufquote 2,38%).

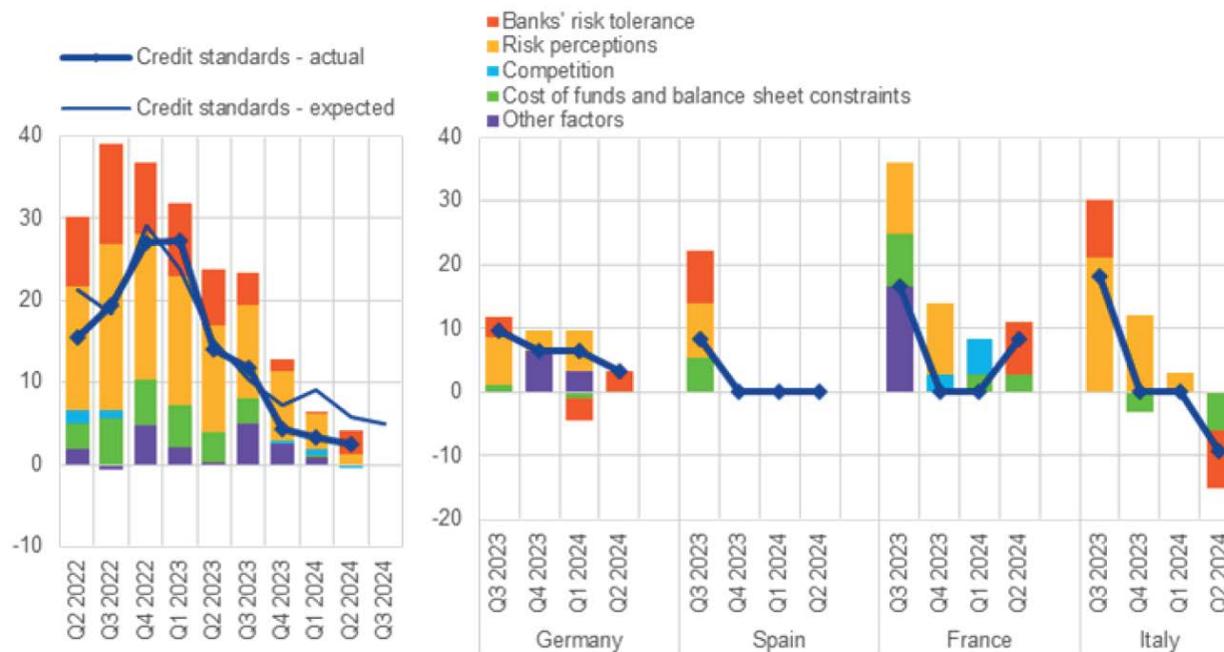


Abbildung 98: Änderung der Kreditstandards für die Genehmigung von Finanzierungen an Unternehmen im Euro-Raum (Quelle: EZB Bank Lending Survey vom Juli 2024)

Wir haben 125 Unternehmen in unserer Finanzierungsstudie im Detail zu ihrer Finanzierungssituation befragt.<sup>1</sup> Dabei kristallisierte sich heraus, dass Unternehmen in guten Bonitäten substanziiell bessere Bedingungen vorfinden als Unternehmen im Non-Investment-Grade. Neben den Finanzierungsbedingungen haben wir in unserer Erhebung den Fokus auch auf die Liquiditätssituation gelegt. Wir wollen aufzeigen, wie Unternehmen ihre Liquiditätsreserven in anspruchsvollen Zeiten ausstatten und dimensionieren. Ebenso haben wir den Status zum Thema ESG-Finanzierungen abgefragt.

6.2.2 Marktumfeld: Die Anspannung bleibt

Die Bank Lending Survey der EZB vom Juli 2024 zeigt eine erneute, wenn auch nur moderate Verschärfung der Kreditvergabebedingungen für Darlehen oder Kreditlinien an Unternehmen im zweiten Quartal 2024 im Euro-Raum (Europäische Zentralbank, 2024, S. 6f). Haupttreiber für die Verschärfung waren seit 2022 die gestiegene Risikowahrnehmung bei gleichzeitig gesunkener Risikobereitschaft der Banken.

Die Risikowahrnehmung der Banken hat sich, im Gegensatz zu den Perioden starker Zinsanstiege, nun wieder neutralisiert und wirkt nicht mehr verschärfend auf die Vergabestandards (siehe Abbildung 98). Eine Nettoverschärfung der Kreditvergabestandards wurde unter anderem aus Deutschland und Frankreich gemeldet, während sich in Italien die Bedingungen gelockert haben. Der Ausblick bleibt weiterhin verhalten: Für das zweite Halbjahr 2024 wird eine weitere geringfügige Verschärfung der Kreditvergabestandards erwartet (Europäische Zentralbank, 2024, S. 4).

Die Nettokreditnachfrage der Unternehmen ging auch im zweiten Quartal 2024 weiter zurück (Rückgang von 7 % im Vergleich zum vorherigen Quartal), wenn auch deutlich weniger stark als in den Quartalen zuvor. Hauptgründe dafür waren neben dem restriktiven Kreditumfeld das hohe Zinsniveau sowie die zurückhaltende Investitionsbereitschaft der Unternehmen. In Deutschland zeichnet sich aber eine Trendumkehr ab: Erstmals meldeten die Banken in Q2 2024 wieder einen Anstieg der Kreditnachfrage (Europäische Zentralbank, 2024, S.11). Für das anstehende Quartal (Q3 2024) erwarten die Banken im Euroraum einen Anstieg der Nachfrage nach Finanzierungen an Unternehmen. Sollte sich der leichte Anstieg tatsächlich materialisieren, wäre dies der erste seit dem dritten Quartal 2022 (Europäische Zentralbank, 2024, S.13). Ob diese höhere Kreditnachfrage auch in größerem Kreditvolumen münden wird, bleibt fraglich: Im Q2 2024 wurde nach einem Quartal Entspannung wieder ein Anstieg der abgelehnten Kreditanträge für Unternehmen gemeldet. (Europäische Zentralbank, 2024, S.10)

Das Finanzierungsumfeld bleibt also im Grossen und Ganzen herausfordernd. Wie gehen die Unternehmen mit diesen Marktgegebenheiten um? Welche Massnahmen treffen sie, um diese Herausforderungen meistern zu können?

### 6.2.3 Finanzierungsstudie 2024: teilnehmende Unternehmen

Unsere empirische Erhebung, die an Treasurer bzw. Finanzverantwortliche mit Sitz in der Schweiz, Deutschland und Österreich verschickt wurde, zeigt ein differenziertes Bild. Während bonitätsstarke Unternehmen bisweilen wenig(er) Handlungsdruck verspüren, bläst Unternehmen im Non-Investment-Grade mitunter schärferer Gegenwind entgegen.

Der Teilnehmerkreis unserer Umfrage deckt sämtliche Unternehmensgrössen von mittelständischen Unternehmen (Jahresumsatz < EUR 500 Mio.) bis zu grossen Konzernen mit einem Jahresumsatz von über EUR 5 Mrd. ab, wobei die meisten Unternehmen (42 %) der kleinsten Umsatzgruppe zuzuordnen sind (siehe Abbildung 100). 60 % der teilnehmenden Unternehmen kommen aus Deutschland, 22 % aus Österreich und 11 % aus der Schweiz (siehe Abbildung 101). Mehr als die Hälfte der befragten Unternehmen (58 %) weist eine Bonität im Investment-Grade auf (siehe Abbildung 99).<sup>2</sup>

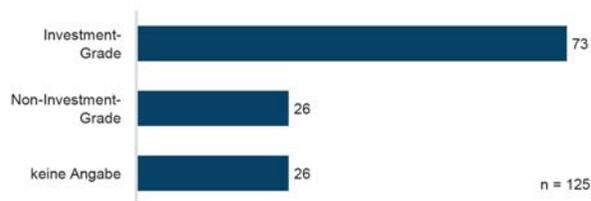


Abbildung 99: Wie wird die Bonität Ihres Unternehmens von Banken oder externen Ratingagenturen beurteilt (Selbsteinschätzung)?

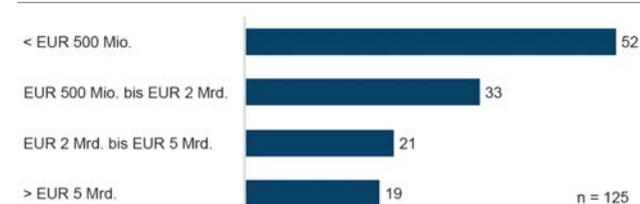


Abbildung 100: Teilnehmer nach Umsatz

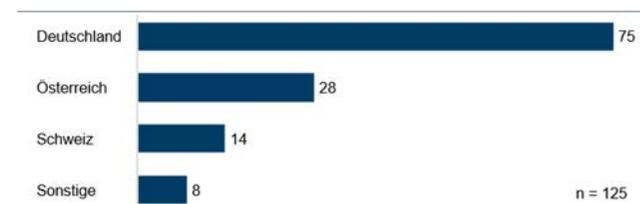


Abbildung 101: Teilnehmer nach Unternehmenssitz

<sup>2</sup>Eine Bonität im Investment-Grade bedeutet eine Bonitätsnote von BBB-/Baa3 oder höher. Die Bonitätsbewertung basiert auf Einschätzungen von externen Ratingagenturen oder von Banken.

**6.2.4 Finanzierungsbedingungen und -instrumente: Im Non-Investment-Grade bläst ein starker Gegenwind**

Die befragten Unternehmen setzen Bankfinanzierungen in unterschiedlichen Größenordnungen, gemessen am Gesamtfinanzierungsportfolio im Geschäftsjahr 2023 ein, wobei sich eine gewisse Häufung an den Rändern zeigt (siehe Abbildung 102). 35 der befragten Unternehmen setzen keine oder maximal 10% Bankfinanzierungen ein, 25 Unternehmen finanzieren zu mindestens 90% über Banken. Der Mittelwert liegt bei 47%. Österreichische Unternehmen haben mit durchschnittlich 57% einen höheren Anteil an Bankfinanzierungen als ihre Deutschen (46%) bzw. Schweizer (44%) Kollegen. Unternehmen im Non-Investment-Grade müssen sich auch in höherem Masse auf Bankfinanzierungen verlassen (60%), ihnen dürften Kapitalmarktinstrumente nicht im selben Ausmass zur Verfügung stehen.

Die wichtigsten Finanzierungszwecke von Bankfinanzierungen aus den letzten 12 Monaten waren Investitionen und Working Capital Finanzierung, dicht gefolgt von Back-Up Fazilitäten. Refinanzierungen, M&A sowie Lagerfinanzierungen waren weniger prominent (siehe Abbildung 103).

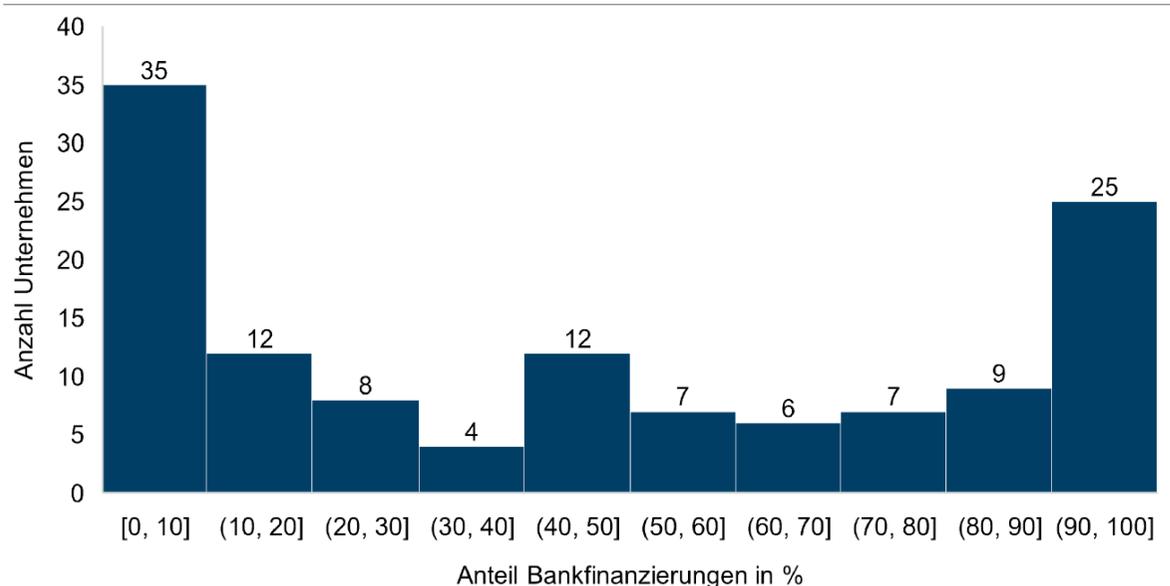


Abbildung 102: Anteil der Bankfinanzierungen an den gesamten Finanzverbindlichkeiten im Geschäftsjahr 2023

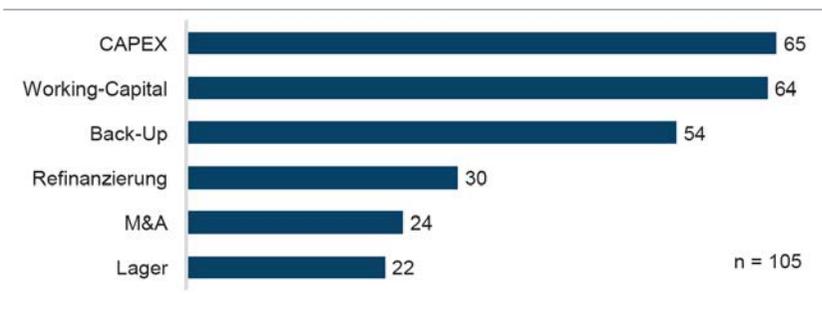


Abbildung 103: Für welchen Zweck wurden in den letzten 12 Monaten Bankenfinanzierungen eingesetzt?

Die Einschätzung der Veränderung von Finanzierungsbedingungen teilte sich annähernd gleich auf: 47% aller befragten Unternehmen mit Bankfinanzierungen berichteten von einer Verschärfung der Finanzierungsbedingungen. Unternehmen aus dem Non-Investment-Grade haben dazu eine stärker negative Wahrnehmung (59% Verschärfung), als Unternehmen im Investment Grade (39% Verschärfung, siehe Abbildung 104).



Abbildung 104: Wie haben sich die Finanzierungsbedingungen in den letzten 12 Monaten entwickelt?

Die Schweizer Unternehmen schätzen die Situation weniger angespannt ein: Lediglich jedes dritte Unternehmen gibt an, eine Verschärfung festgestellt zu haben, wohingegen 15% der Teilnehmer gar eine Lockerung der Anforderungen vernommen haben. Es lassen sich jedoch keine statistisch signifikanten Unterschiede zwischen den einzelnen Ländern feststellen.

Bei 28% der befragten Unternehmen mit Bankfinanzierung übersetzte sich die negative Marktwahrnehmung direkt in eine geringere Finanzierungsbereitschaft der Banken (siehe Abbildung 105), wobei Unternehmen im Non-Investment-Grade hier mit 55% mehr als doppelt so oft betroffen waren, als Unternehmen im Investment-Grade (19%). Die reduzierte Finanzierungsbereitschaft drückte sich in erster Linie durch höhere Kreditmargen, strengere vertragliche Auflagen der Banken und einem geringeren Finanzierungsvolumen aus.

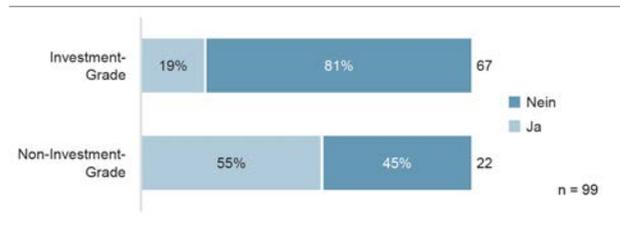


Abbildung 105: Hat sich die Bereitschaft der Banken Ihr Unternehmen zu finanzieren, in den letzten 12 Monaten verringert?

Dass der Druck, der auf Non-Investment-Grade Unternehmen lastet, hoch ist, sieht man auch an der Massnahmenintensität, mit der sie auf die unsichere Marktsituation reagieren und ihre Liquidität stärken. Wir haben die Unternehmen gefragt, ob sie in den letzten 12 Monaten wesentliche Investitionsprogramme verschoben, Kostensenkungsprogramme oder Massnahmen zur Senkung ihres Working Capital Bedarfs umgesetzt haben. 38% der Unternehmen im Non-Investment-Grade haben alle drei dieser Aktivitäten umgesetzt, während im Investment-Grade ein knappes Drittel keine, und ein weiteres Drittel nur eine Massnahme setzen musste (siehe Abbildung 106).



Abbildung 106: Wie viele liquiditätsschonenden Massnahmen hat das Unternehmen umgesetzt?

Schweizer Unternehmen haben dabei häufiger in die Struktur ihres Netto-Umlaufvermögens eingegriffen (79% im Ver-

gleich zu 65% in Deutschland bzw. 61% in Österreich) und «Cost-Cut»-Programme etabliert (57% gegenüber 40% in Deutschland bzw. 39% in Österreich).

Insgesamt wurden häufig Working Capital Massnahmen genannt (66% aller Unternehmen). Hier dürften Unternehmen versuchen, die hohen Sicherungsbestände in den Lagern, die während und nach Corona aufgebaut wurden, wieder auf ein geringeres Mass abzusenken. Investitionsverschiebungen wurden hauptsächlich mit unsicherer oder negativer Marktentwicklung begründet. Die hohen Finanzierungskosten alleine wurden deutlich seltener als Investitionshindernisse genannt.

### 6.2.5 Die Liquiditätsplanung bekommt höhere Management-Attention

In wirtschaftlich herausfordernden Zeiten sind Transparenz über die eigene Liquiditätssituation, sowie eine stabile Liquiditätsreserve besonders wertvoll. Von den 125 befragten Unternehmen gaben 95 an, eine rollierende Liquiditätsplanung durchzuführen. Besonders wichtig ist diese für Unternehmen im Non-Investment-Grade: Nur eines der befragten Unternehmen in diesem Bonitätssegment verzichtet auf eine Liquiditätsplanung (siehe Abbildung 107). Besonders bemerkenswert: Alle befragten Schweizer Unternehmen verfügen laut eigenen Angaben über eine rollierende Liquiditätsplanung.

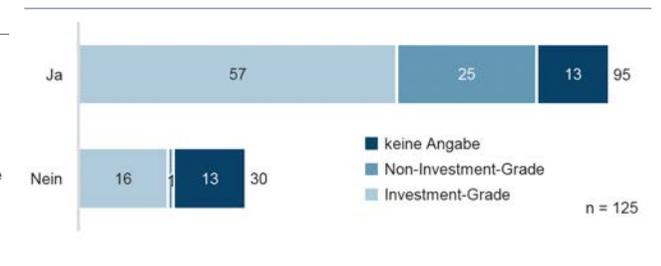


Abbildung 107: Verfügen Sie über eine rollierende Liquiditätsplanung im Konzern?

Der Zeithorizont, der mit der Planung abgedeckt wird, spannt sich zwischen der „klassischen“ 13-Wochen-Planung<sup>3</sup> bis zu einem Planungshorizont von 24 Monaten auf. Die 12-Monats-Planung ist dabei die häufigste Variante, knapp die Hälfte aller Unternehmen wählen diesen Zeitraum (Mehrfachantworten waren möglich). 17 Unternehmen (rd. 19 %) mit Liquiditätsplanung beschränken sich ausschliesslich auf den 13-Wochen-Horizont. 15 Unternehmen planen auf mehr als einem Zeithorizont, wobei 13 Wochen und 12 Monate die häufigste Kombination darstellt. Geplant wird überwiegend im Treasury Management System (59 Unternehmen), Excel folgt als Planungsunterstützung jedoch am Fuss (48 Unternehmen, wobei Mehrfachantworten möglich waren). 28 % der befragten Unternehmen haben in den letzten 12 Monaten ihre Planungsprozesse verändert. Neben qualitativen Verbesserungen und höherer Granularität (z.B. Planung auf Entity-Ebene) waren einige Antworten weniger komplex: „Wir haben erst mal eine überhaupt eingeführt“, so ein Teilnehmer. Auch die stärkere Beschäftigung mit den Daten und systematischere Plan-Ist-Vergleiche wurden als Veränderungen genannt – die Liquiditätsplanung bekommt höhere Management-Attention.

**6.2.6 Liquiditätsoptimierung und Liquiditätsreserve**

45 % der befragten Unternehmen haben in den letzten 12 Monaten ihre konzernweite Liquidität optimiert. Am häufigsten wurde dabei die Einführung oder der Ausbau von Cash Pooling Verfahren genannt (30 % aller Unternehmen, die mit Ja geantwortet haben), wiederholt wurde auch eine aktivere Cash-Steuerung bei den Tochtergesellschaften genannt. Über die Dividendenpolitik wird den lokalen Organisationen nur noch die notwendige Liquidität belassen, die Überschüsse werden zentral verwaltet. 70 % aller befragten Unternehmen verfügen über eine definierte Liquiditätsreserve. Diese soll hauptsächlich planmässige (Saisonalität) und ausserplanmässige (Risikopuffer) Geschäftsschwankungen abfedern. In etwas geringerem Anteil werden strategische Puffer gehalten (z.B. für Akquisitionen). Die Erfüllung von Anforderungen externer Rating-Agenturen zur Erreichung bestimmter Bonitätsziele ist nur für wenige Teilnehmer ein Faktor (siehe Abbildung 108).

<sup>3</sup>In Restrukturierungs-Situationen fordern Gläubiger oftmals eine detaillierte 13-Wochen-Liquiditätsvorschau, um die unmittelbare Zahlungsfähigkeit des Unternehmens bewerten zu können. In der Unternehmenspraxis hat sich dieser Vorschau-Horizont auch ausserhalb von Zahlungsfähigkeitsprüfungen etabliert.

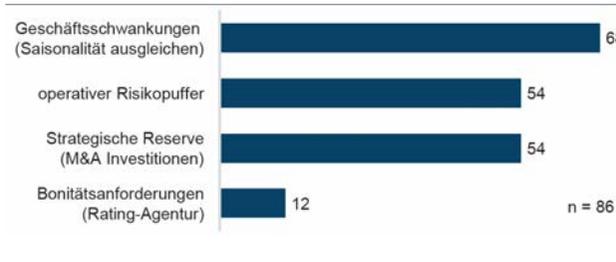


Abbildung 108: Funktionen der Liquiditätsreserve (Mehrfachantworten möglich)

Als häufigstes Instrument für die Haltung der Reserve werden liquide Mittel und Kreditlinien mit fixer Laufzeit genannt. Auch Kreditlinien bis auf Weiteres („baW-Linien“) und mündliche Kreditlinien werden als Reserve-Instrumente genannt (siehe Abbildung 109), obwohl diese Linientypen besonders in wirtschaftlich angespannten Situationen keine Finanzierungssicherheit bieten.

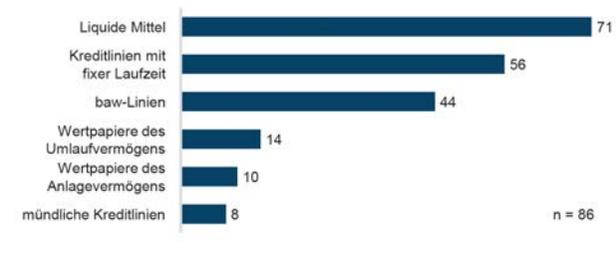


Abbildung 109: Instrumentenzusammensetzung der Liquiditätsreserve (Mehrfachantworten möglich)

Auch Ratingagenturen haben dazu eine Meinung: So berücksichtigt beispielsweise die Ratingagentur S&P ausschliesslich kommittierte – und somit vertraglich fix zugesagte – Kreditlinien als Liquiditätsquelle. Weder baW-Linien noch mündlich zugesagte Kreditlinien finden in ihrer Analyse über eine aus-

reichend hohe Liquiditätsreserve, die wiederum die Bonitätsbewertung als Gesamtes beeinflusst, Berücksichtigung (S&P Global Ratings, 2014). Zur Dimensionierung der Liquiditätsreserve ziehen viele Unternehmen betriebliche Referenzgrössen heran (z.B. Umsatz oder Cashflow), häufig wird die Reservehöhe auch durch den Vorstand festgelegt.

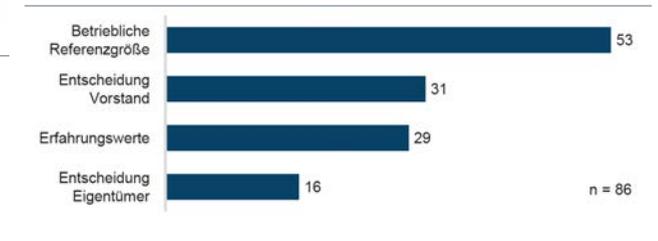


Abbildung 110: Bemessungsgrundlage der Liquiditätsreserve (Mehrfachantworten möglich)

Für mehr als die Hälfte der befragten Unternehmen haben der interne Liquiditätsausgleich wie etwa Cash Pooling oder Netting eine hohe Relevanz bei der Festlegung der Höhe der Liquiditätsreserve. Zudem werden auch Überlegungen in Bezug auf die Vorlaufzeit bei der Beschaffung von neuem Kapital für die Dimensionierung mitberücksichtigt – 45 % sehen dies als wichtig an. Dagegen spielen steuerliche Aspekte, unzureichende Datenqualität oder explizite Vorgaben durch die Eigentümer zum Teil nur eine sehr untergeordnete Rolle. Eine Erhöhung der Reserve in den letzten 12 Monaten als Reaktion auf die wirtschaftlichen Rahmenbedingungen erfolgte bei 22 % der befragten Unternehmen. Im Non-Investment-Grade erhöhten nur 8 % ihre Reserven. Das muss nicht allein am fehlenden Bedarf nach höheren Puffern liegen, sondern ist vermutlich dem herausfordernden Finanzierungsumfeld für schwächere Bonitäten geschuldet. Es ist für diese Unternehmen schwierig, zusätzliches Fremdkapital zu bekommen (vgl. Abbildung 105).

### 6.2.7 ESG-Ratings am Vormarsch

Die EZB befragte in ihrer Bank Lending Survey die teilnehmenden Institute hinsichtlich des Effekts des Klimawandels auf Bankfinanzierungen an Unternehmen. Die Klimarisiken von Unternehmen im Euroraum und die Massnahmen zur Bewältigung des Klimawandels spielen für die befragten europäischen Banken eine bedeutende Rolle in der Kreditvergabe: Sowohl die Kreditstandards als auch die Kreditkonditionen haben sich für braune Unternehmen in den letzten 12 Monaten massiv verschärft (44 % bzw. 30 %), während sie für Finanzierungen an grüne Unternehmen und Unternehmen im Übergangsprozess deutlich gelockert wurden (siehe Abbildung 112).<sup>4</sup>

Für die kommenden 12 Monate wird erneut eine deutliche Verschärfung der Kreditvergabebedingungen für braune Unternehmen und eine neuerliche Lockerung für grüne Unternehmen und Unternehmen im Übergangsprozess erwartet (Europäische Zentralbank, 2024, S. 31 f.).

Dass Banken dem Thema ESG eine hohe Wichtigkeit beimessen, spiegelt sich in der Einschätzung der von uns befragten Unternehmen wider. 38 % der Unternehmen mit Bankfinanzierungen berichten von verschärften ESG-Standards (siehe Abbildung 111).

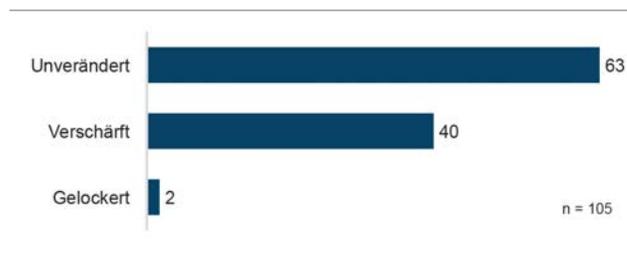


Abbildung 111: Veränderung der ESG-Anforderungen von Seiten der Banken in den letzten 12 Monaten



Abbildung 112: Auswirkungen des Klimawandels auf die Kreditstandards und -konditionen der Banken für Unternehmenskredite (Quelle: EZB Bank Lending Survey vom Juli 2024)

<sup>4</sup>Definition gemäss Bank Lending Survey der EZB vom Juli 2024: „Grüne Unternehmen“ sind jene Unternehmen, die wenig oder gar nicht zum Klimawandel beitragen; „Unternehmen im Übergang“ sind Unternehmen, die zum Klimawandel beitragen, aber relevante Fortschritte beim Übergang machen; „braune Unternehmen“ sind Unternehmen, die erheblich zum Klimawandel beitragen und den Übergang noch nicht begonnen haben oder nur geringe Fortschritte gemacht haben.

Die steigenden Anforderungen hinsichtlich ESG-Zielen, Reporting und Compliance, welche an die Unternehmen herangetragen werden, veranlassen diese, externe ESG-Bewertungen einzuholen. 42 % der von uns befragten Unternehmen verfügen bereits über ESG-Ratings, weitere 20 % planen in den nächsten 12 Monaten einen ESG-Ratingprozess durchführen zu lassen. Unternehmen in der Schweiz sind ihren deutschen und österreichischen Kollegen dabei deutlich voraus – das Ergebnis ist statistisch signifikant: Knapp 8 von 10 Unternehmen verfügen bereits über ein externes ESG-Rating, während es in Deutschland nur 4 von 10 und in Österreich 3 von 10 sind.

38 % der befragten Unternehmen mit Bankfinanzierungen haben bereits grüne Finanzierungsinstrumente im Portfolio (siehe Abbildung 113), eine (nahezu) vollständige Klassifizierung des gesamten Finanzierungsportfolios als nachhaltig oder grün erreicht jedoch nur eine Minderheit. Knapp die Hälfte aller Unternehmen mit grünen oder nachhaltigen Finanzierungen meldet Portfolioanteile von 25 % oder darunter.

Obwohl die Schweizer Unternehmen deutlich häufiger über ESG-Ratings verfügen, sind ihre Finanzierungsportfolios nicht «grüner», nur 23 % der teilnehmenden Schweizer Firmen haben nachhaltige Finanzierungsinstrumente im Einsatz.

### 6.2.8 Fazit

Die Finanzierungsbedingungen bleiben insgesamt angespannt. Während das für Unternehmen im Investment-Grade nicht zwingend zu grossen Verwerfungen führt, stellt sich die Situation für schwächere Bonitäten anders dar. Sowohl in der geringeren Finanzierungsbereitschaft der Banken als auch mit der Massnahmen-Intensität, mit der auf die wirtschaftlichen Rahmenbedingungen reagiert wird, zeigt sich eine deutliche Anspannung. Schweizer Unternehmen berichten tendenziell von weniger ausgeprägten Marktverschärfungen. Liquiditätsplanung und Liquiditätszentralisierung erhalten höhere Management-Attention. Besonders die Einführung oder Ausweitung von Cash-Pools wurden häufig als Massnahmen gewählt. Grüne bzw. nachhaltige Finanzierungsinstrumente kommen erst bei einer Minderheit der Unternehmen zur Anwendung.

