

Lucerne University of  
Applied Sciences and Arts

**HOCHSCHULE  
LUZERN**

Wirtschaft  
FH Zentralschweiz



# IFZ Finanzierungsstudie 2021

Herausgeber Manuel Bauer, Thomas K. Birrer und Martin Spillmann  
[www.hslu.ch/ifz](http://www.hslu.ch/ifz)

## Geleitwort SwissACT

Bei allem Respekt gegenüber der umfassenden Verantwortlichkeit des CFO's liegt die relevante operative Kompetenz, Finanzierungsbedürfnisse einer Unternehmung, sei es über die Erhöhung des Eigenkapitals oder durch die Aufnahme von Fremdkapital, zu befriedigen, in der für gewöhnlich zentralisierten Treasury Funktion. Das Group Treasury verfügt über das konzentrierte Geld- und Kapitalmarkt Know-how des Unternehmens, die Bankkontakte werden dort aktiv bewirtschaftet und die Treasury stellt den Zugang zu den relevanten Marktinformationen sowie zu jedweden Finanzierungsprodukten dar. Darüber hinaus lässt der Treasurer keine Gelegenheit aus, sich mit Peers über die aktuellen Trends und Erfahrungen bezüglich Geld- und Kapitalmarkttransaktionen sowie den Einsatz spezifischer Finanzprodukte auszutauschen.

Die Kunst besteht darin, mit diesem Wissen und dieser Erfahrung den Geld- und Kapitalbedarf, der sich neben der Sicherstellung der operativen Liquidität aus der Geschäftstätigkeit des Unternehmens im Zusammenhang mit Capex, Working Capital Management sowie dem geplanten strategischen internen und externen Wachstum ergibt, zu bedienen. Dabei ist die regelmässige Abstimmung über die angestrebte unternehmensspezifische Finanzierungsstruktur mit dem CFO als massgeblicher strategischer Taktgeber und verlängerter Arm der Konzernleitung respektive des VRs unverzichtbar, um dann in Zusammenarbeit mit Bereichen wie M&A und Konzerncontrolling die entscheidungsrelevanten Daten zu plausibilisieren und letztendlich den stetigen Prozess zur Umsetzung und Bewahrung der definierten Finanzierungsstruktur zu orchestrieren. Darüber hinaus gilt es im Rahmen der Risikosteuerung ausreichend verfügbare Liquidität in Form von internen finanziellen Mitteln oder kommittierten Kreditlinien vorzuhalten, denn eines ist sicher – die nächste Krise kommt bestimmt! Die Finanzierungsstudie des IFZ zeigt in einer wissenschaftlich beeindruckenden Analyse, welche Handlungsoption je nach Unternehmensgrösse und -situation aus empirischer Sicht gewählt wird, wobei die Studie wesentliche aktuelle Aspekte wie das augenblickliche Tiefzinsumfeld sowie die COVID-19-Krise gezielt in ihre Beurteilung einfließen lässt.

Frank Rust  
Präsident SwissACT

## Geleitwort CFO Forum Schweiz – CFOs

Entscheidungen zu treffen zur Finanzierung des Unternehmens, gehört zu den zentralen strategischen Aufgaben eines CFOs. Bei der Entscheidungsvorbereitung im Prozess der Festlegung der Finanzierungsstrategie sucht man als Finanzchefin, als Finanzchef häufig Anhaltspunkte, wie sich vergleichbare Unternehmen (Mitbewerber, Lieferanten, Kunden) finanzieren. Immer wieder steht dabei die Frage nach Benchmarks im Raum (u.a. Eigenkapitalanteil, Höhe und Art der Eigenkapitalrückführungen, Eigenkapitalkosten, Verhältnis kurz- zu langfristigem Fremdkapital, neue Anleiheformen wie Green Bonds).

Die vorliegende Studie stellt in verdankenswerter Weise differenzierte Vergleichswerte zur Verfügung. Sie fokussiert naturgemäss auf die jüngsten Daten, inklusive möglicher Covid-19 Effekte. Wertvoll ist aber auch die Aufbereitung von Zeitreihen über die letzten 5-10 Jahre. So werden Trends gut sichtbar. Die Daten stammen von an der Schweizer Börse SIX kotierten Unternehmen, denen in Finanzierungsfragen eine Benchmark-Funktion zukommt.

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. Praktisch finde ich persönlich die Links zu interaktiven Grafiken. Sie ermöglichen, je nach Grad der Neugier, auf Einzelheiten einzugehen und sich zusätzliche Informationen anzeigen zu lassen, was den Rahmen einer konventionellen schriftlichen Studie bei weitem sprengen würde. Das Renommee des Instituts für Finanzdienstleistungen Zug IFZ der Hochschule Luzern gewährleistet dabei unvoreingenommene, methodisch korrekt aufbereitete Daten, die Finanzchefinnen und Finanzchefs 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 ihres Unternehmens.

Prof. Dr. Markus Gisler

Präsident CFO Forum Schweiz – CFOs

## Vorwort der Herausgeber

Corporate Finance ist ein überaus facettenreiches Thema. Es existiert zwar keine einheitliche Definition. Jedoch ist klar, dass Corporate Finance insbesondere das Treffen von Finanzierungsentscheidungen umfasst. Betreffend Unternehmensfinanzierung stellen sich daher grundsätzlich die beiden folgenden Fragen:

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

Aber Corporate Finance existiert nicht in einem Vakuum. Die getroffenen Entscheide finden auf Finanzmärkten statt, in Kooperation mit Banken und weiteren Partnerinnen und Partnern. Vor diesem Hintergrund beabsichtigt die vorliegende erste Ausgabe der IFZ Finanzierungsstudie die folgende Frage zu beantworten:

### **Wie sind Schweizer Unternehmen finanziert und welche Handlungsoptionen gibt es?**

Dazu werden von in der Schweiz gelisteten SMI- und SPI-Unternehmen Daten zur Finanzierung beschafft und ausgewertet. Danach wird erstens grafisch aufgezeigt, welche Unternehmen welche Finanzierungsmöglichkeiten in welchem Umfang in Anspruch nehmen. Zweitens wird untersucht werden, ob es typische Unterschiede nach Branchen oder Grösse gibt. Schliesslich wird betrachtet, inwiefern sich der Finanzierungsmix in den letzten Jahren wie auch aufgrund der COVID-19-Krise verändert hat. Des weiteren werden die wesentlichen Schweizer Finanzierungstransaktionen der letzten Jahre dargestellt und analysiert.

Die Antwort auf die Frage nach der optimalen Finanzierung sieht wohl in jedem Unternehmen anders aus. Dennoch versucht diese empirische Untersuchung sowie die Gastbeiträge in der vorliegenden Studie ein umfassendes Bild über aktuelle Fakten und Trends zu vermitteln. Die vorliegende Studie gliedert sich in die folgenden vier Teile:

- I. Finanzierung mit Eigenkapital
- II. Finanzierung mit Fremdkapital
- III. Gastbeiträge – im Sinne von Vertiefungen zu folgenden Themen:
  - Sustainability Linked Loans
  - Gestaltungskriterien konzerninterner Finanzierungsstrukturen
  - Kleinere Anleihen als Finanzierungsalternative
  - Tokenisierung als Instrument der Eigenkapitalfinanzierung
- IV. Weitere Studien und Hinweise

Diese Studie soll nicht im Sinne eines universell gültigen Finanzierungsleitfadens verstanden werden, welcher über Jahrzehnte Gültigkeit besitzt. Vielmehr geht es uns darum, gezielt interessante Einblicke aus der Schweizer Finanzierungspraxis aufzuzeigen und auf aktuelle Entwicklungen hinzuweisen. Somit richtet es sich in erster Linie an Praktiker und an Studierende sowie Kursteilnehmende in der Aus- und Weiterbildung – insbesondere der Studiengänge zum MAS Corporate Finance und zum Swiss Certified Treasurer (SCT)® am Institut für Finanzdienstleistungen IFZ der Hochschule Luzern – Wirtschaft.

Unser herzlicher Dank richtet sich an alle Autorinnen und Autoren, welche Beiträge zu dieser Studie verfasst haben. Nebst der Bewältigung ihres fordernden Tagesgeschäfts ermöglichen sie es nun, dass die interessierte Leserschaft an ihren Erfahrungen teilhaben kann. Weiter gebührt unser Dank den Partnern, die mit ihren finanziellen und ideellen Beiträgen diese Studie erst ermöglichten. Es sind dies Schwabe, Ley & Greiner, Helvetische Bank, ING, LBBW, Société Générale, daura, TIPCO, UBS, Zürcher Kantonalbank sowie die beiden Verbände SwissACT und CFO Forum Schweiz – CFOs.



Zur Sicherung der Praxisrelevanz und Plausibilität der Inhalte haben wir die Finanzierungsstudie Praktikern und Kollegen zur Durchsicht vorgelegt. Für das sehr wertvolle Feedback bedanken wir uns herzlich. Unser Dank gebührt Prof. Markus Rupp (Hochschule Luzern), Prof. Dr. Philipp Lütolf (Hochschule Luzern), Robert Eigenheer (EUROFIMA), Jost Odermatt ([wallisdao.org](http://wallisdao.org)), Alexander Hillebrand (Hochschule Luzern) und Dennis Amstutz (Hochschule Luzern).

Zusätzlich danken wir Dominik Huber, Damian Bühler sowie Timo Heroth vom Institut für Finanzdienstleistungen Zug IFZ der Hochschule Luzern. Sie haben in aufwändiger Detailarbeit die Datengrundlage geschaffen, Analysen durchgeführt und die vielen Abbildungen gelayoutet und so der Studie ein einheitliches Gesicht gegeben. 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 Finanzierungsstudie wäre es mitunter denkbar, vertiefte ökonomische Auswertungen vorzunehmen. So könnte unter anderem untersucht werden, welche Unternehmenseigenschaften eine höhere Fremdfinanzierung beziehungsweise einen höheren Verschuldungsgrad bewirken. Zudem wäre es denkbar, aufgrund qualitativer Untersuchungen zentrale Faktoren bei Finanzierungsentscheidungen auf Branchen- oder Unternehmensebene vertiefter zu analysieren.

Wir wünschen Ihnen, Werte Leserinnen und Leser, viele interessante Erkenntnisse beim Lesen der IFZ Finanzierungsstudie. Über Ihr Feedback und Anregungen aller Art freuen wir uns!

Dr. Manuel Bauer

Prof. Dr. Thomas K. Birrer

Prof. Dr. Martin Spillmann

## **Disclaimer**

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

# Inhaltsverzeichnis

<b>GELEITWORT SWISSACT .....</b>	<b>I</b>
<b>GELEITWORT CFO FORUM SCHWEIZ – CFOS.....</b>	<b>II</b>
<b>VORWORT DER HERAUSGEBER.....</b>	<b>III</b>
<b>TEIL I – FINANZIERUNG MIT EIGENKAPITAL .....</b>	<b>1</b>
<b>1 EXECUTIVE SUMMARY .....</b>	<b>1</b>
<b>2 PERFORMANCE UND RENDITE .....</b>	<b>2</b>
2.1 ANALYSE PERFORMANCE SCHWEIZER AKTIENMARKT IM INTERNATIONALEN VERGLEICH .....	3
2.2 AUSSCHÜTTUNGEN .....	6
2.3 AKTIENRÜCKKÄUFE .....	9
<b>3 EIGENKAPITALTRANSAKTIONEN .....</b>	<b>11</b>
3.1 IPOs UND NEUKOTIERUNGEN.....	11
3.2 KAPITALERHÖHUNGEN .....	14
3.3 ÖFFENTLICHE ÜBERNAHMEANGEBOTE.....	17
<b>4 BEWERTUNGS- UND KAPITALKOSTENANALYSE.....</b>	<b>19</b>
4.1 METHODIK .....	19
4.2 RELATIVE BEWERTUNG.....	20
4.3 ANALYSE DER AKTIENRENDITEN.....	21
4.4 ANALYSE DER EIGENKAPITALRENDITEN.....	23
4.5 ANALYSE DER MARKTKAPITALISIERUNGSRENDITEN (INVERSE P/E RATIO) .....	25
4.6 CAPM/WACC ANALYSE .....	26
<b>TEIL II – FINANZIERUNG MIT FREMDKAPITAL.....</b>	<b>29</b>
<b>1 EXECUTIVE SUMMARY .....</b>	<b>30</b>
<b>2 KAPITALSTRUKTUR KOTIERTER UNTERNEHMEN .....</b>	<b>32</b>
2.1 UNTERSUCHUNG .....	33
2.2 KAPITALSTRUKTUR.....	34
2.3 KAPITALSTRUKTUR NACH MARKTKAPITALISIERUNG.....	39
2.4 VERZINSLICHES FREMDKAPITAL UND EIGENKAPITALQUOTEN NACH BRANCHE .....	42
2.5 KAPITALSTRUKTUR PRO BRANCHE .....	46
2.5.1 Chemie & Rohstoffe .....	46
2.5.2 Diskretionäre Verbrauchsgüter.....	47

2.5.3	<i>Gesundheitswesen</i>	48
2.5.4	<i>Immobilien</i>	49
2.5.5	<i>Industrie</i>	51
2.5.6	<i>IT</i>	52
2.5.7	<i>Kommunikation</i>	53
2.5.8	<i>Verbrauchsgüter</i>	54
2.5.9	<i>Fazit</i>	56
2.6	NETTOVERSCHULDUNG UND NETTOVERSCHULDUNGSGRAD	57
2.7	FREMDKAPITALKOSTEN	61
<b>3</b>	<b>FOKUS ANLEIHEN, GREEN BONDS, LEASING UND COVID-19</b>	<b>64</b>
3.1	ANLEIHEN	65
3.1.1	<i>Emissionsvolumen über die Jahre</i>	66
3.1.2	<i>Ausstehende Anleihen nach Branche</i>	69
3.1.3	<i>Nettoemissionen</i>	69
3.1.4	<i>Einzeltransaktionen im Jahr 2020 im Inlandsegment</i>	71
3.2	GREEN BONDS	73
3.2.1	<i>Definition</i>	73
3.2.2	<i>Der globale Green Bond-Markt</i>	75
3.2.3	<i>Der Schweizer Green Bond-Markt</i>	77
3.3	LEASINGVERBINDLICHKEITEN	79
3.4	EINFLUSS VON COVID-19	82
3.4.1	<i>Untersuchung des Fremdkapitals</i>	83
3.4.2	<i>Bondemissionen</i>	86
<b>4</b>	<b>METHODIK UNTERSUCHUNG KAPITALSTRUKTUR UND FINANZIERUNG MIT FREMDKAPITAL</b>	<b>88</b>
4.1	VORGEHENSWEISE	88
4.2	AUSWAHL DER UNTERSUCHTEN UNTERNEHMEN	88
4.3	BRANCHEN	89
4.4	AUSSCHLUSS VON UNTERNEHMEN	92
4.5	STRUKTURIERUNG UND AUSWAHL DER DATEN	92
4.6	EXTRAKTION UND BEREINIGUNG DER DATEN	93
4.7	AUSWERTUNG DER DATEN	94
	LITERATURVERZEICHNIS	94

<b>TEIL III – GASTBEITRÄGE .....</b>	<b>96</b>
<b>1 ETHICS AND ECONOMICS OF SUSTAINABILITY-LINKED LOANS .....</b>	<b>97</b>
1.1 THE KATOWICE COMMITMENT .....	97
1.2 SUSTAINABILITY-LINKED LOANS.....	97
1.3 ECONOMICS OF SUSTAINABILITY-LINKED LOANS .....	98
1.4 DEVELOPMENTS IN THE MARKET SINCE 2017.....	99
1.5 REFERENCES.....	101
<b>2 GESTALTUNGSKRITERIEN KONZERNINTERNER FINANZIERUNGSSTRUKTUREN AUS EINER PRAXISPERSPEKTIVE .....</b>	<b>102</b>
2.1 FORSCHUNGSSCHWERPUNKT ABSEITS VON STRUKTURFRAGEN .....	102
2.2 EMPIRISCHE ERHEBUNG .....	104
2.3 FAZIT .....	107
2.4 LITERATURVERZEICHNIS .....	108
2.5 ANHANG .....	109
<b>3 KLEINERE ANLEIHEN ALS FINANZIERUNGSAALTERNATIVE.....</b>	<b>110</b>
3.1 WARUM SIND KLEINERE ANLEIHEN SINNVOLL? .....	110
3.2 RISIKO / VOLUMEN MATRIX.....	111
3.3 ANFORDERUNGEN AN EMITTENTEN .....	112
3.4 LENDING PLATTFORMEN.....	113
3.5 FAZIT .....	114
3.6 LITERATURVERZEICHNIS .....	114
<b>4 TOKENISIERUNG ALS INSTRUMENT DER EIGENKAPITALFINANZIERUNG .....</b>	<b>115</b>
4.1 DOCH WAS IST TOKENISIERUNG ÜBERHAUPT UND WELCHE FUNKTION HAT EIN TOKEN?.....	115
4.2 DIE SCHWEIZ ALS RECHTLICHER VORREITER.....	115
<b>TEIL IV – WEITERE STUDIEN UND HINWEISE.....</b>	<b>118</b>
<b>1 MARKETPLACE LENDING REPORT SWITZERLAND 2021.....</b>	<b>119</b>
<b>2 STUDIE ZUR FINANZIERUNG MIT PRIVATE DEBT .....</b>	<b>120</b>
<b>3 IFZ TALKING FINANCE – PODCAST.....</b>	<b>121</b>