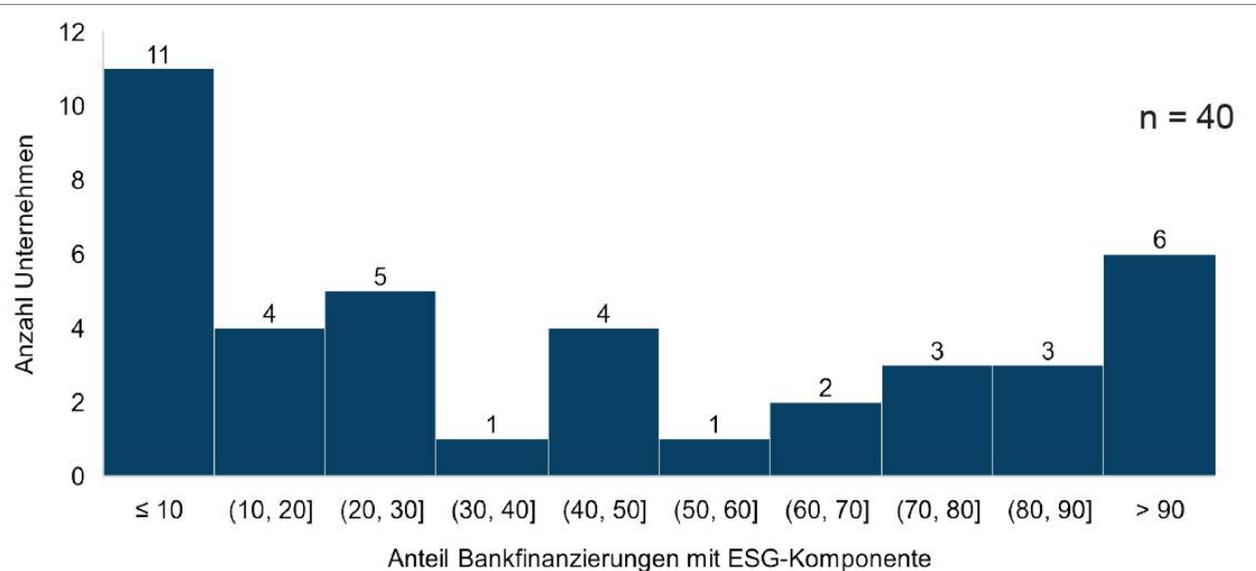


Abbildung 113: Anteil der Bankfinanzierungen mit ESG-Komponente

Die Anzahl an Unternehmen, welche die Einführung von ESG-Ratings plant, in Kombination mit den höheren Anforderungen der Banken sprechen jedoch für eine gewisse Dynamik. Schweizer Unternehmen sind bei ESG-Ratings ihren deutschen und österreichischen Peers voraus, dennoch scheinen grüne Finanzierungsinstrumente in der Schweiz eher geringere Bedeutung in den Portfolios zu haben.

### 6.3. Cross-Border Payments: Weichen stehen auf Disruption



Maja Götz,  
Partner Manager,  
StoneX

Marc Joppeck,  
Head of Sales,  
StoneX

#### 6.3.1 Einleitung

Cross-Border Payments, also grenzüberschreitende Zahlungen, sind ein zentraler Bestandteil des globalen Handels und Rückgrat der internationalen Finanzsysteme. Mit der zunehmenden Globalisierung und Digitalisierung der Wirtschaft nehmen auch die Anzahl und das Volumen dieser Transaktionen stetig zu. Doch trotz ihrer Bedeutung stehen Cross-Border Payments vor einer Vielzahl von Herausforderungen, die sie im Vergleich zu inländischen Zahlungen teurer, langsamer und komplexer machen, was Geldinstitute wie auch Corporates vor Herausforderungen stellt. Was also sind die wesentlichen Aspekte, Herausforderungen und innovativen Lösungen im Bereich der Cross-Border Payments und wie könnte die Zukunft dieser wichtigen Finanzdienstleistungen in Zukunft tatsächlich aussehen?

#### 6.3.2 Bedeutung und Umfang von Cross-Border Payments

Cross-Border Payments umfassen alle Arten von Geldtransfers, die zwischen Parteien in verschiedenen Ländern stattfinden. Diese können sowohl aus Handelsgeschäften, Dienstleistungen, Investitionen als auch aus persönlichen Überweisungen resultieren. Ihre Bedeutung zeigt sich in der Förderung des

internationalen Handels, der Unterstützung von globalen Lieferketten und der Erleichterung von Migration und Tourismus. Laut einer Studie von McKinsey beläuft sich das Volumen der globalen Cross-Border Payments auf über 150 Billionen USD pro Jahr, was etwa 40 % des weltweiten Bruttoinlandsprodukts entspricht.

#### Herausforderungen bei Cross-Border Payments: Hohe Kosten belasten – und öffnen Chancen für neue Lösungen

Eine der größten Herausforderungen bei Cross-Border Payments sind derzeit die hohen Kosten, die durch mehrere Faktoren bedingt sind. Zu nennen sind hier insbesondere die Transaktionsgebühren. Banken und Zahlungsdienstleister erheben Gebühren für die Abwicklung von grenzüberschreitenden Zahlungen. Diese Gebühren können je nach Betrag und Zielregion erheblich variieren. Hinzu kommen ferner sogenannte Wechselkursaufschläge. Beim Währungsumtausch fallen oft zusätzliche Kosten an, da Dienstleister im Regelfall einen Aufschlag auf den Marktwechselkurs erheben.

Ein weiterer Faktor besteht in den Beziehungen zwischen den Korrespondenzbanken. Die Beteiligung mehrerer Banken, den sogenannten Korrespondenzbanken, bei der Abwicklung einer Zahlung erhöht die Kosten, da jede Bank eine Gebühr erhebt. Gerade bei exotischeren Währungen ist die Kooperation mit Korrespondenzbanken häufig notwendig, was für Kunden schnell zum Ärgernis wird. Insgesamt wird der Ruf nach kosteneffizienteren Lösungen lauter, sodass sich ein eindeutiges Window of Opportunity für neue Ansätze abzeichnet.

#### Langsame Abwicklung bleibt Ärgernis

Cross-Border Payments erfordern in der Regel einen längeren Zeitaufwand als inländische Zahlungen. Der Abwicklungsprozess kann mehrere Tage in Anspruch nehmen, was wiederum auf verschiedene Faktoren zurückzuführen ist. So bestehen naturgemäß Herausforderungen hinsichtlich unterschiedlicher Geschäftszeiten. Da die Banken in verschiedenen Zeitzonen arbeiten, kann dies die Bearbeitungszeit verlängern. Allzu oft

kommen hierbei manuelle Prozesse zum Tragen. Viele Cross-Border Payments erfordern manuelle Überprüfungen und Freigaben, die den Prozess zusätzlich verlangsamen. Allerdings drücken auch zunehmend strengere regulatorische Anforderungen. Verschiedene Rechtsräume der beteiligten Institute wie auch notwendige Compliance-Prüfungen können ebenfalls zu Verzögerungen führen und stellen das Liquiditätsmanagement von Treasurern somit schnell auf die Probe.

#### Komplexität und Intransparenz

Cross-Border Payments sind grundsätzlich komplex und häufig intransparent, was sowohl für Unternehmen als auch für Privatpersonen ein frustrierendes Unterfangen sein kann. Kunden wissen oft nicht im Voraus, wie hoch die Gesamtkosten der Transaktion sein werden und wie lange sie dauern wird. Die Einhaltung internationaler und lokaler Vorschriften, wie z.B. Anti-Geldwäsche-Gesetze, ist kompliziert und kann zu weiteren unvorhergesehenen individuellen Verzögerungen führen. Hier bestehen zudem grenzübergreifend technologische Unterschiede – verschiedene Länder nutzen unterschiedliche Technologien und Zahlungssysteme und erschweren die Integration.

#### 6.3.3 Technologische Lösungen und Innovationen

Der bestehende Status Quo lädt dazu ein, das derzeitige System mit neuen Technologien und Lösungen zu disruptieren. Die hohen Margen und das überkomplexe System bieten neuen Playern Chancen. Bereits in der Vergangenheit haben große Spieler wie etwa Techriese Meta Pläne verfolgt, das bestehende System mit neuen Lösungen aufzusprennen. Auch wenn dies bis dato nicht vollends geglückt ist, so scheint die Zeit reif, mit neuen Technologien attraktivere Geschäftsmodelle im Bereich Cross-Border-Payments zu etablieren.

#### Blockchain und Distributed Ledger Technologie (DLT)

Blockchain und DLT bieten hier bereits vielversprechende Lösungen zur Bewältigung der Herausforderungen bei Cross-Border Payments. Diese Technologien ermöglichen eine sichere, transparente und nahezu sofortige Abwicklung von Zahlungen ohne die Notwendigkeit von Zwischenhändlern. In den vergangenen Monaten ist bereits ein Wettrennen rund um Lö-

sungen in diesem Bereich entbrannt. Prominente Player haben Stablecoins auf den Weg gebracht. Ferner haben einige große FinTechs Systeme an den Start gebracht, die bestehende Legacy Methoden ablösen könnten. Ripple etwa ist ein prominentes Beispiel für die Anwendung von DLT im Zahlungsverkehr. Das Unternehmen bietet ein Netzwerk, welches Banken und Zahlungsdienstleister verbindet und grenzüberschreitende Zahlungen in Echtzeit und zu geringeren Kosten ermöglicht. Ähnliche Ansätze verfolgt auch Konkurrent Stellar. Stellar ist eine weitere Blockchain-basierte Plattform, die sich auf kostengünstige und schnelle Zahlungen konzentriert und insbesondere auf die Bedürfnisse von Entwicklungsländern eingeht.

#### FinTech-Innovationen

FinTech-Unternehmen treiben die Innovation im Bereich Cross-Border Payments voran, indem sie neue Technologien und Geschäftsmodelle einführen, die die bestehenden Klippen der Interbankenabwicklung umschiffen. Besondere Prominenz konnte hier bereits Wise (ehemals TransferWise) erringen. Wise verwendet ein Peer-to-Peer-Modell, um Währungsumtauschkosten zu minimieren und schnellere Transaktionen zu ermöglichen. Durch das Matching von Transaktionen innerhalb desselben Landes können sie die Notwendigkeit internationaler Geldtransfers reduzieren. Im Endkundenbereich punktet der Player bereits mit attraktiven Gebührenmodellen. Auch die Neobank Revolut hat das Feld für sich erkannt und bietet eine Multi-Währungs-App und -Karte. Sie ermöglichen es Nutzern, Geld zu interbanknahen Wechselkursen zu senden, zu empfangen und zu tauschen. Die Innovatoren beweisen bereits, dass ein höherer Level in puncto Nutzerfreundlichkeit möglich ist und intensivieren den Druck auf Wettbewerber.

#### Zentrale Zahlungssysteme und Standardisierung

Auch internationale Organisationen und Zentralbanken haben die Herausforderungen erkannt und arbeiten an der Entwicklung zentraler Zahlungssysteme und der Standardisierung von Prozessen, um die Effizienz und Interoperabilität zu verbessern. Ziel ist es, die Leitplanken für einen reibungslosen internationalen Handel zu verbessern. Prominente Beispiele im europäischen Raum finden sich etwa bei der ISO 20022. Dieser internationale Standard für den elektronischen Datenaustausch

zwischen Finanzinstituten soll die Effizienz und Transparenz von Zahlungen verbessern und die Interoperabilität zwischen verschiedenen Zahlungssystemen fördern. Ähnliche Ideen verfolgt auch TARGET Instant Payment Settlement (TIPS): Ein von der Europäischen Zentralbank entwickeltes System, das es ermöglicht, Euro-Zahlungen in Echtzeit abzuwickeln, unabhängig von den Geschäftszeiten der Banken.

#### 6.3.4 Zukunftsperspektiven

Die zunehmende Dynamik im Bereich Cross-Border-Payments ist nicht länger von der Hand zu weisen. Doch die Entwicklung könnte sich noch einmal beschleunigen, da weitere Initiativen und Technologien bereits heute absehbar sind und diesen maßgeblichen Einfluss auf die weitere Entwicklung haben dürften.

#### Zentralbank-Digitalwährungen (CBDCs) am Horizont

Zentralbanken weltweit erforschen und entwickeln CBDCs, die potenziell eine Revolution im Bereich der Cross-Border Payments darstellen könnten (siehe Abbildung 114). Erwartbar ist etwa, dass CBDCs schnellere und günstigere Zahlungen ermöglichen: Durch die Nutzung einer zentralisierten digitalen Währung könnten Transaktionen nahezu in Echtzeit und ohne die Notwendigkeit von Zwischenhändlern abgewickelt werden. Auch regulatorische und Compliance-Vorteile sind ausgemacht. CBDCs könnten die Einhaltung regulatorischer Anforderungen erleichtern, da die Transaktionen direkt von den Zentralbanken überwacht werden können. Insbesondere in Entwicklungsländern könnten CBDCs den Zugang zu Finanzdienstleistungen verbessern und die Kosten für internationale Überweisungen senken.

#### Künstliche Intelligenz und maschinelles Lernen

Smarte Algorithmen taugen außerdem zur Optimierung von Wechselkursen. So können ML-Algorithmen historische Daten und Markttrends analysieren, um optimale Wechselkurse für internationale Zahlungen vorherzusagen. Enorm sind außerdem die Chancen durch die Automatisierung von Compliance. KI kann etwa die Einhaltung regulatorischer Anforderungen automatisieren und so den manuellen Aufwand und das Risiko menschlicher Fehler reduzieren.

#### Interoperabilität und Kooperation

Ohne Zweifel hängt die Zukunft der Cross-Border Payments stark von der Zusammenarbeit zwischen verschiedenen Akteuren, einschließlich Banken, FinTechs, Regulierungsbehörden und internationalen Organisationen, ab. Initiativen zur Verbesserung der Interoperabilität und zur Schaffung gemeinsamer Standards werden entscheidend sein, um die Effizienz und Kosteneffektivität von grenzüberschreitenden Zahlungen zu erhöhen. Hohen Bekanntheitsgrad haben hier etwa: SWIFT gpi (Global Payments Innovation):

SWIFT gpi ist eine Initiative zur Verbesserung der Transparenz und Geschwindigkeit von Cross-Border Payments. Es bietet End-to-End-Tracking und ermöglicht es den Beteiligten, den Status ihrer Zahlungen in Echtzeit zu überwachen. Multilateral Platforms: Plattformen wie das International Payment Network (IPN) zielen darauf ab, eine nahtlose und kostengünstige Verbindung zwischen verschiedenen nationalen Zahlungssystemen zu schaffen.

#### 6.3.5 Fazit

Cross-Border Payments sind ein wesentlicher Bestandteil des globalen Finanzsystems und der internationalen Wirtschaft. Trotz der bestehenden Herausforderungen in Bezug auf Kosten, Geschwindigkeit und Komplexität bieten technologische Innovationen und internationale Kooperationen vielversprechende Lösungen, um diese Probleme zu bewältigen. Die Zukunft der Cross-Border Payments wird von der Weiterentwicklung und Implementierung neuer Technologien wie Blockchain, KI und CBDCs sowie von der Zusammenarbeit zwischen verschiedenen Akteuren abhängen. Durch die Nutzung dieser Innovationen können Cross-Border Payments effizienter, transparenter und zugänglicher gemacht werden, was sowohl Unternehmen als auch Privatpersonen weltweit zugutekommen wird. Effizienzgewinne werden sich nahtlos positiv auf die ökonomische Performance von Unternehmen rund um den Globus auswirken.

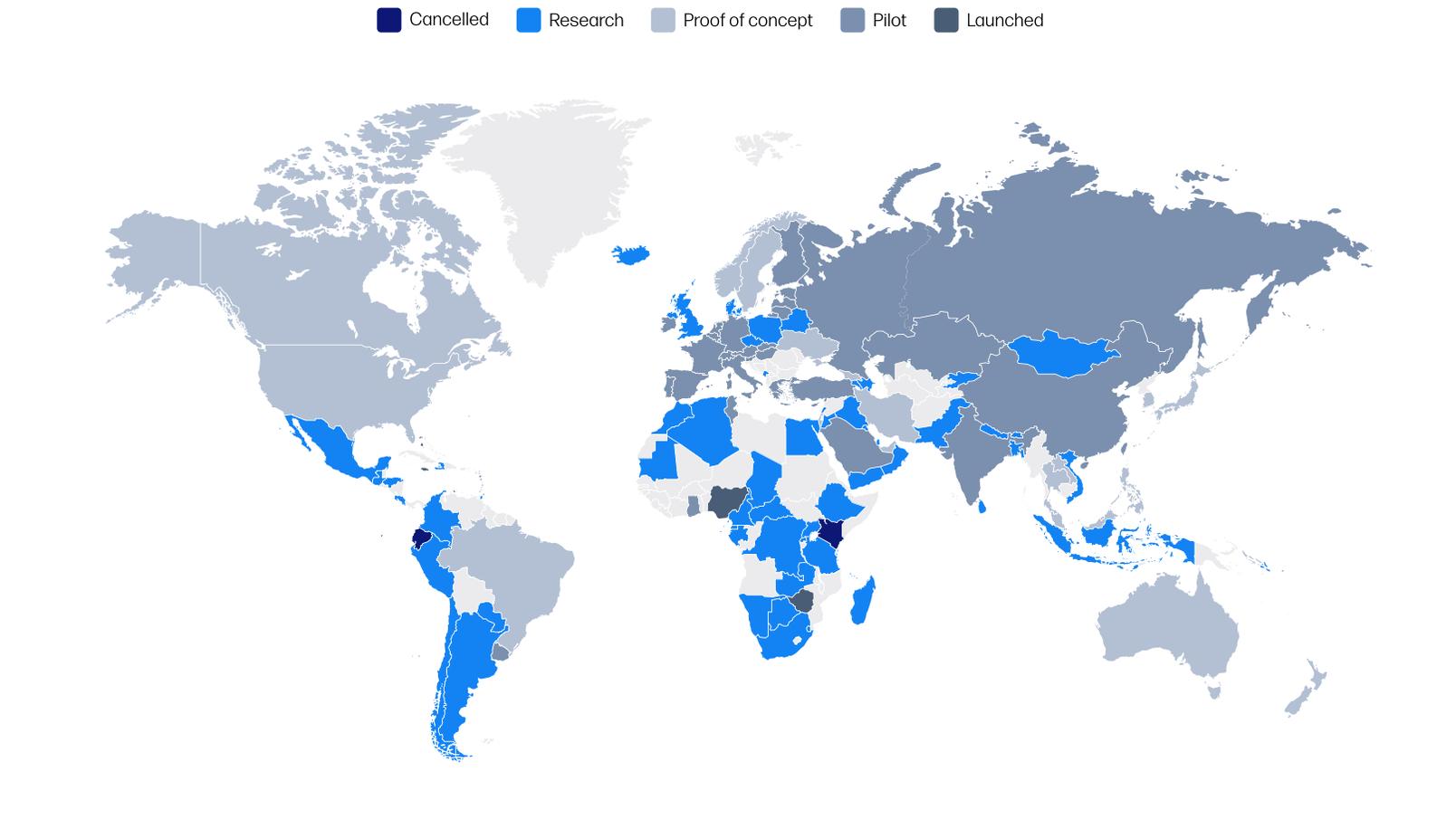


Abbildung 114: Übersicht über CBDC Initiativen (Quelle: Atlantic Council BIS, Union Investment)

#### Quellen

Dieser Text basiert auf den folgenden Quellen: SWIFTs Berichte über grenzüberschreitende Zahlungen / Veröffentlichungen der Bank für Internationalen Zahlungsausgleich (BIZ) / Berichte von großen Finanz-

instituten wie JP Morgan, HSBC oder Citibank über das Devisenrisikomanagement / Branchenanalysen von Firmen wie McKinsey, Deloitte oder Accenture / Regulierungsdokumente von Einrichtungen wie der Europäischen Zentralbank (EZB), der Financial Action Task Force

(FATF) oder dem Office of Foreign Assets Control (OFAC) des US-Finanzministeriums

6.4. Global sustainable finance market: changing for the better



Coco Zhang,  
Vice President,  
ESG Research,  
ING



Padhraic Garvey,  
Regional Head of  
Research,  
Americas Head of  
Global Rates and  
Debt Strategy,  
ING

Global sustainable finance issuance volumes have retreated from the peak in 2021, which at the time was driven by a flurry of company sustainability targets, a Covid-19 induced surge in social debt, and an ESG market where enthusiasm trumped scrutiny. Issuance then declined every year in 2022 and 2023. Policy disruption has curbed the confidence of some issuers, and increased ESG controversy and scrutiny over green credibility have led to stricter issuance standards and a preference for quality over quantity.

Looking forward, we argue that we will likely see issuance flatlining in 2024 and beyond, as the market stabilizes from a readjustment phase. But issuance is unlikely to drop to pre-2021 levels as companies need to demonstrate on-schedule progress toward sustainability targets and sustainable finance remains a key tool to help achieve that. Meanwhile, the emergence of innovative products such as transition debt can help keep the sustainable finance market attractive.

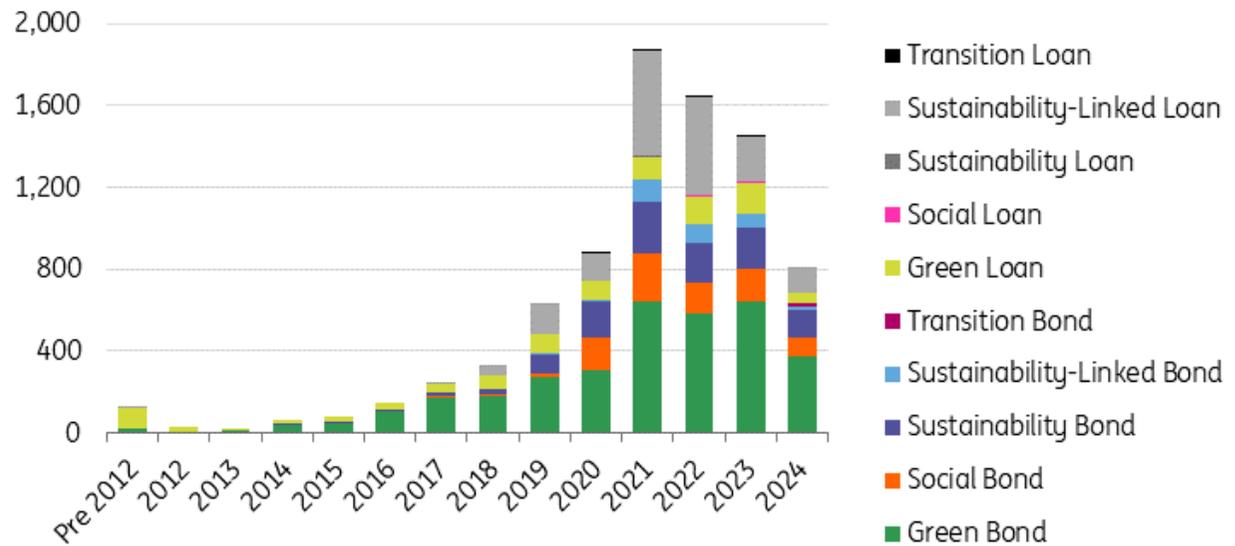


Abbildung 115: Global sustainable finance issuance in \$bn

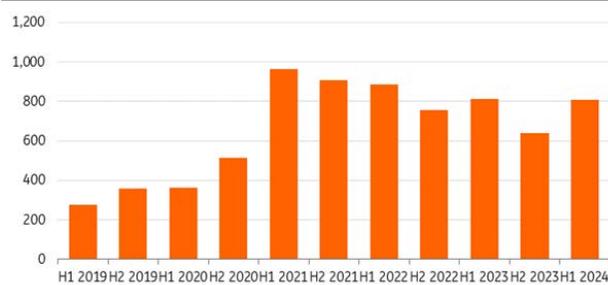


Abbildung 116: Half-over-half global sustainable finance issuance in \$bn

6.4.1 Global issuance in 2024 possible to match 2023's level

In the first half of 2024, issuance of sustainable debt around the world reached \$800bn, almost at the same level as that in the first half of 2023 (Figure 116). This shows that the global sustainable finance market has so far this year been able to maintain the momentum seen in 2023 (Figure 115). Issuance in the second half of 2023 was at \$640bn, the lowest half since 2021 (Figure 116). This year, any improvement from that level would result in an increase in the annual volume in 2024, which is now probable.

### 6.4.2 EMEA still dominates sustainable debt issuance

EMEA, led by Europe, remains the largest issuance region of sustainable finance issuance with a strong rebound of volume in the first half of 2024. The EU's more comprehensive and advanced ESG regulation ecosystem helps. It is true that recently, the perceived cost of energy transition, and the rising of populism have led to a stronger right-wing presence in the European Parliament. However, we don't expect the EU's green agenda to change fundamentally.

Switzerland saw a tremendous jump in issuance this year. The volume from the first half of 2024 alone, at \$11.3bn, already exceeded 2023's full year level of \$9.4bn. This is mainly because of a jumbo issuance of \$7.6bn of sustainability-linked loans in February this year from Axpo Holding AG, Switzerland's largest power producer, to refinance the company's two existing credit lines. Policy wise, the Swiss Federal Council proposed in June to increase the scope and strictness of its existing mandatory sustainability reporting rules to align with the EU's Corporate Sustainability Reporting Directive. Such a move would enhance sustainability data transparency, comparability, and quality. What could be the next step, which the country has not announced plans on, is to develop a green taxonomy to better define sustainable activities.

In the Americas, issuance has been somewhat stable during the past eighteen months (though still well down from the 2021 highs). The market has shown some degree of resiliency despite divided ESG viewpoints and concerns about disruptions from the US elections. If Trump is elected, we may see more reluctance from companies to label their debt as sustainable or ESG, although they are likely to carry on with sustainability efforts.

A significant positive spin in the Americas is the Inflation Reduction Act (IRA). The law has spurred over \$200bn of investment in clean energy manufacturing, making it unlikely to be repealed entirely despite possible downsizing. It would continue to be a key piece of legislation driving sustainable activities in the US.

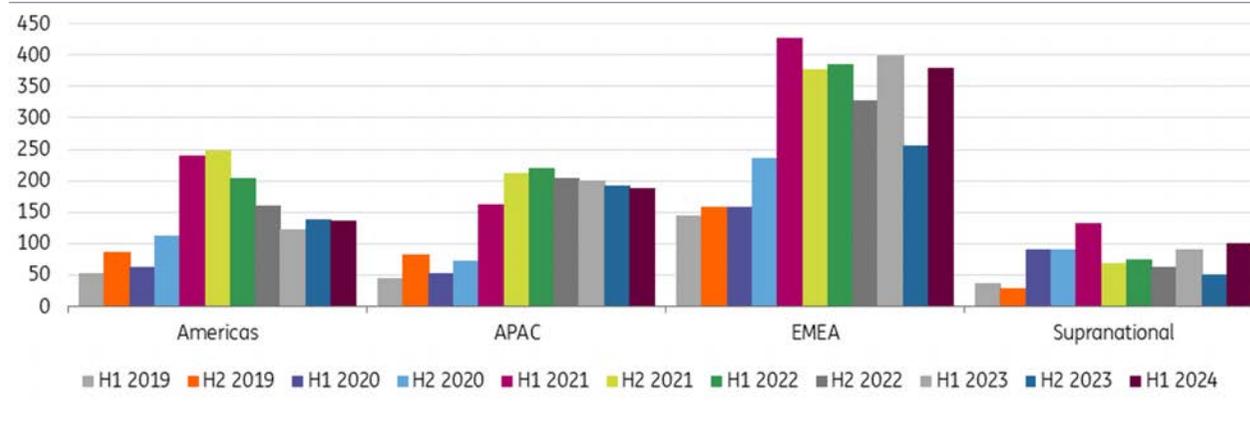


Abbildung 117: Global sustainable finance volumes by region in \$bn

APAC is growing into a robust sustainable finance market, with rising clean energy investment providing a favorable environment. Moreover, the region is catching up on sustainable finance policy. Jurisdictions including China, Japan, South Korea, Philippines, Singapore, Malaysia, Bangladesh, and Australia intend to incorporate the International Sustainability Standards Board's (ISSB's) sustainability reporting standards. Most regimes have fast-approaching initial implementation dates in 2025 or 2026.

Nevertheless, one major challenge facing APAC is application in heavy sectors without lowering green debt principles (GBPs). China, for instance, updated its GBP in 2022 to require 100% of the use of proceeds on green projects to align with the International Capital Market Association (ICMA). But state-owned companies are still exempted and only need to allocate 50% of the use of proceeds to green projects. In Japan, where the country's GBP is aligned with the ICMA, transition bonds are thriving as a new way to finance decarbonization in heavy sectors.

**6.4.3 Green and transition bonds hold strong momentum while KPI-linked debt struggles for credibility**

Breaking down issuance by product, we can see that in the first half of 2024, green bonds not only contributed the most to the global total, but it was also the second-highest half in terms of issuance volume. This strong momentum is largely because issuers can more easily show green credibility through project selection, use of proceeds allocation, and impact reporting. The adoption of green bond principles by governments have also helped maintain a decent growth path for the product. Green bonds will continue to be the growth engine for the global sustainable finance market. Nevertheless, there is anecdotal and data evidence of re-emerged attention for social and sustainability bonds as investor attention expand to beyond just emissions.

Another visible trend is the increasing popularity of transition bonds, whose issuance was almost eightfold in the first half of 2024 compared to the second half of 2023. Transition bonds allow companies to finance decarbonization activities that are not ‘traditionally green’—such as renewables—but can substantially reduce emissions in hard-to-abate sectors. Japan is the dominating market of transition bonds, home to \$13.9bn of the \$15.5bn of transition bonds issued in the first half of 2024.

We expect more companies across the world to issue transition bonds, which can bring product innovation to the market. A word of caution: issuers, investors, and industry associations need to work together to give clearer definitions to transition bonds to help minimize greenwashing risks.

Meanwhile, the issuance of sustainability-linked bonds (SLBs) and sustainability-linked loans (SLLs) remained subdued in the first half of 2024. Sustainability-linked debt allows companies that may not be able to easily identify eligible projects to tap into sustainable finance. Taking a KPI-based approach also allows issuers to tackle sustainability from a broader company level. However, SLBs and SLLs have lost some popularity because of the continuing skepticism over how they can effectively demonstrate credibility.

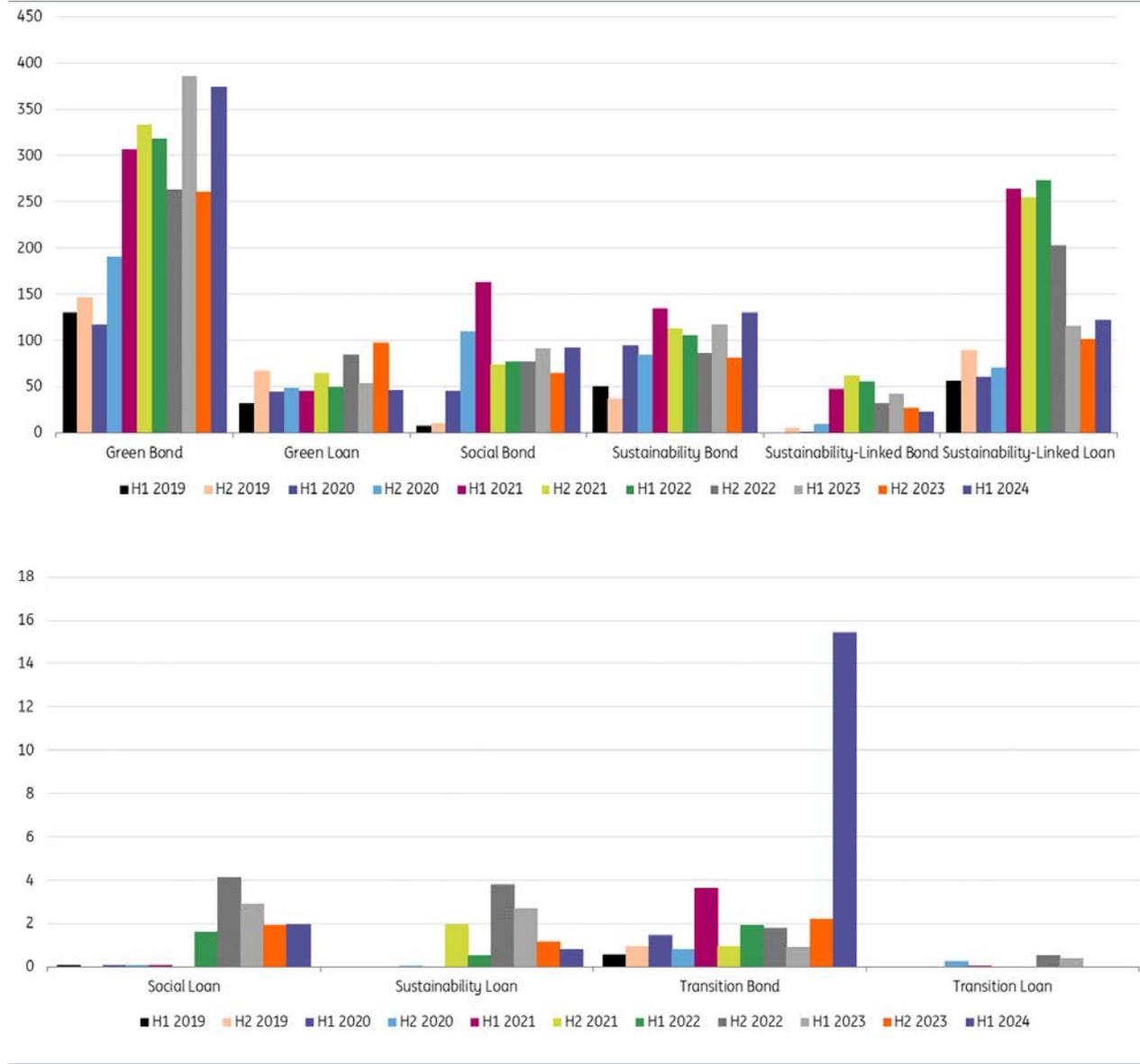


Abbildung 118: Global sustainable finance product issuance trends in \$bn

The concern is not invalid. Of the 50 SLBs sampled in a recent report by the Climate Bonds Initiative (CBI), 48 report on their KPI progress, but issuers tend to fall short of detailing data reporting statements, explaining changes in performance, and keeping data consistent. And 34% of the issued amount from the sampled issuers have all their debt-linked sustainability KPIs off track. Moreover, about half of the issued SLB amount in CBI’s larger dataset only has one linked KPI, and many of these KPIs are not sector-material (Almeida, 2024).

Finally, the punishment mechanism for missing sustainability targets does not appear to be strong enough. Coupon step-ups—meaning issuers pay penalties in interest if their sustainability KPIs are missed—are the most common structure of SLBs, representing 77% of the SLB amount issued. The average coupon step-up rate is about 25 basis points, which is not hugely penal (Figure 119).

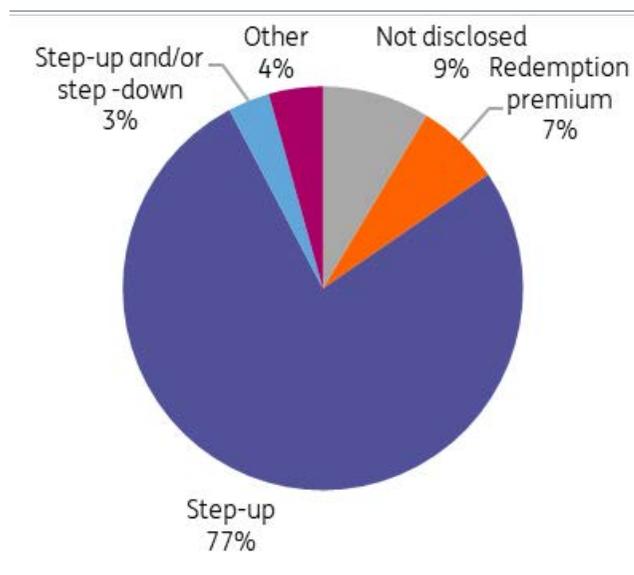


Abbildung 119: SLB financial mechanisms, Note: Total sample = \$279.3bn

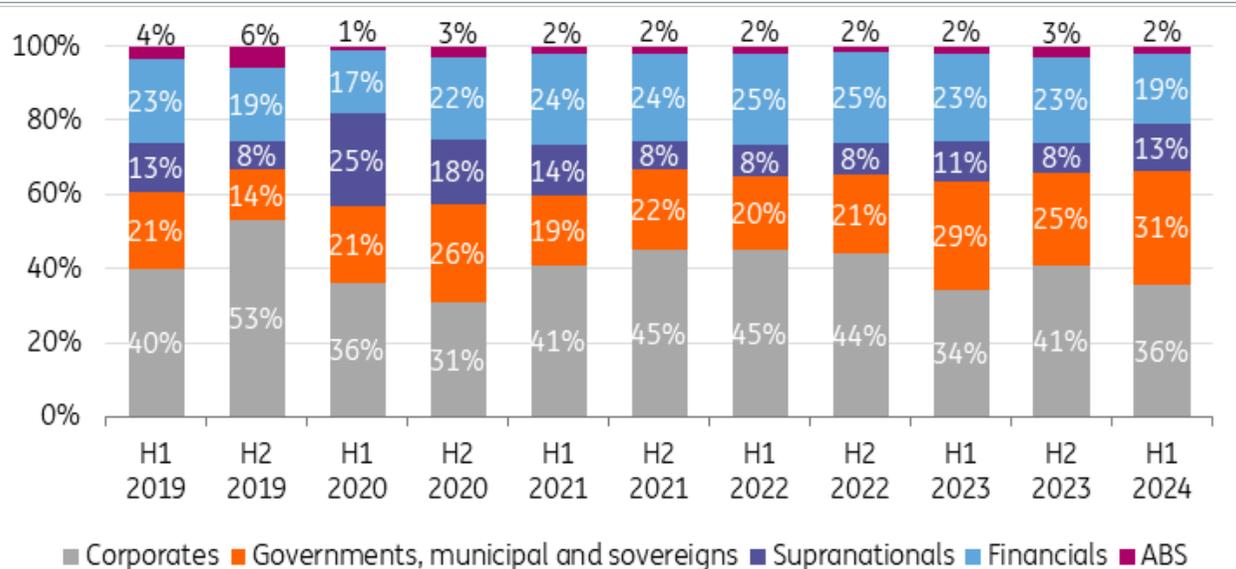


Abbildung 120: Contribution of issuance to the global sustainable finance market by entity and type

These challenges show that the SLB market needs more detailed guidance. Issuers need to set principles-aligned, material targets and report sustainability performance in a more detailed manner. Market players need to facilitate exploring creative structures and setting up step-up coupons that reflect company EBITDA.

**6.4.4 The public sector continues to be the driver for growth**

Government agencies, municipal, sovereigns, and supranational entities have been the growth engine for global sustainable finance issuance. Their share in the total market grew from 29% in the second half of 2022 to 44% in the first half of 2024. This can be attributed to rising awareness and action from governments to manage sustainability risks and enhance resiliency against climate change.

Corporates, on the other hand, have registered declines in their contribution to global sustainable finance issuance, from over 40% in 2022 to 36% in the first half of 2024. Moreover, higher interest rates, government policy disruption, and an uneasy environment for ESG have disproportionately affected corporate ESG bond issuance than vanilla bonds. From 2022 to 2024, the share of corporate ESG bonds in total bonds fell from 9.8% to 7.5%, while the share of corporate green bonds dropped from 6.4% to 5.3% and the share of SLBs decreased from 1.7% to 0.7% over the same period. Sectors that showed half-on-half issuance growth in 2024 include utilities, consumer discretionary, and materials, although the sizes were nothing compared to the level in 2022 (Figure 120).

6.4.5 Is there still a Greenium?

One of the peculiarities of ESG (or in many cases “Green”) issuance is the capability to trade at a premium versus regular (aka “Vanilla”) bonds. There is no theoretical reason that this should be the case. Green bonds are just as likely to be repaid as Vanilla bonds, or in other words there is no greater or lesser default risk attached to them (from the same issuer, and without subordination). So, if Green bonds command a premium, it must reflect a prevalence of demand over supply. To the extent that demand outstrips supply, as green premium obtains. The so-called “greenium” reflects this through a lower yield being attached to Green relative to Vanilla bond issuance.

If there is a greenium, issuance in ESG bonds is cheaper for the issuer, and the buyer accepts a lower running yield. Why? It’s not just because embracing ESG is seen to be the right thing to do, it is also seen as a sensible long-term investment practice. The ultra buy-and-hold strategy must embrace this, as holding on for the long term requires sustainability. At the extreme, sustainability reduces existential risk (the ultimate default). In the end though, it is all about supply and demand. As noted about, supply has waned to an extent in recent years. But so too has demand, as the space has been complicated by both regulation and a lack thereof.

Generically we’ve found that greeniums, where they exist, tend to be smaller than they were. The green novelty in more mature markets that have been issuing in this space over several years has toned down. That in many ways comes back to the simple supply demand effect. That said, we continue to find that syndicated books for ESG issuance tends to be a multiple of a typical deal, and tends to include a significantly wider number of interested types of investors. This does not always generate a greenium, but can push in that direction, especially where issuance circumstances are auspicious. We continue to find good investor demand for ESG issuance from emerging markets issuers, which creates a tendency for a greenium to become an end-game feature.

Here we undertake some examples for comparison across a wide set of issuance and circumstances. There is no particular malice to the names chosen. Rather, we take a spectrum of names across sovereign, supranational, and agency bonds (SSAs) and Corporates, in Euros and Dollars, and from a second-

dary perspective and a primary perspective. The recent Dow issuance is the prime example, where a greenium really stood on their new issue. On the secondary market, most bonds eventually settle back in line with the curve. But there is still an echo of primary market conditions, as else investors would be minded to buy on secondary rather than on primary (notwithstanding the size advantages to buying on primary). Figure 121 is how the recent long end Dow bond has settled back on to the secondary curve when expressed in Z-spread space, with that particular issue commanding a 6bp greenium.

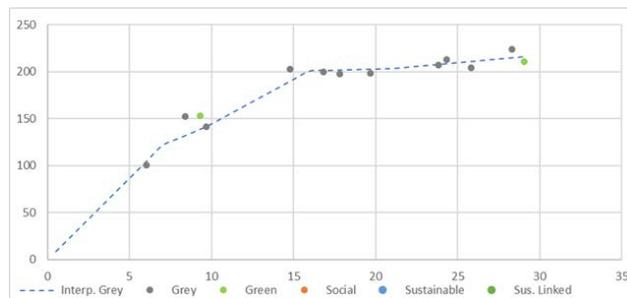


Abbildung 121: Dow Chemical – Z spreads to dollar curve

EIB in Euros is in Figure 122. We detect only a mild greenium in places, and on average green bonds trade with a 1.3bp greenium.

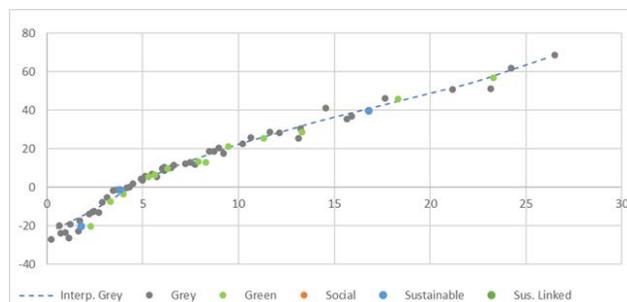


Abbildung 122: European Investment Bank – Z spreads to euro curve

For KfW in Euros, in average across the entire curve, we calculate a 2.4bp greenium. But there are many specific bonds trading without a greenium (Figure 123).

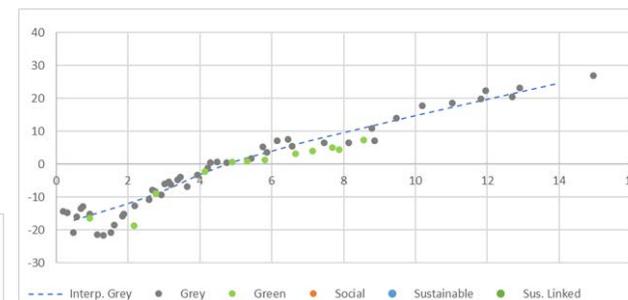


Abbildung 123: KfW – Z spreads to euro curve

Switching to corporates. Here’s Volkswagen, where there is no material greenium in evidence. And note the large number of green bonds, which adds to the supply (Figure 124).

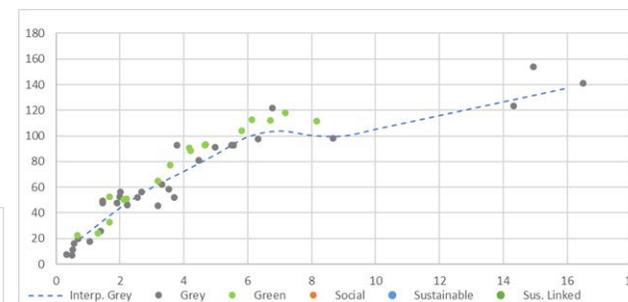


Abbildung 124: Volkswagen – Z spreads to euro curve

Contrast that with Verizon in Dollars, where there is in fact some evidence of a generic greenium, which we calculate at 1.8bp on average (Figure 125).

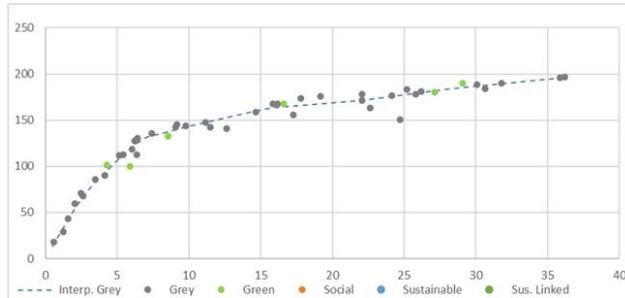


Abbildung 125: Verizon – Z spreads to dollar curve

And here's Edison International, who has issued a series of sustainable bonds. These show a very mild greenium, but it's so small (-0.2bp) to be statistically close enough to be marked effectively at zero (Figure 126).

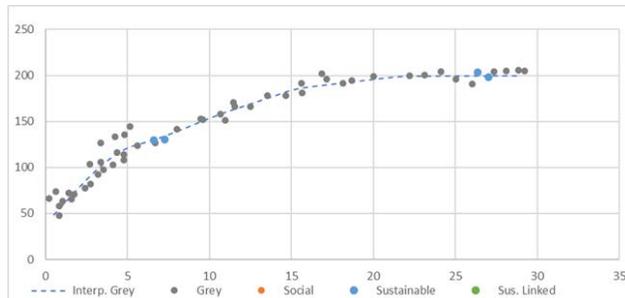


Abbildung 126: Edison International – Z spreads to dollar curve

And here's DTE in Dollars, which commands an average greenium of some 4bp. But as you can glean, it depends on how the liquid curve is constructed (Figure 127).

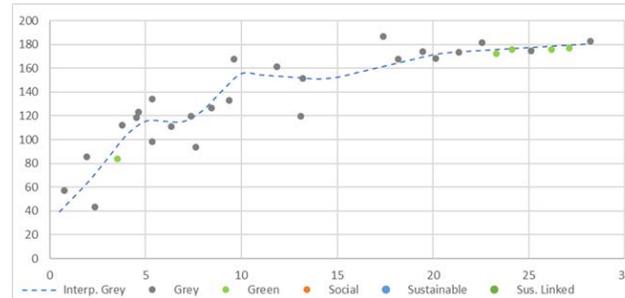


Abbildung 127: DTE – Z spreads to dollar curve

And here's one more interesting one – the government of Chile, which has been quite active in the ESG issuance space over recent years. Here, there is a greenium in social bonds, but not in green and sustainable-linked bonds (Figure 128).

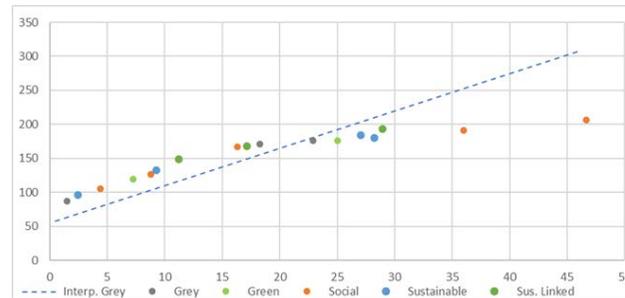


Abbildung 128: Government of Chile – Z spreads to dollar curve

Overall, is there still a greenium? The answer is yes, but it depends—on the issuer, circumstances, and sometimes the currency of issuance. In the end though, there is no magic formula to achieving a greenium. It typically cannot be guaranteed up front. Here we've focused on secondary market trading levels. We find that issuers with fewer ESG bonds are more likely to have a greenium at primary and potentially in secondary. And the increased popularity for Social can also affect the evolution of greeniums. Bottom line, the greenium discussion remains relevant.

6.4.6 Credible issuance more important than ever

The sustainable finance market is increasingly favoring quality over quantity. Quality is reflected in issuers having ambitious climate goals that are backed with interim targets, concrete transition plans, careful choices of eligible projects or material KPIs, third-party assurance, and reporting of impact on a company’s sustainability.

We have seen substantial progress in the past decade. Between 2013 and 2024, the percentage of issuance volumes that are under impact reporting schemes increased from less than 10% to 70% (Figure 129), while the percentage with third-party assurance grew to 65% (Figure 130). There is a clear divide between product types, with bonds much more likely than equities to have reporting/assurance in place. Looking at geographies, EMEA and APAC are leading and the Americas lagging. For green bonds, more than 99% of the issuance volume in EMEA has impact reporting and assurance embedded, compared to around 90% in APAC and 70% in the Americas. It is also worth noting that having impact reporting schemes does not mean the reporting is of high quality. Quite some companies still need to make their reported sustainability data more detailed and consistent.

Mandating sustainability data disclosure can lay a foundation for further quality improvement in sustainable finance, and more and more governments around the world are starting to commit to it.

As of May this year, more than a dozen jurisdictions including China, the UK, Canada, and Brazil had announced plans to adopt the ISSB’s sustainability reporting standards. In addition, the EU’s Corporate Sustainability Reporting Directive will require approximately 50,000 EU companies and at least 10,000 non-EU companies to disclose a wide range of sustainability data in phases. It is estimated that the jurisdictions committing to incorporating the ISSB or CSRD already account for more than half of the global GDP.

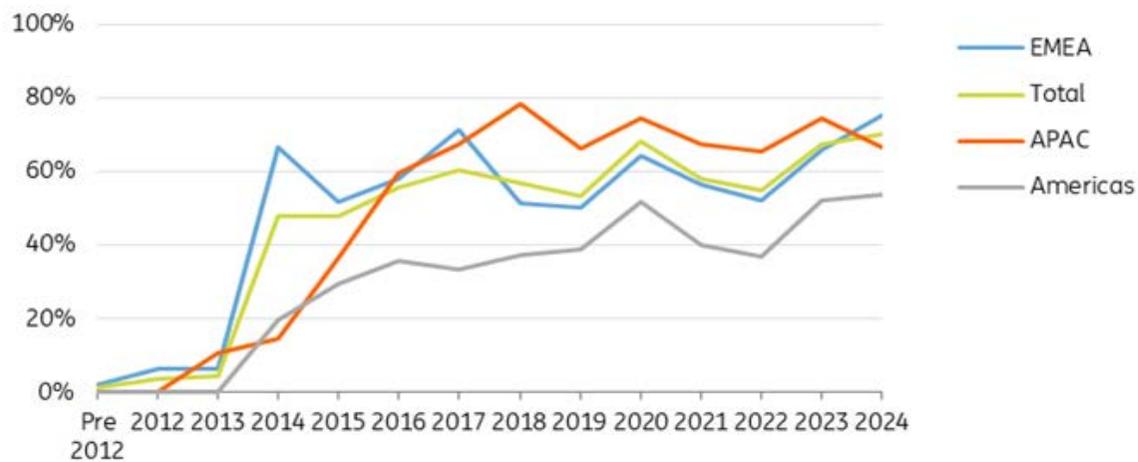


Abbildung 129: Percentage of issuance volumes with impact reporting schemes by region

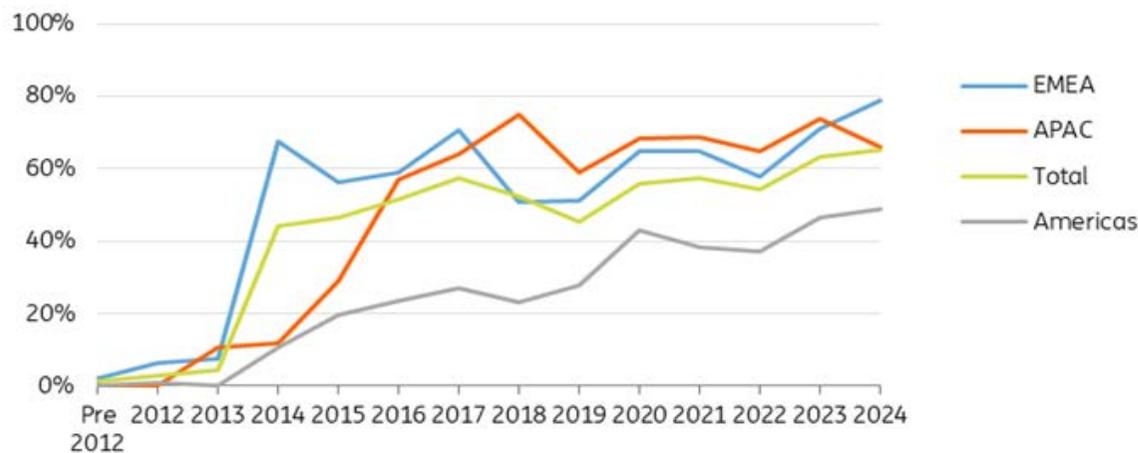


Abbildung 130: Percentage of issuance volumes with third-party assurance by region

In the US, although the Securities and Exchange Commission (SEC) paused its newly-adopted climate disclosure rule on April 4 amid material legal challenges, California will mandate climate data reporting from large US companies doing business in the state starting from 2026, provided it holds up in court.

Although these mandates differ in disclosure comprehensiveness, strictness, and timeline, they share considerable similarities. Therefore, investors and other stakeholders can expect enhanced sustainability data transparency, comparability, and reliability on a global level in the long term. This would help compare an issuer's sustainable debt impact report with its overall progress toward sustainability. Higher-quality sustainability data can also help issuers set better interim targets and design a more suitable sustainable finance framework.

#### 6.4.7 Conclusion

The global sustainable finance market is changing for the better. Although issuance is no longer at its peak, it can still be kept at a decent level going forward, given that continuing corporate commitment to sustainability and net-zero emissions needs sustainable debt as a financing tool. For Switzerland, sizable issuances this year and the continuously evolving sustainable finance policies mean that the country can expect to have a more dynamic sustainable finance market.

And issuance volume is no longer the only metric the market looks at. Investors and other stakeholders will increasingly search for issuance where material impact can be demonstrated every step of the way. To showcase credibility, issuers are better off adhering to sustainable finance principles not only at a high level but also in detailed operation and reporting. Standard-setting bodies would also benefit from setting more specific guidance on existing or new types of products.

## 6.5. Schweizerische Steuerkonsequenzen von Auslandsanleihen mit Bezug auf Liechtenstein



Dr. Roland A. Pfister,  
Dozent und Projektleiter,  
Hochschule Luzern

Dieser Artikel wurde durch die wertvolle Unterstützung der **Juratrust Gruppe** ermöglicht.

### 6.5.1 Die schweizerische Verrechnungssteuer als Hindernis für die Finanzierung multinationaler Konzerne

#### Die Rahmenbedingungen für multinationale Konzerne in der Schweiz

Die Schweiz ist einer der wettbewerbsfähigsten Wirtschaftsstandorte der Welt und damit auch attraktiv für multinationale Konzerne (Switzerland Global Enterprise, 2020, S. 8f.). Hunderte von multinationalen Konzernen haben ihren Hauptsitz oder ihre zentralen Funktionen in der Schweiz (Switzerland Global Enterprise, 2020, S. 39). Dies ist unter anderem der politischen Stabilität, der erstklassigen Infrastruktur und dem Zugang zu gut ausgebildeten Fachkräften in der Schweiz zu verdanken (Switzerland Global Enterprise, 2020, S. 8f.). Neben diesen Rahmenbedingungen ist für den weiteren Erfolg multinationaler Konzerne jedoch auch die effiziente und preiswerte Beschaffung von Kapital eine betriebswirtschaftliche Notwendig-

keit, um in Forschung, Entwicklung, Produktionskapazitäten sowie internationale Expansion investieren zu können, was häufig über die Ausgabe von inländischen oder ausländischen Anleihen ermöglicht wird (Storck und Spöri, 2008, S. 250). Ein besonders bedeutendes Hindernis für multinationale Konzerne in der Schweiz stellt in diesem Zusammenhang die schweizerische Verrechnungssteuer dar (Keller und Baumgartner, 2009, S. 61).

#### Auswirkungen der schweizerischen Verrechnungssteuer auf die Herausgabe von Anleihen durch multinationale Konzerne

Grössere und international tätige Konzerne müssen sich am internationalen Kapitalmarkt finanzieren können (Harbeke, 2020, S. 252). Anleger vermeiden eine Anleihe, wenn diese der Quellensteuer oder der schweizerischen Verrechnungssteuer unterliegt. Daher müssen die Zinszahlungen einer Anleihe, um sie erfolgreich am internationalen Kapitalmarkt zu platzieren, von der Quellensteuer oder der schweizerischen Verrechnungssteuer befreit sein (BAK Economics AG, 2019, S. 22). In praktischer Hinsicht können dementsprechend Anleihen, welche der schweizerischen Verrechnungssteuer unterstellt sind, nur auf dem (volumenmässig beschränkten) inländischen Kapitalmarkt platziert werden (Oesterhelt, 2017, S. 622). Eine Anleihe, welche auf dem ausländischen Kapitalmarkt platziert werden soll, wird daher stets so strukturiert, dass die Zinszahlungen nicht der Verrechnungssteuer unterliegen (Oesterhelt, 2017, S.622; vgl. auch BAK Economics AG, 2019, S. 22). Nur auf diese Weise kann die Konkurrenzfähigkeit gewährleistet werden (Harbeke, 2020, S. 252). Für viele Unternehmen bedeutet dies, dass sie gezwungen sind, alternative Finanzierungswege im Ausland zu suchen, um steuerliche Nachteile für ihre Anleger zu vermeiden und wettbewerbsfähig zu bleiben (Keller und Baumgartner, 2009, S. 62). Sehr attraktiv aus steuerrechtlicher Perspektive ist in dieser Hinsicht die Emission von Anleihen im Nachbarland Liechtenstein, da dort keine Quellensteuern, resp. Verrechnungssteuern erhoben werden (Meyer, 2024, S. 4). Aufgrund einer langjährigen und viel diskutierten Verwaltungspraxis der ESTV, werden im Konzernverhältnis jedoch teilweise gar am ausländischen Kapitalmarkt ausgegebene Anleihen der

schweizerischen Verrechnungssteuer unterstellt, was die Finanzierung multinationaler Konzerne in der Schweiz zusätzlich erschwert.<sup>5</sup>

In diesem Artikel wird dargestellt, wie sich die Verrechnungssteuer auf die Finanzierung durch Anleihen in Liechtenstein für multinationale Konzerne mit Sitz in der Schweiz auf deren Anleger auswirkt. Zunächst wird ein Vergleich der steuerlichen Implikationen von schweizerischen und liechtensteinschen Anleihen für die Anleihe selbst sowie deren Anleger gezogen. Im Anschluss wird die erwähnte Verwaltungspraxis der ESTV betreffend Anleihen ausländischer Tochtergesellschaften mit Garantie der schweizerischen Muttergesellschaft und deren steuerlichen Konsequenzen für die Anleihe und ihre Anleger vorgestellt. Abschliessend werden die Erleichterungen in der Verwaltungspraxis der ESTV aus den Jahren 2017 und 2019 über die zulässige Mittelverwendung in der Schweiz im Fall von Auslandsanleihen mit Garantie der schweizerischen Muttergesellschaft analysiert.

### 6.5.2 Begriffsdefinitionen für Schweizer Steuerzwecke Konzern

Unter einem Konzern versteht man eine Gruppe von Gesellschaften unter gemeinsamer Leitung, welche aus rechtlich unabhängigen Tochtergesellschaften und einer die anderen direkt oder indirekt kontrollierenden Muttergesellschaft besteht (Neuhaus und Watter, 2006, S. 174). In der schweizerischen Gesetzgebung wird der Begriff unterschiedlich verwendet. Das Obligationenrecht spricht von einem Konzern in erster Linie im Zusammenhang mit Rechnungslegungspflichten. So muss eine rechnungslegungspflichtige juristische Person, welche ein oder mehrere rechnungslegungspflichtige Unternehmen kontrolliert, im Geschäftsbericht für die Gesamtheit der kontrollierten Unternehmen eine konsolidierte Jahresrechnung (Konzernrechnung) erstellen.<sup>6</sup> Eine juristische Person kontrolliert ein anderes Unternehmen, wenn sie direkt oder indirekt über die Mehrheit der Stimmen im obersten Organ verfügt, direkt oder indirekt über das Recht verfügt, die Mehrheit der Mitglieder des obersten Leitungs- oder Verwaltungsorgans zu bestellen oder

<sup>5</sup>ESTV, Mitteilung 1539/5240, 1980; ESTV, Mitteilung 54 717, 1986; SBVG, Zirkular Nr. 6746 1993, S. 1.

<sup>6</sup>Art. 963 Abs. 1 OR.

abzuberufen; oder aufgrund der Statuten, der Stiftungsurkunde, eines Vertrags oder vergleichbarer Instrumente einen beherrschenden Einfluss ausüben kann.<sup>7</sup> Entsprechend gelten gemäss Verrechnungssteuerverordnung (VStV) alle Gesellschaften, deren Jahresrechnungen voll- oder teilkonsolidiert werden als Konzerngesellschaften.<sup>8</sup> An anderer Stelle definiert das Verrechnungssteuergesetz (VStG) den Konzern jedoch anders, so gilt die Meldung statt Entrichtung der Verrechnungssteuer auf Dividenden im Konzernverhältnis, sofern eine juristische Person unmittelbar zu mindestens 10 Prozent am Grund- oder Stammkapital einer Kapitalgesellschaft beteiligt ist.<sup>9</sup>

Im Folgenden soll unter dem Begriff «Schweizer Konzern» ein Konzern verstanden werden, dessen Muttergesellschaft ihren steuerlichen Sitz in der Schweiz hat.

### Anleihe

Eine Anleihe im Sinne des schweizerischen Verrechnungssteuergesetzes (VStG) liegt vor, wenn ein inländischer Schuldner (nicht eine Bank) bei mehr als zehn Gläubigern gegen Ausgabe von Schuldanerkennungen Geld zu identischen Bedingungen bzw. bei mehr als zwanzig Gläubigern zu unterschiedlichen Bedingungen aufnimmt. Die gesamte Kreditsumme muss dabei mindestens CHF 500'000 betragen (Storck und Spöri, 2008, S. 255).

### Garantie

Konzerne verschaffen sich häufig über ausländische Finanzierungsgesellschaften Zugang zu den wichtigsten ausländischen Kapitalmärkten. Da solche Finanzierungsgesellschaften in der Regel über wenig Eigenkapital und keinerlei Aktiven verfügen, können Sie nur erfolgreich am Kapitalmarkt operieren, wenn

die Muttergesellschaft des Konzerns den Anlegern eine Garantie abgibt. Durch die Garantie verpflichtet sich die Muttergesellschaft, die Schuld der Tochtergesellschaft zurückzubezahlen, sollte die Tochtergesellschaft dazu nicht in der Lage sein (Neuhaus und Watter, 2006, S. 174-175; Storck und Spöri, 2008, S. 251). In diesem Fall handelt es sich um eine so genannte «Downstream-Garantie», da die Garantie von der Mutter an die Tochter gegeben wird. Nimmt die Muttergesellschaft selbst Mittel am Kapitalmarkt oder bei einer Bank zur Finanzierung des gesamten Konzerns auf, wird häufig eine Garantie in umgekehrter Richtung, von der Tochter an die Mutter, auch «Upstream-Garantie» genannt, gegeben. Eine «Sidestream-Garantie» (auch «Crossstream-Garantie» genannt) wird zwischen zwei Schwestergesellschaft gewährt (Neuhaus und Watter, 2006, S. 174-175).