<b>AUTORINNEN UND AUTOREN.....</b>	<b>122</b>
<b>UNTERNEHMENS PORTRAITS .....</b>	<b>127</b>
INSTITUT FÜR FINANZDIENSTLEISTUNGEN ZUG IFZ DER HOCHSCHULE LUZERN WIRTSCHAFT .....	127
DAURA AG .....	128
HELVETISCHE BANK AG .....	129
ING WHOLESALE BANKING .....	130
SCHWABE, LEY & GREINER.....	131
<b>ABKÜRZUNGSVERZEICHNIS .....</b>	<b>132</b>
<b>ABBILDUNGSVERZEICHNIS.....</b>	<b>133</b>
<b>TABELLENVERZEICHNIS.....</b>	<b>136</b>
<b>ANHANG .....</b>	<b>137</b>
ANHANG 1 – EXTRAHIERTE DATEN AUS BLOOMBERG FÜR DIE ANALYSE DER FREMDFINANZIERUNG .....	137
ANHANG 2 – AUFLISTUNG GREEN BONDS SCHWEIZ NACH BRANCHE .....	138



## 1 Executive Summary

- Nach einem Tiefststand von minus 23 % gegen Ende März 2020 schloss der SMI Ende Dezember 2020 fast unverändert im Vergleich zum Jahresanfang. Im internationalen Vergleich war die Performance der Schweizer Aktien in 2020 per Ende Jahr – währungsbereinigt – weitgehend etwa gleich hoch wie wichtigsten ausländischen Indizes. Die Schweizer Aktienindizes wiesen jedoch eine tiefere Volatilität auf.
- Die gesamten Ausschüttungen aller SPI-Unternehmen, bestehend aus Dividendenzahlungen, Ausschüttungen aus Agio und Nennwertreduktionen, summierten sich im Jahr 2020 auf CHF 47.6 Mrd., was 5 % weniger ist als im Jahr 2019. Wider Erwarten waren die Dividenden der SPI-Unternehmen daher trotz COVID-19-Krise in der Summe stabil. Ein ähnliches stabiles Bild zeigte sich bei den SMI-Unternehmen. Nur bei den SMIM-Unternehmen fand eine materiellere Dividendenreduktion sowohl des absoluten Volumens als auch der Dividendenrendite statt. Das gesamte Aktienrückkaufvolumen der wichtigsten kotierten Schweizer Unternehmen sank im Jahr 2020 jedoch von CHF 19.6 Mrd. im Jahr 2019 auf CHF 13.6 Mrd. Dies entspricht einem Rückgang von 30 %.
- 2020 geht als ein Jahr ohne «klassischen» Schweizer IPO in die Geschichtsbücher ein, obwohl international die IPO-Aktivität unerwartet hoch war. Mit den Spin-offs Ina Invest (aus Implenja) und V-Zug (aus der Metall Zug Gruppe) fanden jedoch Spin-Offs und somit Neukotierungen statt.
- Insgesamt wurden im Jahr 2020 Kapitalerhöhungen im Gesamtbetrag von CHF 4.0 Mrd. durchgeführt. Die von der COVID-19-Krise stark betroffenen Unternehmen wie Dufry oder MCH Group nahmen frisches Kapital auf. AMS finanzierte den Kauf von Osram und Meyer Burger die Repositionierung als Solarpanelproduzent. Idorsia führte zwei Wachstumsfinanzierungen durch.
- In 2020 gab es lediglich zwei öffentliche Übernahmen. Die Übernahme von Sunrise durch UPC und das Übernahmeangebot an die Aktionäre von Pargesa durch Parjointco.
- Der Median der 5-Jahres Total Performance der SMI-Titel war im Jahr 2020 trotz COVID-19-Krise 9.3 % p.a. und 8.4 % p.a. aus einer 10-Jahresperspektive (vor Transaktionskosten und Steuern). Das Enterprise Value / EBITDA Multiple der Schweizer SPI-Unternehmen (ohne Banken) ist weiter auf 16.4x gestiegen. Der Median des RoE des SMI reduzierte sich um 1.5 Prozentpunkte auf 13.8 %. Auch die Marktkapitalisierungsrendite ("inverse P/E Ratio") der SMI-Titel sank aufgrund von COVID-19 von 5.7 % auf 3.5 %. Der Median der ausgewiesenen WACC-Werte der SMI-Unternehmen gemäss Bloomberg erreichte einen neuen Tiefststand bei 6.5 %.



## 2 Performance und Rendite

### Zusammenfassung

- Im Jahr 2020 wies der SMI eine Performance von 0.8 % auf. Der breiter diversifizierte SPI (SPIND – ohne Dividenden) legte 0.6 % zu. Beide Indizes sind jedoch stark von nur drei Titeln Nestlé, Roche und Novartis abhängig.
- Innerhalb des SPI haben im Jahr 2020 die Branchen IT (+32.8 %), Versorgung (+29.7 %) und Chemie und Rohstoffe (+21.1 %) am besten abgeschnitten. Am meisten hat der Immobiliensektor (-8.8 %) gelitten, gefolgt von Kommunikation (-7.7 %) und Finanzunternehmen (-6.1 %).
- Im internationalen Vergleich war die Performance der Schweizer Aktien währungsbereinigt weitgehend in etwa gleich. Während der S&P500 in Lokalwährung (USD) im Jahr 2020 insgesamt 16 % anstieg, war die währungsbereinigte Performance des S&P500 nur 6 %. Dies geht auf die materielle Abwertung des USD gegenüber dem CHF von 10 % zurück. Ähnlich gut wie die Schweizer Aktien entwickelte sich der währungsbereinigte DAX mit 0.4 %. Nur der EuroStoxx50 wies mit -5 % eine währungsbereinigt signifikant schlechtere Rendite auf.
- Im 5-Jahres-Vergleich schneiden Schweizer Aktien währungsbereinigt relativ gut ab. Sowohl der SMI, der SPI (SPIND – ohne Dividenden) und der SMIM weisen höhere Renditen auf als der DAX (DAXK – ohne Dividenden) und der EuroStoxx50. Nur der S&P500 hatte auch – trotz Abwertung des USD gegenüber dem CHF – eine deutlich bessere Performance als die Schweizer Aktien.
- Die gesamten Ausschüttungen aller SPI-Unternehmen, bestehend aus Dividendenzahlungen, Ausschüttungen aus Agio und Nennwertreduktionen, summierten sich im Jahr 2020 auf CHF 47.6 Mrd., was 5 % weniger war als im Jahr 2019. Wider Erwarten waren die Dividenden der SPI-Unternehmen trotz COVID-19 in der Summe stabil. Nur bei den SMIM-Unternehmen fand eine materiellere Dividendenreduktion – sowohl des absoluten Volumens als auch der Dividendenrendite – statt. Das Aktienrückkaufvolumen sank im Jahr 2020 von CHF 19.6 Mrd. im Jahr 2019 auf CHF 13.6 Mrd. Dies entspricht einem Rückgang um 30 %.
- Weiter rückläufig waren auch – aufgrund der Steuerrechtsrevision 2019 – der Anteil der Agioausschüttungen, resp. Nennwertrückzahlungen. Während dieser Wert im Jahr 2018 z. B. bei den SMI-Unternehmen noch 13.2 % ausgemacht hat (= Agioausschüttungen, resp. Nennwertrückzahlungen im Verhältnis zu Gesamtausschüttungen), betrug dieser Wert lediglich 5.5 % im Jahr 2020. Im Jahr 2019 lag dieser Wert noch bei 8.4 %. Im SMIM und SPI zeigte sich ein ähnlicher Trend.

## 2.1 Analyse Performance Schweizer Aktienmarkt im internationalen Vergleich

Erstaunlicherweise schloss der SMI Ende 2020 ziemlich genau auf dem Niveau des Jahresanfangs. Mit einer Performance von 0.8 % lag der SMI dabei nur leicht hinter des breiter diversifizierten SPIs. Beide Indices sind jedoch stark von drei Titeln beeinflusst.

Im SMI machen Nestlé, Novartis und Roche 53 % des Gesamtindex aus, im SPI sind es 45 %. Diese Titel haben daher eine ähnliche Entwicklung wie der Index. Dies gilt jedoch nicht für die Titel von Novartis, welche im Jahr 2020 etwa 10 % schlechter rentierten als der gesamte SMI.

**Abbildung 1: Gewichte der grössten drei Unternehmen am Gesamtindex**  
(Datenquelle: Bloomberg, diverse Indexanbieter 2021)

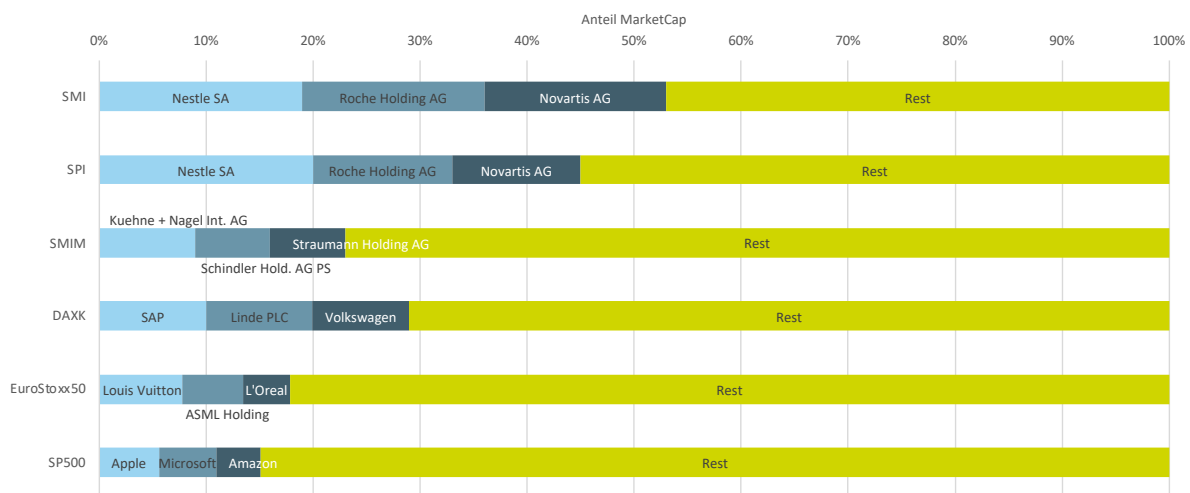
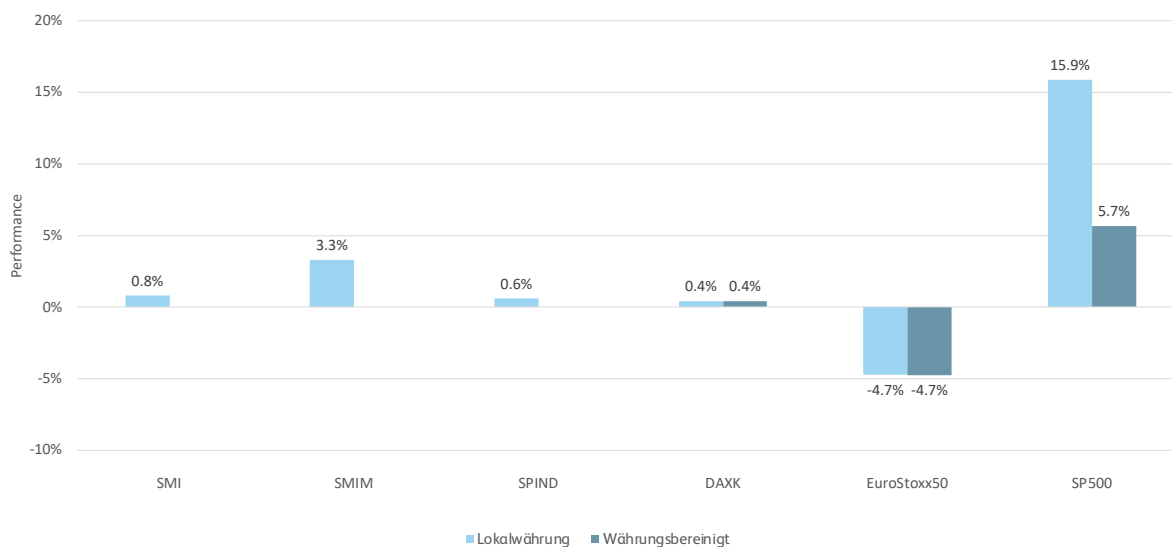


Abbildung 1 zeigt, dass bei anderen wichtigen internationalen Indices der Anteil der «Mega-Caps» einiges tiefer liegt. Im DAX beträgt der Anteil der drei grössten Unternehmen weniger als 30 %, im EuroStoxx50 weniger als 20 % und im S&P500 rund 15 %.

Im internationalen Vergleich war die währungsbereinigte Performance der Schweizer Aktien im Jahr 2020 auf vergleichbarem Niveau. Während der S&P500 (in USD) im Jahr 2020 insgesamt 15.9 % anstieg, ging dies einher mit einer signifikanten Abwertung des USD um 10 %. Daraus resultierte eine währungsbereinigte Performance in CHF von 5.7 %. Ähnlich gut entwickelte sich die währungsbereinigte Rendite des DAX mit 0.4 %. Nur der EuroStoxx50 entwickelte sich deutlich schlechter mit -4.7 % (vgl. Abbildung 2).

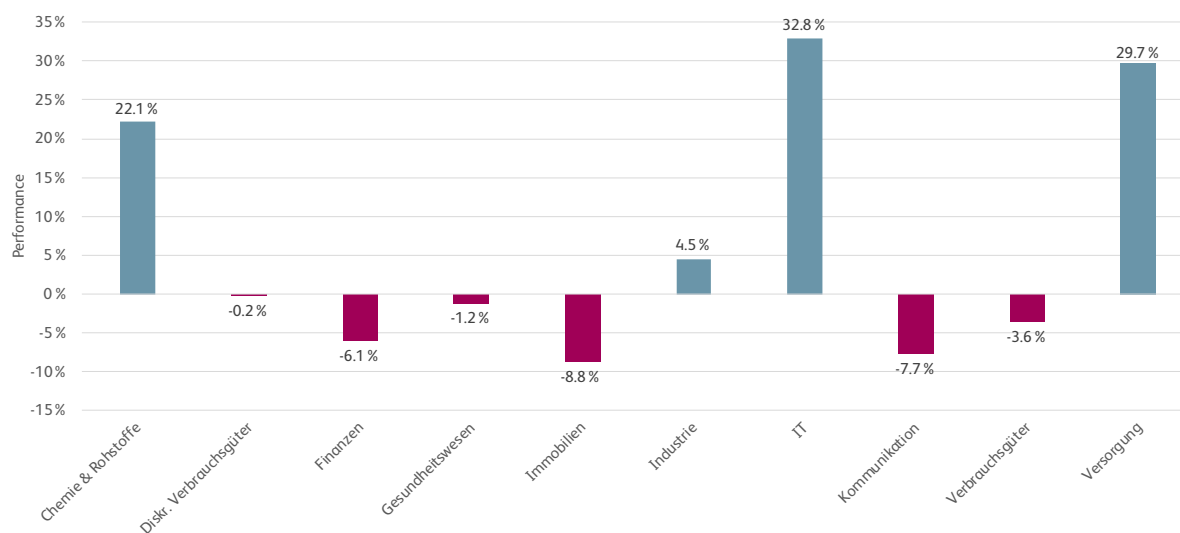
Mit einem Tiefststand von ca. 23 % Ende März 2020 war der SMI jedoch weniger «krisenbeeinträchtigt» als ausländische Aktien. Der S&P500 verlor teilweise in Lokalwährung mehr als 30 %, der DAX sogar 36 %. Aus Sicht eines CHF-Investors waren die Abwertungen aufgrund der Devisenkursentwicklungen teilweise noch höher.

**Abbildung 2: Kursentwicklung (ohne Dividenden) der Aktienmärkte im Jahr 2020**  
(Datenquelle: Bloomberg, 2021)



Wie Abbildung 3 zeigt, haben im Jahr 2020 innerhalb des SPI die Branchen IT (+32.8 %), gefolgt von Versorgung (+29.7 %) und Chemie und Rohstoffe (+21.1 %) am besten abgeschnitten. Am schlechtesten schnitten Immobilititel (-8.8 %), Kommunikationstitel (-7.7 %) und Finanzenwerte (-6.1 %) ab. Im Bereich IT trugen insbesondere Logitech (+92 %), Comet Holding (64 %) und ALSO Holding (+56 %) zur sehr guten Performance bei. Die Performance der Versorger war insbesondere durch die BKW (+43 %) beeinflusst.

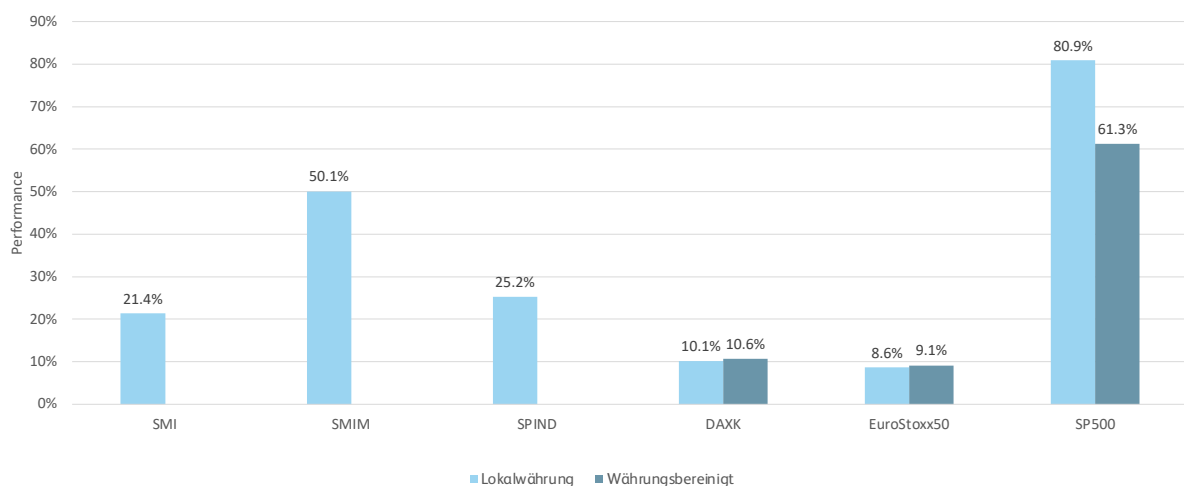
**Abbildung 3: Kursentwicklung (ohne Dividenden) des Schweizer Aktienmarktes im Jahr 2020 nach Branche<sup>1</sup>**  
(Datenquelle: Bloomberg, 2021)



<sup>1</sup> Berechnet als Veränderung der nicht-freefloat-gewichteten gesamten Branchenkapitalisierung innerhalb des SPI. Aktienrückkaufprogramme oder Aktienkapitalerhöhungen können somit einen Einfluss auf diese Kennzahl haben.

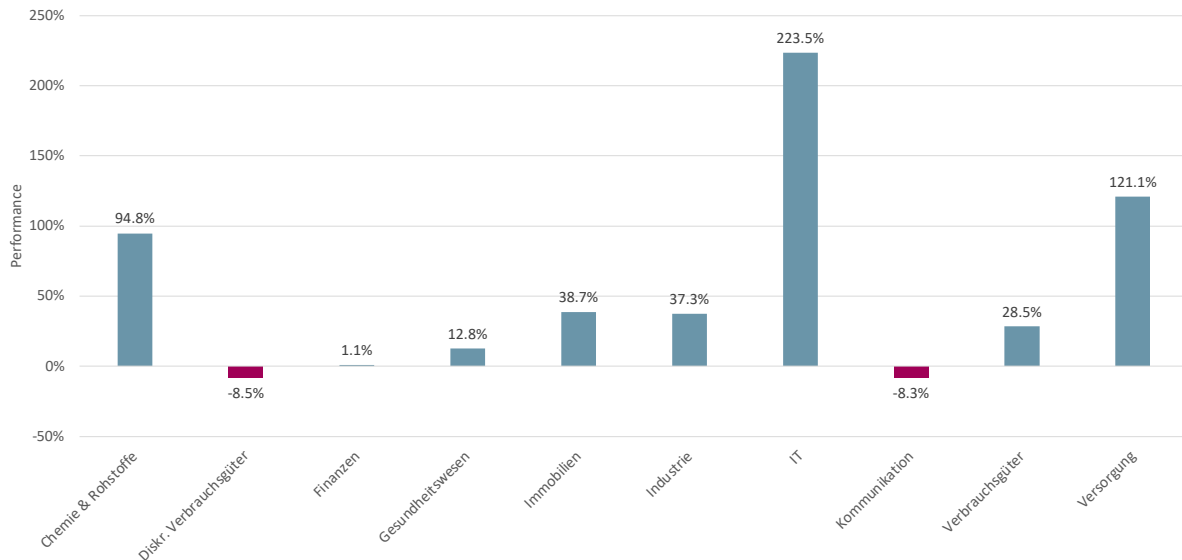
Gemäss dem in Abbildung 4 dargestellten Fünfjahresvergleich schneiden die Schweizer Aktien währungsbe-  
reingt gut ab. Sowohl der SMI, der SPIND (SPI ohne Dividenden) und der SMIM haben besser als der DAXK  
(DAX ohne Dividenden) und der EuroStoxx50 performt. Nur der S&P500 erzielte trotz Abwertung des USD  
gegenüber dem CHF eine bessere Rendite als die Schweizer Aktien.

**Abbildung 4: Kursentwicklung (ohne Dividenden) der Aktienmärkte in den letzten fünf Jahren (Ende 2015 – Ende 2020)**  
(Datenquelle: Bloomberg, 2021)



In einem Fünfjahresvergleich hat innerhalb des SPI bis zum Jahr 2020 der IT-Sektor (+223.5%) am besten abgeschnitten, gefolgt von den Branchen Versorgung (+121.1%) und Chemie und Rohstoffe (+94.8%). Die Kursperformance der Branchen Kommunikation und diskretionäre Verbrauchsgüter war in den letzten fünf Jahren insgesamt negativ, was insbesondere auf den Einfluss der COVID-19-Krise zurückgeht.

**Abbildung 5: Kursentwicklung (ohne Dividenden) des Schweizer Aktienmarktes in den letzten fünf Jahren nach Branchen (Ende 2015 – Ende 2020)<sup>2</sup>**  
(Datenquelle: Bloomberg, 2021)



## 2.2 Ausschüttungen

Während im Jahr 2020 aufgrund der COVID-19-Krise von einem allgemein schlechten «Dividendenjahr» für das Geschäftsjahr 2020 ausgegangen wurde, haben sich diese Befürchtungen nur teilweise bewahrheitet. Die kapitalgewichtete Ausschüttungsrendite<sup>3</sup> des SMI nahm leicht ab von 3.04 % auf 2.94 %. Diese Entwicklung geht hauptsächlich auf eine signifikante Ausschüttungsreduktion im Bankensektor zurück. Sowohl die CS als auch die UBS haben die Ausschüttungen für das Jahr 2020 um rund die Hälfte reduziert.

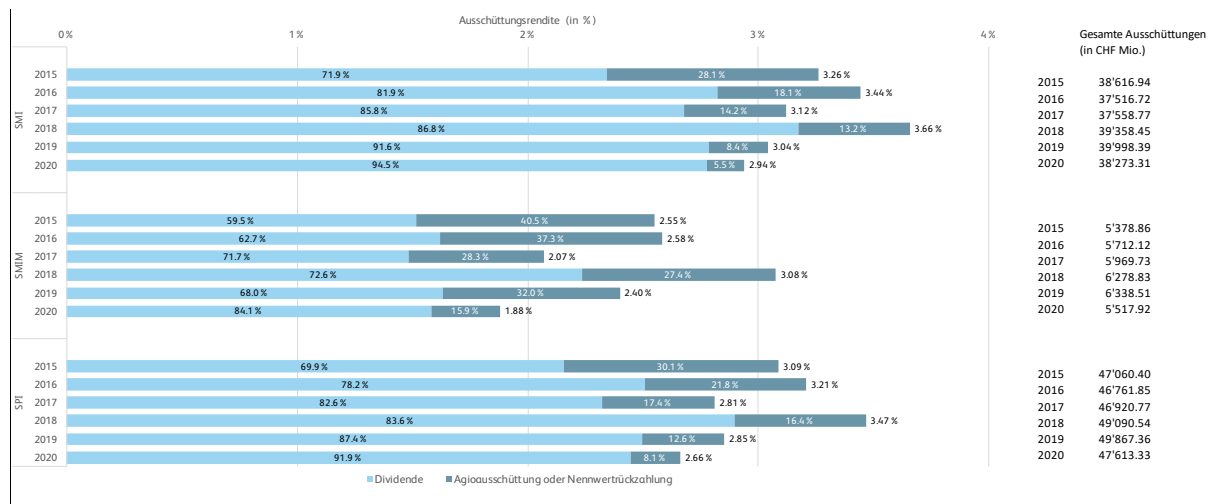
Im SMIM kam es zu einer deutlicheren Abnahme der Dividenden-/Ausschüttungsrendite<sup>4</sup> von 2.40 % auf 1.88 %. Diese Abnahme war jedoch hauptsächlich «technischer Natur», da Clariant im Jahr 2020 (bezogen auf das Geschäftsjahr 2019) eine materielle Sonderdividende im Zusammenhang mit dem Verkauf des sogenannten Masterbatchgeschäfts ausschüttete. Für das Geschäftsjahr 2020 wurde wieder eine reguläre Dividende ausgeschüttet. Zudem hat die Oerlikon Gruppe im Geschäftsjahr 2020 auf die Zahlung einer ausserordentlichen Dividende (wie für die Vorjahre 2019 und 2018) verzichtet. Auch Lindt&Sprüngli trug zur «technischen Abnahme» bei, weil für das Geschäftsjahr 2019 eine Jubiläumsdividende bezahlt worden war. Auf der positiven Seite war zu verzeichnen, dass Sonova für das Geschäftsjahr 2020 wieder eine Dividende ausschüttete und unter anderen Julius Baer und die VAT Group ihre Dividendenzahlungen erhöhten. Abgesehen von technischen Veränderungen war somit die absolute Dividendensumme im Jahr 2020 trotz COVID-19 ungefähr gleich hoch wie im Jahr 2019. Eine leichte Kompression der Dividendenrendite fand durch den leichten Kursanstieg im Jahr 2020 statt.

<sup>2</sup> Berechnet als die Veränderung der nicht-freefloat-gewichteten gesamten Branchenkapitalisierung innerhalb des SPI. Aktienrückkaufprogramme oder Aktienkapitalerhöhungen können somit einen Einfluss auf diese Kennzahl haben.

<sup>3</sup> Berechnet als die für das jeweilige Geschäftsjahr erwirtschaftete (und im Folgejahr bezahlte) Dividende geteilt durch den Jahreschlusskurs des Geschäftsjahrs.

<sup>4</sup> Nachfolgend werden – der Einfachheit halber – alle Ausschüttungen als «Dividenden» bezeichnet, unabhängig von der rechtlichen Ausgestaltung.

**Abbildung 6: Ausschüttungsrendite Schweizer Hauptindizes<sup>5</sup>**  
(Datenquelle: Bloomberg, 2021)



Wie Abbildung 6 zeigt, hat die effektive Ausschüttungsrendite des SPI leicht abgenommen von 2.85 % auf 2.66 %. Aufgrund eines hohen relativen Anteils der SMI- und SMIM-Unternehmen an diesem Index haben ähnliche Faktoren zu dieser Reduktion beigetragen. Der Anteil der Kapitaleinlage-, resp. Nominalwertrückzahlungen hat im Jahr 2020, insbesondere bedingt durch die jüngste Schweizer Unternehmenssteuerrechtsreform, materiell abgenommen.<sup>6</sup> Der Grund, dass sich der Anteil jedoch weniger als halbiert hat, liegt in der Regelung zu «Ausland Kapitaleinlagereserven», von welcher insbesondere LafargeHolcim profitiert.<sup>7</sup> Auffallend ist zudem, dass der Anteil der «steuerfreien» Ausschüttungen im SMIM relativ gesehen weiterhin einiges höher ist als im SMI, wo dieser Anteil sich im Jahr 2020 auf lediglich 5.5 % reduziert hat. Im Jahr 2015 belief sich dieser Anteil bei den SMI-Titeln noch auf 28.1 %.

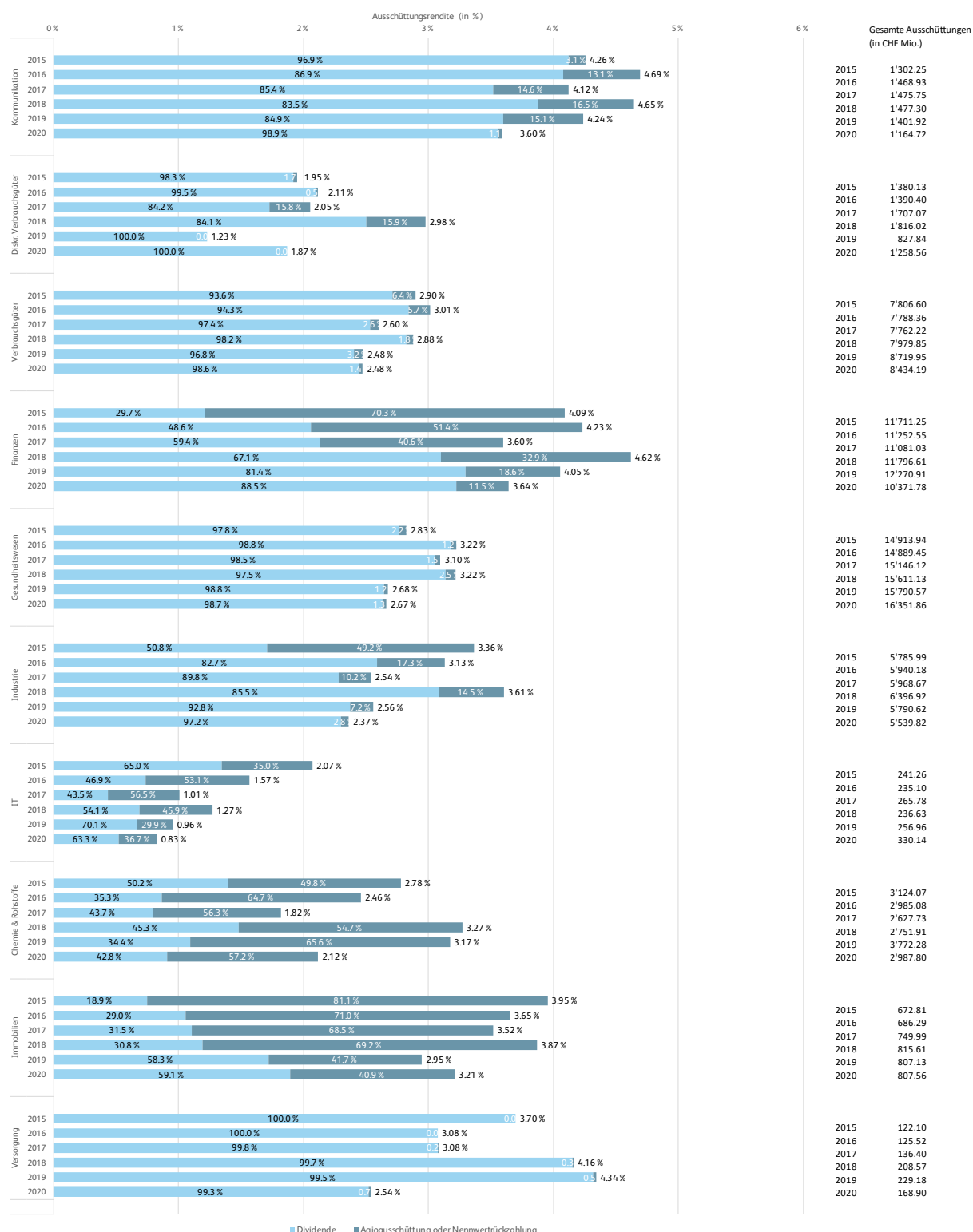
Abbildung 7 zeigt die Ausschüttungsrenditen im Branchenvergleich. Es fallen die weiterhin relativ hohen Ausschüttungsrenditen in der Kommunikation und der Finanzbranche auf. Die Immobilienbranche folgt an dritter Stelle. Im IT-Sektor haben die Renditen aufgrund angestiegener Kurse stark abgenommen. Auch im Bereich diskretionärer Konsumgüter war die Dividendenrendite in den letzten Jahren relativ tief.

<sup>5</sup> Berechnet als Summe der Dividenden, Agio- und Nennwertrückzahlung, welche für das jeweilige Geschäftsjahr (im Folgejahr) bezahlt wurde, geteilt durch den Schlusskurs des jeweiligen Jahres. Basierend auf Titeln, welche anfangs des jeweiligen Geschäftsjahres im Index eingeschlossen waren.

<sup>6</sup> Seit der Unternehmenssteuerreform 2019 darf ein kotiertes Unternehmen grundsätzlich maximal nur so viel aus Kapitaleinlagereserven ausschütten, wie auch als Dividende gezahlt wird.

<sup>7</sup> Ausland-Kapitaleinlagereserven sind Reserven, die durch Übertragung von ausländischen Vermögenswerten auf die schweizerische Gesellschaft geschaffen worden sind. Diese Reserven können ohne Einschränkungen verrechnungssteuerfrei ausgeschüttet werden. Diese Variante steht derzeit sechs Schweizer kotierten Gesellschaften offen (Quelle: FuW).

**Abbildung 7: Ausschüttungsrendite nach Branchen<sup>8</sup>**  
(Datenquelle: Bloomberg, 2021)



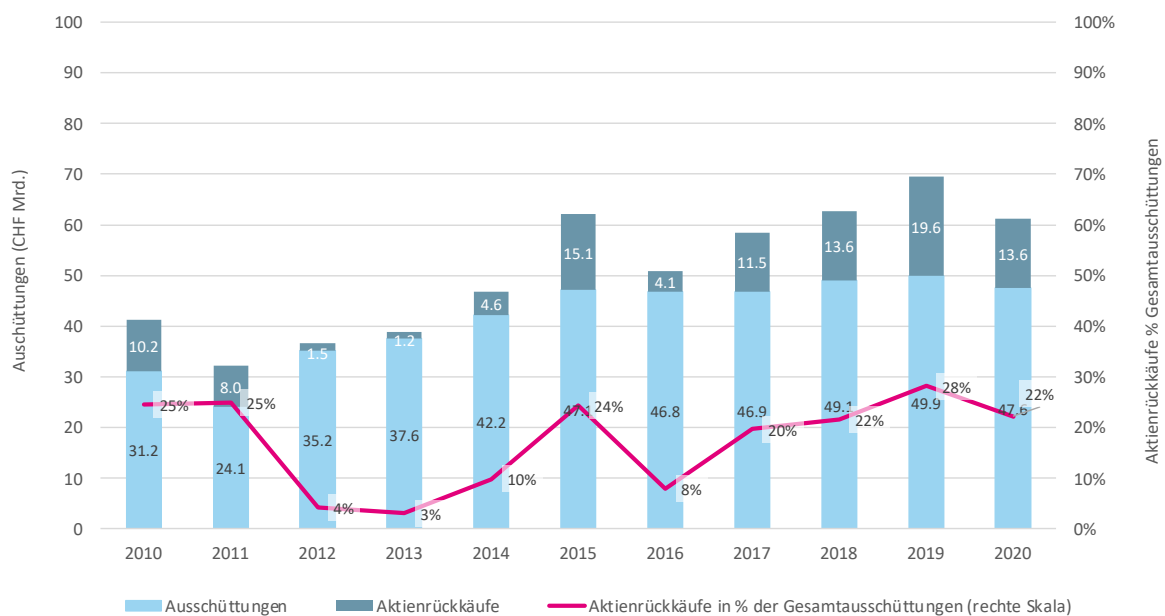
<sup>8</sup> Berechnet als Dividende, Agio- und Nennwertrückzahlung, welche für das jeweilige Geschäftsjahr (im Folgejahr) bezahlt wurde, geteilt durch den Schlusskurs des jeweiligen Jahres. Basierend auf Titel, welche anfangs des jeweiligen Geschäftsjahres im Index eingeschlossen waren.