### 6.5.3 Steuerliche Unterschiede bei der Ausgabe einer Inlandanleihe in der Schweiz im Vergleich zur Inlandanleihe in Liechtenstein

Abbildung 131 zeigt die Funktionsweise der Ausgabe einer Anleihe im Konzernverhältnis in einem rein schweizerischen Sachverhalt auf. Die schweizerische Muttergesellschaft (HoldCo) hält eine schweizerische operative Gesellschaft (OpCo), für deren Finanzierung zusätzliche Mittel am Kapitalmarkt aufgenommen werden sollen. Die schweizerische Finanzierungsgesellschaft (FinCo), ist Emittentin einer Anleihe am (schweizerischen oder ausländischen) Kapitalmarkt. Wie oben ausgeführt, kann eine Anleihe einer Finanzierungsgesellschaft, welche über keine eigenen Mittel oder Geschäftstätigkeiten verfügt, ohne Garantie nicht erfolgreich am Kapitalmarkt platziert werden. Entsprechend gewährt die HoldCo im vorliegenden Sachver-

halt eine «Downstream-Garantie», um die Zeichnung der Anleihe für Schweizer sowie ausländische Anleger attraktiver zu gestalten. Die am Kapitalmarkt aufgenommenen Mittel leitet die FinCo als Fremdkapital mittels Gewährung eines Darlehens an die Schweizer OpCo weiter. Da die Anleihe in diesem Sachverhalt von einer Emittentin mit Sitz in der Schweiz ausgegeben wird, handelt es sich hierbei um eine von einem Inländer ausgegebenen Anleihe im Sinne des schweizerischen Verrechnungssteuergesetz (nachfolgend auch «Inlandanleihe» genannt).<sup>10</sup> Entsprechend unterliegen die Zinsen, welche die schweizerische FinCo an die in- und ausländischen Anleger ausbezahlt, der schweizerischen Verrechnungssteuer im Umfang von 35 %.<sup>11</sup>

Bei einer Zinszahlung der schweizerischen FinCo an die Anleger, ist die FinCo verpflichtet, die schweizerische Verrechnungssteuer vom Auszahlungsbetrag abzuziehen.<sup>12</sup> Dem Anleger werden entsprechend lediglich 65 % der Zinserträge ausbezahlt, während die Verrechnungssteuer im Umfang von 35 % durch die FinCo direkt an die relevante Steuerbehörde überwiesen wird.<sup>13</sup>

Handelt es sich bei dem Anleger um eine natürliche Person, welche im Zeitpunkt der Fälligkeit der Zinszahlung ihren Wohnsitz in der Schweiz hat und die Bruttozinseinnahmen (100 %) in ihrer schweizerischen Steuererklärung deklariert, hat der Anleger Anspruch auf vollständige Rückerstattung der Verrechnungssteuer.<sup>14</sup> Die Bruttozinseinnahmen unterliegen der Einkommenssteuer am Wohnsitz des Anlegers.<sup>15</sup> Auch juristische Personen mit Sitz in der Schweiz haben Anspruch auf eine vollständige Rückerstattung der Verrechnungssteuer, sofern sie die Bruttozinseinnahmen (100 %) ordnungsgemäss als Ertrag verbuchen.<sup>16</sup> Auf Ebene der juristischen Person unterliegt der Gewinn (einschliesslich der Bruttozinseinnahmen) der Gewinnsteuer am Sitz der Gesellschaft.<sup>17</sup> Während bei natürlichen Per-

<sup>7</sup>Art. 963 Abs. 2 OR.

<sup>8</sup>Art. 14a Abs. 2 VStV.

<sup>9</sup>Art. 26a Abs. 1 OR.

<sup>10</sup>Art. 4 Abs. 1 lit. a VStG.

<sup>11</sup>Art. 13 Abs. 1 lit. a VStG.

<sup>12</sup>Art. 11 Abs. 1 lit. a i.V.m. Art. 14 Abs. 1 VStG.

<sup>13</sup>Art. 10 Abs. 1 i.V.m. Art. 11 Abs. 1 lit. a VStG.

<sup>14</sup>Art. 23 VStG.

<sup>15</sup>Art. 20 Abs. 1 lit. a DBG; Art. 7 Abs. 1 StHG Im Berechnungsbeispiel wird mit einem angenommenen Einkommenssteuersatz von 42 % gerechnet.

<sup>16</sup>Art. 24 Abs. 2 i.V.m. Art. 25 Abs. 1 VStG.

<sup>17</sup>Art. 57 DBG; Art. 24 Abs. 1 StHG Im Berechnungsbeispiel wird mit einem angenommenen Gewinnsteuersatz von 17 % gerechnet.

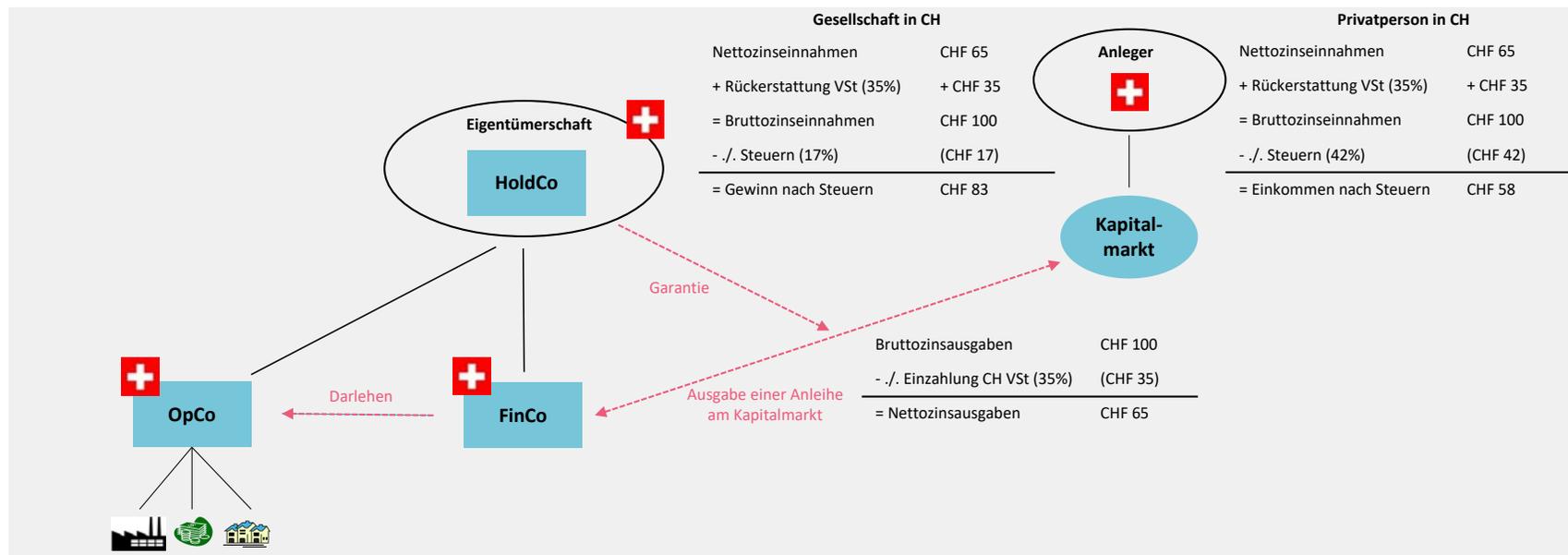


Abbildung 131: Ausgabe einer Inlandanleihe in der Schweiz

sonen der Verrechnungssteueranspruch direkt mit der schweizerischen Steuererklärung der kantonalen Steuerbehörde angegeben werden kann, haben juristische Personen ihren Antrag auf Rückerstattung bei der ESTV einzureichen.<sup>18</sup> Der Rückerstattungsprozess für Schweizer Anleger ist entsprechend insbesondere bei juristischen Personen mit administrativem Aufwand verbunden. Da zwischen der Zinszahlung bis zur Rückerstattung der Verrechnungssteuer mehrere Monate vergehen können, kann dies zudem im Zusammenhang mit der Liquiditätsplanung einer Gesellschaft zur Herausforderung werden.

**Schweizerische Steuerkonsequenzen einer schweizerischen Inlandanleihe für ausländische Anleger in DBA- und Nicht-DBA-Staaten**

Handelt es sich bei dem Anleger nicht um eine natürliche oder juristische Person mit Wohnsitz bzw. Sitz in der Schweiz, sondern im Ausland, ist eine vollständige Rückerstattung der schweizerischen Verrechnungssteuer nicht in jedem Fall möglich. Gemäss schweizerischem Verrechnungssteuergesetz ist eine Rückerstattung für ausländische Anleger nicht vorgesehen. Entsprechend hat der ausländische Anleger zu prüfen, ob der Staat, in welchem er seinen steuerlichen Wohnsitz bzw. Sitz hat, über ein anwendbares Doppelbesteuerungsabkommen (DBA) mit der Schweiz verfügt und ob dieses die vollständige oder zumindest eine teilweise Rückerstattung der schweizerischen Verrechnungssteuer vorsieht. Gemäss DBA zwischen

der Schweiz und Liechtenstein beispielsweise können die Zinsen ausschliesslich in Liechtenstein besteuert werden,<sup>19</sup> weshalb die Schweiz die Verrechnungssteuer an einen liechtensteinischen Anleger vollständig zurückzuerstatten hat. Für einen Anleger mit steuerlichen Wohnsitz oder Sitz in einem Staat, welcher über kein anwendbares DBA mit der Schweiz verfügt, wie beispielsweise die Bahamas, besteht jedoch keine gesetzliche Grundlage für eine Rückerstattung der schweizerischen Verrechnungssteuer, womit seine Zinserträge in der Schweiz definitiv mit 35 % besteuert werden. Je nach lokaler Gesetzgebung können die Zinseinnahmen zusätzlich im Staat besteuert werden, in welchem der Anleger seinen Wohnsitz bzw. Sitz hat, was in der Folge zu einer erheblichen Steuerbelastung führen kann.

<sup>18</sup>Art. 30 VStG.  
<sup>19</sup>Art. 11 Abs. 1 DBA-FL.

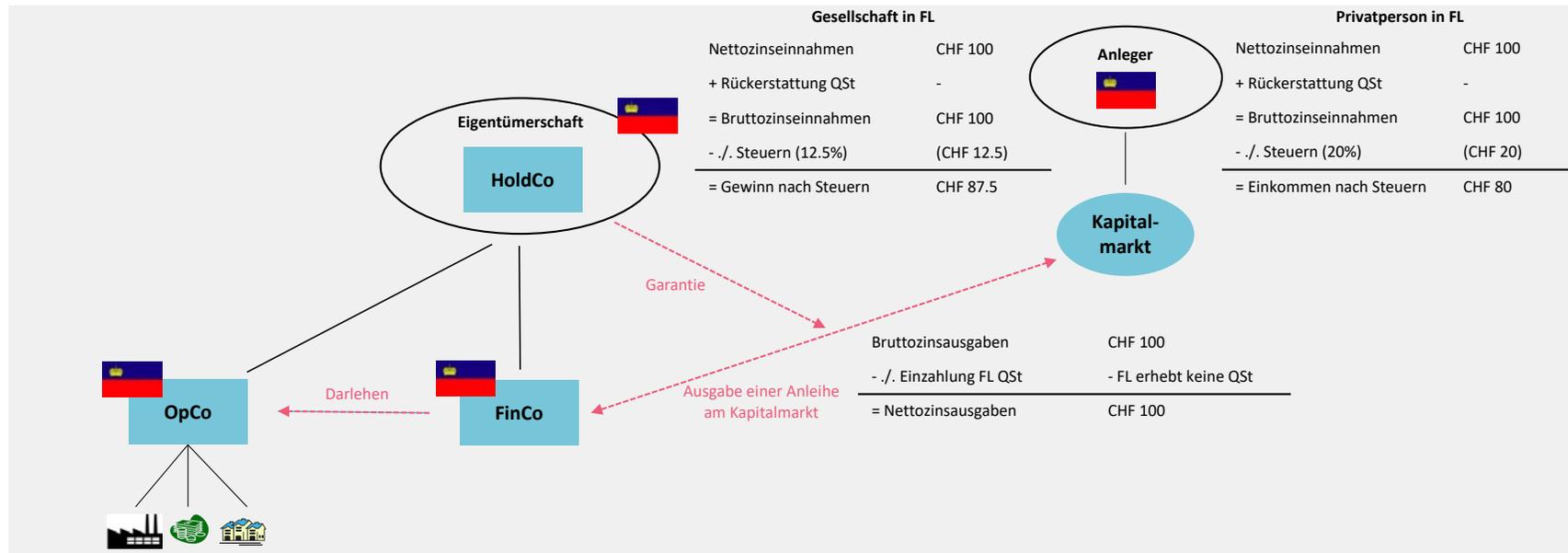


Abbildung 132: Ausgabe einer Inlandanleihe in Liechtenstein

### Ausgabe einer Inlandanleihe in Liechtenstein

Abbildung 132 stellt denselben Sachverhalt in einem rein liechtensteinischen Kontext dar. Im Gegensatz zur Schweiz erhebt Liechtenstein keine Quellensteuer (bzw. Verrechnungssteuer) auf Zinsen (Meyer, 2024, S. 4).

### Liechtensteinische Steuerkonsequenzen einer liechtensteinischen Inlandanleihe für liechtensteinische Anleger

Da Liechtenstein keine Quellensteuer erhebt, werden den Anlegern 100 % der Zinsen ausbezahlt. Anleger mit Wohnsitz oder Sitz in Liechtenstein müssen entsprechend keine Rückerstattung anfordern und profitieren somit in diesem Zusammenhang von einem tieferen administrativen Aufwand sowie einer vereinfachten Liquiditätsplanung im Gegensatz zum rein schweizerischen Sachverhalt.

### Liechtensteinische Steuerkonsequenzen einer liechtensteinischen Inlandanleihe für ausländische Anleger in DBA- und Nicht-DBA-Staaten

Auch für ausländische Anleger liegen die Vorteile der Zeichnung einer Anleihe in diesem rein liechtensteinischen Sachverhalt im Gegensatz zum rein schweizerischen auf der Hand. Ungeachtet davon, ob der Staat, in welchem der Anleger seinen Wohnsitz oder Sitz hat, ein anwendbares Doppelbesteuerungsabkommen mit Liechtenstein unterzeichnet hat oder nicht, wird die Zinszahlung in Liechtenstein nicht besteuert. Entsprechend sind ausschliesslich die Steuern in demjenigen Staat relevant, in welchem der Anleger seinen Wohnsitz bzw. Sitz hat.

### Zwischenfazit

Aufgrund der Erhebung der schweizerischen Verrechnungssteuer auf Zinszahlungen bei Inlandanleihen ist die Zeichnung ei-

ner schweizerischen Inlandanleihe weniger attraktiv als die Zeichnung einer Anleihe in einem Staat, der keine Quellensteuer resp. Verrechnungssteuer erhebt, wie beispielsweise Liechtenstein. Dies gilt insbesondere im Falle eines ausländischen Anlegers, welcher nicht von einer vollständigen oder mindestens teilweisen Rückerstattung der schweizerischen Verrechnungssteuer aufgrund eines anwendbaren DBAs profitieren kann. Die Erhebung der Verrechnungssteuer auf Zinsen kann also als Hürde für die Finanzierung von in der Schweiz ansässigen multinationalen Konzernen und somit auch als Schwächung des Wirtschaftsstandorts Schweiz betrachtet werden.

#### 6.5.4 Verwaltungspraxis betreffend Anleihen ausländischer Tochtergesellschaften mit Garantie der schweizerischen Muttergesellschaft und deren mögliche negativen Verrechnungssteuerfolgen für die Anleger von Auslandsanleihen

Aufgrund der oben ausgeführten negativen Verrechnungssteuerkonsequenzen für die Anleger sind schweizerische Inlandsanleihen auf dem internationalen Kapitalmarkt nicht konkurrenzfähig, weshalb sich Schweizer Konzerne regelmässig dazu gezwungen sehen, Kapital zur Finanzierung ihrer Schweizer Tochtergesellschaften über das Ausland zu beschaffen.

Abbildung 133 zeigt einen Sachverhalt auf, in welchem der Hauptsitz (HoldCo) sowie die operativen Geschäfte (OpCo) des Konzerns zwar in der Schweiz gelegen sind, die FinCo jedoch ihren Sitz in Liechtenstein hat und die Anleihe am ausländischen Kapitalmarkt ausgibt. Auch in diesem Falle garantiert die HoldCo die Anleihe («Downstream-Garantie») und die Mittel fliesen von der liechtensteinischen FinCo mittels Darlehen an die Schweizer OpCo zurück.

Während dieser Sachverhalt auf den ersten Blick so aussehen mag, dass die Zinszahlungen nicht der schweizerischen Verrechnungssteuer unterliegen müssten, da die Anleihe von einer FinCo mit Sitz im Ausland ausgegeben wird, untersteht diese Anleihe aufgrund einer Verwaltungspraxis der ESTV trotzdem der schweizerischen Verrechnungssteuer. Der Mechanismus dieser Verwaltungspraxis wird im Folgenden ausgeführt.

#### Anwendung und Auswirkungen der Verwaltungspraxis auf Auslandsanleihen aus Sicht der schweizerischen Verrechnungssteuer

##### Verwaltungspraxis der ESTV betreffend Anleihen ausländischer Tochtergesellschaften mit Garantie der schweizerischen Muttergesellschaft

Wie bereits erwähnt, unterliegen gemäss schweizerischem Verrechnungssteuergesetz die Zinsen im Grundsatz nur dann der Verrechnungssteuer, wenn die Anleihe von einem Inländer aus-

gegeben wird.<sup>20</sup> Im Konzernverhältnis kann eine Auslandsanleihe, welche von einer Tochtergesellschaft mit statutarischem Sitz im Ausland ausgegeben wird, für Zwecke der schweizerischen Verrechnungssteuer trotzdem als von einem Inländer ausgegebene Anleihe betrachtet werden. Die Auslandsanleihe wird entsprechend als Inlandsanleihe umqualifiziert und unterliegt in der Folge der schweizerischen Verrechnungssteuer (Harbeke, 2020, S. 251).<sup>21</sup> Hierbei sind zwei Fälle relevant:

- Die Tochtergesellschaft mit statutarischem Sitz im Ausland wird im Inland geleitet (Ort der tatsächlichen Verwaltung) und übt eine Geschäftstätigkeit in der Schweiz aus, womit sie selbst als Inländer gemäss schweizerischem Verrechnungssteuergesetz gilt.<sup>22</sup> Auf die Voraussetzungen, wann eine ausländische Gesellschaft den Ort der tatsächlichen Verwaltung und somit ihren steuerrechtlichen Sitz in der Schweiz hat, wird an dieser Stelle nicht eingegangen.
- Obwohl zivilrechtlich die ausländische Tochtergesellschaft Emittentin der Anleihe ist, wird die Auslandsanleihe für Zwecke der Verrechnungssteuer der Muttergesellschaft im Inland als Emittentin zugerechnet. Dies ist der Fall, wenn (1) eine Steuerumgehung vorliegt oder (2) aus wirtschaftlicher Betrachtung sowohl das Risiko als auch der Nutzen an den durch die Anleihe aufgenommenen Mitteln in relevanter Weise bei der inländischen Muttergesellschaft liegen (Harbeke, 2020, S. 251).

Wie bereits ausgeführt, sind Inlandsanleihen aufgrund der Verrechnungssteuerfolgen für ausländische Anleger nicht konkurrenzfähig. Anleihen sind entsprechend nur am internationalen Kapitalmarkt platzierbar, wenn die Zinszahlungen nicht der schweizerischen Verrechnungssteuer unterliegen. Somit handelt es sich häufig um einen kapitalmarktbedingten Umstand, dass Schweizer Konzerne eine Auslandsanleihe statt einer Inlandsanleihe ausgeben, womit regelmässig keine Steuerumgehung vorliegen sollte (vgl. Harbeke, 2020, S.252; siehe auch Oesterheld, 2020, S.61).

Gemäss Verwaltungspraxis der ESTV müssen aus heutiger Sicht kumulativ folgende Voraussetzungen gegeben sein, damit im Konzernverhältnis eine von einer ausländischen Tochtergesellschaft ausgegebene Anleihe für Zwecke der Verrechnungssteuer der schweizerischen Muttergesellschaft als Emittentin zugerechnet wird und somit die Zinszahlungen an die Anleger der schweizerischen Verrechnungssteuer unterliegen:<sup>23</sup>

1. Die schweizerische Muttergesellschaft versieht die Anleihe mit einer Garantie («Downstream-Garantie») und
2. die Mittel aus der Anleihe werden im Inland verwendet.

In der Praxis liegt eine so genannte schädliche Mittelverwendung, also eine Mittelverwendung im Inland, welche zur Folge hat, dass die Anleihe der schweizerischen Muttergesellschaft zugerechnet wird, jeweils dann vor, wenn die am Kapitalmarkt aufgenommenen Mittel von der ausländischen Emittentin mittels Fremdkapital (Darlehen oder anderweitigen Forderungen) direkt oder indirekt an die inländische Muttergesellschaft oder eine inländische direkte oder indirekte Tochtergesellschaft weitergeleitet werden. Es ist dabei unbeachtlich, ob die Mittel ganz oder nur teilweise in der Schweiz verwendet werden und ob die (direkte oder indirekte) Forderung der ausländischen gegenüber der inländischen Gesellschaft innerhalb des Konzerns bereits vor der Ausgabe der Anleihe bestanden hat oder erst im Nachgang an die Kapitalbeschaffung entstanden ist. Weiter ist zu beachten, dass eine einmal als Inlandsanleihe umqualifizierte und entsprechend der Verrechnungssteuer unterstellte Auslandsanleihe diese Qualifikation während ihrer gesamten weiteren Laufzeit beibehält (Oesterheld, 2017, S. 623).

#### Schweizerische Steuerkonsequenzen einer als schweizerische Inlandsanleihe umqualifizierte Auslandsanleihe für Schweizer und ausländische Anleger

Der in Abbildung 133 vorgestellte Sachverhalt erfüllt die beiden Voraussetzungen der Verwaltungspraxis der ESTV da

<sup>20</sup> Art. 4 Abs. 1 lit. a VStG.

<sup>21</sup> ESTV, Mitteilung 1539/5240, 1980; ESTV, Mitteilung 54 717, 1986; SBVg, Zirkular Nr. 6746 1993, S. 1.

<sup>22</sup> Art. 9 Abs. 1 VStG.

<sup>23</sup> ESTV, Mitteilung 1539/5240, 1980; ESTV, Mitteilung 54 717, 1986; SBVg, Zirkular Nr. 6746 1993, S. 1.

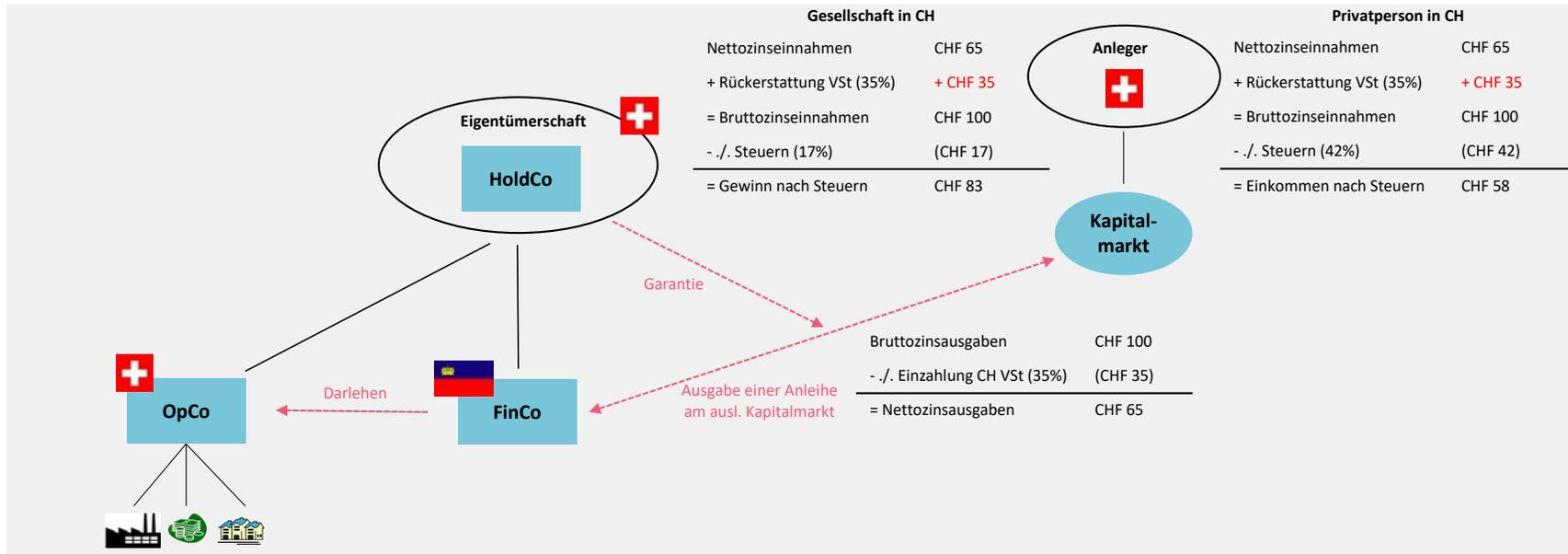


Abbildung 133: Ausgabe einer Auslandsanleihe durch FL-FinCo am ausländischen Kapitalmarkt mit Garantie durch CH-HoldCo

(1) die schweizerische Muttergesellschaft eine «Downstream-Garantie» zur Rückzahlung der durch die liechtensteinische FinCo ausgegebene Anleihe gewährt und (2) die am Kapitalmarkt aufgenommenen Mittel als Fremdkapital mittels Darlehen von der liechtensteinischen FinCo an die schweizerische OpCo fließen. Entsprechend wird die Anleihe in diesem Beispiel für Zwecke der Verrechnungssteuer der schweizerischen Muttergesellschaft als Emittentin zugerechnet und als Inlandanleihe umqualifiziert.

Daher muss auch in diesem Fall, wie beim zuvor vorgestellten rein schweizerischen Sachverhalt, die schweizerische Verrechnungssteuer im Umfang von 35 % bei der Auszahlung der Zinsen an die Anleger zurückbehalten und an die relevante Steuerbehörde abgeführt werden. Für die Anleger bedeutet dies wiederum, dass sie, sofern es sich um Schweizer Anleger oder Anleger aus einem DBA-Staat handelt, die Rückerstattung

der Verrechnungssteuer beantragen müssen. Für Anleger aus einem Nicht-DBA-Staat ist die Konsequenz dieser Praxis, dass die Zinsen mit 35 % definitiv in der Schweiz besteuert werden.

**Nichtanwendung der Verwaltungspraxis auf Auslandsanleihen aus Sicht der schweizerischen Verrechnungssteuer**

Damit keine schädliche Mittelverwendung vorliegt und die Verwaltungspraxis der ESTV somit keine Anwendung findet, kann die Auslandsanleihe auf eine Weise strukturiert werden, unter welcher mindestens eine der beiden vorgenannten Voraussetzungen nicht erfüllt wird.

Nicht schädlich wäre beispielsweise die Mittelverwendung im Inland, wenn die Anleihe statt mit einer «Downstream-Garantie» der Muttergesellschaft mittels einer auf die aus-

schüttbaren Mittel der inländischen garantiegebenden Gesellschaft beschränkte «Upstream- oder Crosstream-Garantie» besichert wäre.<sup>24</sup> Alternativ kann auch auf die Gewährung einer Garantie gänzlich verzichtet werden, wobei jedoch fraglich ist, ob die Anleihe in diesem Fall bei den ausländischen Anlegern platzierbar wäre.

Nicht schädlich wäre ausserdem ein Mittelrückfluss in die Schweiz in Form von Eigenkapital, statt Fremdkapital, beispielsweise mittels Auszahlung einer Dividende an die schweizerische Muttergesellschaft oder eines Zuschusses an die inländische Tochtergesellschaft. Auch könnten die Mittel über ein Darlehen an eine andere ausländische Gruppengesellschaft weitergegeben werden (Oesterheld, 2017, S. 623). Damit wäre jedoch die Finanzierungsfrage der schweizerischen Tochtergesellschaft nicht gelöst.

<sup>24</sup>ESTV, Mitteilung 1539/5240, 1980; ESTV, Mitteilung 54 717, 1986; SBVg, Zirkular Nr. 6746 1993, S. 1; vgl. Oesterheld, 2017, S. 623

### Zwischenfazit

Aufgrund der Verwaltungspraxis der ESTV ist es möglich, dass über das Ausland ausgegebene Anleihen von multinationalen Konzernen mit Hauptsitz in der Schweiz trotzdem der schweizerischen Verrechnungssteuer unterliegen. Wie zuvor ausgeführt, können Anleihen jedoch nur auf dem internationalen Kapitalmarkt platziert werden, wenn sie nicht der Verrechnungssteuer unterliegen. Die Verwaltungspraxis der ESTV erschwert es daher den Schweizer Konzernen sich an internationalen Kapitalmärkten zu finanzieren, was jedoch für ihren weiteren Erfolg eine zentrale Voraussetzung wäre.

### 6.5.5 Erleichterungen der Verwaltungspraxis betreffend Anleihen ausländischer Tochtergesellschaften mit Garantie der schweizerischen Muttergesellschaft

Um die Finanzierung von Schweizer Konzernen zu erleichtern, wurde die Verwaltungspraxis der ESTV in den vergangenen Jahren in zwei Etappen leicht gelockert. Die erste Anpassung erfolgte im April 2017 mittels einer Änderung der Verrechnungssteuerverordnung (VStV), welche unter anderem die so genannte «Eigenkapitalvariante» einführte.<sup>25</sup> Eine zweite Erleichterung folgte im Februar 2019, als die ESTV in einer Mitteilung nicht nur die Eigenkapitalvariante präziserte und ausweitete, sondern zusätzlich die so genannte «Verrechnungsvariante» einführte. Eine Kombination der beiden Varianten sieht die ESTV in ihrer Mitteilung vom 5. Februar 2019 ausdrücklich vor.<sup>26</sup> Die beiden Varianten werden im Folgenden kurz beschrieben.

#### Verrechnungsvariante

Bei der Verrechnungsvariante werden alle Darlehen, welche die inländischen Konzerngesellschaften von den ausländischen Konzerngesellschaften erhalten haben (Passivdarlehen) von den Darlehen abgezogen, welche die inländischen Konzernge-

sellschaften an die ausländischen Konzerngesellschaften gewährt haben (Aktivdarlehen). Erfolgt aus dieser Rechnung ein Nettoguthaben der schweizerischen gegenüber den ausländischen Konzerngesellschaften oder heben sich die Aktiv- und Passivdarlehen gegenseitig auf, liegt keine schädliche Mittelverwendung vor und es findet keine Umqualifizierung der Auslandsanleihe in eine Inlandsanleihe statt. Ergibt die Rechnung jedoch eine Nettoschuld der schweizerischen gegenüber den ausländischen Konzerngesellschaften, liegt eine Nettoweiterleitung aus den Mitteln der Anleihe in die Schweiz vor. In diesem Falle ist weiter zu prüfen, ob diese Nettoschuld nach den Regeln der Eigenkapitalvariante kompensiert werden kann (Harbeke, 2020, S.253-254; vgl. auch Oesterheld, 2020, S. 58).

#### Eigenkapitalvariante

Gemäss der Eigenkapitalvariante ist die Mittelverwendung in der Schweiz nicht schädlich, sofern das Eigenkapital sämtlicher ausländischer Konzerngesellschaften nicht überschritten wird. Dabei ist nicht auf das konsolidierte Eigenkapital der ausländischen Konzerngesellschaften abzustellen, es wird stattdessen das Eigenkapital jeder einzelnen ausländischen Konzerngesellschaft addiert und anschliessend mit den in der Schweiz verwendeten Mitteln (bzw. Nettoschuld, sofern die Eigenkapitalvariante im Nachgang an die Verrechnungsvariante angewendet wird) verrechnet. Ist das Beteiligungsverhältnis kleiner als 100 %, ist das Eigenkapital lediglich im Umfang der Beteiligungsquote zu berücksichtigen (Oesterheld, 2020, S. 58).