## 2.3 Aktienrückkäufe

Das Gesamtvolumen der Aktienrückkäufe zwecks Kapitalherabsetzung im gelisteten Segment hat im Jahr 2020 gegenüber dem Rekordjahr 2019 um 30 % abgenommen. Dies geht insbesondere auf tiefere Volumina bei Nestlé und Novartis zurück. Nestlé, Novartis sowie ABB haben die meisten Rückkäufe getätigt – zusammen sind sie für 88 % des Gesamtvolumens verantwortlich.

Auch andere Unternehmen wie CS, UBS, Swiss Re, Swiss Life oder Sonova haben ihre Aktienrückkäufe im Jahr 2020 aufgrund der COVID-19-Krise reduziert. Nestlé und Novartis machen historisch den mit Abstand grössten Anteil der Aktienrückkäufe im SPI aus. Dahinter folgen in einem Fünfjahresranking die Unternehmen Swiss Re mit einem kumulierten Volumen von CHF 4.6 Mrd., ABB mit CHF 3.7 Mrd., UBS 1.9 Mrd. und CS mit CHF 1.1 Mrd.

**Abbildung 8: Gesamte Ausschüttungen im SPI über die letzten zehn Jahre (Dividenden und Aktienrückkäufe zwecks Vernichtung der Aktien)**  
(Datenquelle: Bloomberg, 2021)



Aus Abbildung 8 kann herausgelesen werden, dass sich der Anteil des Aktienrückkaufsvolumens am Gesamtausschüttungsvolumen auf dem Schweizer Aktienmarkt im Jahr 2019 auf 28 % respektive im Jahr 2020 auf 22 % belief. Während Aktienrückkaufprogramme in der Schweiz allgemein zugenommen haben und breiter akzeptiert sind, liegt dieser Anteil immer noch deutlich hinter demjenigen in den USA. Im S&P500 stammen in guten Börsenjahren regelmässig mehr als 50 % der Gesamtausschüttungen aus Aktienrückkäufen.

Insgesamt zeigt sich in einer Langfristbetrachtung der Zusammenhang zwischen Aktienrückkaufsvolumen und Aktienkursen. In den «schwierigen» Börsenjahren 2011 bis 2012 und 2016 waren die Volumina relativ tief. Auch im Jahr 2020 kam es zu der erwähnten relativen Abnahme, wenn auch auf einem höheren Niveau. Dies kann der nachfolgenden Tabelle 1 entnommen werden.



**Tabelle 1: Aktienrückkäufe in der Schweiz**  
(Datenquelle: Vontobel, eigene Recherchen)

Aktienrückkäufe zwecks Kapitalherabsetzung					
Gesellschaft (in CHF Mio.)	2016	2017	2018	2019	2020
ABB Ltd.	1'162	-	-	-	2'573
Actelion Ltd	253	-	-	-	-
Adecco Group AG	12	309	129	69	-
Alpine Select	53	-	10	20	5
ams AG	-	60	214	33	134
Bäloise Holding AG	55	63	135	190	93
bfw liegenschaften ag	-	24	64	16	-
Chocoladefabriken Lindt & Sprüngli AG	-	377	124	332	-
Credit Suisse Group AG	-	-	-	733	325
Dufry AG	-	-	402	-	-
EFG International AG	-	-	30	32	3
Forbo Holding AG	-	90	133	-	-
GAM Holding AG	9	-	-	-	-
Geberit AG	43	94	183	47	157
HBM Healthcare Investments	36	13	-	-	-
Intershop Holding AG	-	-	-	52	-
Julius Bär Gruppe AG	-	-	-	36	77
LafargeHolcim Ltd	-	500	81	-	-
Landis+Gyr Group AG	-	-	-	34	10
Nestlé AG	-	3'516	6'810	9'675	6'796
Novartis AG	767	5'188	1'838	5'318	2'629
SGS AG	215	-	250	-	169
Sonova Holding AG	42	-	92	365	116
Swiss Life Holding AG	-	-	93	907	29
Swiss Re AG	1'091	1'064	1'304	926	185
The Swatch Group AG	334	204	389	33	-
UBS Group AG	-	-	750	800	350
Valartis Group AG	-	-	2	1	-
Zurich Insurance Group AG	-	-	548	-	-
<b>Total</b>	<b>4'070</b>	<b>11'502</b>	<b>13'580</b>	<b>19'618</b>	<b>13'650</b>

### 3 Eigenkapitaltransaktionen

#### Zusammenfassung

- Das Jahr 2020 geht als ein Jahr ohne «klassischen» Schweizer IPO in die Geschichtsbücher ein, obwohl die internationale IPO-Aktivität aufgrund einer starken Zunahme in der zweiten Jahreshälfte 2020 sehr hoch war. Mit den Spin-offs Ina Invest (aus Implenia)<sup>9</sup> und V-Zug (aus der Metall Zug Gruppe) fanden jedoch zwei mittelgrosse Spin-Offs statt.
- In anderen Regionen herrschte rege IPO-Aktivität. In Europa gingen 167 Unternehmen mit einem Gesamtemissionsvolumen von EUR 25 Mrd. an die Börse und Amerika verzeichnete mit über 500 IPOs und einem Volumen von mehr als USD 190 Mrd. mehr als doppelt so viele Börsengänge wie im Vorjahr. Die Verdoppelung der Anzahl IPOs in Nordamerika lässt sich insbesondere auf das hohe Aufkommen von IPOs von Special Purpose Acquisition Companies (SPACs) zurückführen, deren Neuemissions-Aktivität im Jahr 2020 neue Rekordstände erreichte.<sup>10</sup>
- Insgesamt wurden im Jahr 2020 Kapitalerhöhungen im Gesamtbetrag von CHF 4.0 Mrd. durchgeführt. Insbesondere die von der COVID-19-Krise stark betroffenen Unternehmen wie Dufry oder MCH Group nahmen frisches Kapital auf. AMS finanzierte den Kauf von Osram und Meyer Burger die Repositionierung als Solarpanelproduzent. Idorsia führte zwei Wachstumsfinanzierungen durch.
- Im Jahr 2020 gab es lediglich zwei öffentliche Übernahmen. Die Übernahme von Sunrise durch UPC und das Übernahmeangebot an die Aktionäre von Pargesa durch Parjointco.

#### 3.1 IPOs und Neukotierungen

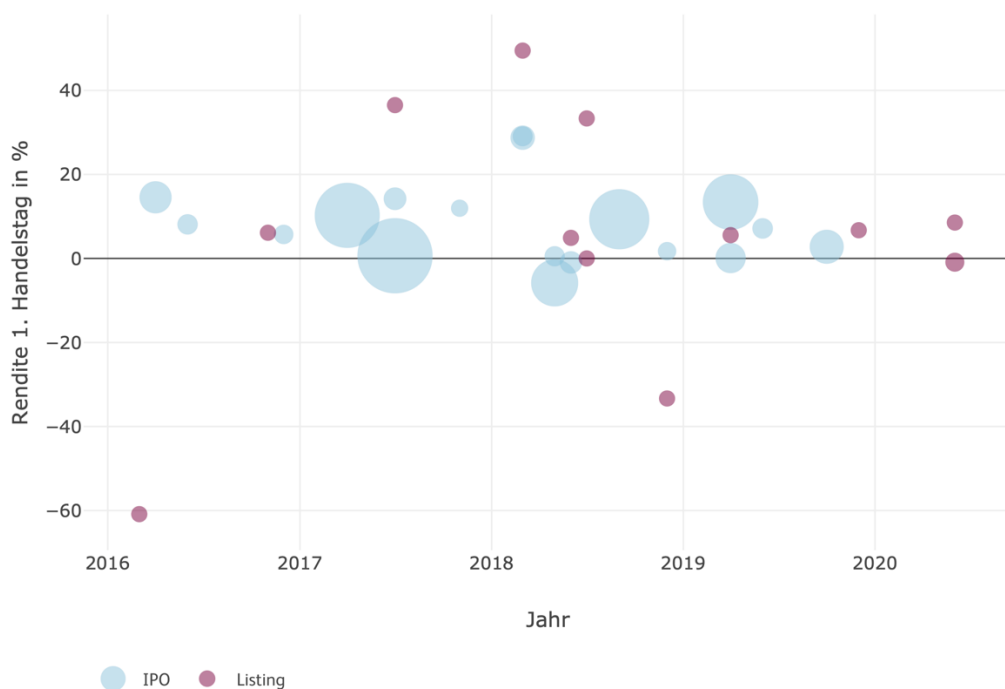
Die Volatilität war beinahe während dem ganzen Jahr 2020 auf einem erhöhten Niveau. Im ersten Halbjahr 2020 fanden keine «klassischen» IPOs mit neuer Kapitalaufnahme statt (Ausnahme Ina Invest «Spin-off Kapitalerhöhung»). Nachfolgende Abbildung 9 und Tabelle 2 zeigen die IPOs und Listings an der SIX Swiss Exchange seit Anfang des Jahres 2016.

---

<sup>9</sup> Quelle PwC Global IPO Watch Q22021 basierend auf Dealogic und Bloomberg Daten.

<sup>10</sup> Aufgrund der gleichzeitigen Platzierung gewisser Aktien, resp. Kapitalerhöhung der Ina Invest, kann diese Transaktion als Mischform zwischen einem Spin-off und einem IPO angesehen werden.

**Abbildung 9: IPOs und Listings an der SIX Swiss Exchange über die Zeit nach Rendite am ersten Handelstag und der Kapitalaufnahme (Grössen der Blasen)**  
(Datenquelle: Vontobel, ZKB, FuW, Unternehmensangaben)



*Hinweis: Auf der Webseite [www.hslu.ch/ifz-finanzierungsstudie.html](http://www.hslu.ch/ifz-finanzierungsstudie.html) finden Sie diverse interaktive Abbildungen aus der IFZ Finanzierungsstudie. Beispielsweise können in der vorangehenden Abbildung zu den IPOs und Listings mit dem Mauszeiger wie nachfolgend dargestellt weitere Informationen zu einzelnen Datenpunkten angezeigt werden und es ist möglich einzelne Bereiche zu vergrössern.*

**Abbildung 10: Interaktive Abbildung IPOs und Listings an der SIX Swiss Exchange**  
(Datenquelle: Bloomberg, 2021)

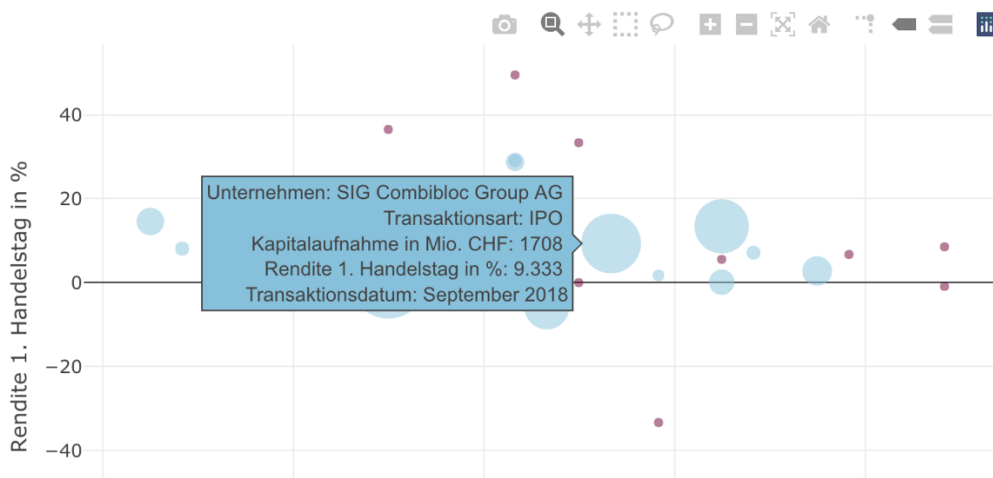


Tabelle 2: IPO-Aktivität Schweiz

(Datenquelle: Vontobel, ZKB, FuW, Unternehmensangaben)

IPOs und Listings an der SIX Swiss Exchange							
Datum	Unternehmen	Kategorie	Preisspanne IPO (Tief/Hoch)		Kapitalaufnahme* IPO (in CHF Mio.)	Ausgabepreis	Erster Schlusskurs Rendite 1. Tag**
Juni 2020	V-Zug	Listing			-	72.0	78.2 8.5 %
Juni 2020	Ina Invest	Listing***			109	22.4	22.2 -0.9 %
Dezember 2019	Novarest Real Estate AG	Listing			-	40.2	42.9 6.7 %
Oktober 2019	SoftwareONE Holding AG	IPO	16.5	21.0	694	18.0	18.5 2.8 %
Juni 2019	Aluflexpack AG	IPO	20.0	26.0	169	21.0	22.5 7.1 %
April 2019	Stadler Rail AG	IPO	33.0	41.0	1'530	38.0	43.1 13.4 %
April 2019	Alcon AG	Listing			-	-	58.1 5.5 %
April 2019	Medacta Group AG	IPO	88.0	104.0	547	96.0	96.1 0.1 %
Dezember 2018	IGEA Pharma N.V.	Listing			-	-	2.5 -33.3 %
Dezember 2018	Fundamenta Real Estate AG	IPO	14.5	14.5	85	14.5	14.8 1.7 %
September 2018	SIG Combibloc Group AG	IPO	10.5	13.5	1'708	11.3	12.3 9.3 %
Juli 2018	ObsEva SA	Listing			-	15.0	20.0 33.3 %
Juli 2018	Blackstone Resources AG	Listing			-	13.5	13.5 0.0 %
Juni 2018	Lalique Group SA	Listing			-	51.0	53.5 4.9 %
Juni 2018	Klingelberg AG	IPO	45.0	54.0	241	53.0	52.5 -0.9 %
Mai 2018	Polyphor AG	IPO	30.0	40.0	155	38.0	38.2 0.5 %
Mai 2018	CEVA Holding AG	IPO	27.5	52.5	1'200	27.5	25.9 -5.8 %
März 2018	Medartis Holding AG	IPO	44.0	54.0	143	48.0	62.0 29.1 %
März 2018	Sensirion Holding AG	IPO	28.0	36.0	318	36.0	46.4 28.8 %
März 2018	ASMALLWORLD AG	Listing			-	9.8	14.6 49.5 %
November 2017	poenina holding ag	IPO	40.0	46.0	39	46.0	51.5 12.0 %
Juli 2017	Landis+Gyr Group AG	IPO	70.0	82.0	2'295	78.0	78.5 0.6 %
Juli 2017	Zur Rose Group AG	IPO	120.0	140.0	252	140.0	159.9 14.2 %
Juni 2017	Idorsia Ltd	Listing			-	-	13.7 36.5 %
April 2017	Galenica Santé	IPO	31.0	39.0	1'901	39.0	43.0 10.3 %
Dezember 2016	Varia US Properties AG	IPO	35.0	37.0	125	35.0	37.0 5.7 %
November 2016	KTM Industries AG	Listing			-	-	5.2 6.1 %
Juni 2016	Investis Holding SA	IPO	49.0	68.0	163	53.0	57.3 8.1 %
April 2016	VAT Group AG	IPO	39.0	46.0	621	45.0	51.6 14.6 %
März 2016	WISKey International Holding Ltd	Listing			-	15.0	5.9 -60.9 %
<b>Durchschnitt</b>					<b>647</b>		<b>6.9 %</b>
<b>Median</b>					<b>252</b>		<b>6.4 %</b>

Hinweise:

\* Die Kapitalaufnahme umfasst das Transaktionsvolumen bei den Endinvestoren.

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

\*\*\* Gleichzeitige Kapitalerhöhung von CHF 116 Mio. brutto und CHF 109 Mio. netto.

Es wurden jedoch zwei Spin-offs durchgeführt. Ina Invest – ein Spin-off von Implenla – kotierte ihre Aktien im Juni 2020 an der Schweizer Börse mit einer Marktkapitalisierung von CHF 215 Mio. (basierend auf dem Eröffnungskurs der Aktie).<sup>11</sup> Kurz darauf ging das Schweizer Haushaltgeräteunternehmen V-ZUG – ein Spin-off der Metall Zug – mit CHF 463 Mio. (basierend auf dem Eröffnungskurs der Aktie) an die Börse. Das IPO-Fenster öffnete sich danach im Jahr 2020 in der Schweiz jedoch nicht mehr.

Während das Jahr damit ohne «klassisches IPO» an der SIX Swiss Exchange zu Ende ging, herrschte in anderen Regionen rege IPO-Aktivität. In Europa gingen 167 Unternehmen mit einem Gesamtemissionsvolumen von EUR 25 Mrd. an die Börse und Nordamerika verzeichnete mit über 500 IPOs und einem Volumen von über USD 190 Mrd. mehr als doppelt so viele Börsengänge wie im Vorjahr. Die Verdoppelung der Anzahl IPOs in Nordamerika lässt sich insbesondere auch auf das hohe Aufkommen von IPOs mit sog. Special Purpose Acquisition Companies (kurz SPACs) zurückführen. Diese wiesen im Jahr 2020 eine rege Aktivität auf.

<sup>11</sup> Aufgrund der gleichzeitigen Platzierung gewisser Aktien, resp. Kapitalerhöhung der Ina Invest, kann diese Transaktion als Mischform zwischen einem Spin-off und einem IPO angesehen werden.

## 3.2 Kapitalerhöhungen

Insgesamt wurden im Jahr 2020 am Schweizer Kapitalmarkt Kapitalerhöhungen im Gesamtbetrag von CHF 4.0 Mrd. durchgeführt, wie nachfolgende Tabelle zeigt.