#### Anwendungsbeispiel für die Verrechnungs- und Eigenkapitalvariante

Abbildung 134 zeigt ein Anwendungsbeispiel der Kombination der Verrechnungs- und der Eigenkapitalvariante auf. In einem ersten Schritt werden die Passivdarlehen der Schweizer OpCo gegenüber den ausländischen Konzerngesellschaften von deren Aktivdarlehen abgezogen (Verrechnungsvariante). Da aus

dieser Rechnung eine Nettoschuld der Schweizer gegenüber den ausländischen Konzerngesellschaften resultiert, wird in einem zweiten Schritt geprüft, ob die Nettoschuld durch das addierte Eigenkapital der ausländischen Konzerngesellschaften kompensiert werden kann. Da dies der Fall ist, handelt es sich um eine zulässige Mittelverwendung in der Schweiz und die Auslandsanleihe wird somit nicht als Inlandsanleihe umqualifiziert, womit die Anleihe nicht der schweizerischen Verrechnungssteuer unterstellt wird.

### 6.5.6 Schlussfolgerungen

Die Regeln der Verwaltungspraxis der ESTV über die schädliche Mittelverwendung in der Schweiz im Fall von Anleihen ausländischer Tochtergesellschaften mit Garantie der schweizerischen Muttergesellschaft, finden weiterhin Anwendung, trotz langjähriger und kontroversen Diskussionen. Die punktuellen Erleichterungen in der Verwaltungspraxis der ESTV, einerseits durch die Anpassung von Art. 14a der Verordnung über die Verrechnungssteuer (VStV) im Jahr 2017 und andererseits durch die Lockerung der Verwaltungspraxis gemäss Mitteilung der ESTV vom 5. Februar 2019<sup>27</sup>, konnten lediglich eine beschränkte Verbesserung bringen.

Der entscheidende Schritt, die Verrechnungssteuer auf Zinsen von Anleihen im Rahmen der Verrechnungssteuerreform des Jahres 2022 vollständig abzuschaffen, konnte ebenfalls nicht umgesetzt werden.<sup>28</sup> Diese Reform hätte das Potenzial gehabt, die Attraktivität des Standorts Schweiz erheblich zu steigern.<sup>29</sup> So wurde damit gerechnet, dass durch die Abschaffung der Verrechnungssteuer ein derzeit im Ausland gehaltenes Volumen aus Emission und Handel von Anleihen sowie Treuhandanlagen, Depotgeschäften und weiteren Anlageprodukten inklusive daraus mögliche entstehende zukünftige Neugeschäfte im Wert von etwa CHF 6'670 Milliarden zurück in die Schweiz hätte gebracht werden können.<sup>30</sup> Neben der Rückführung von Kapital, hätte auch das reale Bruttoinlandsprodukt

<sup>25</sup> Art. 14a Abs. 3 VStV; Vgl. auch ESTV, Mitteilung-010-DVS-2019-d, 2019

<sup>26</sup> ESTV, Mitteilung-010-DVS-2019-d, 2019

<sup>27</sup> ESTV, Mitteilung 010-DVS-2019, 2019

<sup>28</sup> BBl 2023 486 Art. 2 Abs. 2.

<sup>29</sup> BBl 2021 976 f. Ziff. 1.1.

<sup>30</sup> SBVg, 2020, S. 2.

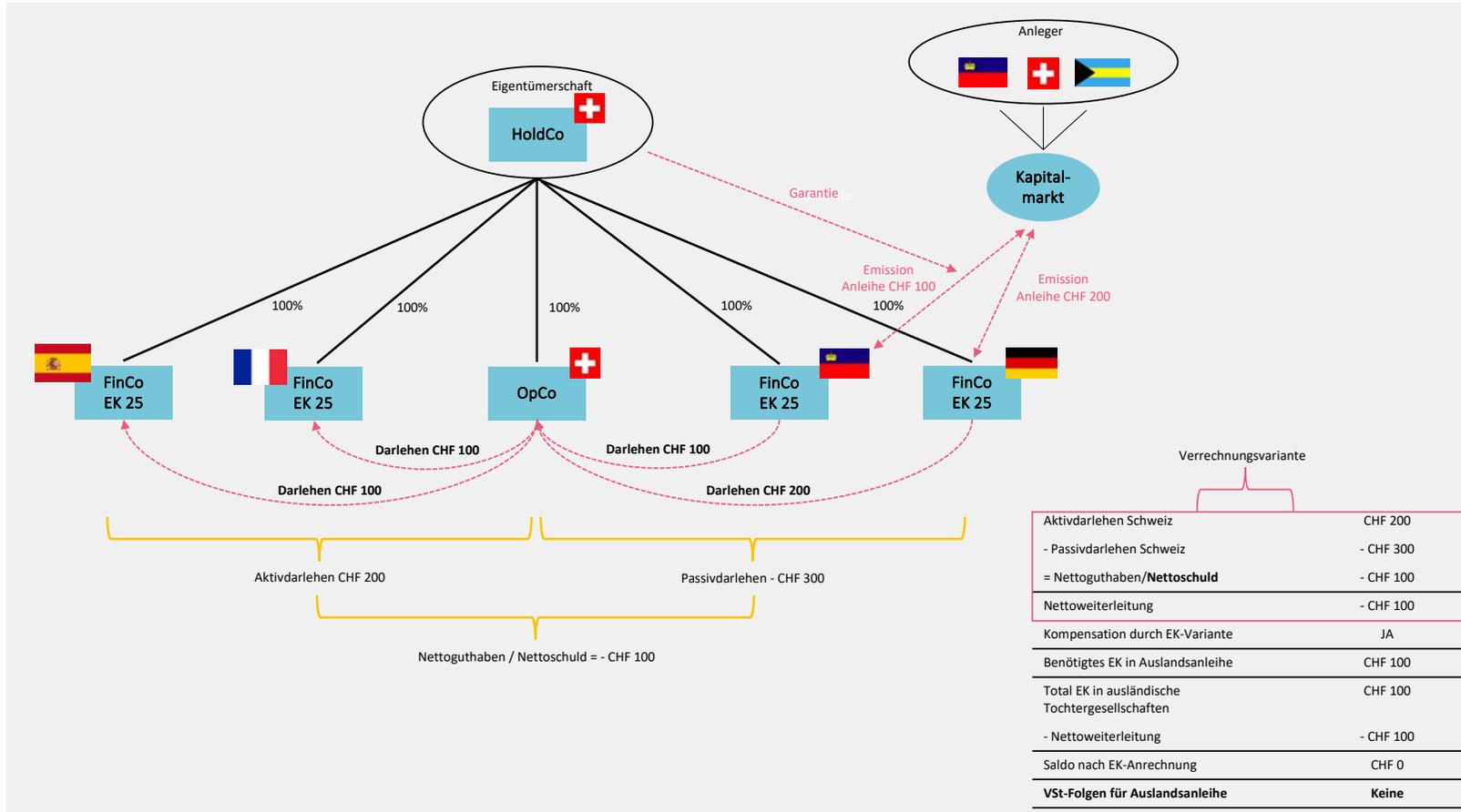


Abbildung 134: Anwendung der Verrechnungs- und Eigenkapitalvariante

der Schweiz nach einem Zeitraum von zehn Jahren um ungefähr 0,7 Prozent erhöht werden können.<sup>31</sup> Das dank der Reform entstandene erhebliche Wirtschaftswachstum hätte gemäss einer Untersuchung von BAK Economics ungefähr 22'000 neue Vollzeitstellen generiert (BAK Economics AG, 2019, S. 55). Aufgrund der aktuellen Rechtslage bleibt der Schweizer Kapi-

<sup>31</sup> BBI 2021 976 f. Ziff. 6.2.3.

talmarkt im internationalen Wettbewerb jedoch nach wie vor benachteiligt.

Daher sehen sich multinationale Konzerne, die in der Schweiz ansässig sind und Anleihen platzieren, weiterhin gezwungen, ihre Finanzierungsstrategien für bestehende Anleihen kritisch zu prüfen und die Ausgabe neuer Anleihen vorsich-

tig zu planen. Statt die Vorteile der schweizerischen Rahmenbedingungen vollständig nutzen zu können, müssen die Konzerne die Ausgabe von Anleihen weiterhin in Länder mit effizienterem und preiswerterem Zugang zu Kapitalmärkten, wie bspw. nach Liechtenstein verlagern. Diese Verlagerung der Konzern-tätigkeit ins Ausland beeinträchtigt die Wettbewerbsfähigkeit

der Schweiz als führender Finanzplatz und schwächt ihre Position als Konzernstandort im globalen Wettbewerb. Die Schweiz lässt weiterhin zu, ein bedeutendes wirtschaftliches Potenzial ungenutzt zu lassen und wichtige Geschäftsmöglichkeiten an andere anerkannte Finanzstandorte zu verlieren.

Trotz den punktuellen Erleichterungen sowie dem Versuch der Abschaffung der Verrechnungssteuer, muss die Schweiz bestrebt sein, die Rahmenbedingungen im Zusammenhang mit der Herausgabe von Anleihen, resp. der schweizerischen Mitelaufnahme weiter zu liberalisieren. Auf diese Weise könnte die Wettbewerbsfähigkeit des schweizerischen Konzernstandorts gestärkt werden, sodass dieser den Anforderungen der in der Schweiz ansässigen Konzerne gerecht werden könnte.

#### Erlassverzeichnis

Abkommen 10. Juli 2015 zwischen der Schweizerischen Eidgenossenschaft und dem Fürstentum Liechtenstein zur Vermeidung der Doppelbesteuerung auf dem Gebiet der Steuern vom Einkommen und vom Vermögen (Doppelbesteuerungsabkommen, DBA-FL; SR 0.672.951.43)

Botschaft vom 14. April 2021 zur Änderung des Verrechnungssteuergesetzes, BBl 2021 976 f.

Bundesgesetz vom 30. März 1911 betreffend die Ergänzung des Schweizerischen Zivilgesetzbuches (Obligationenrecht, OR; SR 220).

Bundesgesetz vom 13. Oktober 1965 über die Verrechnungssteuer (VStG; SR 642.21).

Bundesgesetz vom 14. Dezember 1990 über die direkte Bundessteuer (DBG; SR 642.11).

Eidgenössische Steuerverwaltung ESTV. 1980. Mitteilung 1539/5240 zu Obligationen und dgl. nach Art. 4 Abs., 1 lit. a VStG. In Bauer-Balmelli, M. & Fisler, T. (Hrsg.), Praxis der Bundessteuern, II. Teil, Band 2, Nr. 10. Helbling Lichtenhahn Verlag.

Eidgenössische Steuerverwaltung ESTV. 1986. Mitteilung 54 717 zu Obligationen und dgl. nach Art. 4 Abs., 1 lit. a VStG. In Bauer-Balmelli, M. & Fisler, T. (Hrsg.), Praxis der Bundessteuern, II. Teil, Band 2, Nr. 19. Helbling Lichtenhahn Verlag.

Eidgenössische Steuerverwaltung ESTV. Mitteilung-010-DVS-2019-d zur Verrechnungssteuer: Guthaben im Konzern. 2019.

Verordnung vom 19. Dezember 1966 über die Verrechnungssteuer (Verrechnungssteuerverordnung, VStV; SR 642.211).

## 6.6. Kredit- und Liquiditätsprämien im Schweizer Kapitalmarkt



*Dr. Stefan Pomberger,  
Managing Director Head cosmofunding,  
Bank Vontobel AG*

Mit dem Schweizer Fremdkapitalmarkt verbindet man in der Regel den öffentlichen, d.h. an der Schweizer Börse gelisteten, Anleihenmarkt. Dieser im Jahr 2023 CHF 81,9 Mrd. an Neuemissionen grosse Markt zieht sowohl aktives, als auch passives (Swiss Bond Index) Franken Investorenkapital an, welches einerseits inländische (CHF 55 Mrd.), als auch ausländische (26,9 Mrd.) Emittenten zur Verfügung gestellt wird. Es ist bemerkenswert, dass dieses jährliche Volumen nur etwa 8 % des gesamten jährlichen Finanzierungsvolumens der Schweiz ausmacht. Tatsächlich findet über 90 % der Finanzierung im (bilateralen) Privatmarkt statt. Dabei dominieren Immobilien besicherte Finanzierungen (Hypotheken) im Umfang von 39 %, gefolgt von (kurzfristigen) Finanzierungen für Unternehmen (Kreditlinien) und Finanzinstitute mit 34 %, Darlehen für öffentlich-rechtliche Körperschaften inklusive staatsnaher Unternehmungen mit 6 % und die restliche relevante Quote entfällt auf Kredite (u.a. Lombard) für vermögende Privatpersonen (HNWI) und KMUs.

Am häufigsten handelt es sich bei den Privatmarkt Finanzierungen um (Haus)Bankkredite. Versicherungen und Pensionskassen als Kapitalgeber sind mittlerweile bei Hypotheken preislich attraktive Konkurrenten zu Banken, nicht zuletzt aufgrund der enger gewordenen regulatorischen Vorgaben bei

Banken (Basel III), sondern auch aufgrund der Bankenkonsolidierung, die durch die Übernahme der Credit Suisse durch die UBS einen Höhepunkt erreichte. Bilaterale Darlehen, beispielsweise zwischen Unternehmen als Kapitalgeber auf der einen, und öffentlich-rechtliche Körperschaften oder andere Unternehmen als Kapitalnehmer auf der anderen Seite, stellen ein weiteres wesentliches Instrument des Privatmarktes dar. Insbesondere im Negativzinsumfeld ab 2015 gab es starke Wachstumsraten der Anwendung dieser Form der Finanzierung. Beim Einsatz von Darlehen müssen Unternehmen insbesondere das Geldwäschereigesetz (GwG) und die damit verbundene Geldwäschereiverordnung (GwV) beachten: Gemäss GwV Art. 8 «das Kreditgeschäft nach Artikel 2 Absatz 3 Buchstabe a GwG wird berufsmässig ausgeübt, wenn: a. damit im Kalenderjahr ein Bruttoerlös von mehr als 250 000 Franken erzielt wird; und b. zu einem beliebigen Zeitpunkt ein Kreditvolumen von mehr als 5 Millionen Franken vergeben ist». Dies im Gegensatz zu Kapitalmarktpapieren wie z.B. öffentliche Anleiheobligationen und Privatplatzierungen, die durch eine Bank als Federführer begeben werden und in denen der Investor eine als Wertpapier (Obligation) in standardisierter Form verbrieft und dadurch handelbar gemachte Forderung zeichnet, wodurch der Wille nicht auf die Kreditvergabe, sondern auf den Erwerb eines Finanzprodukts gerichtet ist.

Der Schweizer Fremdkapitalmarkt besteht nicht nur aus öffentlichen Anleiheobligationen, sondern auch aus Privatplatzierungen, die den Investoren einfachen Zugang zum professionellen (B2B) Privatmarkt ermöglichen. Privatplatzierungen fungieren als Kapitalmarktinstrumente und bieten die Annehmlichkeiten öffentlicher Anleihen wie etwa Depotfähigkeit aufgrund ISIN, Kreditrating, Preisstellung, Handelbarkeit, Anonymität als Kapitalgeber, Börse als Verwahrungsstelle (Möglichkeit von Lieferung gegen Zahlung) und eine Bank als Zahlstelle, obwohl Privatplatzierungen in der Regel weder einen Prospekt benötigen noch börsenkotiert sind. Die Digitalisierung ermöglicht einen effizienten Einsatz und die Standardisierung von Privatplatzierungen. Für Treasurer ist die Kenntnis dieses Kapitalmarktinstrumentes auf beiden Seiten relevant und nützlich: Als Emittent zur Erweiterung/Diversifikation der Finanzierungsquellen, breiten Zugang zu institutionellen Investoren und zur Erzielung potentiell attraktiverer Finanzierungsbedingungen als

über herkömmliche Kanäle, insbesondere wenn ein effizienter Zugang zum Kapitalmarkt beispielsweise durch die federführende Bank bereitgestellt wird und in Zeiten einer hohen Depositen Kreditorenspanne. Als Investor zum Zwecke des aktiven und Risiko/Rendite-optimierten Liquiditätsmanagements, der längerfristigen Vermögensanlage, der Diversifikation der individuellen Schuldner und vor allem der Reduzierung der Position im Sektor «Finanzinstitute» hin zu alternativen Sektoren wie öffentlich-rechtliche Körperschaften (Kantone, Städte, Gemeinden).

In diesem Artikel stellt cosmofunding, Vontobels umfassendes Kapitalmarkt Fixed-Income-Ökosystem für Darlehen, Privatplatzierungen und öffentliche Anleihen, erstmals aufschlussreiche Daten aus dem Privatmarkt vor.

6.6.1 Datengrundlage und Methodik

Die Ergebnisse dieser Studie basieren auf der Auswertung von festverzinslichen CHF-Anleihen sowohl aus dem öffentlichen Markt, in der Folge „Anleihen“, als auch aus dem professionellen privaten Markt (B2B), bezeichnet als „Privatplatzierungen“ oder „PPs“. Die Daten basieren auf einem emittierten Privatmarktvolumen im Primärmarkt von über CHF 40 Milliarden und Laufzeiten von zwei Wochen bis über 21 Jahre. Alle zugrundeliegenden Daten beziehen sich auf die Periode von 2019-2024 und sind aktuell bis zum Stichtag 19. Juli 2024. Die Analyse stützt sich auf Primärmarkt-Spreads und Sekundärmarktdaten zum Mittelwert. Die Anleihen und PPs werden hinsichtlich ihrer Renditen (in % p.a.) und Risikoprämien (in Basispunkten p.a.), wie in Abbildung 135 dargestellt, untersucht. Die Risikoprämien werden in Form des I-Spreads definiert, der als Rendite abzüglich der interpolierten Kapitalmarktkurve (SARON-Kurve) berechnet wird. Zudem werden die Liquiditätsprämien analysiert, die näherungsweise als Differenz zwischen der Rendite von Privatplatzierungen und der Rendite von öffentlichen Anleihen definiert werden. Es wurde unter der vereinfachten Annahme gearbeitet, dass die Renditen der Anleihen die Kreditprämie abdecken und der darüberhinausgehende Effekt bei Privatplatzierungen in der Liquiditätsprämie liegt. Ferner wurde eine Befreiung von der Umsatzabgabe angenommen, die ansonsten in der Regel die Hälfte von 1.5%o be trägt und im Sekundärmarkt insofern zu berücksichtigen wäre, da diese besonders kurzfristige Renditen beeinflusst und die Risikoprämie für Anleihen mindert.

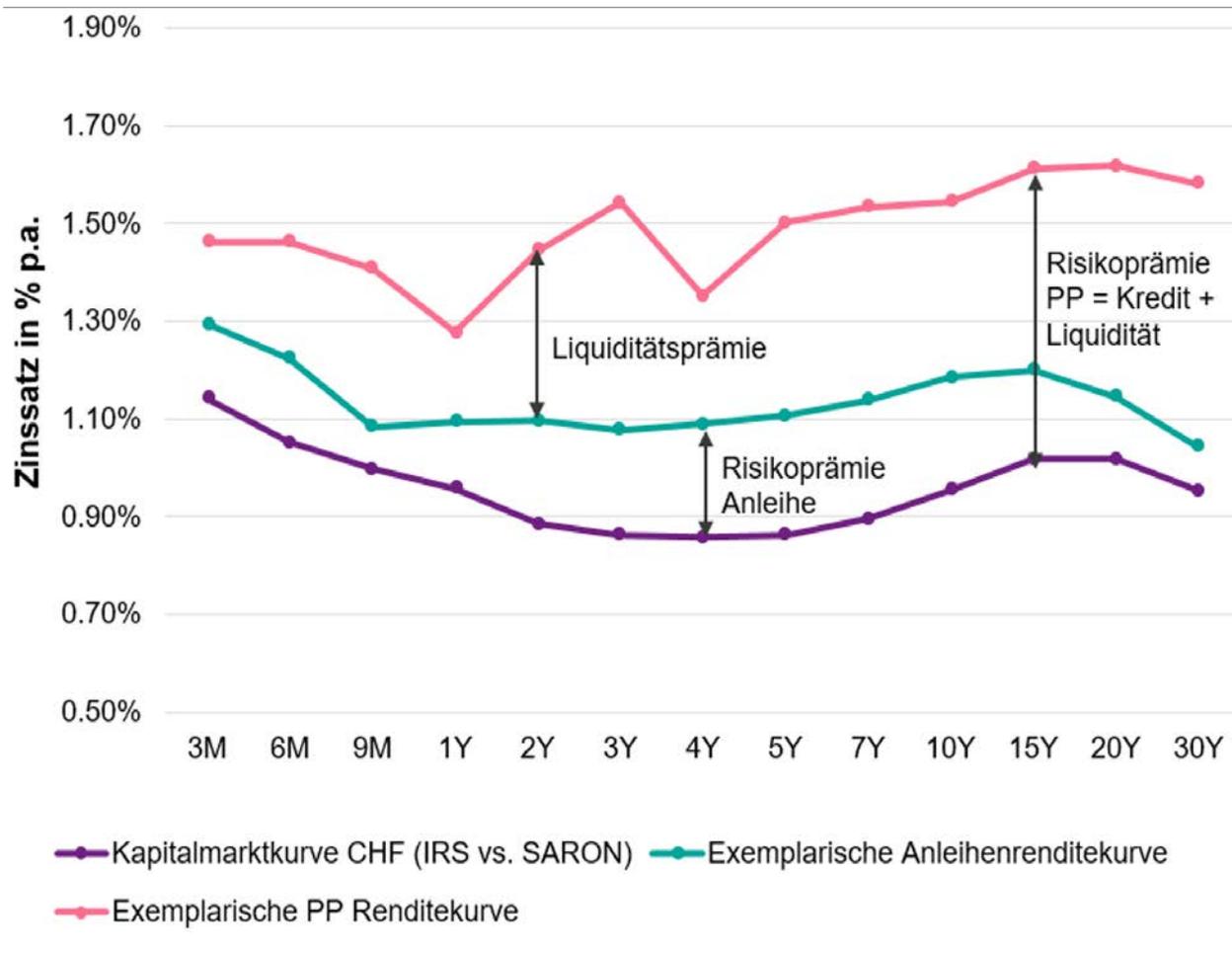


Abbildung 135: Exemplarische Darstellung der Methodologie (Quelle: Bank Vontobel AG)

### 6.6.2 Öffentliche Anleiheobligationen

Der erste Schwerpunkt konzentriert sich auf die Untersuchung der Risikoprämien für SNB-repofähige Effekten, d.h. L1- und L2a- Vermögenswerte, die aufgrund regulatorischer Liquiditätsanforderungen und Eigenmittel Anrechenbarkeit besonders relevant für Banken und Versicherungen sind. Abbildung 136 zeigt die Risikoprämien in Basispunkten des SNB GC Baskets gegenüber der SARON Kapitalmarktkurve. Die stärkste Liquidität im CHF-Kapitalmarkt weisen die Eidgenossen auf, widerspiegelnd in einer negativen Risikoprämie. Die starke institutionelle Nachfrage (ALM) bei längeren Eidgenossen durch Versicherungen und Pensionskassen führt zu der stark fallenden Risikoprämie. Die SNB Bills liegen nahe an der Kapitalmarktkurve, zurückführend auf die Soft-Floor-Mechanik der Schweizerischen Nationalbank. Wie erwartbar sind die Risikoprämien für L1 kleiner als für L2a. Ausländische CHF-Emissionen weisen höhere Prämien auf als inländische Emissionen. Insgesamt sind die Risikoprämien relativ flach.

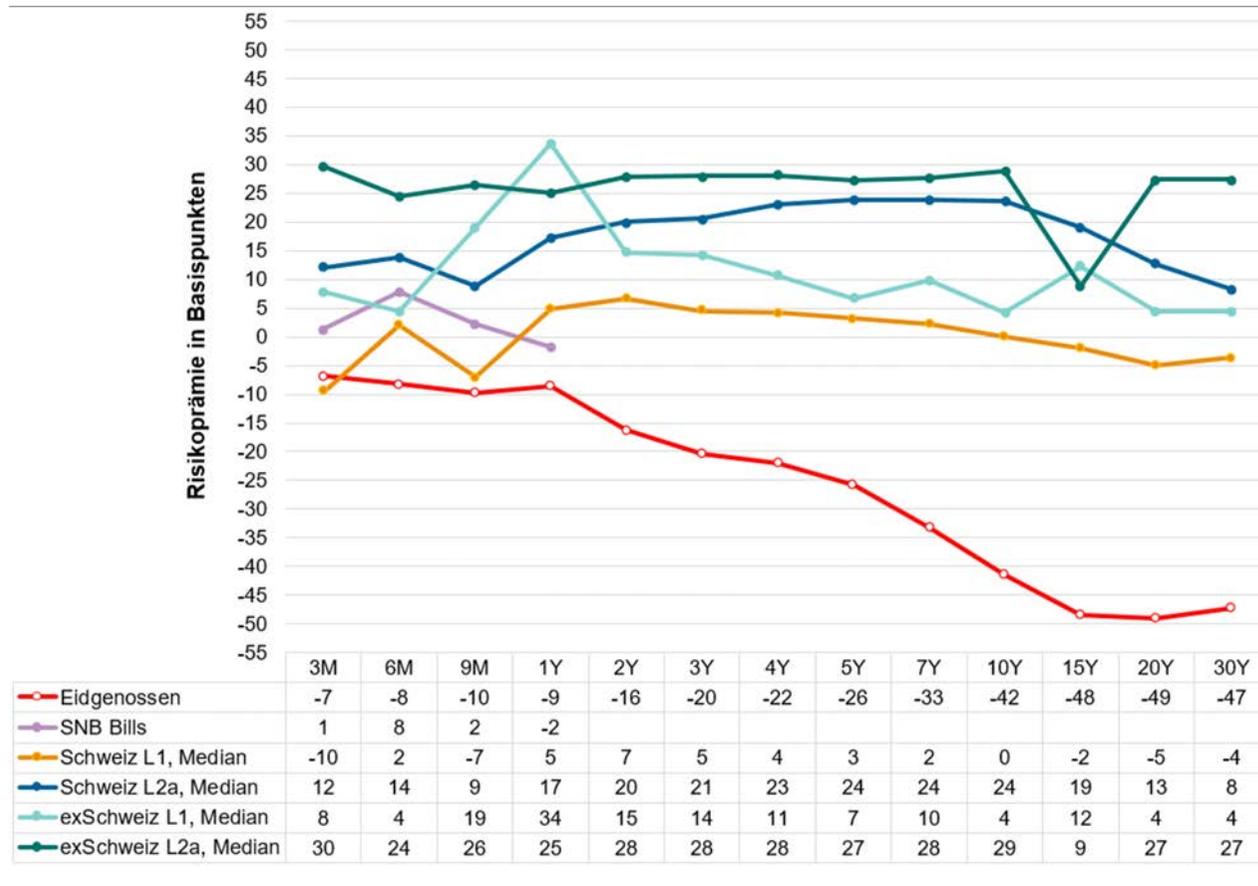


Abbildung 136: Risikoprämien SNB GC Basket / HQLA vs. Kapitalmarktkurve (Quellen: Bank Vontobel AG, Bloomberg LP, SNB)

Tabelle 17 zeigt die Risikoprämien für Kantone, Städte, Pfandbriefbank und Pfandbriefzentrale, die derzeit die attraktivste Risikoprämie des Repobaskets aufweisen. Die Anleihen Risikoprämien für Kantonalbanken liegen aktuell für 1 Jahr zwischen 14 und 29 (Median 25), für 5 Jahre zwischen 25 und 45 (Median 32), sowie für 20 Jahre zwischen 16 und 35 (Median 19). Bei Banken liegen die Risikoprämien für 5 Jahre zwischen 39 und 88 (Median 81). Im Immobiliensegment handelt die Emissionszentrale für gemeinnützige Wohnbauträger EGW nahe an der Kapitalmarktkurve mit Risikoprämien von -7 bis 12. Die meisten Anleihen börsennotierter Immobiliengesellschaften handeln im Korridor von 40 bis 70.

	3M	6M	9M	1Y	2Y	3Y	4Y	5Y	7Y	10Y	15Y	20Y	30Y
Kantone, Min L1	-11	8	-1	-11	-1	-3	0	-4	-2	-5	-5	-7	-6
Kantone, Median L1	10	9	7	5	7	5	4	5	5	1	2	-3	-3
Kantone, Max L1	15	13	13	12	10	11	11	10	7	6	6	3	5
Städte, Min L2a	11	4	8	7	12	6	4	7	4	2	0	-2	-16
Städte, Median L2a	12	17	13	13	12	12	14	12	6	3	2	0	7
Städte, Max L2a	12	20	18	19	12	17	20	16	11	17	10	18	11
Pfandbriefbank (L2a)	1	13	5	13	19	24	25	24	25	25	20	14	11
Pfandbriefzentrale	16	4	17	18	21	23	23	24	25	25	19	14	14

Tabelle 17: Risikoprämien Pfandbriefe und Kantone (L1) & Städte (L2a) (Quellen: Bank Vontobel AG, Bloomberg LP, SNB)

### 6.6.3 Alpha durch Zugang zum Privatmarkt

Öffentliche Anleihenemissionen qualifizieren sich typischerweise ab einem Volumen von CHF 100 Millionen für den Swiss Bond Index (vorausgesetzt, es handelt sich um Investment Grade) und erweisen sich ab einer Laufzeit von mindestens zwei Jahren als sinnvoll. Mini-Bonds können bereits ab einem Volumen von CHF 50 Millionen<sup>32</sup> emittiert werden.

Im Privatmarkt hingegen finden sich Emittenten, die aus verschiedenen Gründen privat bleiben möchten. Dazu gehören unter anderem der Wunsch nach einem rein institutionellen Publikum, geringere Publizitätsanforderungen, der Verzicht auf einen Prospekt, Kontrollmöglichkeiten sowie steuerliche Vorteile wie die Vermeidung von Verrechnungssteuer und Umsatzabgabe (bei Einhaltung der 10/20-Regel). Zudem sind Emittenten in diesem Marktsegment zu finden, die ein geringeres Volumen als CHF 100 Millionen emittieren, kürzere Laufzeiten bevorzugen oder eine schnelle Markteinführung mit vielen technischen Annehmlichkeiten analog zu Anleihen wünschen, wie etwa eine CH ISIN, Depotfähigkeit, Standardisierung, Bewertung und Sekundärmarkt.

Zu den Emittenten, die diese Kriterien erfüllen, zählen beispielsweise Kantone, Städte, Gemeinden, staatsnahe Unternehmen, Unternehmen, Fonds, Finanzinstitute und Immobiliengesellschaften. Öffentlich-rechtliche Körperschaften (Kantone, Städte, Gemeinden) sind gemäss der Schweizer Rating-

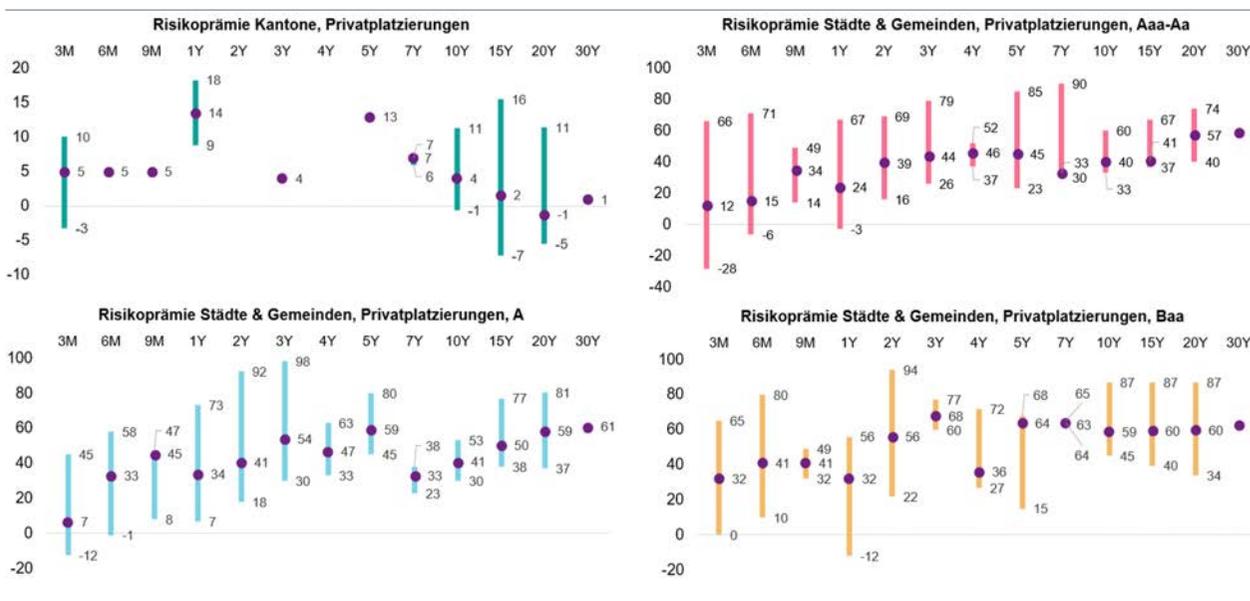


Abbildung 137: Risikoprämien PPs: Kantone, Städte & Gemeinden je Rating (Quelle: Bank Vontobel AG)

agentur fedafin AG zu 25 % Aaa, zu 50 % Aa, zu 20 % A und zu 5 % Baa.

<sup>32</sup>Gemäss Reglement wären bereits CHF 20 Millionen möglich, jedoch in der Praxis ist eine solche Begebung unüblich.

Im öffentlichen Anleihenmarkt, in dem alle Investoren auf das gleiche systematische Risiko (Beta) abzielen, stellt die Generierung von Alpha, also die Erzielung einer überdurchschnittlichen Rendite, eine Herausforderung dar. Theoretisch bietet der Privatmarkt aufgrund des Zugangs zu neuen Emittenten bessere Möglichkeiten zur Generierung von Alpha. Dieser theoretische Ansatz findet seine empirische Bestätigung in den Abbildungen 137 und 138, die die Risiko- bzw. Liquiditätsprämien für Kantone sowie Städte und Gemeinden der Ratingklassen Aaa-Aa, A und Baa darstellen. Die Ergebnisse unterstreichen die potenziellen Vorteile des Privatmarktes hinsichtlich der Generierung einer Überrendite.

Die Risikoprämien für Kantone, Städte und Gemeinden zeigen eine klare Hierarchie in Bezug auf die Ratingklassen: Kantone weisen die niedrigsten Risikoprämien auf, gefolgt von den Ratingklassen Aaa-Aa, A und schliesslich Baa, die die höchsten Risikoprämien aufweisen (Tabelle 18).

Es ist zu beobachten, dass die Risikoprämien für längere Laufzeiten deutlich ansteigen. Dies deutet darauf hin, dass Investoren kompensiert werden, wenn sie ihre Liquidität nicht unmittelbar benötigen. Diese Beobachtung bietet Möglichkeiten zur Generierung von Alpha gegenüber dem öffentlichen Anleihenmarkt, in dem alle institutionellen Teilnehmer das gleiche systematische Risiko betrachten.

Ein direkter Vergleich zwischen öffentlichen Anleihen und Privatplatzierungen ermöglicht die Identifizierung einer Liquiditätsprämie, die im Wesentlichen als Alpha im Privatmarkt interpretiert werden kann. Diese Liquiditätsprämie ist über alle Laufzeiten hinweg in den Sektoren deutlich sichtbar, die ausschliesslich im Privatmarkt zugänglich sind. Die Risikoprämien zeigen erneut eine klare Hierarchie in Bezug auf die Ratingklassen: Kantone weisen die niedrigsten Prämien auf, gefolgt von den Ratingklassen Aaa-Aa, A und schliesslich Baa mit den höchsten Prämien. Dieses breitere Universum bietet interessante Möglichkeiten für Diversifikation und Rendite-Risiko-Optimierung.

	3M	6M	9M	1Y	2Y	3Y	4Y	5Y	7Y	10Y	15Y	20Y	30Y
Kantone, PP, Median	5	5	5	14		4		13	7	4	2	-1	1
Städte & Gemeinden, PP, Aaa-Aa, Median	12	15	34	24	39	44	46	45	33	40	41	57	59
Städte & Gemeinden, PP, A, Median	7	33	45	34	41	54	47	59	33	41	50	59	61
Städte & Gemeinden, PP, Baa, Median	32	41	41	32	56	68	36	64	64	59	60	60	63

Tabelle 18: Risikoprämien Kantone, Städte & Gemeinden, Privatplatzierungen, 2019-2024 (Quelle: Bank Vontobel AG)

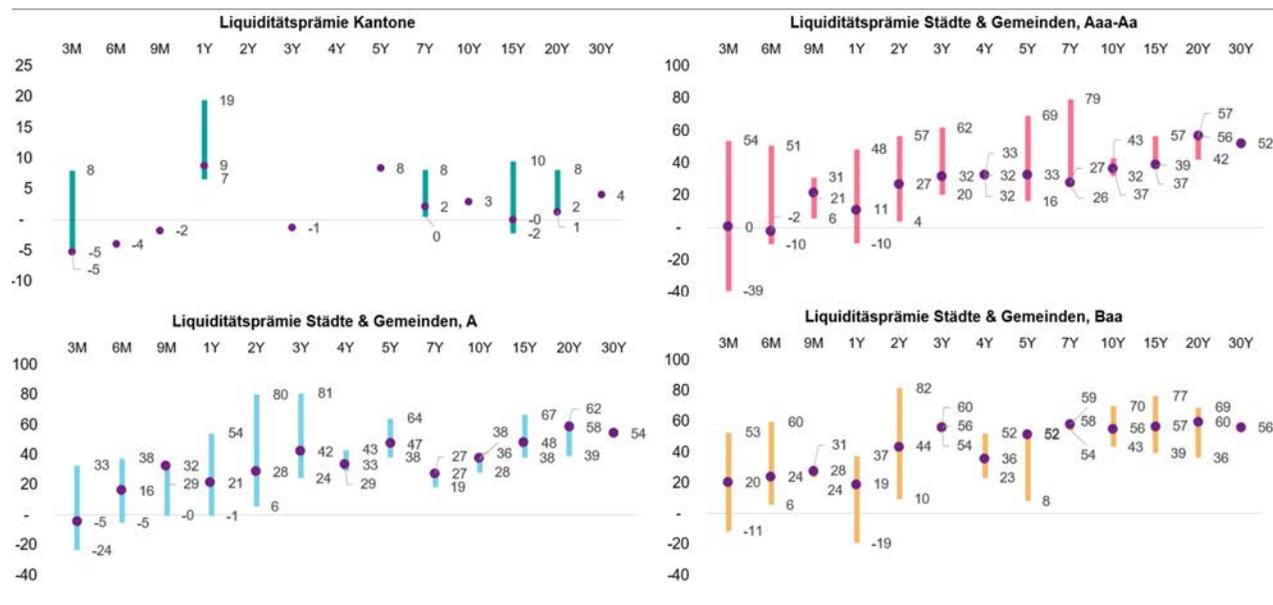


Abbildung 138: Liquiditätsprämien PPs: Kantone, Städte & Gemeinden je Rating (Quelle: Bank Vontobel AG)

Im Segment der öffentlich-rechtlichen Körperschaften sind verschiedene Kriterien von Bedeutung, darunter das Rating, die Einwohnerzahl als Indikator für die Grösse und der Typ der Gemeinde. Dabei sind politische Gemeinden mit Steuerhoheit überwiegend vertreten. Weitere Gemeindetypen, wie Volk-, Primär-, Sekundärschulgemeinden, Burgergemeinden, Kirchen- und Bezirke, führen zu noch höheren Prämien, obwohl diese nicht im Rahmen dieser Studie dargestellt werden.

Im staatsnahen Bereich sind deutlich höhere Risiko- bzw. Liquiditätsprämien zu beobachten. Dies betrifft insbesondere Sektoren wie Energie, einschließlich Kraftwerke, Fernwärme und Kehrlichtverbrennungsanlagen, Transport, Gesundheit und Infrastruktur, einschließlich Abwasserreinigungsanlagen und Polizeischulen.

Typische Charakteristika dieser Emittenten sind ein Aktienariat, das aus Bund, Kantonen, Städten und Gemeinden besteht, sowie explizite oder implizite Garantien und Abnahmeverträge. Die Prämien sind in der Regel höher als bei Städten und Gemeinden. Dabei sind die Risikoprämien bei expliziten Garantien in der Regel geringer als bei impliziten Garantien. Eine Bundesbürgschaft führt zu geringeren Prämien als eine Kantonsgarantie, die wiederum zu geringeren Prämien als eine Gemeindegarantie führt.

Es besteht das Potenzial für eine erhöhte Zusatzrendite verglichen zur Benchmark, insbesondere in zyklischen Marktlagen. Dabei ist eine Unterscheidung zwischen Liquiditätsstress und strukturellen Faktoren von Bedeutung.

Die folgenden drei kurzen Fallstudien illustrieren die Dynamik und Reaktionen des Privatplatzierungsmarktes auf verschiedene Krisensituationen:

1. COVID-Krise März 2020: Der starke Liquiditätsstress, ausgelöst durch die COVID-19-Pandemie, brachte Neuemissionen am öffentlichen Anleihenmarkt zum Erliegen. Privatplatzierungen erwiesen sich als rasche Handlungsalternative, mit kurzfristigen Prämienaufschlägen von bis zu 80 Basispunkten über dem normalen Niveau für öffentlich-rechtliche Körperschaften mit sehr guter Bonität. Es folgte eine schnelle und starke V-förmige Erholung.

2. Energiekrise August 2022: Der Krieg in der Ukraine und der steile Anstieg der Strompreise auf ein noch nie gesehenes Niveau im August 2022 führten zu erhöhten Marginanfor-

derungen aufgrund von Strom-Terminverkäufen. Die kurzfristigen Markt-Risikoprämien stiegen von etwa 40-45 Basispunkten auf über 100-160 Basispunkten für systemrelevante Stromerzeuger. Auch hier folgte eine starke V-förmige Erholung und ein Rückgang der Risikoprämien auf das Vorkrisenniveau innerhalb weniger Monate.

3. Spitalkrise April 2024 bis heute: Die Krise wurde ausgelöst durch die nicht gegebene Unterstützung des Kantons Zürich für das Spital Wetzikon (angenommene implizite Garantie durch Gemeinden), das sich in Nachlassstundung befindet. Die Refinanzierung der im Juni 2024 fälligen öffentlichen Anleihe war nicht möglich. Bestimmte Regionalspitäler ohne explizite Garantie verzeichneten im Sekundärmarkt Risikoprämien im Bereich von 53 bis 1257 Basispunkten für ihre öffentlichen Anleihen. Im Gegensatz dazu lagen die Risikoprämien für Zentrums- oder Spitäler mit expliziter Garantie bei Anleihen zwischen 25 und 33 Basispunkten zusätzlicher Neuemissionsprämie, mit Risikoprämien bei etwa 80 Basispunkten. Am privaten Markt boten sich für diese Kategorie Chancen mit Risikoprämien im kurzfristigen Bereich von 45 bis 98 Basispunkten.

Im Bereich der Privatmarkt-Immobilienfinanzierungen lassen sich verschiedene Segmente unterscheiden:

- FINMA-regulierte Immobilienfonds mit einem Rating von Aaa-Aa und einer langfristigen maximalen Loan-to-Value (LTV) von 33 % weisen PP Risikoprämien im Geldmarkt von 30 bis 75 auf, mit einem Median von 36. Die niedrigeren Prämien sind typischerweise bei Fonds zu finden, die sich auf Renditeeigenschaften konzentrieren, während Fonds mit einem Anteil an Gewerbeimmobilien höhere Risikoprämien erzielen können.
- Börsennotierte Immobiliengesellschaften, die Privatplatzierungen durchführen, handeln mit Risikoprämien im Geldmarkt von 32 bis 50, mit einem Median von 35.
- Eine neue Innovation am Hypothekemarkt ist die Nutzung von Privatplatzierungen und der Einsatz der federführenden Bank als Sicherheitentrehänder für hypothekarisch besicherte Immobilienfinanzierungen. Hier variieren die Risikoprämien je nach Art der Immobilie und dem LTV:

- Renditeeigenschaften mit niedrigem LTV: 50-121, Median 69
- (Gemischt) Renditeeigenschaften mit hohem LTV: 72-384, Median 106
- Bodenfinanzierung mit niedrigem LTV für Projektentwicklung (Bridge): 116-279, Median 141
- Zweitranghypotheken: ab >400 Basispunkte

#### 6.6.4 Würdigung und Ausblick

Die Gegenüberstellung von Anleihen und Privatplatzierungen ermöglichte die Identifizierung einer Liquiditätsprämie über die Bandbreite der verschiedenen Sektoren hinweg. Diese Prämie kann im Wesentlichen als Alpha im Privatmarkt interpretiert werden. Die Digitalisierung trägt dazu bei, die Effizienz zu steigern und eine Win-Win-Situation für beide Seiten zu schaffen. Der bilaterale Privatmarkt wird durch Privatplatzierungen zugänglicher und investierbarer.

Für Treasurer eröffnen sich zahlreiche Strategien. Eine davon ist die Liquiditätsoptimierung hinsichtlich Rendite und Risiko für Treasurer, die in USD oder EUR denken: Der Tausch von USD bzw. EUR in CHF und die Anlage in CHF-Privatplatzierungen. Ein heute abgeschlossenes FX-Forward-Geschäft ermöglicht den Tausch der CHF zurück in USD bzw. EUR am Fälligkeitstag der Privatplatzierung. Derzeit sind absolute Renditen von über 5,5 % im USD oder 4,0 % für 3 bis 6 Monate im EUR für Schweizer öffentlich-rechtliche Körperschaftsrisiko möglich. Angesichts einer Gesamtstaatsverschuldung der Schweiz von 40 % des BIP erscheint dies strukturell sicherer als US-Treasuries bei einer Gesamtstaatsverschuldung der USA von 120 %.

Es wurde festgestellt, dass die steigende Sekundärmarktfähigkeit von Privatplatzierungen zu einer höheren Liquidität führt, ohne dass eine signifikante Reduzierung der Risikoprämien beobachtet werden kann. Allerdings ist zu beachten, dass der Markt für Privatplatzierungen noch in den Anfängen steckt und die Möglichkeiten, die er bietet, vielen institutionellen Kapitalgebern noch nicht ausreichend bekannt sind. Insbesondere hält sich der Mythos, dass eine tägliche Nettoinventarwert-Berechnung (NAV) nicht möglich sei, hartnäckig unter den Fondleitungen. Es wird erwartet, dass der Markt für Privatplatzierungen weiterwächst, sowie dass Marktteilnehmer auf beiden Seiten - sowohl Emittenten als auch Investoren - die sich damit beschäftigen, Vorteile für sich erarbeiten können.

### Quellen

Dieser Text basiert auf den folgenden Quellen:

- IMF (2024) [https://www.imf.org/external/datamapper/GG\\_DEBT\\_GDP@GDD/GBR/AUT/FRA/DEU/USA/ITA/JPN/CHE](https://www.imf.org/external/datamapper/GG_DEBT_GDP@GDD/GBR/AUT/FRA/DEU/USA/ITA/JPN/CHE)
- Schweizerische Eidgenossenschaft (2008). Praxis der Kontrollstelle für die Bekämpfung der Geldwäscherei zu Art. 2 Abs. 3 GwG. Der Geltungsbereich des Geldwäschereigesetzes im Nichtbankensektor. [https://www.finma.ch/FinmaArchiv/gwg/d/dokumentationen/publikationen/gwg\\_auslegung/pdf/59402.pdf](https://www.finma.ch/FinmaArchiv/gwg/d/dokumentationen/publikationen/gwg_auslegung/pdf/59402.pdf)
- Schweizerische Eidgenossenschaft (2024). Fedlex. 955.0 Bundesgesetz über die Bekämpfung der Geldwäscherei und der Terrorismusfinanzierung. 955.01 Verordnung. <https://www.fedlex.admin.ch/eli/cc/2015/791/de>
- Schweizerische Eidgenossenschaft (2024). Der Bundesrat bestätigt Umsetzung des finalen Basel III Standards per 1. Januar 2025. <https://www.admin.ch/gov/de/start/dokumentation/medienmitteilungen.msg-id-101616.html>
- Schweizerische Nationalbank (2022). Rückkehr zu positiven Zinsen: Warum «Reserve Tiering»? Geldmarkt-Apéro. [https://www.snb.ch/de/publications/communication/speeches/2022/ref\\_20221117\\_amrtmo](https://www.snb.ch/de/publications/communication/speeches/2022/ref_20221117_amrtmo)
- Schweizerische Nationalbank (2024). SNB-repofähige Effekten. <https://www.snb.ch/de/the-snb/mandates-goals/monetary-policy/implementation/repo-payments-transactions#reposeffekten>
- SIX Group AG (2024). Anleihen. <https://www.six-group.com/de/market-data/bonds.html>

### Disclaimer

*Diese Publikation entspricht Marketingmaterial gemäss Art. 68 des Bundesgesetzes über die Finanzdienstleistungen (FIDLEG) und dient ausschliesslich zu Informationszwecken, stellt keine Anlageempfehlung oder Anlageberatung dar und beinhaltet weder eine Offerte noch eine Einladung zur Offertstellung. Sie ersetzt nicht die vor jeder Kaufentscheidung notwendige qualifizierte Beratung, insbesondere auch bezüglich aller damit verbundenen Risiken. Weitere Unterlagen zu den genannten Finanzprodukten sowie die jeweilige rechtlich massgebliche Produktdokumentation sowie die Informationsbroschüre "Risiken im Handel mit Finanzinstrumenten" stellen wir Ihnen jederzeit gerne kostenlos zur Verfügung. Investitionen in Anleihen oder Privatplatzierungen unterliegen dem Ausfallrisiko des Emittenten und weiteren spezifischen Risiken, wobei ein möglicher Verlust auf den bezahlten Kaufpreis bzw. die Investition beschränkt ist. Vor der Investition in Anleihen oder Privatplatzierungen sollten Investoren die Produktdokumentation lesen, ausserdem empfiehlt sich eine fachkundige Beratung.*

*Die in dieser Publikation dargestellten Szenarien geben keinen Aufschluss über die reale Entwicklung des Basiswerts und dienen lediglich als Anschauungsbeispiele und sind nicht das Ergebnis einer Finanzanalyse. In dieser Information sind Angaben enthalten, die sich auf die Vergangenheit und oder auf eine simulierte früherer Wertentwicklung beziehen. Die frühere Wertentwicklung ist kein verlässlicher Indikator für künftige Ergebnisse. In dieser Information sind ebenfalls Angaben enthalten, die sich auf künftige Wertentwicklung beziehen. Derartige Prognosen sind kein verlässlicher Indikator für die künftige Wertentwicklung.*

*Diese Publikation darf ohne schriftliche Genehmigung Vontobels weder auszugsweise noch vollständig vervielfältigt werden. Diese Publikation und die darin dargestellten Finanzprodukte sind nicht für Personen bestimmt, die einem Gerichtsstand unterstehen, der den Vertrieb der Finanzprodukte oder die Verbreitung dieser Publikation bzw. der darin enthaltenen Informationen einschränkt oder untersagt. Alle Angaben in dieser Publikation erfolgen ohne Gewähr.*

## 6.7. KI-gesteuertes Treasury: Transformation des Cashflow Forecasting mit ChatGPT



Dr. Jürgen Wolff,  
Founder & CEO, A352 SARL

Im sich schnell entwickelnden Finanzsektor ist künstliche Intelligenz (KI) bereit, das Cash-Managements in der Treasury stark zu verändern. Dieser Artikel untersucht das transformative Potenzial von ChatGPT bei der Optimierung des Cash-Managements für Treasury-Experten. KI kann Echtzeitdaten analysieren, Cashflow-Prognosen verbessern und aufschlussreiche finanzielle Empfehlungen geben. So kann ChatGPT die Entscheidungsfindung unterstützen, die Effizienz steigern und Risiken im Zusammenhang mit dem Cash-Management verringern. Die Vorteile der Integration von KI in Treasury-Operationen sind zweifach: Einerseits werden Routineaufgaben automatisiert, andererseits ermöglicht es den Treasury-Teams, sich auf strategische Initiativen zu konzentrieren. Aus diesem Grund hat ChatGPT das Potenzial, die finanzielle Stabilität zu verbessern und das Wachstum von Unternehmen zu fördern, die es in ihre Prozesse integrieren.

### 6.7.1 Status Quo – KI-Nutzung im Unternehmen

In dieser Einführung werden zunächst die neuesten Forschungsergebnisse zu den Effizienzgewinnen durch den Einsatz von Künstlicher Intelligenz (KI) in einem professionellen Umfeld aufgezeigt. Im nächsten Schritt erläutern wir, wie aussa-

<sup>33</sup>Vgl. Dell'Acqua, F., Seite 2

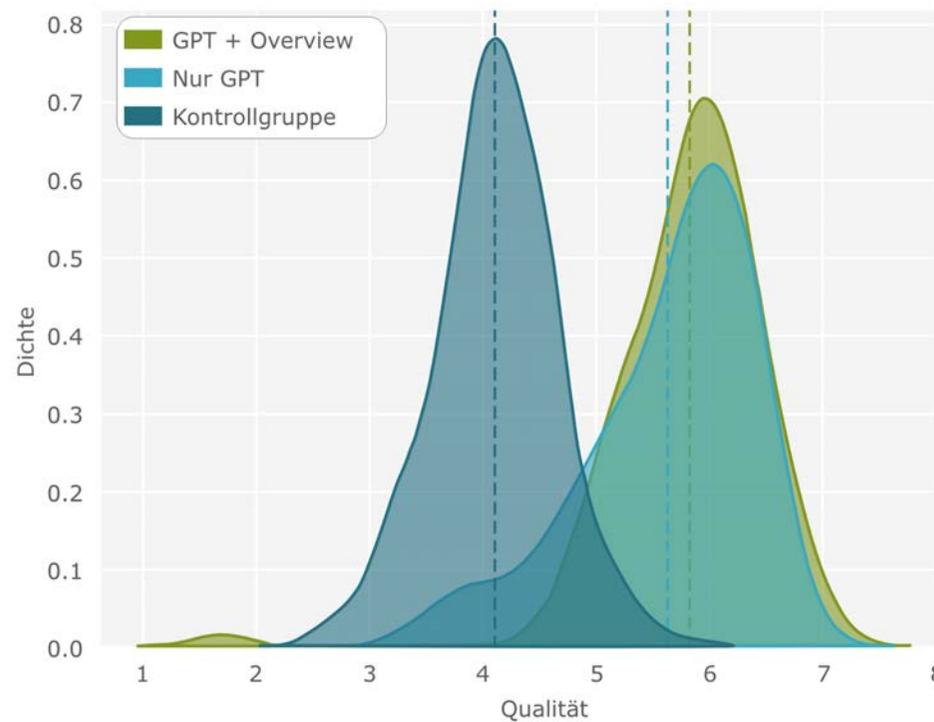


Abbildung 139: Performance Distribution (Quelle: Dell'Acqua, F., Workingpaper HBS)

gekräftigt die Ergebnisse der zitierten Harvard-Studie für die Finanzabteilung von Unternehmen sind. Anschließend werden kritische Stimmen zu den Auswirkungen von KI auf die Wirtschaft skizziert um abschließend die Vorteile, die KI im Detail für die Treasury-Abteilung bietet, aufzuzeigen.

In einer aktuellen Studie von Harvard wurden die möglichen Effizienzgewinne in einem wissensbasierten Kontext analysiert.<sup>33</sup> Die Studie konzentrierte sich auf die Auswirkungen von KI-Technologie auf die Produktivität und Qualität der Arbeitsergebnisse von Wissensarbeitern, dies sind z.B. Mitarbeit-

er in einer Treasury Abteilung. Die Aufgaben, die im Zuge der Studie analysiert wurden, waren realistische, komplexe und wissensintensive Aufgabenstellungen, die von den Teilnehmern der Studie gelöst werden mussten (im vorliegenden Fall hat es sich um Unternehmensberater gehandelt). Das Ergebnis zeigt, dass Mitarbeiter, die KI nutzten, signifikant produktiver waren (sie erledigten im Durchschnitt 12,2% mehr Aufgaben und schlossen Aufgaben 25,1% schneller ab) und erzielten deutlich hochwertigere Arbeitsergebnisse (mehr als 40% höhere Quali-

tät im Vergleich zu einer Kontrollgruppe). Diese Ergebnisse sind in Abbildung 139 dargestellt. Es zeigt sich deutlich, dass die KI unterstützen Mitarbeiter eine deutlich bessere Performance erzielt haben als die Mitarbeiter der Kontrollgruppe, die nicht über die KI-Technologie verfügt haben.

Zusätzlich sollen an dieser Stelle die Ergebnisse einer Studie von Goldman Sachs präsentiert werden, die sich mit der aktuellen Nutzung von KI in verschiedenen Industrien sowie dem allgemeinen Einsatzgrad von KI-Technologien beschäftigt.<sup>34</sup> Abbildung 140 verdeutlicht, dass der Einsatz von KI je nach Branche stark variiert. Dies ist jedoch nicht der zentrale Punkt, auf den hier eingegangen werden soll. Aus unserer Sicht ist entscheidend, dass derzeit weniger als 10 % der Unternehmen KI überhaupt in ihrem täglichen Geschäft einsetzen – in manchen Industrien sind es sogar noch weniger. Auch die prognostizierte zukünftige Entwicklung deutet auf keinen signifikanten Anstieg der KI-Nutzung hin. Leider fehlen detaillierte Daten darüber, in welchen Abteilungen KI hauptsächlich zum Einsatz kommt, was es schwierig macht, den aktuellen Einsatz von KI in Treasury- oder Finanzabteilungen einzuschätzen.

Zusammenfassend lassen sich zwei zentrale Aspekte zum Einsatz von KI im Finanzbereich hervorheben. Erstens ist wissenschaftlich nachgewiesen, dass der Einsatz von KI nicht nur zu Effizienzsteigerungen führt, sondern auch die Qualität der Ergebnisse signifikant verbessert. Zweitens ist die Nutzung dieser Technologie in Unternehmen noch nicht sehr weit verbreitet. Dies bedeutet, dass ein Großteil der Unternehmen trotz der nachgewiesenen Vorteile von KI diese Technologien noch nicht im Einsatz hat. Hieraus ergeben sich aus unserer Sicht entscheidende Vorteile für „Early Adopter“ dieser Technologie im Treasury Bereich.

Bevor in den folgenden Abschnitten dieses Artikels spezifische Themen im Detail behandelt werden, möchten wir das Potenzial von KI-Technologien für den Einsatz in Treasury-Abteilungen kurz skizzieren. Unsere Analyse stützt sich dabei auf die Nutzung von ChatGPT, wobei die hier dargestellten Punkte auch auf vergleichbare KI-Modelle übertragbar sind. Wir verwenden ChatGPT, da es ein leistungsfähiges Sprachmodell ist, das zusätzlich über Module zur statistischen Auswer-

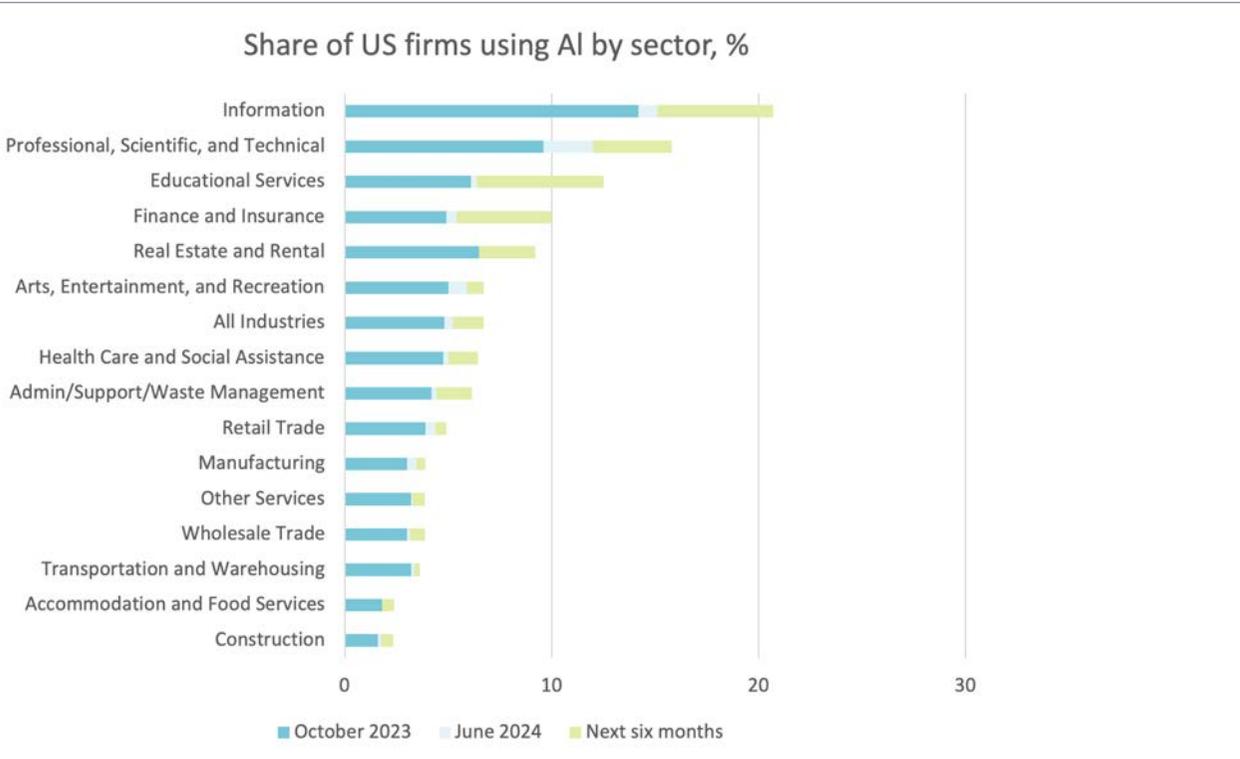


Abbildung 140: Implementierung von KI – Technologie (Quelle: Census Bureau/USA, Goldman Sachs GIR)

tung und grafischen Darstellung verfügt. Im Kontext des Cash-Managements und der Treasury-Operationen für KMUs und mittelständische Unternehmen kann ChatGPT in mehreren zentralen Bereichen erhebliche Vorteile bieten:

**Vorausschauende Analytik (Predictive Analytics):** ChatGPT kann aufgrund der KI-Fähigkeiten historische Finanzdaten analysieren, um zukünftige Trends vorherzusagen, bzw. statische Modelle bauen, die diesen Trend prognostizieren. Diese Analysen können bei der Budgetierung, Prognose und strategischen Planung helfen und sicherstellen, dass Unterneh-

men ihre optimale Cash-Reserven und Liquiditätspositionen besser managen.

**Verbesserte Entscheidungsfindung (Decision-Making):** Durch die Verarbeitung großer Datenmengen und die Generierung von Analysen kann ChatGPT bei der datengetriebenen Entscheidungsfindung unterstützen. Es kann Markttrends analysieren, Cashflows prognostizieren und Risikobewertungen liefern, auf diese Weise können Treasury-Abteilungen ihre Liquidität optimieren und Risiken effektiv steuern.

<sup>34</sup>Vgl. Nathan, A., Seite 7

**Verbesserte Kommunikation (Communication):** ChatGPT kann die Kommunikation innerhalb der Treasury-Abteilung und im gesamten Unternehmen verbessern. Es kann standardisierte Berichte erstellen, E-Mails verfassen und bei der Erstellung von Präsentationen unterstützen. Darüber hinaus kann es in Chatbots integriert werden, um Nutzern in Echtzeit Unterstützung und Informationen zur Verfügung zu stellen.