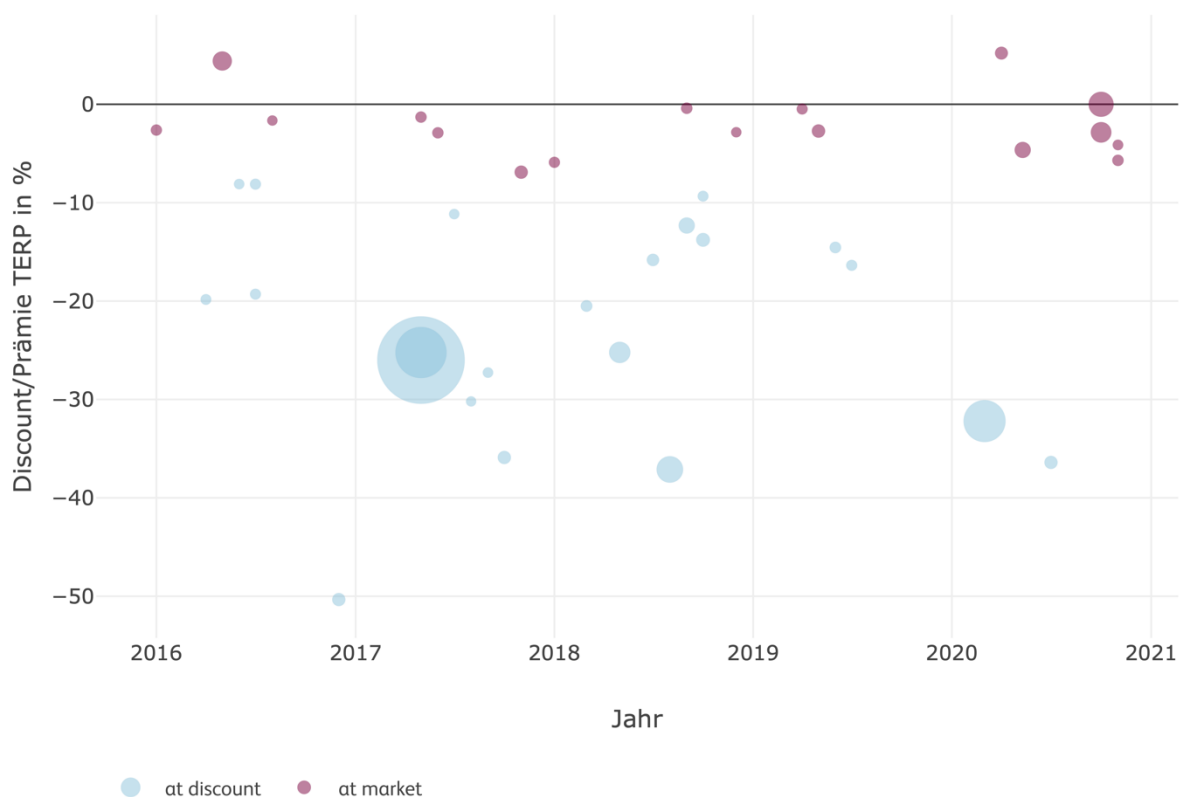
**Tabelle 3: Kapitalerhöhungen am Schweizer Kapitalmarkt**  
(Datenquelle: Vontobel, Unternehmensangaben, eigene Berechnungen)

Kapitalerhöhungen im SPI					
Datum	Unternehmen	Transaktionsform*	Erlös (brutto, in CHF Mio.)	Discount / Premium (-)	Verwendung Erlös Kapitalerhöhung
November 2020	MCH Group AG	at discount	105	n/a	Rekapitalisierung
November 2020	Valora	at market	70	5.7 %	Rekapitalisierung
November 2020	Novavest Real Estate AG	at market	26	4.1 %	Wachstumsfinanzierung
Oktober 2020	Idorsia	at market	575	2.9 %	Wachstumsfinanzierung
Oktober 2020	Dufry	at market	820	0.0 %	Akquisition Hudson / Allgemein
Juli 2020	Meyer Burger	at discount	165	36.4 %	Rekapitalisierung/Wachstumsfinanzierung
Mai 2020	Idorsia	at market	330	4.6 %	Wachstumsfinanzierung
März 2020	AMS	at discount	1'750	32.2 %	Akquisitionsfinanzierung
April 2020	Dufry	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 EK
April 2019	Bachem Holding AG	at market	48	0.5 %	Stärkung EK und Wachstumsfinanzierung
Dezember 2018	Asmworld AG	at market	10	2.8 %	Expansion
Oktober 2018	Poenina Holding AG	at discount	38	9.3 %	Akquisitionsfinanzierung
Oktober 2018	Zur Rose Group AG	at discount	200	13.8 %	Akquisitionsfinanzierung
September 2018	Coltene Holding AG	at market	70	0.4 %	Akquisitionsfinanzierung
September 2018	Swiss Prime Site AG	at discount	331	12.3 %	Allgemeine Finanzierungs- und Akquisitionszwecke
August 2018	Aryzta AG	at discount	900	37.1 %	Stärkung EK
Juli 2018	Leonteq AG	at discount	124	15.8 %	Stärkung EK
Mai 2018	Bell Food Group	at discount	613	25.2 %	Akquisition Huegli
März 2018	mobilezone holding ag	at discount	82	20.5 %	Akquisitionsfinanzierung
Februar 2018	Addex Therapeutics Ltd	at market	41	n/a	Research & Development
Januar 2018	Varia US Properties AG	at market	57	5.9 %	Expansion
November 2017	Valora Holding AG	at market	172	6.9 %	Allgemeine Finanzierungs- und Akquisitionszwecke
Oktober 2017	Evolva Holding SA	at discount	170	35.9 %	Expansion
September 2017	Myriad Group AG	at discount	19	27.3 %	Expansion
August 2017	Edison Power Europe AG	at discount	5	30.2 %	Expansion
Juli 2017	Kuros Biosciences Ltd.	at discount	14	11.2 %	Investition und Produktentwicklung
Juni 2017	Swiss Finance & Property Investment AG	at market	63	2.9 %	Investition und Akquisition
Mai 2017	Highlight Event and Entertainment AG	at market	66	1.3 %	Investitions- und Akquisitionszwecke
Mai 2017	Credit Suisse Group AG	at discount	4'247	26.0 %	Stärkung EK
Mai 2017	Lonza Group AG	at discount	2'251	25.2 %	Akquisitionsfinanzierung
Dezember 2016	Meyer Burger Technology AG	at discount	165	50.3 %	Rekapitalisierung
November 2016	Gottex Fund Management Holdings	at market	6	n/a	Rekapitalisierung
August 2016	Leclanché S.A.	at market	11	1.7 %	Stärkung EK
Juli 2016	LifeWatch AG	at discount	45	19.3 %	Legal Case Settlement, Rückzahlung Darlehen, Expansion
Juli 2016	Relief Therapeutics Holding AG	at discount	48	8.1 %	Akquisitionsfinanzierung
Juni 2016	Gottex Fund Management Holdings	at discount	17	8.1 %	Rekapitalisierung
Mai 2016	EFG International AG	at market	499	-4.4 %	Akquisitionsfinanzierung
April 2016	Bellevue Group AG	at discount	33	19.8 %	Akquisitionsfinanzierung
Januar 2016	Walliser Kantonalbank	at market	59	2.6 %	Umstrukturierung der Kapitalstruktur
Durchschnitt			350	13.6%	
Median			74	9.3%	

*Hinweis: Alle Bezugsrechtsangebote sowie ABBs (Accelerated Bookbuilding Offers, d. h. Übernachtplatzierungen) «nahe am Marktpreis» mit einem Discount/Premium von +/- 6% werden in obiger Darstellung als «at market» klassifiziert*

Nachfolgende Abbildung 11 zeigt die Kapitalerhöhungen seit dem Jahr 2016 im Zeitverlauf.

**Abbildung 11: Kapitalerhöhungen im SPI inklusive Prämie und Erlös brutto (Grössen der Blasen)**  
(Datenquelle: Vontobel, Unternehmensangaben, eigene Berechnungen)



*Hinweis: Alle Bezugsrechtsangebote sowie ABBs (Accelerated Bookbuilding Offers, d. h. Übernachtplatzierungen) «nahe am Marktpreis» mit einem Discount/Premium von +/- 6% sind in obiger Darstellung als «at market» klassifiziert.*

Die grösste und sicherlich auch aus finanziellen Gesichtspunkten spannendste Transaktion im Jahr 2020 war die Kapitalerhöhung von AMS zwecks Finanzierung der Übernahme von Osram. Inmitten der nach Europa überschwappenden COVID-19-Krise kündigte AMS am 11. März 2020 die Kapitalerhöhung mit Bezugsrechten an. Mit einem Gesamtbetrag vom CHF 1.75 Mrd. war die geplante Kapitalerhöhung daher grösser als die vorherrschende Marktkapitalisierung der AMS, weil Kurs von AMS während des Frühjahres 2020 um 35 % einbrach. Die seitens UBS und HSBC begleitete und garantierte Transaktion wurde mit einem Discount to TERP (sog. Theoretischer Ex-Rights Preis) von 32 % mit einem materiellen Discount versehen. Dies reichte jedoch nicht, um inmitten der COVID-19-Krise die Transaktion erfolgreich abzuschliessen. Da der Kurs während der Bezugsrechtperiode teilweise deutlich unter dem Bezugspreis von CHF 9.20 handelte, wurden nur 70 % der Bezugsrechte ausgeübt. Der Rest musste durch die beteiligten Banken gezeichnet werden. Bis Jahresende erholte sich der Aktienkurs von AMS jedoch wieder auf CHF 19.40.

Nicht weniger spannend waren die Kapitalerhöhungen der Dufry. Im April 2020 wurden CHF 151 Mio. durch ein Accelerated Bookbuilding Offer (ABB) eingesammelt (gleichzeitig mit der Ausgabe eines Convertibles). Im Oktober 2020 wurde eine weitere Kapitalrunde durchgeführt. Dieses Mal hatte vorab Advent International, der ehemalige Besitzer, resp. Mehrheitsaktionär von Dufry, der Gesellschaft einen sogenannten «Backstop» für einen Betrag von CHF 411 Mio. ausgestellt. In der darauffolgenden Transaktion wurde dann neben Advent

auch Alibaba neuer Investor und zusammen mit den bestehenden Aktionären wurden weitere CHF 820 Mio. aufgenommen. Diese Mittel wurden insbesondere auch zur Finanzierung der Hudson-Übernahme verwendet. An der ausserordentlichen Generalversammlung vom 10. Juli 2020 in Thun stimmten die Aktionäre der Meyer Burger Technology AG den Anträgen des Verwaltungsrats zu, eine ordentliche Kapitalerhöhung mit Bezugsrechten durchzuführen. Damit war der Weg frei für die Neuausrichtung der Meyer Burger als eigener Hersteller von Solarzellen und Solarmodulen. Der Discount zum TERP von 36 % war relativ gross. Der Discount war jedoch den Verhältnissen entsprechend angemessen, da sich Meyer Burger davor in einer Restrukturierungsphase befand und die komplette Neuausrichtung mit einem beträchtlichen Risiko verbunden war. Trotzdem war die Emission ein grosser Erfolg. Bis zum Ende der Bezugsfrist am 22. Juli 2020 wurden 98.9 % der Bezugsrechte ausgeübt. Aus der Emission resultiert damit ein Bruttoerlös von rund CHF 165 Mio. Bereits im Vorfeld der Kapitalerhöhung haben sich sogenannte PIPE-Investoren (Private Investment in Public Equity) und bestehende Investoren gegenüber der Gesellschaft zur Zeichnung der Privatplatzierung und der Bezugsrechtskapitalerhöhung verpflichtet.

Idorsia hat im Mai und Oktober 2020 je eine «at market»-Kapitalerhöhung zwecks weiterer Finanzierung des Wachstums durchgeführt.

Im November 2020 hat die Novavest Real Estate AG eine Kapitalerhöhung von 51:5 zum weiteren Ausbau des bestehenden Immobilienportfolios bekanntgegeben. Der Emissionserlös belief sich auf CHF 26.3 Mio. Der offizielle Bezugsrechtshandel fand vom 30. November 2020 bis zum 9. Dezember 2020 an der SIX Swiss Exchange statt. Die Kapitalerhöhung stiess bei institutionellen und privaten Anlegern auf grosses Interesse und in der Folge konnte das Aktionariat erneut ausgebaut werden.

Kurz vor Weihnachten 2020 wurde die Kapitalerhöhung der MCH Group AG erfolgreich abgeschlossen. Insgesamt wurden in zwei Tranchen CHF 104.5 Mio. an neuem Kapital aufgenommen. Die Transaktion war unter den Aktionären und in der Presse heftig debattiert worden. Hintergrund war, dass seit Februar 2020 die Geschäftstätigkeit in starkem Ausmass von der COVID-19-Krise und den entsprechenden Schutzmassnahmen betroffen war. Zur Sicherung des Fortbestandes des Unternehmens waren deshalb verschiedene dringende Massnahmen notwendig. Der Verwaltungsrat und das Executive Board haben im Sommer 2020 ein umfassendes Massnahmenpaket erarbeitet, um die Kapitalstruktur, die Liquiditätssituation und die Unternehmensführung zu stärken und die strategische Neuausrichtung zu beschleunigen.

Der Verwaltungsrat der MCH Group beantragte daher in der ausserordentlichen Generalversammlung vom 3. August 2020 ein Massnahmenpaket, welches Kapitalerhöhungen im Umfang von bis zu CHF 104.5 Mio. in zwei Tranchen, die Umstrukturierung des Fremdkapitals, die Reduktion und Zusammensetzung des Verwaltungsrates sowie die Aufhebung der Vinkulierungsbestimmungen in den Statuten vorsah. Das Massnahmenpaket wurde von der Generalversammlung vom 3. August 2020 genehmigt. Diese Beschlüsse und Wahlen wurden jedoch angefochten und blockiert. Erst nach einer Vereinbarung zwischen allen Parteien und durch den Einschluss des neuen Investors LUPA Systems (hinter der die Familie Murdoch steht) konnte die Kapitalerhöhung im Anschluss an eine weitere ausserordentlichen GV am 27. November 2020 erfolgreich durchgeführt werden.

### 3.3 Öffentliche Übernahmeangebote

Seit dem Jahr 2016 wurden an der Schweizer Börse insgesamt 19 öffentliche Übernahmen erfolgreich abgeschlossen (siehe Tabelle 4 und Abbildung 12). Im Durchschnitt wurde eine Prämie (zum 60-Tages VWAP) von 22.8 % (Median 18.6 %) bezahlt. Diese Werte sind jedoch insofern beeinflusst, als dass es sich bei gewissen Angeboten um Pflichtangebote handelte, welche tiefere Prämien aufweisen. Während im Jahr 2019 sechs Übernahmen an der Schweizer Börse stattgefunden haben, kam es im Jahr 2020 lediglich zu zwei Übernahmen. Mit der Übernahme von Sunrise durch UPC mit einem Transaktionswert von CHF 4.8 Mrd. fand jedoch eine der grössten Übernahmen der letzten zehn Jahre statt. Die Prämie zum Mindestkurs (60-Tages VWAP) betrug 32.0 % und lag demnach über dem Fünfjahresdurchschnitt.

Das Übernahmeangebot an die Aktionäre der Pargesa durch die Parjointco wurde zum Zwecke der Vereinfachung der Beteiligung an der GBL Gruppe vollzogen. Pargesa war vor dem Vollzug des Austauschangebotes ca. 50 % Aktionärin der GBL. Im Zuge des Umtauschangebotes erhielten die Pargesa-Aktionäre Aktien der GBL, woraufhin Pargesa dekotiert wurde. Gemäss den Bedingungen des Angebots bot Parjointco Switzerland 0.93 Aktien von GBL für jede Aktie von Pargesa. Das Umtauschverhältnis entsprach einer Prämie von 15.8 % auf den Schlusskurs der Pargesa Aktien am 11. März 2020 und von 14.0 % auf dem volumengewichteten Durchschnittskurs der Pargesa Aktien während den 60 vorangegangenen Handelstagen.<sup>12</sup>

**Tabelle 4: Öffentliche Übernahmeangebote und Prämien in den Jahren 2016 bis 2020**  
(Datenquelle: Vontobel, Unternehmensangaben, eigene Berechnungen)

Öffentliche Übernahmeangebote an der SIX Swiss Exchange						
Jahr	Zielgesellschaft	Käufer	Datum Voranmeldung	Endergebnis	Erfolgsquote	Prämie zum 60-Tages VWAP* Transaktionsgrösse (in CHF Mio.)
2020	Sunrise	UPC	12.08.20	96.6 %	96.6 %	32.0 % 4'810
2020	Pargesa	Parjointco	11.03.20	97.4 %	94.3 %	14.0 % 2'734
2019	BFW Liegenschaften	BFW Holding AG	29.11.19	84.3 %	51.1 %	1.7 % 112
2019	Baumgartner Gruppe Holding AG	Behr Bircher Cellpack BBC AG	29.07.19	99.1 %	66.1 %	n/a 54
2019	Alpiq Holding SA	Schweizer Kraftwerksbeteiligungs-AG	29.05.19	89.9 %	13.1 %	-3.5 % 30
2019	Panalpina Welttransport Holding AG	DSV A/S	01.04.19	98.5 %	98.4 %	18.5 % 4'579
2019	Edmond de Rothschild (Suisse) S.A.	Edmond de Rothschild Holding SA	13.03.19	99.9 %	93.3 %	n/a 86
2019	CEVA Logistics AG	CMA CGM S.A.	26.11.18	97.9 %	95.7 %	12.2 % 819
2018	Bank Cler AG	Basler Kantonalbank	20.06.18	98.7 %	93.3 %	23.0 % 158
2018	Hügli Holding AG	Bell Food Group AG	15.01.18	99.2 %	97.6 %	14.4 % 375
2018	Goldbach Group AG	Tamedia AG	22.12.17	97.4 %	96.9 %	3.7 % 217
2017	LifeWatch AG	Cardiac Monitoring Holding Company	24.01.17	96.7 %	96.4 %	46.3 % 250
2017	Actelion Ltd	Janssen Holding GmbH	26.01.17	92.6 %	92.5 %	46.0 % 29'875
2017	Pax Anlage AG	Basler Leben AG	06.01.17	83.6 %	42.8 %	18.6 % 84
2016	Looser Holding AG	AFG Arbonia-Forster-Holding AG	15.09.16	97.5 %	94.7 %	58.0 % 194
2016	Charles Vögele Holding AG	Sempione Retail AG	19.09.16	95.2 %	94.1 %	0.0 % 48
2016	gategroup Holding AG	HNA Aviation	11.04.16	96.1 %	96.1 %	37.0 % 1'420
2016	Syngenta AG	China National Chemical Corp.	03.02.16	94.7 %	94.7 %	31.1 % 42'738
2016	Kuoni Reisen Holding AG	Kiwi Holding IV S.à r.l.	02.02.16	90.6 %	87.2 %	34.1 % 1'360
<b>Durchschnitt</b>				<b>95.0 %</b>	<b>83.9 %</b>	<b>22.8 %</b> <b>4'734</b>
<b>Median</b>				<b>96.7 %</b>	<b>94.3 %</b>	<b>18.6 %</b> <b>250</b>

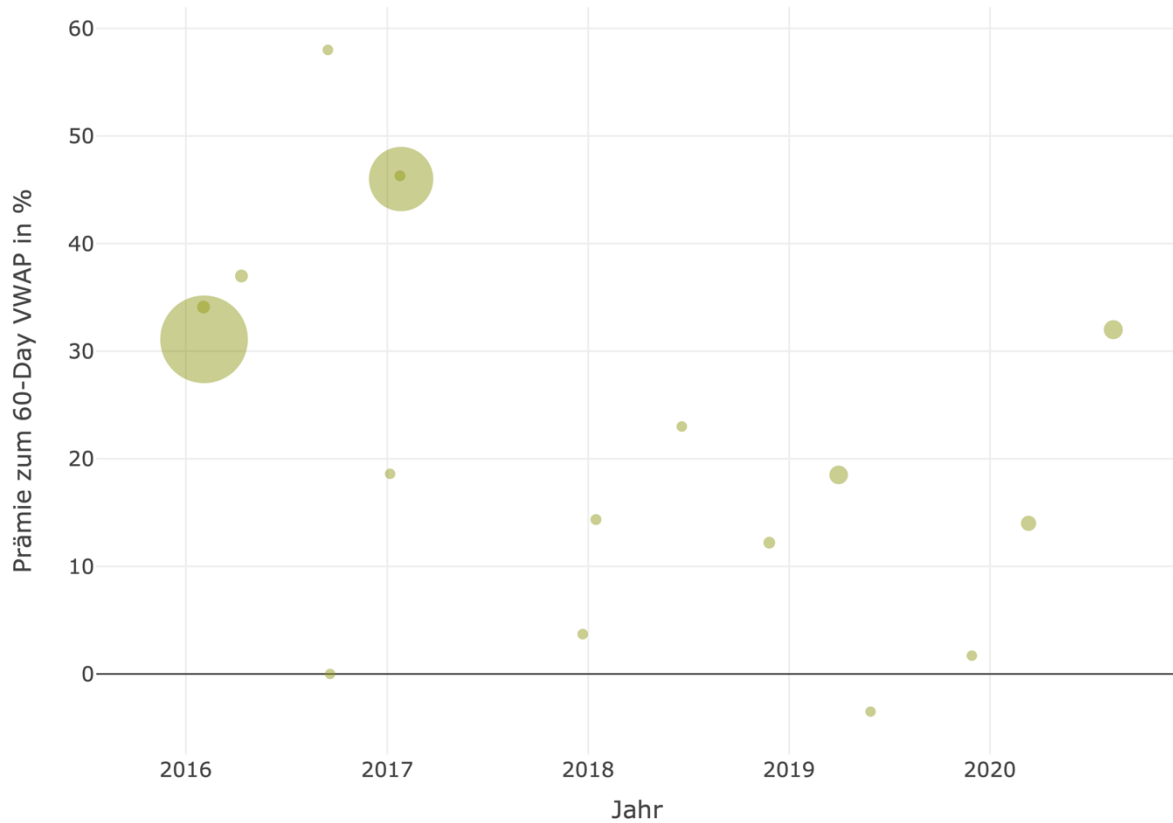
Hinweis: Die Prämie zum 60-Tages VWAP wird im Falle von als "illiquid" taxierten Aktien mit "n/a" angegeben.

<sup>12</sup> Pargesa / Parjointco Switzerland Angebotsprospekt 22. April 2020



**Abbildung 12: Öffentliche Übernahmeangebote nach Voranmeldungsdatum inklusive Prämien sowie Transaktionsgrössen (Grössen der Blasen)**

(Datenquelle: Vontobel, Unternehmensangaben, eigene Berechnungen)



## 4 Bewertungs- und Kapitalkostenanalyse

### Zusammenfassung

- Auch der Schweizer Aktienmarkt verzeichnete in den letzten zehn Jahren einen deutlichen Anstieg der relativen Bewertungen. Das Enterprise Value / EBITDA Multiple der im SMI kotierten Unternehmen (ohne Banken) ist in diesem Zeitraum von 10.7x auf 16.4x gestiegen.
- Der Median der Fünfjahres-Total Performance der SMI-Titel lag im Jahr 2020 trotz COVID-19-Krise bei 9.3 % p.a. und 8.4 % p.a. aus einer Zehnjahresperspektive (vor Transaktionskosten und Steuern).
- Der Median RoE erreichte einen COVID-19-bedingten Wert von 13.8 %, rund eineinhalb Prozentpunkte weniger als im Vorjahr.
- Die Marktkapitalisierungsrendite (inverse P/E Ratio) der SMI-Unternehmen nahm aufgrund von COVID-19 von 5.7 % auf 3.5 % ab, da sich die Jahresergebnisse des Jahres 2020 in gewissen Branchen stark verschlechterten, die Kurse jedoch relativ stabil blieben.
- Der Median des von Bloomberg berechneten durchschnittlichen gewichteten Kapitalkosten (WACC) für die SMI-Unternehmen erreichte einen neuen Tiefststand bei 6.5 %.

### 4.1 Methodik

Es bestehen viele verschiedene Ansätze zur Unternehmensbewertung und zur Analyse von Kapitalkosten. Nach Sicht der Autoren gibt es in der Praxis nicht nur die eine «richtige» Methode. Entscheidungsträger wenden verschiedene Methoden an und messen ihr Unternehmen und ihre Investitionsentscheide anhand verschiedener Methoden. Im Rahmen dieser Studie sollen daher verschiedene Ansätze für den Schweizer Markt berechnet und gegenübergestellt werden. Dazu zählen:

- **Relative Bewertung**

Eine relative Bewertung gibt an, mit welchen relativen Kennzahlen beziehungsweise zu welchen «Multiples» vergleichbare Unternehmen handeln. Je vergleichbarer die Unternehmen, je relevanter sind die entsprechenden Multiples. Der Unternehmenswert/Enterprise Value setzt sich aus der Marktkapitalisierung und den Nettofinanzschulden zusammen. Beim EBITDA handelt es sich um den aktuellen respektive um den EBITDA des aktuellen Geschäftsjahres basierend auf Daten aus Bloomberg.

- **Analyse der historischen längerfristigen Aktienrenditen, inklusive Dividenden**

Historische Gesamt-Aktienrenditen (d. h. inklusive Dividenden) sind ein Indikator für Eigenkapitalkosten, da diese die effektive Performance einer Aktieninvestition aufzeigen und die Erwartungshaltung der Investoren an zukünftige Renditen massgeblich beeinflussen. Da Aktienkurse volatil sind, basiert die Analyse in dieser Studie auf rollierenden fünf respektive zehn Jahren nach Sektor. Steuereffekte, d. h. eine mögliche Besteuerung der Dividenden oder Kursgewinne und Anlagekosten werden bei dieser Analyse nicht berücksichtigt. Das bedeutet, dass sich die ausgewiesenen Renditen daher «brutto» vor Steuern und Anlagekosten verstehen. Historische Aktienrenditen sind jedoch von den relativen Bewertungen abhängig. Allgemein anerkannt ist ein starker Zusammenhang zwischen den relativen Bewertungen und dem Zinsniveau. In Zeiten sinkender (risikofreier) Zinsen – wie in den letzten Jahren – wurden die Aktienrenditen daher stark positiv beeinflusst. Die Berechnungen basieren auf Daten aus Bloomberg.

- **Analyse der historischen Eigenkapitalrenditen**

Historische Eigenkapitalrenditen sind nur ein beschränkt aussagekräftiger Indikator für Kapitalkosten, weil diese nur bei sehr kapitalintensiven Sektoren relevant sind. Da die meisten Unternehmen über Buchwert bewertet sind, muss diese Kennzahl mit einer gewissen Vorsicht interpretiert werden. Bei Unternehmen, welche signifikant über dem Buchwert bewertet sind, können Investitionen zu den historischen (Buchwert-)Eigenkapitalrenditen zu falschen Entscheidungen, respektive zu suboptimal tiefen Investitionen, führen. Dies hat auch damit zu tun, dass die Investoren bereit sind, bei tieferen Renditen in diese Unternehmen zu investieren. Bei Unternehmen, welche unter dem Buchwert bewertet sind, gilt dies entsprechend umgekehrt. Auch diese Berechnungen basieren auf Daten aus Bloomberg.

- **Analyse der historischen Marktkapitalisierungsrenditen**

Historische Marktkapitalisierungsrenditen, berechnet als Gewinn pro Aktie/Aktienkurs sind mathematisch die Inversion des Kurs/Gewinnverhältnisses respektive des sogenannten «Price/Earnings Ratio» oder «P/E Ratio». Nach allgemein anerkannter Ansicht stellen diese in der Praxis eine relative gute Kennzahl der marktorientierten Eigenkapitalkosten dar. Jedoch wird darin nicht das mögliche Gewinnwachstum reflektiert. Die Marktkapitalisierungsrenditen müssen jedoch analog der Veränderung der Aktienkurse relativ zum relativen risikofreien Zinsniveau und der Volatilität respektive der Zyklizität der Unternehmensgewinne gesehen werden. In Zeiten tiefer Zinsen sind auch die Marktkapitalisierungsrenditen allgemein tiefer. Umgekehrt werden diese Renditen von zyklisch hohen Unternehmensrenditen positiv beeinflusst. In dieser Studie basieren die Marktkapitalisierungsrenditen auf den aktuellen durchschnittlichen Aktienrenditen des vergangenen Geschäftsjahres. Aufgrund der oben beschriebenen Volatilität werden diese jedoch teilweise auch auf einem zehnjährigen inflationsbereinigten Durchschnitt dargestellt (z.B. die «Shiller P/E Ratio»<sup>13</sup>).

- **Analyse der historischen Kapitalkosten nach CAPM**

Das Capital Asset Pricing Model ist weithin das in der Praxis wohl geläufigste Modell zur Bestimmung der (Eigen-)Kapitalkosten. Wissenschaftlich ist das ursprüngliche CAPM jedoch mittlerweile umstritten und durch verschiedene neuere Modelle, wie beispielsweise das 3- resp. das 5-Faktoren-Modell von Fama/French<sup>14</sup> verbessert worden. Die Darstellungen in dieser Studie basieren auf Bloomberg-Daten.

## 4.2 Relative Bewertung

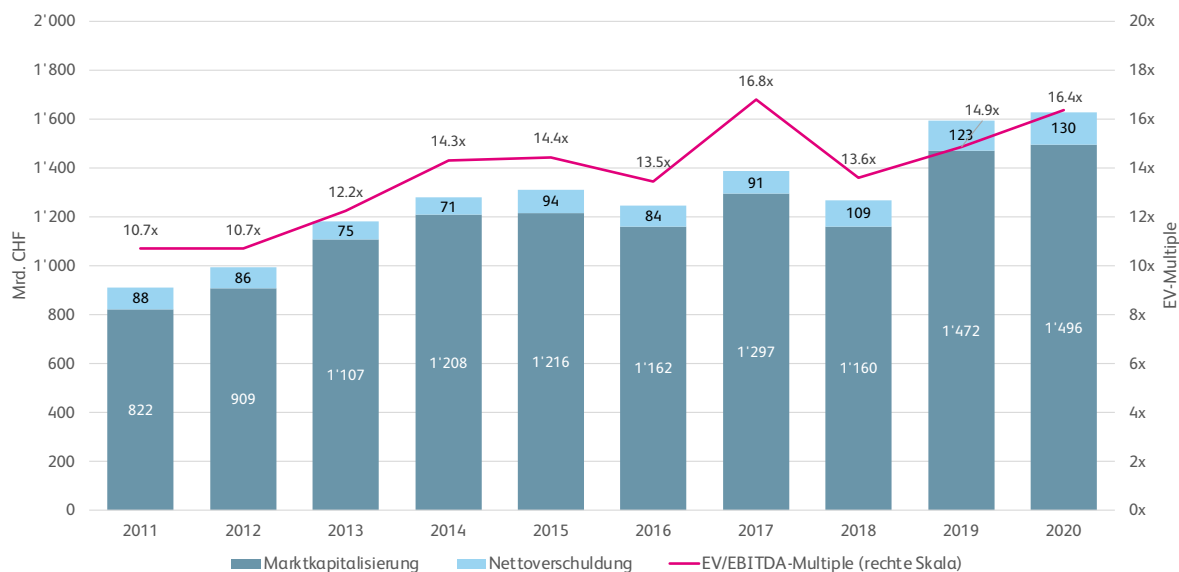
Wie aus Abbildung 13 hervorgeht, verzeichnete der Schweizer Aktienmarkt in den letzten zehn Jahren einen signifikanten Anstieg der relativen Bewertungen. Das Enterprise Value / EBITDA Multiple der SPI-Unternehmen (ohne Banken) ist in diesem Zeitraum von 10.7x auf 16.4x gestiegen. Verantwortlich dafür ist nach Meinung der Autoren – nebst allgemein gesunkenen Zinsen und dem vorherrschenden «Anlagenotstand» – die gute und konstante Performance der Schweizer Aktien.

---

<sup>13</sup> Siehe Irrational Exuberance, Robert J. Shiller, 3rd Edition 2000, Princeton University Press.

<sup>14</sup> Fama, E.F., and K.R. French. 2015. A five-factor asset pricing model. Journal of Financial Economics 116:1–22.

**Abbildung 13: Bewertung Schweizer Aktienmarkt (ohne Finanzsektor) in den Jahren 2011 bis 2020<sup>15</sup>**  
(Datenquelle: Bloomberg, 2021)



### 4.3 Analyse der Aktienrenditen

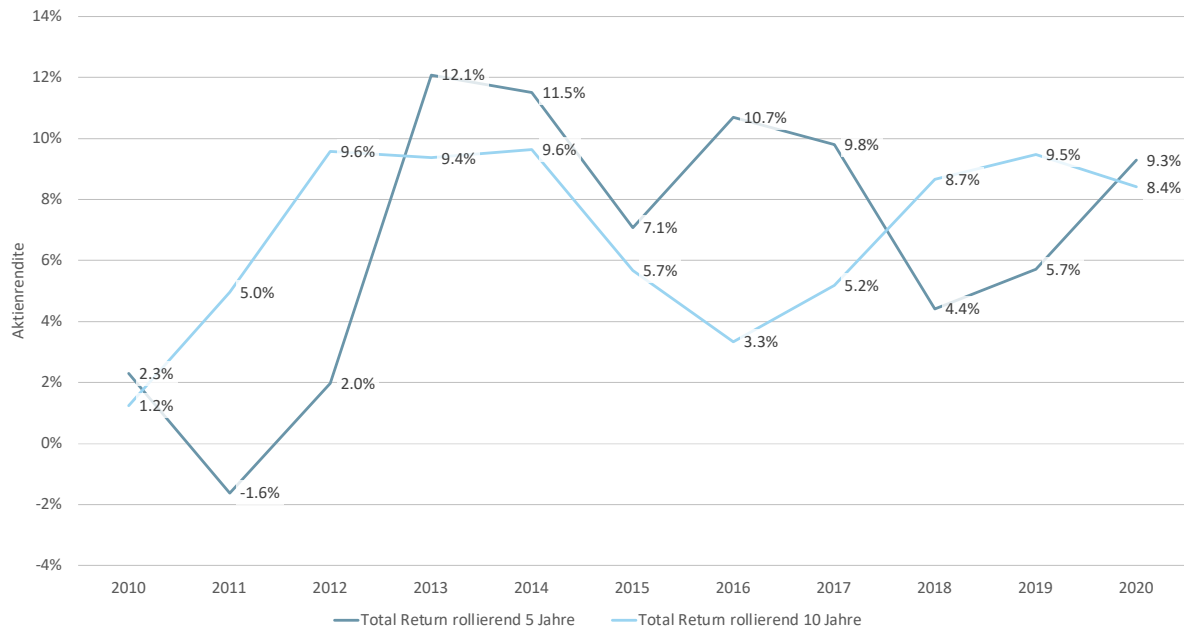
Der SMI weist in den letzten fünf respektive zehn Jahren eine gute und stabile Total Performance aus. Der Median der Rendite aller SMI-Titel auf fünf wie auch auf zehn Jahre war in den allermeisten Beobachtungszeitpunkten positiv. Basierend auf einer Sicht auf fünf Jahre war dieser in den letzten zehn Jahren nur per Ende 2011 negativ. Dies, weil in diesem Zeitpunkt die hohen Kurse des Jahres 2006 noch nicht kompensiert waren.<sup>16</sup> Allgemein waren die Jahre 2010 bis 2012 jedoch eher «magere» Jahre. Der Median der Performance auf einer zehnjährigen Basis belief sich auf gerade einmal 1.2 % im Jahr 2010 – hat sich dann jedoch aufgrund steigender Kurse in den Jahre 2011 bis 2014 kontinuierlich verbessert.

Der durchschnittlich beste Median der Zehnjahresperformance in den letzten fünf Jahren wurde in der Branche Chemie und Rohstoffe erzielt. Getrieben wurde diese gute Performance insbesondere durch die Unternehmen Givaudan und SIKA – jedoch vom Kursverlauf von Holcim negativ beeinträchtigt.

<sup>15</sup> Bei Banken ist diese Kennzahl aufgrund der Bilanzstruktur nicht sinnvoll, da ein bedeutender Teil des Bankengeschäfts immer noch in der Erzielung einer Zinsmarge besteht, was das EV/EBITDA Multiple verfälscht.