**Automatisierung von Routineaufgaben (Automation):** ChatGPT kann repetitive Aufgaben wie Dateneingabe, Berichtserstellung und routinemäßige Finanzanalysen automatisieren. Dies reduziert die Arbeitsbelastung des Treasury-Personals, sodass sie sich auf strategischere Aktivitäten konzentrieren können.

### 6.7.2 ChatGPTs Anwendungen im Treasury

Wir haben bereits Anwendungen im Live-Betrieb, bei denen ChatGPT im Hintergrund Module ausführt und standardisierte Analysen entweder durch individuell programmierte GPTs – auch Custom GPTs<sup>35</sup> genannt – oder über das API von ChatGPT direkt angesprochen werden. Besonders positive Erfahrungen haben wir dabei im Bereich des Cashflow-Forecasting gesammelt. Auf diese Erfahrungen werden wir im Folgenden ausführlich eingehen. Zur Vervollständigung gehen am Ende des Absatzes kurz auf die anderen Anwendungsfälle von ChatGPT im Treasury Bereich ein.

#### I. Cashflow Forecasting

Genauere Cashflow-Prognosen sind ein Grundpfeiler eines effektiven Treasury-Managements. ChatGPT kann die Präzision und Effizienz von Cashflow-Vorhersagen verbessern, indem es maschinelle Lernalgorithmen (die o.g. GPTs) und die Analyse historischer Daten integriert. Traditionelle Prognosemethoden erzeugen Modelle, die die dynamische Natur von Finanzoperationen und der jeweiligen Unternehmensentwicklung möglicherweise nicht vollständig erfassen können.

ChatGPT hingegen kann kontinuierlich aus vergangenen Daten lernen und seine Modelle anpassen, um zukünftige

Cashflows besser vorherzusagen, auch wenn sich die Situation des Unternehmens verändert. Diese Fähigkeit ermöglicht präzisere und zeitgerechte Prognosen, die entscheidend sind, um optimale Liquiditätsniveaus zu halten und sicherzustellen, dass die Organisation ihre finanziellen Verpflichtungen erfüllen kann. Darüber hinaus kann ChatGPT Szenarioanalysen bereitstellen, die Treasury-Managern Einblicke geben, wie verschiedene Variablen den Cashflow beeinflussen könnten. Dieser proaktive Ansatz in der Prognose unterstützt eine bessere Vorbereitung auf zukünftige Veränderungen und ermöglicht eine strategische Planung. Letztendlich lässt sich auf diese Weise das Risiko von Liquiditätsengpässen oder -überschüssen reduzieren.<sup>36</sup>

#### Erweiterte prädiktive Analytik

Traditionelle Cashflow-Prognosemodelle nutzen oft historische Daten und einfache statistische Methoden, um zukünftige Cashflows vorherzusagen, weiterhin finden diese Analysen teilweise auch noch manuell statt. Während diese Modelle eine allgemeine Vorstellung vom erwarteten Cashflow vermitteln können, erfassen sie möglicherweise nicht vollständig die Komplexitäten und Dynamiken der finanziellen Abläufe einer Organisation. Insbesondere zeigen sich die alten Modelle nicht in der Lage kurzfristige Änderungen innerhalb oder außerhalb des jeweiligen Unternehmens abzubilden. ChatGPT hingegen nutzt fortschrittliche maschinelle Lernalgorithmen, um historische Daten zu analysieren und Muster sowie Trends zu identifizieren, die nicht sofort ersichtlich sind. Diese Analyse geht komplett automatisiert vonstatten und bedarf keines manuellen Eingreifens.

ChatGPT kann aus vergangenen Daten lernen und seine Vorhersagemodelle kontinuierlich verfeinern, um die Genauigkeit im Laufe der Zeit zu verbessern. Beispielsweise kann es Saisonalität im Verkauf, das Zahlungsverhalten von Kunden und den Einfluss wirtschaftlicher Indikatoren auf den Cashflow analysieren. Durch die Einbeziehung dieser Faktoren in seine Prognosen bietet ChatGPT eine nuancierte und genauere Vorhersage zukünftiger Cashflows. Diese Technologie ermöglicht es Treasury-Managern, fundiertere Entscheidungen in Bezug auf

Liquiditätsmanagement, Investitionsmöglichkeiten und Risikominderung zu treffen.

#### Szenarioanalyse und Stresstests

Eine weitere leistungsstarke Funktion von ChatGPT in der Cashflow-Prognose ist die Fähigkeit, Szenarioanalysen und Stresstests durchzuführen. Treasury-Manager müssen häufig bewerten, wie verschiedene Variablen und potenzielle Ereignisse den Cashflow beeinflussen könnten. ChatGPT kann verschiedene Szenarien simulieren, wie z.B. Änderungen der Zinssätze, Verschiebungen der Marktbedingungen oder Schwankungen der Wechselkurse, um deren potenzielle Auswirkungen auf den Cashflow zu bewerten. Die Geschwindigkeit der Analyse oder der Anpassung des Modells, der Grad an Automatisierung, die Zuverlässigkeit der Prognosen und die Anpassungsfähigkeit sind die besonderen Stärken der jeweiligen Modelle, die mit Hilfe von KI erstellt werden.

Durch die Generierung mehrerer Szenarien und das Durchführen von Stresstests für die Cashflow-Prognose hilft ChatGPT Treasury-Managern, das Spektrum möglicher Ergebnisse zu verstehen und sich auf verschiedene Eventualitäten vorzubereiten. Dieser proaktive Ansatz in der Prognose ermöglicht ein besseres Risikomanagement und eine strategische Planung, sodass die Organisation auch unter widrigen Bedingungen ihre finanzielle Stabilität bewahren kann.

## II. Empfehlungen und Entscheidungsunterstützung

Eine der fortschrittlichsten Anwendungen von ChatGPT im Treasury-Bereich ist seine Fähigkeit, finanzielle Empfehlungen zu geben und bei Entscheidungsprozessen zu unterstützen. Durch die Analyse historischer Daten, aktueller Marktbedingungen und prädiktiver Analysen kann ChatGPT Treasury-Managern umsetzbare Erkenntnisse bieten. Beispielsweise kann es optimale Zeitpunkte für die Durchführung von Devisentransaktionen empfehlen, Investitionsmöglichkeiten aufzeigen oder Ratschläge zu Schuldenmanagementstrategien geben.

Dank seiner Fähigkeiten zur Verarbeitung natürlicher Sprache ist ChatGPT zudem in der Lage, komplexe Finanzdaten

<sup>35</sup>Bei speziellen von ChatGPT unterstützten Unternehmenslösungen, werden für den jeweiligen Fall entwickelte Erweiterungen von ChatGPT auch als Custom Bots oder Custom Skills bezeichnet (eng. "Customer GPTs"), diese sind speziell auf die Bedürfnisse oder Anforderungen eines bestimmten Kunden zugeschnitten.

<sup>36</sup>Vgl. Masquelier, F., Seite 2

zu interpretieren und zusammenzufassen, was es Treasury-Managern erleichtert, diese zu verstehen und entsprechend zu handeln. Darüber hinaus kann ChatGPT verschiedene Finanzszenarien und deren potenzielle Ergebnisse simulieren, sodass Manager die Risiken und Vorteile unterschiedlicher Strategien vor deren Umsetzung bewerten können. Diese Unterstützung bei Entscheidungsprozessen stellt sicher, dass die Treasury-Aktivitäten nicht nur effizient, sondern auch strategisch auf die finanziellen Ziele der Organisation ausgerichtet sind.

### III. Automatisierung routinemäßiger Aufgaben

Die Automatisierung routinemäßiger Aufgaben ist eine weitere bedeutende Anwendung von ChatGPT im Treasury-Management. Viele Treasury-Funktionen, wie das Abstimmen von Konten, das Verarbeiten von Transaktionen und das Erstellen von Berichten, sind repetitiv und zeitaufwendig. ChatGPT kann diese Prozesse automatisieren, wodurch Treasury-Fachkräfte mehr Zeit für strategischere Tätigkeiten gewinnen. Für diese Themenstellungen eignen sich ebenfalls kundenspezifische GPTs, die einmal aufgesetzt werden, um die spezifischen Herausforderungen des jeweiligen Unternehmens abzubilden und dann im Anschluss selbständig die zukünftigen Analysen voll automatisch durchführt.

Beispielsweise kann ChatGPT so programmiert werden, dass es Bankauszüge automatisch mit internen Aufzeichnungen abgleicht, Unstimmigkeiten identifiziert und sogar Korrekturmaßnahmen vorschlägt. Dies steigert nicht nur die Effizienz, sondern reduziert auch das Risiko menschlicher Fehler. Darüber hinaus kann ChatGPT in Echtzeit Berichte über verschiedene Treasury-Kennzahlen wie Liquiditätspositionen, Schuldenstände und Anlageergebnisse erstellen. Diese automatisierten Berichte gewährleisten, dass Treasury-Manager jederzeit Zugang zu aktuellen Informationen haben, ohne dass eine manuelle Zusammenstellung erforderlich ist.

#### 6.7.3 Zusammenfassung

Die KI-Technologie bietet ein enormes Potenzial, um Prozesse und Analysen durch gezielte Unterstützung oder umfassendere Anwendungen deutlich zu verbessern. Trotz dieser Möglichkeiten ist die Verbreitung von KI-Technologien in Unternehmen

noch begrenzt, und viele Unternehmen zögern, die vorhandenen Chancen zu ergreifen. Das Zögern wird oft begründet mit fehlenden Studien in diesem Bereich sowie die Tatsache, dass praktische Anwendungsbeispiele noch selten sind.

Dennoch ist der Reifegrad der KI-Technologie bereits so weit fortgeschritten, dass signifikante Verbesserungen im operativen Treasury-Bereich möglich sind, auch wenn die Technologie ihr volles Potenzial noch nicht ausgeschöpft hat. Wir sind jedoch fest davon überzeugt, dass es sich bereits jetzt lohnt, sich intensiv mit Anwendungsfällen im Treasury-Bereich auseinanderzusetzen und fortschrittliche Lösungen, wie sie etwa durch ChatGPT unterstützt werden, in den Arbeitsalltag zu integrieren. Letztendlich können aktuelle Probleme, wie das Fehlen von personellen Ressourcen, der große Anzahl an Routinemäßiger Aufgaben im Treasury Bereich und das aufwendige Erstellen von Echtzeit-Modellen mit der Hilfe der aktuell verfügbaren KI-Technologie gelöst werden. Treasury-Abteilungen können mit Hilfe der Integration dieser fortschrittlichen Technologien die Komplexität moderner Finanzumfelder mit größerer Agilität und Präzision bewältigen.

#### Quellen

Dieser Text basiert auf den folgenden Quellen:

- Barousse, L. (2024, March). "ChatGPT for Data Analytics: Full Course" Abgerufen am 15.7.2024 von <https://www.youtube.com/watch?v=uhyMqbZI6rM>
- Dell'Acqua, F., Rajendran, S. et al. (2023). Navigating the Jagged Technological Frontier: Field Experimental Evidence of the Effects of AI on Knowledge Worker Productivity and Quality, Working Paper 24-013, Harvard Business School.
- Masquelier, F. (2024, July). Deutsche Bank AG: Automation should come first, AI will follow. FLOW from DB. <https://flow.db.com/cash-management/automation-should-come-first-ai-will-follow>
- Nathan, A., Grimberg, J., Rhodes, A. (2024, June). Goldman Sachs: GEN AI: too much spend, too little benefit?, Global Macro Research Issue 129 from GS. <https://www.goldmansachs.com/intelligence/pages/gs-research/gen-ai-too-much-spend-too-little-benefit/report.pdf>
- Surach, D. (2024, June). „GPT-4o Changed Data Analysis Forever... (Full Guide)" Abgerufen am 21.7.2024 von <https://www.youtube.com/watch?v=U3UhtGYmfBw>

## Herausgeber



### Prof. Dr. Thomas K. Birrer

Thomas K. Birrer leitet das Competence Center Corporate Finance 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.

**E-Mail:** [thomas.birrer@hslu.ch](mailto:thomas.birrer@hslu.ch)

**Link zum Personenprofil der HSLU**



### Prof. Dr. Philipp Lütolf

Philipp Lütolf 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».

**E-Mail:** [philipp.luetolf@hslu.ch](mailto:philipp.luetolf@hslu.ch)

**Link zum Personenprofil der HSLU**



### Prof. Markus O. Rupp

Markus Rupp verantwortet die Bereiche Aus- und Weiterbildung 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 Hörerätekonzern Neuroth.

**E-Mail:** [markus.rupp@hslu.ch](mailto:markus.rupp@hslu.ch)

**Link zum Personenprofil der HSLU**

## Autorinnen/Autoren



### Andreas Andergassen

Andreas Andergassen ist Senior Consultant bei Schwabe, Ley & Greiner. Nach 11 Jahren in der Südtiroler Raiffeisenwelt hat er an der Wirtschaftsuniversität in Wien internationale Betriebswirtschaft studiert. Im Rahmen seiner Tätigkeit bei Schwabe, Ley und Greiner ist er im Corporate Finance angesiedelt und unterstützt Unternehmen schwerpunktmässig in sämtlichen Finanzierungsbereichen (Unternehmensfinanzierung, Finanzierungsstrategie, Restrukturierung, Financial Modelling, Transferpreismodelle).

**E-Mail:** aa@slg.co.at

**Link zum Personenprofil**



### Prof. Dr. Thomas K. Birrer

Thomas K. Birrer leitet das Competence Center Corporate Finance 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.

**E-Mail:** thomas.birrer@hslu.ch

**Link zum Personenprofil der HSLU**



### Padhraic Garvey

Padhraic Garvey is the Regional Head of Research, Americas. He's based in New York. His brief spans both developed and emerging markets and he specialises in global rates and macro relative value. He worked for Cambridge Econometrics and ABN Amro before joining ING. He holds a Masters degree in Economics from University College Dublin and is a CFA charterholder.

**E-Mail:** Padhraic.Garvey@ing.com

**Link to personal profile**



### **Maja Götz**

Maja Götz ist als Partner Manager bei der StoneX Financial GmbH in Deutschland tätig.

**E-Mail:** [maja.goetz@stonex.com](mailto:maja.goetz@stonex.com)



### **Diana Ibishi**

Diana Ibishi ist Masterassistentin im Kompetenzzentrum Corporate Finance am Institut für Finanzdienstleistungen Zug der Hochschule Luzern. Gleichzeitig absolviert sie den Masterstudiengang Computational Social Sciences an der Universität Luzern. Zuvor studierte sie Soziologie (Major) und Philosophie (Minor) an der Universität Luzern. Diana Ibishi war an der Formatierung und Zusammenstellung der einzelnen Beiträge beteiligt sowie der Erstellung des Abschnitts zur Liquiditätssituation.

**E-Mail:** [diana.ibishi@hslu.ch](mailto:diana.ibishi@hslu.ch)

**Link zum Personenprofil**



### **Marc Joppeck**

Marc Joppeck berät und unterstützt in seiner Rolle als Head of Sales bei StoneX Financial GmbH Unternehmen, Banken und NGO's bei internationalen cross-border Transaktionen. Marc Joppeck verfügt über mehr als 20 Jahre Vertriebs-/ Führungs- und Projekterfahrung im Kapitalmarktgeschäft und im Bereich Global Payments. Im Rahmen seiner Tätigkeiten hat er diverse Strategieprojekte durchgeführt, Prozessmodellierungen begleitet sowie Marketing und Partnermanagement aufgebaut. Darüber hinaus hat er Digitalisierungsprojekte bei Finanzinstitutionen/-dienstleistern betreut und umgesetzt.

**E-Mail:** [marc.joppek@stonex.com](mailto:marc.joppek@stonex.com)

**Link zum Personenprofil**



### **Manuel Köppel**

Manuel Köppel hat diesen Sommer sein Bachelorstudium in Business Administration mit Vertiefung Finance & Banking an der Hochschule Luzern erfolgreich abgeschlossen. Zuvor absolvierte er eine Banklehre bei der Zuger Kantonalbank und war in den darauffolgenden Jahren in verschiedenen Funktionen für die Zuger Kantonalbank tätig. Nach seinem Studium wird er die Ausbildung zum dipl. Wirtschaftsprüfer bei KPMG beginnen. Im Rahmen seiner Bachelorarbeit beteiligte sich Manuel Köppel an der Erstellung des Kapitels zur Liquiditätssituation.

**E-Mail:** [manuel.koepfel@stud.hslu.ch](mailto:manuel.koepfel@stud.hslu.ch)

**Link zum Personenprofil**



### **Prof. Dr. Philipp Lütolf**

Philipp Lütolf 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».

**E-Mail:** [philipp.luetolf@hslu.ch](mailto:philipp.luetolf@hslu.ch)

**Link zum Personenprofil der HSLU**



### **Eva Maltschnig**

Eva Maltschnig ist Manager bei Schwabe, Ley & Greiner. Nach ihrem Abschluss in Sozioökonomie an der Wirtschaftsuniversität Wien arbeitete sie 7 Jahre im öffentlichen Sektor.

Seit 2020 ist sie im Corporate Finance Team von SLG schwerpunktmässig im Debt Advisory tätig, wo sie Unternehmen bei Finanzierungsstrategien berät und bei Transaktionen begleitet.

**E-Mail:** [em@slg.co.at](mailto:em@slg.co.at)

**Link zum Personenprofil**



### **Prof. Markus O. Rupp**

Markus Rupp verantwortet die Bereiche Aus- und Weiterbildung 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.

**E-Mail:** markus.rupp@hslu.ch

**Link zum Personenprofil der HSLU**



### **Dr. Roland A. Pfister**

Dr. Roland A. Pfister ist Dozent am Institut für Finanzdienstleistungen Zug IFZ der Hochschule Luzern und ein anerkannter Experte im schweizerischen, liechtensteinischen und internationalen Steuerrecht. Am IFZ unterrichtet er in den Studiengängen Master of Science in International Financial Management, Master of Science in Banking and Finance, Bachelor of Science in Business Administration, Bachelor of Science in International Business Administration, CAS Real Estate Investment Management und CAS Corporate Finance.

Nach dem Studium der Rechtswissenschaften in Neuenburg und Granada absolvierte er einen Executive MBA in Wealth Management an der Universität Liechtenstein und promovierte im internationalen Steuerrecht an der Universität Neuenburg. Zudem war er Visiting Researcher an der Harvard Law School. Seit 2015 ist er als Steuerkonsulent bei Badertscher Rechtsanwälte AG in Zürich und Zug tätig. Zuvor arbeitete er viele Jahre als Steuerkonsulent bei Tavernier Tschanz (heute Niederer Kraft und Frey AG) in Genf. Ausserdem ist Dr. Roland A. Pfister Mitglied diverser Verwaltungs- sowie Stiftungsräte.

**E-Mail:** roland.pfister@hslu.ch

**Link zum Personenprofil der HSLU**



### **Dr. Stefan Pomberger**

Seit 14 Jahren bei Vontobel und derzeit als Mitgründer und Leiter von cosmofunding tätig. Angetrieben von dem Ziel, ein digital unterstütztes Finanzierungsökosystem zu schaffen, das für alle Beteiligten Vorteile bringt. Im Laufe meiner Karriere war ich zwei Jahre im Portfoliomanagement tätig, arbeitete fast ein Jahrzehnt im Investmentbanking als Financial Engineer, entwickelte Produkte und programmierte Front-Office-Preis- & Risikomanagement-Systeme als Leiter der Quant Group Fixed Income. Innerhalb der Arbeitsgruppe der Schweizerischen Nationalbank habe ich dazu beigetragen, den Übergang von LIBOR zu SARON und den damit verbundenen Produkten zu gestalten. Ich habe einen Dokortitel, einen Master und einen Bachelor in Wirtschaftswissenschaften und technischer Mathematik von der Johannes Kepler Universität Linz, Österreich.

**E-Mail:** stefan.pomberger@vontobel.com

**Link zum Personenprofil**



### **Xhenet Stalder**

Xhenet Stalder ist Masterstudent im Studiengang Banking & Finance an der Hochschule Luzern. Zuvor absolvierte er den Bachelorstudiengang in Business Administration mit Vertiefung in Banking und Finance. Neben seinem Bachelorstudium war 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 Bachelorarbeit beteiligte er sich massgeblich an den Kapiteln Kapitalstruktur und Fremdkapital dieser Studie.

**E-Mail:** [xhenet.stalder@hslu.ch](mailto:xhenet.stalder@hslu.ch)

**Link zum Personenprofil**



### **Leroy Terrelonge**

Leroy oversees the creation and implementation of a research agenda on cyber risk, working in conjunction with various Moody's stakeholders to develop cyber datasets and publish relevant research on cyber risk's influence on financial performance. He carries over 20 years of risk experience and has worked in diverse sectors such as government, international education, tech startups, and corporates. Before Moody's, he led a threat intelligence team at Flashpoint and worked as an analyst at the National Security Agency. A Harvard University graduate, Leroy has spoken at global cybersecurity conferences and has been quoted in media on cyber risk matters.

**E-Mail:** [Leroy.Terrelonge@moodys.com](mailto:Leroy.Terrelonge@moodys.com)

**Link to personal profile**



### **Selina Vuichard**

Selina Vuichard absolvierte eine kaufmännische Ausbildung bei einer Pensionskasse und erwarb anschliessend die Berufs- und Erwachsenenmaturität. Danach war sie im Tourismus in der Zentralschweiz tätig. Im Herbst 2020 hat sie ein berufsbegleitendes Studium an der Hochschule Luzern aufgenommen, das sie im Sommer 2024 mit dem Bachelor of Science in Business Administration erfolgreich abgeschlossen hat. Zurzeit arbeitet sie als Assistentin in der Wirtschaftsprüfung bei der BDO AG in Bern. Zusammen mit Philipp Lütolf hat sie das Kapitel zur Eigenkapitalfinanzierung verfasst.

**E-Mail:** [selina.vuichard@stud.hslu.ch](mailto:selina.vuichard@stud.hslu.ch)

**Link zum Personenprofil**



### **Dr. Jürgen Wolff**

Jürgen ist ein Innovator und Unternehmer mit einem Focus auf Zahlungslösungen, digitalen Währungen und Finanztechnologie. Er ist der Gründer und ehemalige CEO von Mercedes Pay (ehemals PayCash), einem führenden Fintech-Unternehmen, das E-Wallet-Dienste (B2C) und Zahlungslösungen (B2B) in Europa, China, den Vereinigten Staaten und Kanada angeboten hat. Unter seiner Führung entwickelte sich das Unternehmen von der Gründung bis zur Übernahme durch die Daimler AG. Derzeit leitet Jürgen A352, wo er sich der Weiterentwicklung von Treasury-Management-Lösungen für mittelständische Unternehmen und KMUs widmet.

**E-Mail:** [juergen.wolff@A352.io](mailto:juergen.wolff@A352.io)

**Link zum Personenprofil**



### **Nadine Woolley**

Nadine Woolley ist Masterassistentin im Kompetenzzentrum 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 Working Capital massgeblich beteiligt.

**E-Mail:** [nadine.woolley@hslu.ch](mailto:nadine.woolley@hslu.ch)

**Link zum Personenprofil**



### **Coco Zhang**

Coco is based in New York, where she covers environmental, social and governance (ESG) topics, typically with a US flavour. Prior to joining ING, she worked at Eurasia Group. Coco holds a dual master's degree in energy and the environment from Columbia University, and in international public management from Sciences Po Paris.

**E-Mail:** [coco.zhang@ing.com](mailto:coco.zhang@ing.com)

**Link to personal profile**

## Unternehmensportraits



**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

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.

### 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 umfasst unter anderem den modular aufgebauten MAS Corporate Finance zur Vorbereitung auf strategische und operative Fach- und Führungsaufgaben. Darüber hinaus vermittelt der Fachkurs Swiss Treasury Practice 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 Reifegrad von Treasury Abteilungen analysiert hat.

**Link zum CAS Swiss Certified Treasurer (SCT)®**

**Link zum MAS Corporate Finance**

**Link zum Fachkurs Swiss Treasury Practice**

**Link zum Swiss Treasury Summit**

**Link zum Projekt Digitalisierung des Corporate Treasury Management**

**Link zum Projekt Finance in the Age of Web3**

**Link zum Sammelband Corporate Treasury Management**

**Link zum Praxishandbuch Decentralized Finance**



**Adresse:** Pelikanplatz 15, CH-8001 Zürich  
**Webseite:** [ingwb.com/switzerland](https://ingwb.com/switzerland)  
**Ansprechpartner:** Jochen Munzinger, Managing Director, Client Coverage  
[jochen.munzinger@ing.ch](mailto:jochen.munzinger@ing.ch)

ING is a global bank with a strong European base, offering retail and wholesale banking services in more than 40 countries.

For our Wholesale Banking clients - large corporations, multinationals and financial institutions - we provide specialised lending, tailored corporate finance, debt and equity market solutions, payments and cash management, as well as trade and treasury services.

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.

ING's purpose is to empower people to stay a step ahead in life and in business. Our strategy is built around our purpose and growing the difference for people and the planet. In a world that's constantly changing, we're digital and sustainability pioneers, adept at adapting to the trends impacting our business.

We'll drive growth by making the most of our strengths and broadening our value proposition to clients. We'll do that by deepening client relationships, offering them deep expertise in various sectors throughout our global network, proactively adapting to sector trends and developments.

We aim to put sustainability at the heart of what we do. We have defined net-zero targets for all Terra sectors and are increasingly providing sustainable finance solutions to our clients supporting their transitions to sustainable business models.

# MOODY'S

**Adresse:** Moody's Deutschland GmbH, An der Welle 5, 60322 Frankfurt am Main  
**Webseite:** <https://www.moody's.com>  
**Ansprechpartner:** Andreas Roderburg, Vice President, Relationship Management Germany/Austria/Switzerland  
Andreas.Roderburg@moody's.com

## 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 Ratings is a separate and independent entity from Moody's Analytics.

Moody's Ratings 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.



# SCHWABE, LEY & GREINER

**Adresse:** Gertrude-Fröhlich-Sandner-Straße 3, 1100 Wien, Österreich  
**Webseite:** <http://www.slg.co.at/>  
**Ansprechpartner:** Martin Winkler, Geschäftsführer und Partner  
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.
- 2022: Die SLG Bank Tender Plattform vereinfacht die Auswahl der bestgeeigneten Banken durch höhere Transparenz, Übersichtlichkeit und Standardisierung
- 2024: Mit der SLG PlanEngine hält KI ihren Einzug in die Liquiditätsplanung. Mit einer Kombination zahlreicher fortgeschrittener mathematischer Modelle wird eine automatisierte Liquiditätsplanung nach einer Trainingsphase für Unternehmungen möglich.

# StoneX® Payments

**Adresse:** Taunustor 1, TaunusTurm, 60310 Frankfurt  
**Webseite:** [www.payments.stonex.com](http://www.payments.stonex.com) & [www.stonex.com](http://www.stonex.com)  
**Ansprechpartner:** Maja Götz, Partner Manager  
Maja.Goetz@StoneX.com

## StoneX 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.



DEUTSCHE BÖRSE  
GROUP



**Adresse:** Grüneburgweg 16-18, Westend Carrée, 60322 Frankfurt am Main  
**Webseite:** [www.360t.com](http://www.360t.com)  
**Ansprechpartner:** Alexander Imboden, Sales Relationship Manager,  
Switzerland, Austria, Liechtenstein  
[alexander.imboden@360t.com](mailto:alexander.imboden@360t.com)

360T is far more than an award-winning multi-bank, multi-asset trading platform for OTC financial instruments. As the Deutsche Börse Group's global FX unit, the company offers a full range of streamlined services across the entire trading workflow of FX and short-term Money Market asset classes, adding real value to clients. Above and beyond optimising execution, 360T allows clients to directly reduce their operational costs and risks in all parts of the trading life cycle while enhancing compliance and transparency at the same time.

360T's network is used by over 2600 buy-side clients organizations worldwide. White-label and in-house trading solutions provided by 360T have been adopted by major international companies to link request and transaction flow through a central trading desk. 360T has a global presence with customers in more than 75 countries and offices in Europe, America, Asia Pacific, India and the Middle East.

Further information: [www.360t.com](http://www.360t.com)

**Adresse:** 9 Rue du Laboratoire, 1911 Gare Luxembourg, Luxemburg  
**Webseite:** <https://a352.io/>  
**Ansprechpartner:** Dr. Jürgen Wolff, Founder  
[juergen.wolff@a352.io](mailto:juergen.wolff@a352.io)

Mit dem Financial Navigator bietet A352 eine leistungsstarke Softwarelösung zur Aufbereitung entscheidungsrelevanter Finanzdaten für Mid-Caps und große KMUs. Der Financial Navigator vereint die besten Eigenschaften von Treasury-Management-Systemen und Corporate Performance Management-Lösungen in einer Plattform. Unsere Lösung schafft Transparenz für Entscheidungsträger und Finanzteams.

Der Financial Navigator integriert und aggregiert alle relevanten Finanzinformationen in einer Plattform und ermöglicht eine nahtlose Zusammenarbeit zwischen Abteilungen und Teams – unabhängig von Standort und Unternehmensstruktur.

**Adresse:** Pelikanplatz 15, 8001 Zürich  
**Webseite:** [www.commerzbank.ch](http://www.commerzbank.ch)  
**Ansprechpartner:** Mario Hettstedt, Member of the Executive Board,  
Commerzbank Switzerland  
[mario.hettstedt@commerzbank.com](mailto:mario.hettstedt@commerzbank.com)

### **Regional verankert, weltweit vernetzt**

Die Commerzbank Schweiz ist darauf spezialisiert, Firmenkunden und institutionelle Kunden bei ihren globalen Aktivitäten zu unterstützen. Es ist unsere Leidenschaft, massgeschneiderte Lösungen für alle Produktbereiche zu entwickeln, einschliesslich der Kapitalmarktfinanzierung, Trade Finance Services, Exportfinanzierung und Cash Management. Wir sind schweizweit für unsere Kunden da. Im Mittelpunkt unserer kundenorientierten Strategie steht das bewährte Betreuungsmodell: Ein global verantwortlicher Relationship Manager koordiniert für Sie Ihre Aktivitäten weltweit.

Die Commerzbank ist in knapp 40 Ländern vertreten und verfügt über mehr als 150 Jahre Erfahrung im internationalen Geschäft sowie eine umfassende Branchenexpertise.

### **Commerzbank - Ihr strategischer Partner, weltweit an Ihrer Seite.**

Ihre Vorteile:

- In der Schweiz verankert - weltweit in knapp 40 Ländern vertreten
- International operative **Niederlassungen in 13 Ländern:**  
Schweiz, Frankreich, Grossbritannien, Niederlande (Benelux-hub), Österreich, Spanien, Italien, Tschechien, Polen (mBank), USA, China, Singapur und Japan
- Massgeschneiderte Lösungen für Schweizer Firmenkunden und institutionelle Kunden
- Wir unterstützen Schweizer exportorientierte Unternehmen weltweit
- Ihr lokaler Global Relationship Manager koordiniert Ihre globalen Aktivitäten, um Ihnen das internationale Geschäft zu erleichtern

**Adresse:** Gotthardstrasse 44, 8022 Zürich  
**Webseite:** <https://www.cosmofunding.com>  
**Ansprechpartner:** Dr. Stefan Pomberger, Managing Director, Head Cosmofunding  
[stefan.pomberger@vontobel.com](mailto:stefan.pomberger@vontobel.com)

cosmofunding ist die digitale Plattform für den Geld- und Kapitalmarkt, auf der Investoren und Finanzierungssuchende schnell, transparent und effizient zueinander finden.

cosmofunding wurde Ende 2018 von Vontobel als digitale Plattform für Finanzierungen gelauncht und liefert Investoren und Finanzierungssuchenden seither kontinuierlich Produktinnovationen. Mit stark steigender Nutzerzahl und entsprechend jährlich wachsendem Finanzierungsvolumen, befindet sich cosmofunding auf dem Finanzierungsmarkt auf Wachstumskurs.