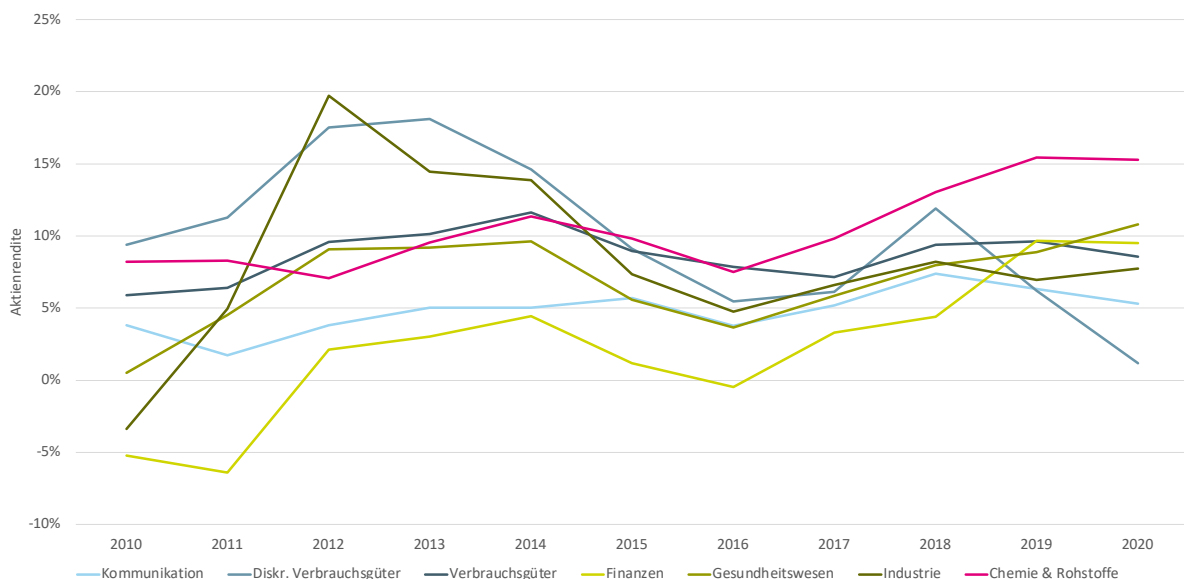
<sup>16</sup> Die Fünf- respektive Zehnjahresperformance wird vereinfacht berechnet als Jahresendkurs ((T + Summe der Dividenden (vor Steuern)) in den letzten fünf respektive zehn Jahren / Aktienkurs T-5, resp. T-10 geteilt durch 5, resp. 10). Transaktionskosten und Steuereffekte sind in dieser Berechnung nicht enthalten.

**Abbildung 14: Median rollierende Performance p.a. der SMI-Titel für fünf und zehn Jahre von 2010 bis 2020<sup>17</sup>**  
(Datenquelle: Bloomberg, 2021)



Eine gute Total Performance wies auch die Gesundheitsbranche auf. Nicht nur Novartis und Roche haben durchschnittlich solide Renditen erwirtschaftet, auch Lonza wies insbesondere in den letzten Jahren eine sehr gute Performance auf. Bis zum Auskauf durch Johnson & Johnson in 2016/2017 trug auch Actelion zur guten SMI-Performance bei.

**Abbildung 15: Median rollierende Performance p.a. der SMI-Titel auf zehn Jahre nach Branche von 2010 bis 2020<sup>18</sup>**  
(Datenquelle: Bloomberg, 2021)



<sup>17</sup> Bei Banken ist diese Kennzahl aufgrund der Bilanzstruktur nicht sinnvoll, da ein bedeutender Teil des Bankengeschäfts in der Erzielung einer Zinsmarge besteht, was das EV/EBITDA Multiple verfälscht.

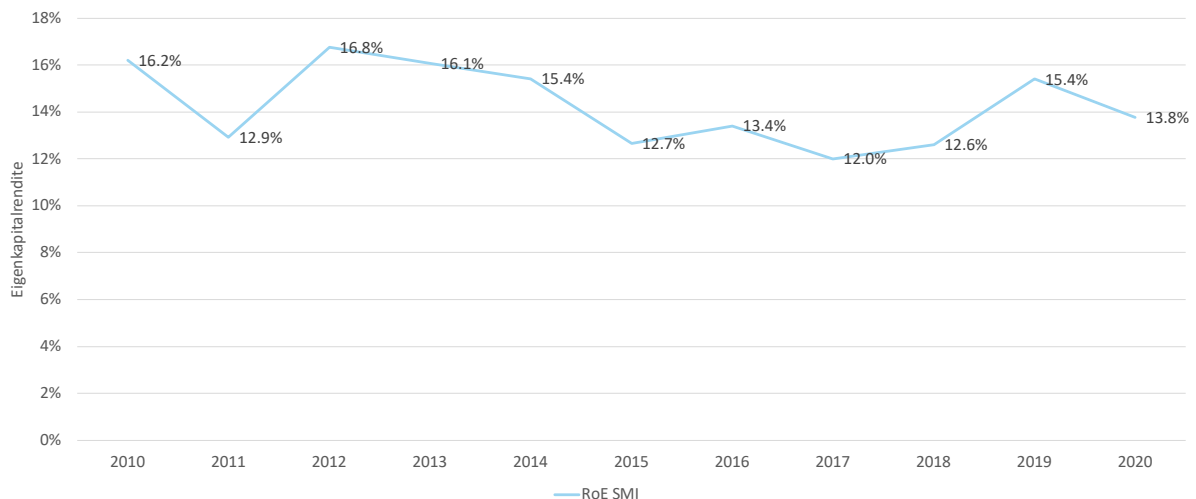
<sup>18</sup> Die 10 Jahresperformance nach Branche wird berechnet als Jahresendkurs ((T + Summe der Dividenden (vor Steuern)) in den letzten 5, resp. 10 Jahren / Aktienkurs T-5, resp. T-10 geteilt durch 5, resp. 10). Es wird der Median des einzelnen Sektors dargestellt. Transaktionskosten und Steuereffekte sind in dieser Berechnung nicht enthalten.

Der Bereich Finanzen konnte im Jahr 2020 auf eine relativ gute 10-Jahresperformance zurückblicken, nachdem dieser Sektor in den letzten zehn Jahren eine unterdurchschnittliche Rendite erzielte. Getrieben war die gute Zehnjahresperformance durch den Einschluss der Partners Group in den SMI im Jahr 2020, die gute Zehnjahresperformance von Swiss Life und Swiss Re und eine gute konstante Performance der Zurich Insurance. Die beiden Banken CS und UBS blicken auf ein Jahrzehnt mit verhältnismässig schlechter Performance zurück. Während die Zehnjahresperformance der UBS Ende 2020 leicht positiv war, war jene der CS negativ. Allgemein war die rollierende Zehnjahresperformance der beiden Banken in den allermeisten Jahren zwischen dem Jahr 2010 und 2020 negativ, trotz einer relativ hohen Dividendenrendite.

#### 4.4 Analyse der Eigenkapitalrenditen

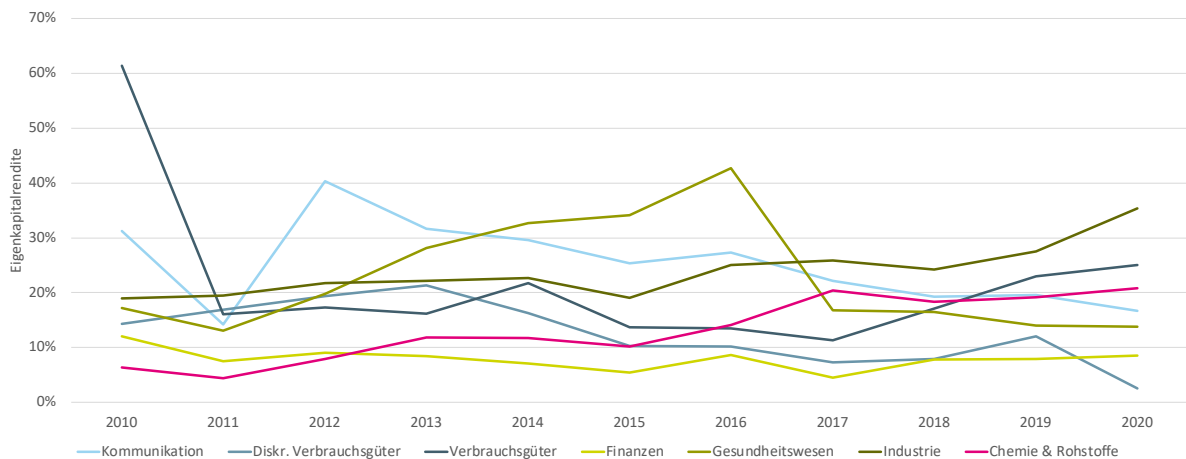
Der Median der Eigenkapitalrendite (Return on Equity, kurz RoE) der SMI-Titel bewegte sich in den letzten Jahren relativ konsistent im Bereich von 12 % bis 16 % (vgl. Abbildung 16). Die grössten Eigenkapitalrenditen erzielten insbesondere die Unternehmen aus der Industrie und aus der Branche Verbrauchsgüter. Die tiefsten Eigenkapitalrenditen wurden im Finanzbereich und in der Branche der diskretionären Konsumgüter (insbesondere von den Unternehmen Richemont und Swatch) erzielt (vgl. Abbildung 17).

**Abbildung 16: Median der Eigenkapitalrenditen der SMI-Titel der letzten zehn Jahre<sup>19</sup>**  
(Datenquelle: Bloomberg, 2021)



<sup>19</sup> Berechnet als Earnings per Share (aktuelles Jahr T) / Durchschnittlicher Buchwert (T / T-1). Median der SMI-Titel.

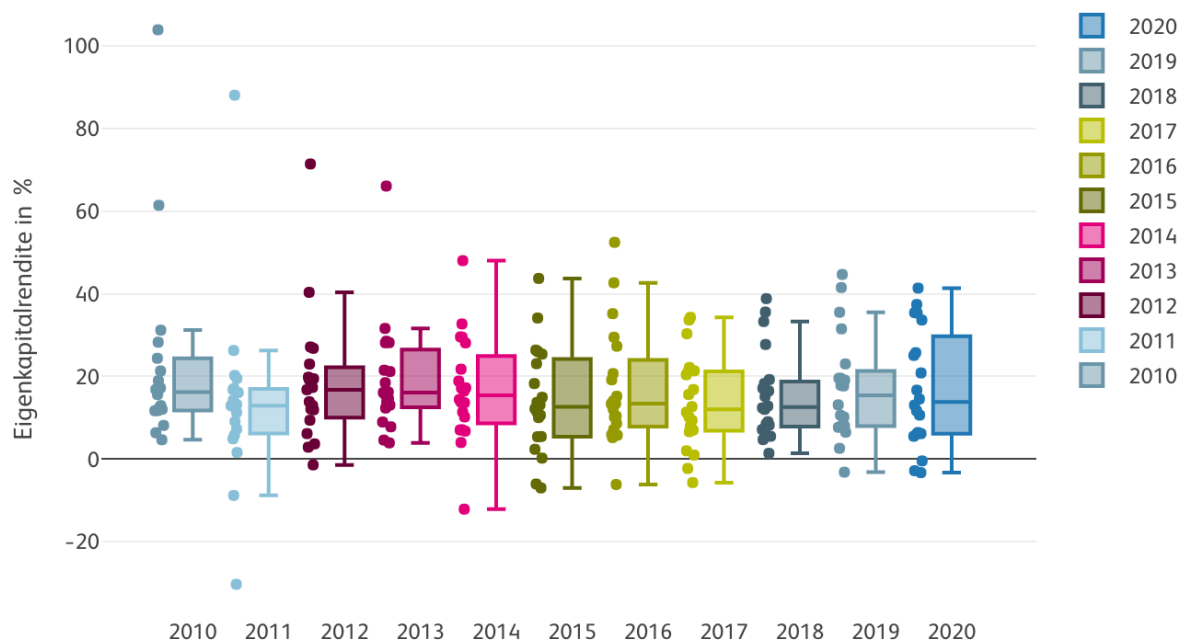
**Abbildung 17: Median der Eigenkapitalrenditen der SMI-Titel nach Branche der letzten zehn Jahre<sup>20</sup>**  
(Datenquelle: Bloomberg, 2021)



Nachfolgende Abbildung 18 zeigt die Streuung der Eigenkapitalrenditen der untersuchten SMI-Titel über die letzten zehn Jahre.

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

**Abbildung 18: Streuung der Eigenkapitalrenditen der SMI-Titel<sup>21</sup>**  
(Datenquelle: Bloomberg, 2021)



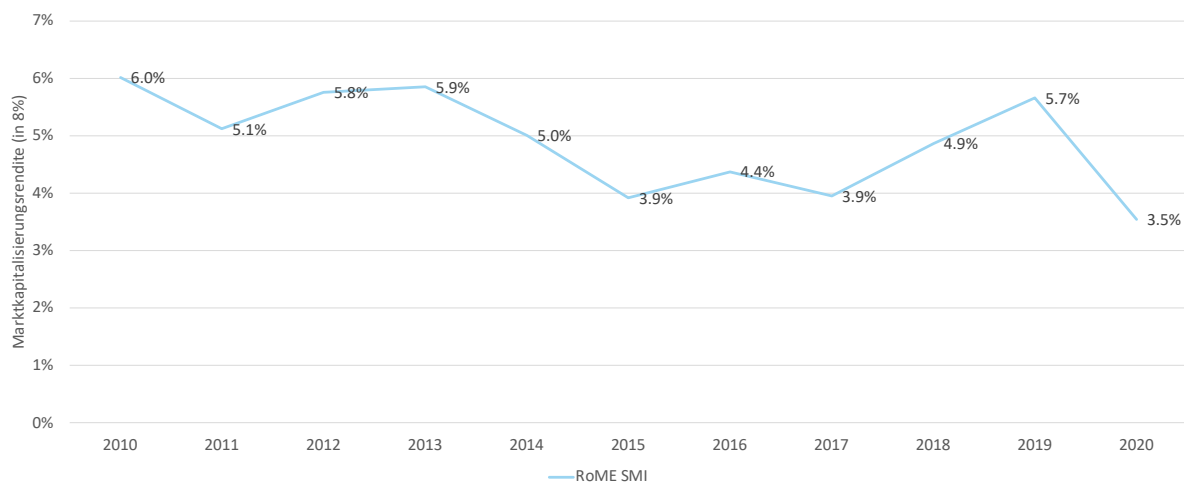
<sup>20</sup> Berechnet als Earnings per Share (aktuelles Jahr T) / Durchschnittlicher Buchwert (T / T-1). Median der SMI-Titel.

<sup>21</sup> Berechnet als Earnings per Share (aktuelles Jahr T) / Durchschnittlicher Buchwert (T / T-1). Median der SMI-Titel.

## 4.5 Analyse der Marktkapitalisierungsrenditen (Inverse P/E Ratio)

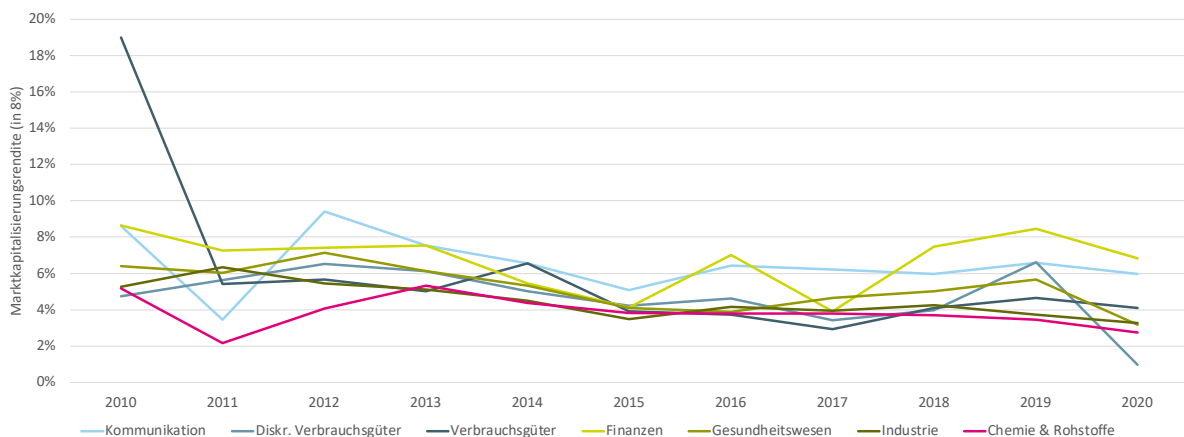
Die Marktkapitalisierungsrenditen sind grundsätzlich seit dem Jahr 2010 gesunken (vgl. Abbildung 19). Das Jahr 2020 stellte jedoch aufgrund der COVID-19-Krise und in gewissen Branchen daraus resultierenden tieferen Jahresergebnisse ein Ausnahmejahr dar. Dies trifft sowohl auf die Branche diskretionäre Konsumgüter wie auch auf den Versicherungsbereich zu, obwohl die Kurse per Ende des Jahres 2020 ungefähr wieder auf dem Vorjahresniveau notierten.

**Abbildung 19: Median der Marktkapitalisierungsrendite der SMI-Titel<sup>22</sup>**  
(Datenquelle: Bloomberg, 2021)



Das Jahr 2019 konnte an die vergleichsweise hohe Rendite der Jahre 2010 bis 2013 anschliessen, trotz rekordhoher Kurse (der SMI notierte bei 10'616 Punkten per Ende des Jahres 2019). Insbesondere durch eine gute Performance in den Bereichen Banking, diskretionäre Konsumgüter und dem Versicherungssektor, wie auch aus Abbildung 20 ersichtlich ist.