**Adresse:** Platz der Republik, 60325 Frankfurt am Main  
**Webseite:** [www.dzbank.de](http://www.dzbank.de)  
**Ansprechpartner:** Peter Philipp, Leiter Großkunden Baden-Württemberg und Schweiz  
[peter.philipp@dzbank.de](mailto:peter.philipp@dzbank.de)  
Philipp Kurz, Großkunden Baden-Württemberg und Schweiz  
[philipp.kurz@dzbank.de](mailto:philipp.kurz@dzbank.de)

#### **Lokal. International. Kundenorientiert.**

Die DZ BANK AG ist das Spitzeninstitut der Genossenschaftlichen FinanzGruppe Volksbanken Raiffeisenbanken und Zentralbank für die rund 700 Genossenschaftsbanken in Deutschland, denen sie mehrheitlich gehört. Außerdem betreuen wir als Geschäftsbank Unternehmen und Institutionen in unseren Heimatmärkten Deutschland, Österreich und der Schweiz.

Sie wünschen sich eine starke Zukunft? Gemeinsam machen wir sie möglich!

Die DZ BANK AG ist eine der führenden Banken Deutschlands. Seit nahezu 150 Jahren entwickeln wir gemeinsam mit unseren Kunden innovative Lösungen für ihre starke finanzielle Zukunft. Als DZ BANK AG sind wir strategischer Partner für Unternehmen, die überregionale Expertise suchen. Gerne beraten wir Sie zu allen Themen des Corporate Bankings. Unser Ziel ist es, unsere Kunden noch erfolgreicher zu machen!

#### **Für unsere Kunden, für unsere Partner und für uns:**

Wir denken und handeln partnerschaftlich, konsequent, innovativ, mutig, weltoffen, leistungsfähig, sicher und nachhaltig. Zusammen ergibt dies eine Haltung, die uns als Bank leitet – und gerade in diesen herausfordernden Zeiten unseren Erfolg ausmacht. Wir sind uns sicher: Mit Solidarität, Zuversicht und Zusammenarbeit auf Augenhöhe können wir jede Situation meistern. Eine unserer besonderen Stärken ist unser internationales Netzwerk. Es unterstützt unsere Kunden weltweit in Ihren Zielmärkten und Wachstumsregionen. Gebündelt in unserem Standortnetzwerk dient unsere lokale und internationale Expertise unseren Kunden als kompetente und innovative Unterstützung für ihre zukünftigen Geschäftserfolge.

**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.

Softwareprodukte 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.



**Adresse:** Räfelstrasse 28, 8045 Zürich  
**Webseite:** [www.fides.ch](http://www.fides.ch)  
**Ansprechpartner:** Philip Anklin, Chief Growth Officer  
[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 den sicheren Fides **ONE**Hub 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 [www.fides.ch](http://www.fides.ch).



**Adresse:** Elias Canetti-Strasse 2, 8050 Zürich  
**Webseite:** [www.fisglobal.com](http://www.fisglobal.com)  
**Ansprechpartner:** Martin Bechtold, VP Sales DACH and 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 Fin-Tech 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 (@FIS-Global) oder gerne im persönlichen Gespräch mit unseren FIS Experten.



**instimatch** global

**Adresse:** Seefeldstrasse 215, 8008 Zürich  
**Webseite:** [www.helvetischebank.ch](http://www.helvetischebank.ch)  
**Ansprechpartner:** Dr. Rolf Weilenmann, Mitglied der Geschäftsleitung, Leiter Corporate Finance  
rolf.weilenmann@helvetischebank.ch  
Martin Spiess, Managing Director, Corporate Finance  
martin.spieß@helvetischebank.ch

**Adresse:** Oberneuhofstrasse 3, 6340 Baar  
**Webseite:** [www.instimatch.ch](http://www.instimatch.ch)  
**Ansprechpartner:** Daniel Sandmeier, CRO & Head Continental Europe  
daniel.sandmeier@instimatch.com  
Hanspeter Werren, Sales Switzerland  
hanspeter.werren@instimatch.com

Die Helvetische Bank ist der verlässliche Partner in Finanzfragen für Unternehmer, Privatanleger und externe Vermögensverwalter. Unser Corporate Finance-Angebot im Schweizer Kapitalmarkt richtet sich hauptsächlich an KMU sowie kotierte Small- and Mid-Cap-Gesellschaften. Mit unserem kompetenten, innovativen Team decken wir ein breites Spektrum an Dienstleistungen ab:

- **Eigenkapital**  
IPO, Public to Private, Kapitalerhöhungen, Blocktransaktionen, Aktienrückkäufe, Aktiensplits, Nennwertreduktionen, Privatplatzierungen etc.
- **Fremdkapital**  
Anleihe-/Wandelanleihe-Emissionen, Privatplatzierungen etc.
- **M&A**  
Private und öffentliche Übernahmen, MBOs/LBOs, Nachfolgeregelungen etc.
- **Weitere Dienstleistungen**  
Debt Advisory, Mitarbeiterbeteiligung (Planverwaltung mit unserem Partner JT Asset Compensation ([www.jtassetcompensation.com](http://www.jtassetcompensation.com))), Beteiligungsmanagement, Market Making-Mandate etc.

Instimatch Global ist ein führendes Schweizer «Treasurytech», welches zu einem bedeutenden Partner für viele multinationale Corporates und Banken im Bereich der Anlage bzw. Aufnahme kurzfristiger Gelder gewachsen ist.

Im Jahr 2023 hat Instimatch Deposits bzw. kurzfristige Finanzierungen im Umfang von CHF 390 Mrd. vermittelt - das Volumen der ersten 8 Monate des Jahres 2024 beträgt bereits wieder über CHF 430 Mrd.

Wir betreuen derzeit rund 300 institutionelle Kunden in mehr als 30 Ländern, darunter namhafte Schweizer und internationale Banken, Corporates, öffentlich-rechtlicher Gegenparteien und staatsnahe Betriebe, welche unsere Plattform regelmässig oder sogar täglich nutzen und einen Mehrwert in der Preisfindung, der Gegenparteidiversifikation sowie der Effizienzsteigerung dank der Nutzung unserer Plattform sehen.

Instimatch erweitert seine Produktpalette derzeit und bietet neu nebst Cash Deposits und Money Market Funds auch FX- (Spot, Forward und Swaps) sowie besicherte Repo-Transaktionen an.

J U R A T R U S T

**Adresse:** Städtle 28, 9490 Vaduz, Fürstentum Liechtenstein  
**Webseite:** [www.jt-service.li](http://www.jt-service.li)  
**Ansprechpartner:** Michael A. Steiger, Präsident des Verwaltungsrats  
[michael.steiger@juratrust.li](mailto:michael.steiger@juratrust.li)

Die JURATRUST Gruppe, deren Wurzeln auf das Jahr 1933 zurückzuführen sind, bietet ganzheitliche, internationale Treuhand- und Finanzdienstleistungen an. Im Rahmen des «Wealth Structuring» wird eine umfassende Betreuung in familiären und geschäftlichen Vermögensangelegenheiten angeboten.

Durch unsere Gruppengesellschaften bringen wir das Knowhow der Experten aus den Bereichen Recht, Treuhand, Banken, Steuern und Unternehmensberatung mit den Bedürfnissen der Kunden zusammen.

Jedes Vermögen ist einzigartig. Jede einzelne Lösung sowie deren Umsetzung verlangt individuelles Management nach Mass.

Das Geschäftsfeld umfasst im Wesentlichen drei Bereiche.

Die **JT Management AG** übernimmt das Management und die Verantwortung als Organe in vornehmlich liechtensteinischen Rechtsträgern.

Schwerpunkt der **JT Service AG** ist die administrative Betreuung von liechtensteinischen und ausländischen Rechtsträgern. Dabei liegt der Hauptaugenmerk auf der Einhaltung und Erfüllung aller damit verbundenen Sorgfaltspflichtthemen, der Buchführung und steuerlichen Betreuung und aller regulatorischen Anforderungen (FATCA, AIA, VwBP, AStA, usw.).

Ergänzt werden diese Dienstleistungen durch den Service der **JT Asset AG**. Dabei steht das Investment-Controlling zur optimalen Überwachung und Steuerung von Investitionen und die Beratung und Entwicklung von massgeschneiderten Strategien, die auf die individuellen Bedürfnisse der Kunden abgestimmt sind, im Fokus.

J U R A T R U S T   J U R A T R U S T   J U R A T R U S T  
M A N A G E M E N T   S E R V I C E   A S S E T



**LBBW**

**Adresse:** Am Hauptbahnhof 2, 70173 Stuttgart  
**Webseite:** [www.LBBW.de](http://www.LBBW.de)  
**Ansprechpartner:** Ingo Lenz, Managing Director Large Corporates  
[Ingo.Lenz@LBBW.de](mailto:Ingo.Lenz@LBBW.de)  
Rainer Bucher, LL.M., Executive Director, Large Corporates  
[Rainer.Bucher@LBBW.de](mailto:Rainer.Bucher@LBBW.de)

Die LBBW ist eine führende deutsche Universalbank – verwurzelt in Baden-Württemberg, jedoch in der ganzen Welt zuhause. Wir sind stark im Mittelstand verankert und denken selbst mittelständisch. Wie der Mittelstand wollen wir gestalten und Verantwortung übernehmen – für unsere Kunden, unsere Mitarbeiterinnen und Mitarbeiter und für Wirtschaft und Gesellschaft als Ganzes.

Unser umfassendes Portfolio moderner Finanzdienstleistungen erlaubt es uns, Kunden die beste Lösung aus einer Hand anzubieten. Wir sind ein leistungsfähiger Partner für Unternehmenskunden im In- und Ausland, eine führende Adresse in der gewerblichen Immobilienfinanzierung und im Kapitalmarktgeschäft und immer an der Seite der Sparkassen und unserer Privatkunden. Letzteren bieten wir zusätzlich zur regionalen Verwurzelung alle Vorteile einer Großbank, inklusive eines bundesweiten Asset und Wealth Managements.

Starke Kundenorientierung und hohe Qualität vereinen sich bei uns mit Verlässlichkeit und Langfristigkeit im Denken. Wir verstehen uns als ständiger Begleiter und Berater auf Augenhöhe.



**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)

**Adresse:** Birger Jarlsgatan 27, 111 45 Stockholm

**Webseite:** [www.skysparc.com](http://www.skysparc.com)

**Ansprechpartner:** Lars Schröder, Senior Engagement Manager  
[Lars.Schroeder@skysparc.com](mailto:Lars.Schroeder@skysparc.com)  
Christofer Hedlund, Sales Europe & Senior Consultant  
[Christofer.Hedlund@skysparc.com](mailto:Christofer.Hedlund@skysparc.com)

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 168 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 2024 verfügt die SEB über eine Bilanzsumme von 4.152 Milliarden SEK und verwaltet ein Vermögen von 2.666 Milliarden SEK.

SkySparc ist eine Unternehmensberatung mit Fokus auf Wertsteigerung für Unternehmen und Finanzinstitute. Seit über 20 Jahren helfen wir unseren Kunden, durch Meinungsführerschaft, fortschrittliche Software, Fachkompetenz und technologische Exzellenz Effizienzsteigerungen zu erzielen. Durch unsere erprobte Methodik, Kundenbindung und Unabhängigkeit bringt SkySparc weiterhin Innovationen zur Unterstützung seiner Kunden.

SkySparc wurde bei den Central Banking FinTech & RegTech Global Awards 2019 und 2021 zum Technology Consultant of the Year ernannt, hat zuvor den Adam Smith Award von Treasury Today für die beste Risikomanagementlösung und den Central Banking Consultancy and Advisory Award gewonnen und ist fünfmaliger Gewinner des Dagens Industri's Gazelle Awards.

**Adresse:** Talacker 50, P.O. Box, 8021 Zürich  
**Webseite:** [www.societegenerale.ch](http://www.societegenerale.ch)  
**Ansprechpartner:** Tobias Rohrbach, Product Manager Switzerland | Payments & Cash Management  
[Tobias.Rohrbach@sgcib.com](mailto:Tobias.Rohrbach@sgcib.com)

Société Générale ist eine führende europäische Bank mit über 126.000 Mitarbeitenden, welche rund 25 Millionen Kunden in 65 Ländern weltweit betreuen. Seit fast 160 Jahren unterstützen wir die Wirtschaftsentwicklung in den Märkten, in denen wir tätig sind, und bieten Unternehmen, institutionellen Investoren und Privatkunden ein breites Spektrum an erstklassigen Beratungs- und Finanzlösungen. Unsere langfristigen, vertrauensvollen Beziehungen zu den Kunden, unsere Expertise, unsere einzigartige Innovationskraft und unsere ESG-Kompetenz sind Teil unserer DNA und dienen unserem wichtigsten Ziel – eine nachhaltige Wertschöpfung für alle unsere Stakeholder zu generieren.

Mit unseren lokalen Transaction-Banking Teams aus Genf und Zürich unterstützen wir seit über 100 Jahren unsere Kunden in der Schweiz. Für unsere internationalen Firmenkunden und Konzerne investieren wir insbesondere in die Weiterentwicklung und Stärkung von Produktinnovationen und neuen Technologien im Payments- und Cash Management Bereich.

Für mehr Informationen folgen Sie uns über Twitter/X unter [@societegenerale](https://twitter.com/societegenerale) oder besuchen Sie unsere Website [www.societegenerale.ch](http://www.societegenerale.ch)

**Adresse:** Bahnhofstrasse 45, 8001 Zürich  
**Webseite:** [www.ubs.com/corporates](http://www.ubs.com/corporates)  
**Ansprechpartner:** Ueli Schieferli,  
Head Multinationals & Corporates International  
[ueli.schieferli@ubs.com](mailto:ueli.schieferli@ubs.com)  
Daniel Cottini,  
Regional Director & Head Corporate & Real Estate Central Switzerland  
[daniel.cottini@ubs.com](mailto:daniel.cottini@ubs.com)

UBS ist ein führender und globaler Wealth Manager sowie die führende Universalbank in der Schweiz. Sie verfügt zudem über ein diversifiziertes Angebot im Asset-Management und fokussierte Kapazitäten im Investment-Banking. Nach der Akquisition von Credit Suisse belaufen sich die von UBS verwalteten Vermögen per Ende viertes Quartal 2023 auf 5,7 Billionen US-Dollar. Durch personalisierte Beratung, Lösungen und Produkte hilft UBS den Kundinnen und Kunden, ihre finanziellen Ziele zu erreichen. UBS hat ihren Hauptsitz in Zürich und ist in mehr als 50 Ländern präsent. Die Aktien der UBS Group AG sind an der SIX Swiss Exchange sowie an der New York Stock Exchange (NYSE) kotiert.



**Adresse:** Bahnhofstrasse 9, 8010 Zürich  
**Webseite:** [www.zkb.ch](http://www.zkb.ch)  
**Ansprechpartner:** Heini Dändliker, Leiter Key Account Management / Firmenkunden Schweiz  
heini.daendliker@zkb.ch  
Jochen Waltenberger, Leiter Cash Management  
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.

## Literatur

- ABB. (2023). ABB plant weiteren Aktienrückkauf über bis zu 1 Milliarde US-Dollar nach Abschluss des Programms 2022-2023. <https://new.abb.com/news/de/detail/101212/abb-plant-weiteren-aktienrueckkauf-ueber-bis-zu-1-milliarde-us-dollar-nach-abschluss-des-programms-2022-2023>
- Almeida, M. (2024). *Sustainability-Linked Bonds: Building a High-Quality Market*. Climate Bonds Initiative. [https://www.climatebonds.net/files/reports/cbi\\_slb\\_report\\_2024\\_04d.pdf](https://www.climatebonds.net/files/reports/cbi_slb_report_2024_04d.pdf)
- Alvarez & Marsal. (2024). Distress levels rise to highest since the pandemic as inflation and policy tightening get real for European corporates in 2023 [Abgerufen von: <https://www.alvarezandmarsal.com/sites/default/files/2024-02/The%20A%20M%20Distress%20Alert%20January%202024.pdf>].
- Avoltaworld. (2024). Moody's upgrades Avolta AG's CFR to Ba2 from Ba3; outlook stable [In Avoltaworld. <https://www.avoltaworld.com/sites/default/files/document/2024-03/Press%20Release-Moodys-upgrades-Avolta-27Mar2024.pdf>].
- BAK Economics AG. (2019). *Volkswirtschaftliche Auswirkungen einer Reform der Stempelabgaben und Verrechnungssteuer. Studie im Auftrag der Eidgenössischen Steuerverwaltung*. Zugriff am 19. August 2024 unter <https://www.bak-economics.com/studien-analysen/detail/volkswirtschaftliche-auswirkungen-einer-reform-der-stempelabgaben-und-verrechnungssteuer>
- Barry Callebaut. (2024). Annual Report 2022-2023 [Abgerufen von: [https://www.barry-callebaut.com/system/files/2023-11/Barry\\_Callebaut\\_Annual\\_Report\\_2022-23\\_Consolidated\\_Financial\\_Statements.pdf](https://www.barry-callebaut.com/system/files/2023-11/Barry_Callebaut_Annual_Report_2022-23_Consolidated_Financial_Statements.pdf)].
- Basilea. (2024). *Annual Report 2023* (Abgerufen von: <https://www.basilea.com/investor-center#c161>).
- Bell Food Group. (2024). Geschäftsbericht 2023 [Abgerufen von: <https://www.bellfoodgroup.com/de/downloads/>].
- Bernath, M. (2024). Greenwashing: Wie viel Grün in grünen Bonds steckt [Abgerufen von: <https://www.fuw.ch/greenwashing-wie-viel-gruen-in-gruenen-bonds-steckt-775711212539>]. *Finanz und Wirtschaft*.
- Birrer, T. K., Bauer, M., & Rupp, O. M. (2023). IFZ Finanzierungs- und Treasurystudie 2023 [Abgerufen von: <https://www.hslu.ch/-/media/campus/common/files/dokumente/h/1-medienmitteilungen-und-news/2023/w/hslu-fi-nanzierungs-und-treasurystudie-2023.pdf?la=de-ch>].
- Birrer, T. K., Amstutz, D., & Wenger, P. (2023). *Praxishandbuch Decentralized Finance: Von der Einrichtung eines Wallets bis zur effizienten Absicherung gegen Inflation*. Springer Gabler Wiesbaden. <https://doi.org/10.1007/978-3-658-39945-0>
- Braun, C. (2024). Georg Fischer stimmt zuversichtlich – Analyse zum Jahresabschluss [Abgerufen von: <https://www.fuw.ch/georg-fischer-stimmt-zuversichtlich-analyse-zum-jahresabschluss-656122630130>]. *Finanz und Wirtschaft*.
- Cash. (n. d.). Eigenkapitalquote [Abgerufen am 05. November 2023, von <https://www.cash.ch/news/top-news/ams-osram-meldet-bei-kapitalerhoehung-ausubung-von-99-prozent-der-bezugsrechte-663841>].
- Curatis. (2024). Report of the statutory auditor [Abgerufen von: [https://ir.curatis.com/media/document/01ea17fa-f121-439383cd89a398d2af18/assets/Audited+Statutory+FY2023+Financial+Statements+Kinarus+Therapeutics+Holding+AG\\_vf.pdf?disposition=inline](https://ir.curatis.com/media/document/01ea17fa-f121-439383cd89a398d2af18/assets/Audited+Statutory+FY2023+Financial+Statements+Kinarus+Therapeutics+Holding+AG_vf.pdf?disposition=inline)].
- Europäische Zentralbank. (2024, Juli). *The euro area bank lending survey, second quarter of 2024* (Abgerufen von: [https://www.ecb.europa.eu/stats/ecb\\_surveys/bank\\_lending\\_survey/html/ecb-blssurvey2024q2-f97cb321f1.en.html](https://www.ecb.europa.eu/stats/ecb_surveys/bank_lending_survey/html/ecb-blssurvey2024q2-f97cb321f1.en.html)). European Central Bank.
- Flammer, C. (2021). Corporate green bonds. *Journal of Financial Economics*, 142(2), 499–516. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2021.01.010>
- FuW. (2023). Helvetia Phase III: SNB lanciert Pilotbetrieb für digitalen Franken [Abgerufen von: <https://www.fuw.ch/helvetia-phase-iii-snb-lanciert-pilotbetrieb-fuer-digitalen-franken-774986686867>]. *Finanz und Wirtschaft*.

- Gusdorf, V., Dyck, S., Colzani, E., & Berlot, E. (2023). *Digital bonds' features could transform debt markets over time* (Techn. Ber.) (Abgerufen von: [https://www.sdx.com/wp-content/uploads/2023/08/Moodys-Investors-Service\\_Sector\\_In-Depth-Decentralized-Finance-and-Digital-Assets.pdf](https://www.sdx.com/wp-content/uploads/2023/08/Moodys-Investors-Service_Sector_In-Depth-Decentralized-Finance-and-Digital-Assets.pdf)). MOODY'S Ratings.
- Handelszeitung. (n. d.). Eigenkapitalquote [Abgerufen am 05. November 2023, von <https://www.handelszeitung.ch/finanzlexikon/eigenkapitalquote>].
- Harbeke, N. (2020). Auslandsanleihe mit Downstream-Garantie aus der Schweiz. Mittelweiterleitung in der Schweiz – Praxiserfahrung. *Expert Focus*, 4, 251–256.
- Holcim. (2024). 2023 Integrated Annual Report [Abgerufen von: <https://www.holcim.com/sites/holcim/files/2024-02/28022024-finance-holcim-fy-2023-report-full-en.pdf>].
- ICMA. (2023). Principles. Guidance Handbook [Abgerufen von: <https://www.icmagroup.org/assets/documents/Sustainable-finance/2023-updates/The-Principles-Guidance-Handbook-November-2023-291123.pdf>].
- Insights, B. P. (2024). *Green Bonds Reached New Heights in 2023* [Accessed: 2024-07-25]. <https://www.bloomberg.com/professional/insights/trading/green-bonds-reached-new-heights-in-2023/#:~:text=A%20total%20of%20%24190%20billion,bonds%20were%20issued%20in%202021>.
- Keller, G., & Baumgartner, P. (2009). Headquarter-Standort Schweiz im globalen Wettbewerb. Zugriff am 19. August 2024 unter <https://swissholdings.ch/wp-content/uploads/2020/06/Holding-Headquarter-Studie.pdf>
- Kühnlenz, A. (2023). Blockchain: Digitale Obligationen warten auf den Durchbruch [Abgerufen von: <https://www.fuw.ch/digitale-obligationen-warten-noch-auf-den-durchbruch-726524932457>]. *Finanz und Wirtschaft*.
- Lauderer. (2022). Coins, Chains, CBDC: Schweiz sollte sich Standortvorteil sichern [Abgerufen von: <https://www.nzz.ch/finanzen/coins-und-digitales-zentralbankgeld-warum-kryptowaehrungen-nicht-einfach-kryptowaehrungen-sind-und-pauschale-kritik-deplatziert-ist-ld.1702412>].
- Lindt & Sprüngli. (2024). Geschäftsbericht 2023 [Abgerufen von: [https://reports.lindt-spruengli.com/geschaeftsbericht-2023/\\_assets/downloads/entire-lindt-ar23.pdf](https://reports.lindt-spruengli.com/geschaeftsbericht-2023/_assets/downloads/entire-lindt-ar23.pdf)].
- Löffler, K. U., Petreski, A., & Stephan, A. (2021). Drivers of green bond issuance and new evidence on the “greenium”. *Eurasian Economic Review*, 11(1), 1–24. <https://doi.org/10.1007/s40822-020-00165-y>
- Lonza. (2024a). Lonza erzielt im 2023 ein solides Ergebnis mit 10.9 % Umsatzwachstum und 29.8 % Kern-EBITDA-Marge [Abgerufen von: [https://www.lonza.com/news/2024-01-26-06-50\\_de](https://www.lonza.com/news/2024-01-26-06-50_de)].
- Lonza. (2024b). Report Lonza Full-Year Results 2023 [Abgerufen von: [https://www.lonza.com/annualreport/2023/documents/Lonza\\_2023\\_Annual\\_Report\\_Financial\\_Statements.pdf](https://www.lonza.com/annualreport/2023/documents/Lonza_2023_Annual_Report_Financial_Statements.pdf)].
- Lütolf, P., Rupp, M., & Birrer, T. K. (2019). *Handbuch Finanzmanagement: Bewertungen, Finanzierungen und Risikomanagement im Rahmen der wertorientierten Unternehmensführung* (2. Aufl.). NZZ Libro ein Imprint der Schwabe Verlagsgruppe AG.
- MarketScreener. (n. d.). Eigenkapitalquote [Abgerufen am 05. November 2023, von <https://ch.marketscreener.com/kurs/aktie/CREALOGIX-HOLDING-AG-68705/news/Crealogix-Ubernahme-durch-Vencora-zustande-gekommen-45798149/>].
- Meyer, M. (Hrsg.). (2024). *Die Steuergesetze des Fürstentums Liechtenstein. Sammlung praxisrelevanter Steuererlasse*. Schulthess.
- MoneyToday. (n. d.). Wholesale CBDC [Abgerufen von: <https://www.moneytoday.ch/lexikon/cbdc-1-1>].
- Moody's Ratings. (2023). Digital bonds' features could transform debt markets over time [In SDX. [https://www.sdx.com/wp-content/uploads/2023/08/Moodys-Investors-Service\\_Sector\\_In-Depth-Decentralized-Finance-and-Digital-Assets.pdf](https://www.sdx.com/wp-content/uploads/2023/08/Moodys-Investors-Service_Sector_In-Depth-Decentralized-Finance-and-Digital-Assets.pdf)].
- MSCI. (2024). Is greenium evaporating in USD corporate bonds? [Abgerufen von: <https://www.msci.com/www/blog-posts/is-greenium-evaporating-in-usd/04382937271>].
- Nestlé. (2024). Annual Report 2023 [Abgerufen von: <https://www.nestle.com/sites/default/files/2024-02/2023-financial-statements-de.pdf>].
- Neuhaus, R., & Watter, R. (2006). Handels- und steuerrechtliche Aspekte von Up-, Down- und Sidestream-Garantien zugunsten von Konzerngesellschaften. In P. N. Eugen Kramer & R. Waldburger (Hrsg.), *Festschrift für Peter Böckli zum 70. Geburtstag* (S. 173–217). Verlag Schulthess.
- Newron. (2024). *Annual Report 2023* (Abgerufen von: [https://www.newron.com/sites/newron-pharma-corp/files/reports/19%20March%202024/Newron\\_Annual%20Report%202023\\_final\\_web.pdf](https://www.newron.com/sites/newron-pharma-corp/files/reports/19%20March%202024/Newron_Annual%20Report%202023_final_web.pdf)).
- Novartis. (2024). Annual Report 2023 [Abgerufen von: [https://www.novartis.com/sites/novartis\\_com/files/novartis-annual-report-2023.pdf](https://www.novartis.com/sites/novartis_com/files/novartis-annual-report-2023.pdf)].
- Oerlikon. (2024). Annual Report 2023 [Abgerufen von: <https://www.oerlikon.com/en/investors/reports-publications/#1003425-15>].
- Oesterhelt, S. (2017). Erleichterung bei der Konzernfinanzierung. Neufassung von Art. 14a VStV. *Expert Focus*, 9, 622–628.
- Oesterhelt, S. (2020). Auslandsanleihen mit Garantie der inländischen Muttergesellschaft. Flexibilisierung der zulässigen Mittelverwendung im Inland. *Expert Focus*, 1-2, 57–62.
- Pietsch, A., & Salakhova, D. (2022). Pricing of Green Bonds: Drivers and Dynamics of the Greenium. *Social Science Research Network*. <https://doi.org/10.2139/ssrn.4227559>
- Roche. (2024). Annual Report 2023 [Abgerufen von: <https://www.roche.com/investors/annualreport23>].

Schweizerische Nationalbank. (n. d.). Aktuelle Zinssätze und Devisenkurse [Abgerufen am 2. April 2024, von [https://www.snb.ch/de/the-snb/mandates-goals/statistics/statistics-pub/current\\_interest\\_exchange\\_rates#t00](https://www.snb.ch/de/the-snb/mandates-goals/statistics/statistics-pub/current_interest_exchange_rates#t00)].

SDX. (2024). Digital Bonds I SDX [Abgerufen am 1. April 2024, von <https://www.sdx.com/digital-bonds/>].

Sika. (2024). 2023 Annual Report [Abgerufen von: <https://www.sika.com/dms/getdocument.get/25a82e60-cd0c-4885-9181-3a40c021b6aa/glo-ar-2023-annual-report.pdf>].

SIX Group AG. (2024). Anleihen [<https://www.six-group.com/de/market-data/bonds.html>].

Skydsgaard, N. (2022). Demand for Denmark's first green bond strong as it raises \$762 million [Abgerufen am 17. März 2024, von <https://www.reuters.com/article/idUSL1N2TZONJ/>].

S&P Global Ratings. (2014). Methodology and Assumptions: Liquidity Descriptors For Global Corporate Issuers [Available at: <https://disclosure.spglobal.com/ratings/en/regulatory/article-/view/sourceId/8956570>].

Stevens, J., & Mullalli, M. (2021). In-House Banking (IHB) and Benefits for Treasury – J.P. Morgan. <https://www.jpmorgan.com/insights/treasury/treasury-management/in-house-banking-and-benefits-for-treasury>

Storck, A., & Spöri, P. (2008). Konzernfinanzierung in der Schweiz – Fakten und Steuern. *IFF Forum für Steuerrecht*, 2, 249–265.

Swiss Life AG. (2023). Aktienrückkaufprogramme. Swiss Life-Gruppe. <https://www.swisslife.com/de/home/investoren/swisslife-aktie/aktienrueckkaufprogramm.html>

Switzerland Global Enterprise. (2020). Wirtschaftsstandort Schweiz. Handbuch für Investoren. Zugriff am 19. August 2024 unter [https://www.s-ge.com/sites/default/files/publication/free/handbuch-fuer-investoren-s-ge-2023-de\\_0.pdf](https://www.s-ge.com/sites/default/files/publication/free/handbuch-fuer-investoren-s-ge-2023-de_0.pdf)

Trentin, A. (2023). Folgen der hohen Zinsen: Wenn das Geld teuer bleibt [Abgerufen von: <https://www.fuw.ch/folgen-der-hohen-zinsen-wenn-das-geld-teuer-bleibt-101835287072>]. *Finanz und Wirtschaft*.

Triebe, B. (2024). Sika: Nach MBCC-Kauf prüfen Kartellwächter auf Preisabsprachen [Abgerufen von: <https://www.nzz.ch/wirtschaft/sika-nach-mbcc-kauf-pruefen-kartellwaechter-auf-preisabsprachen-ld.1773635>]. *Neue Zürcher Zeitung*.

Zürcher Kantonalbank. (2022). Das Wachstum von Green Bonds setzt sich fort [Abgerufen von: <https://www.zkb.ch/de/blog/asset-management/2022/green-bonds-wachstum.html>].

Zürcher Kantonalbank. (2023a). Green Bonds am Schweizer Franken Obligationenmarkt [Abgerufen von: <https://www.zkb.ch/de/blog/anlegen/green-bonds-obligationenmark-schweizer-franken.html>].

Zürcher Kantonalbank. (2023b). Renditeentwicklungen im Schweizer Kapitalmarkt [Kapitalmarkt Newsletter].

Zürcher Kantonalbank. (2024). Kapitalmarkt Newsletter März 2024 [Kapitalmarkt Newsletter].

Hauptpartner



Partner



Netzwerkpartner



Hochschule Luzern

Wirtschaft

Institut für Finanz-  
dienstleistungen Zug IFZ  
Campus Zug-Rotkreuz  
Suurstoffli 1  
6343 Rotkreuz

T +41 41 757 67 67

ifz@hslu.ch

hslu.ch/ifz



ISBN-Nummer  
978-3-907379-37-0