**Abbildung 20: Median der Marktkapitalisierungsrendite der SMI-Titel nach Branche**  
(Datenquelle: Bloomberg, 2021)



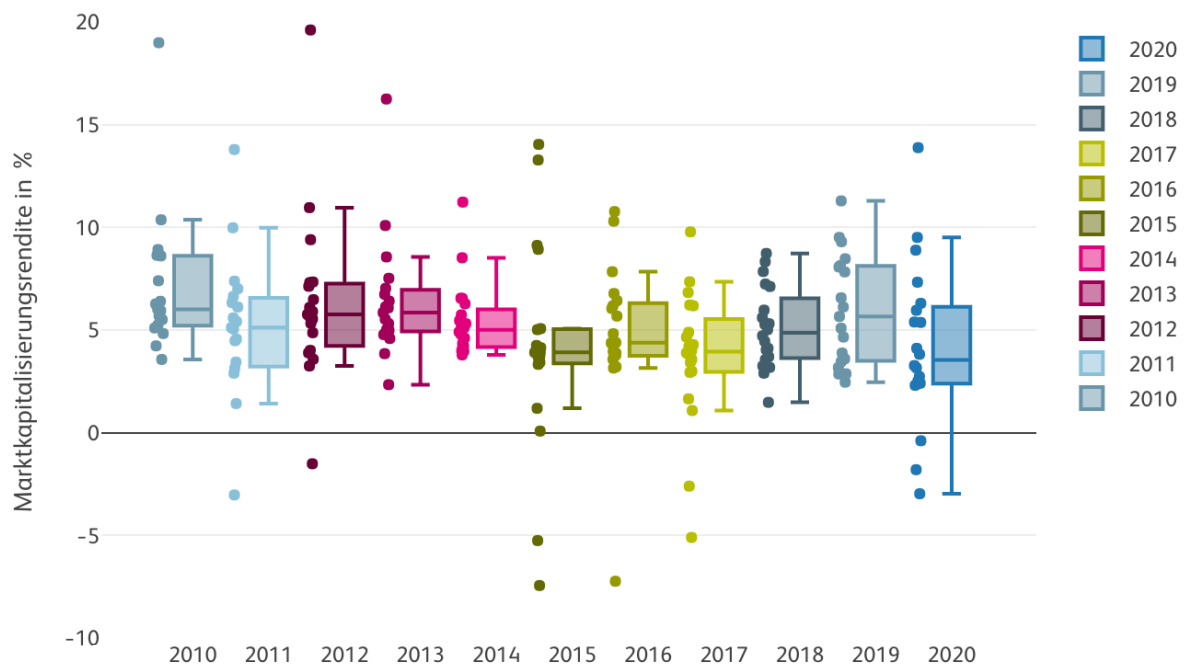
<sup>22</sup> Berechnet als Earnings per Share (aktuelles Jahr T) / Durchschnittlicher Aktienkurs (T / T-1). Median der SMI-Titel.



Abbildung 21 illustriert die entsprechende Streuung der Marktkapitalisierungsrenditen der SMI-Titel. Es ist ersichtlich, dass die Marktkapitalisierungsrenditen in den letzten zehn Jahren eine beträchtliche Streuung aufweisen.

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

**Abbildung 21:** Streuung der Marktkapitalisierungsrendite der SMI-Titel der letzten zehn Jahre  
(Datenquelle: Bloomberg, 2021)

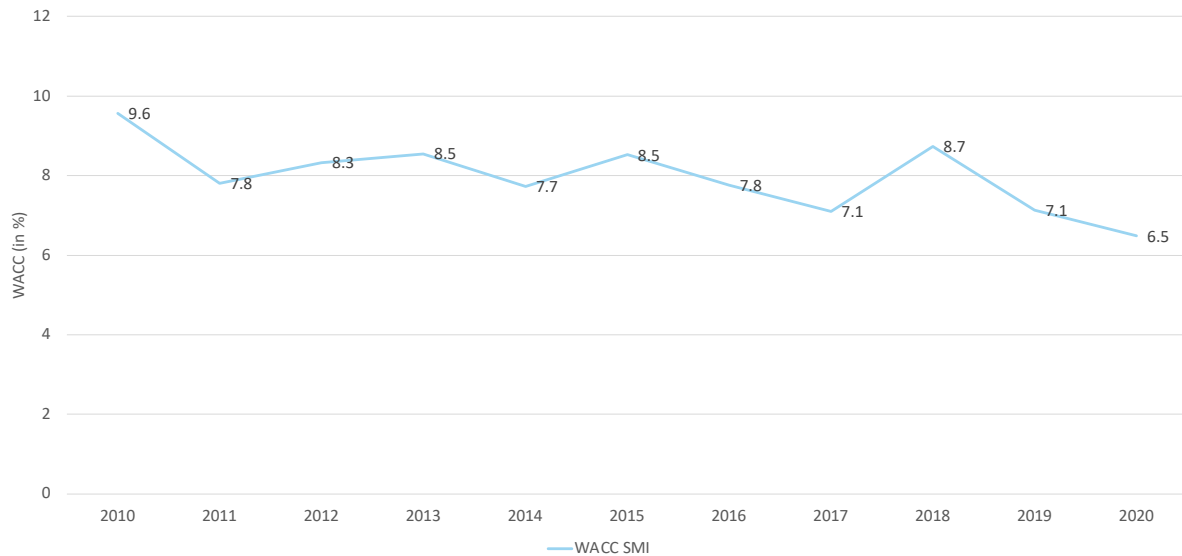


#### 4.6 CAPM/WACC Analyse

Die Berechnung der durchschnittlich gewichteten Kapitalkosten (Weighted Average Cost of Capital, WACC) können auf verschiedene Arten vorgenommen werden. Sie sind stark von den Inputfaktoren und der gewählten Methodik abhängig. Im Rahmen dieser Untersuchung werden die von Bloomberg berechneten WACC-Werte verwendet.

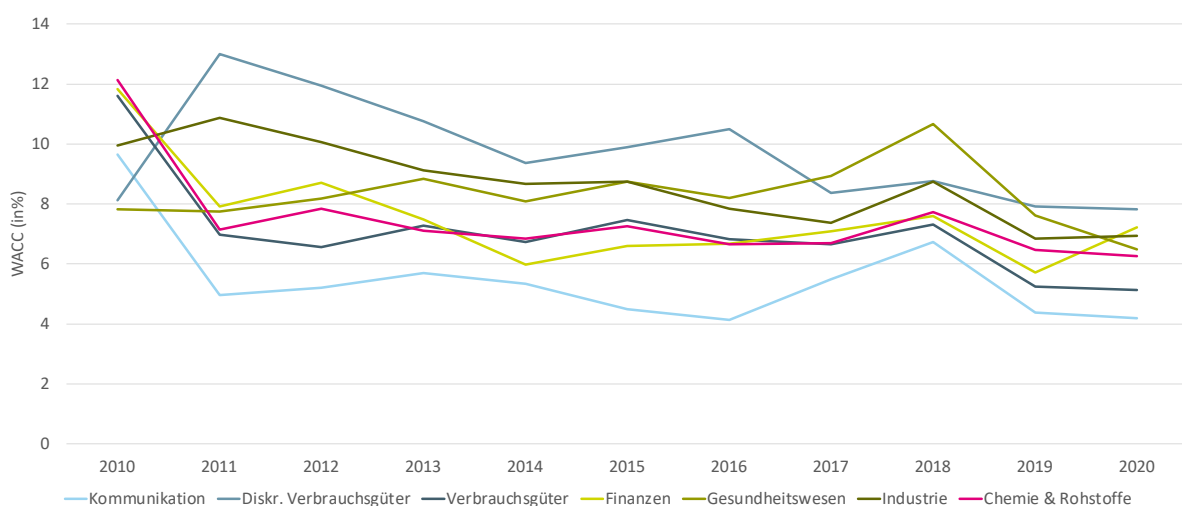
Wie in Abbildung 22 illustriert, ist der Median der WACC-Werte der SMI-Titel seit dem Jahr 2010 von 9.6 % auf 6.5 % im Jahr 2020 gesunken. Dazu beigetragen haben weiter sinkende risikofreie Zinsen (Risk-Free Rate) als auch eine tiefere Eigenkapitalprämie (Equity Risk Premium). Weiter sind auch die Fremdkapitalkosten weiter gesunken.

**Abbildung 22: Median der WACC-Werte gemäss Bloomberg der SMI-Titel der letzten zehn Jahre**  
(Datenquelle: Bloomberg, 2021)



Der WACC der einzelnen Branchen (vgl. Abbildung 23) hat zudem tendenziell auch abgenommen. Es erstaunt nicht, dass die diskretionären Verbrauchsgüter – aufgrund der Zyklizität und einem hohen Anteil an Eigenkapitalfinanzierung – den vergleichsweise höchsten WACC der SMI-Titel aufweisen. Den tiefsten WACC weist die Kommunikationsbranche auf. Im Falle des SMI handelt es sich dabei um die Swisscom. Dies ist sowohl auf tiefe Beta-Werte als auch auf einen überdurchschnittlich hohen Fremdkapitalanteil der von tiefen Zinsen profitiert zurückzuführen.

**Abbildung 23: Median der WACC-Werte gemäss Bloomberg der SMI-Titel nach Branche der letzten zehn Jahre**  
(Datenquelle: Bloomberg, 2021)

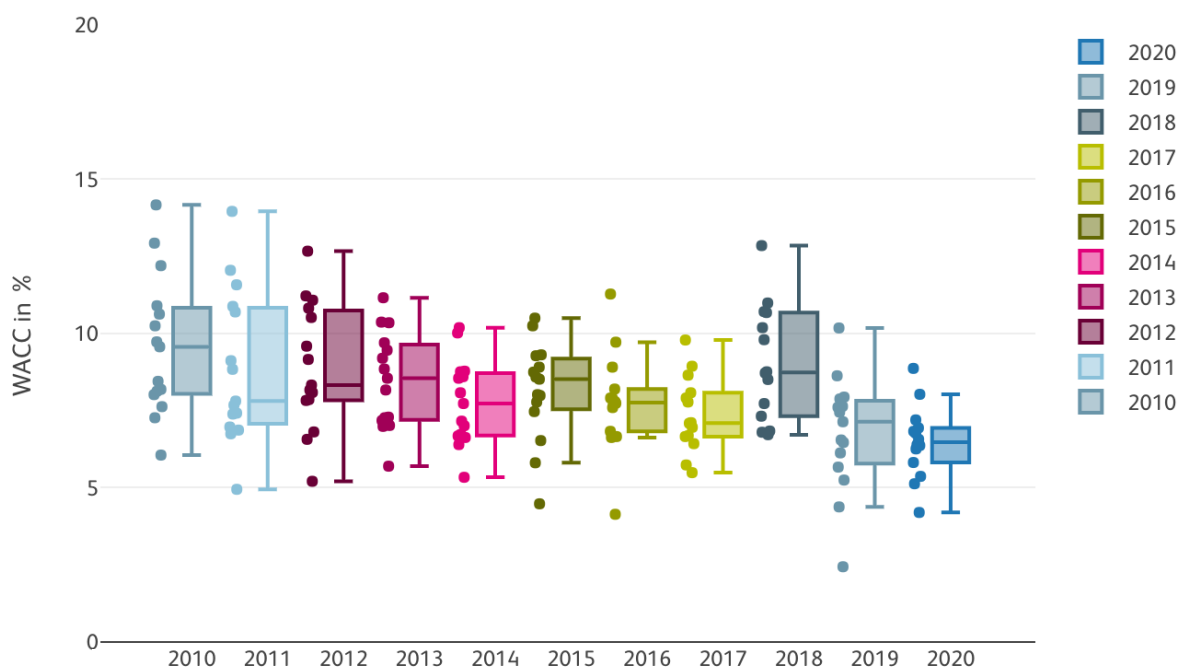


Am Beispiel von Nestlé sei dies verdeutlicht. Per Ende des Jahres 2010 berechnete Bloomberg für Nestlé einen WACC von 8.0 % (90 % Equity zu 8.80 % EK-Kosten und 10 % Debt zu 0.80 % FK-Kosten). Per Ende 2020 wurde die gleiche Zahl auf 5.1 % geschätzt (88.2 % Equity zu 5.86 % EK-Kosten und 11.8 % Debt zu -0.33 %). Das verwendete Beta hat sich dabei etwas erhöht von 0.68 im Jahr 2010 auf 0.78 im Jahr 2020. Die Eigenkapitalprämie sank von 10.4 % auf 8.22 %, der risikofreie Zinssatz von 1.72 % auf -0.55 %.

Nachfolgende Abbildung illustriert die Streuung der WACC-Werte der einzelnen SMI-Titel in den Jahren 2010 bis 2020.

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

**Abbildung 24:** Streuung der WACC-Werte gemäss Bloomberg der SMI-Titel der letzten zehn Jahre  
(Datenquelle: Bloomberg, 2021)





## 1 Executive Summary

- Die Untersuchung der Bilanzen von 199 aktuell und ehemals im SPI kotierten Nicht-Finanzunternehmen zeigt per Ende des Jahres 2020 folgende Kapitalstruktur der kumulierten Bilanzsumme von CHF 819 Mrd.: 44.1 % Eigenkapital und 55.9 % Fremdkapital (FK), zusammengesetzt aus:
  - 27.4 % verzinsliches FK (6.0 % kurzfristiges und 21.4 % langfristiges verzinsliches FK)
  - 28.5 % nicht-verzinsliches FK (19.7 % kurzfristiges und 8.8 % langfristiges sonstiges FK)
- Die aktuelle Zinssituation in der Schweiz ist auch in der Zunahme der kurz- und langfristigen verzinslichen Verbindlichkeiten der Unternehmen spürbar. So nahmen die verzinslichen Verbindlichkeiten in den Jahren 2011 bis 2020 um 40 % auf total CHF 224 Mrd. zu, was einer Zunahme von CHF 87 Mrd. entspricht. Durchschnittlich sind das jährlich über 3.5 % (CAGR<sup>23</sup>). In der untersuchten Periode bewirkten mitunter die geänderten Bilanzierungsvorschriften von Leasingverbindlichkeiten eine Zunahme des verzinslichen Fremdkapitals um mehr als CHF 30 Mrd. in den Jahren 2018 bis 2020.
- Die vorangehenden Zahlen sind stark abhängig von einigen wenigen grossen Unternehmen wie Novartis, Roche, Nestlé oder Holcim. Die Large-Caps haben gemeinsam 70 % des gesamten Fremdkapitals ausstehend und prägen das Marktgeschehen mit ihren grossen Transaktionsvolumen. Zudem weisen die Large-Caps per Ende 2020 den tiefsten Median der Eigenkapitalquote mit einem Wert von 39.1 % auf. Die Mid-Caps weisen einen Medianwert von 48.4 % auf und die Small-Caps einen Median von 50.6 %.
- Eine nach Branchen gesonderte Betrachtung macht diverse Eigenheiten sichtbar: Unter anderem besteht in der Immobilienbranche ein deutlich höherer Anteil der Passivseite aus langfristig verzinslichem Fremdkapital (32.9 % der Bilanzsummen bzw. CHF 14.7 Mrd.) als in anderen Branchen. In der Industrie fällt die Höhe der sonstigen kurzfristigen Verbindlichkeiten (33.3 % der Bilanzsummen bzw. CHF 46.2 Mrd.) auf, was auf Anzahlungen von Kunden zurückgeht.
- Mit der Zunahme an verzinslichem Fremdkapital nahm auch die Nettoverschuldung seit dem Jahr 2014 um rund 83 % zu. Ebenfalls stieg der Median des Nettoverschuldungsgrads (NetDebt/EBITDA) von 0.12x im Jahr 2014 auf 0.70x im Jahr 2020. Der Median des Nettoverschuldungsgrades beträgt bei den Large-Caps 1.60x und ist damit deutlich höher als bei den Mid-Caps (0.53x) und Small-Caps (0.92x).
- Die effektiven Fremdkapitalkosten der untersuchten Unternehmen sind seit dem Jahr 2011 teilweise deutlich gesunken. Der Medianwert der Fremdkapitalkosten (berechnet als Zinsaufwand / verzinsliches Fremdkapital) beträgt für das Jahr 2020 2.04 %, wobei die einzelnen Unternehmen stark divergierende Fremdkapitalkosten aufweisen.
- Anleihen sind das wichtigste Fremdkapitalinstrument für die untersuchten Unternehmen. Der Anteil der Anleihen beläuft sich per Ende des Jahres 2020 auf 86 % am langfristig verzinslichen Fremdkapital. Seit dem Jahr 2011 hat sich das Volumen der aufgenommenen Anleihen um 54 % gesteigert. Insbesondere die Large-Caps wie Nestlé, Novartis, Roche und Holcim weisen hohe Anleihensvolumina auf. Die Large-Caps als Gruppe vereinen 75 % des gesamten ausstehenden Volumens auf sich.
- Nachhaltiges Wirtschaften und die daraus resultierenden ESG-Richtlinien (Environmental, Social und Governance) befinden sich auf stetigem Vormarsch. Der globale Green-Bond-Markt weist eine hohe Wachstumsdynamik auf. So nahm das globale Marktvolumen in den letzten sechs Jahren von weniger als

<sup>23</sup> Compound Annual Growth Rate (Jährliche Wachstumsrate)

USD 30 Mrd. auf rund USD 1'000 Mrd. zu. In der Schweiz stieg das ausstehende Green Bond-Volumen in den letzten 4 Jahren von CHF 0 auf über CHF 6 Mrd. Dies erscheint auf den ersten Blick und im Vergleich zum gesamten ausstehenden Bondvolumen als wenig, doch der Wachstumstrend dürfte auch in Zukunft anhalten. So erstaunt es nicht, dass das Volumen ausstehender Green Bonds von Schweizer Emittenten im ersten Halbjahr 2021 um 23 % zulegte.

- Durch die Änderungen in den IFRS 16, welche im Jahr 2019 in Kraft traten, sind Unternehmen nun verpflichtet, ihre Leasingverbindlichkeiten als «Financial Leasing» zu bilanzieren. Dies führte zu einem Anstieg des bilanzierten Leasings und erhöhte die Verbindlichkeiten um rund CHF 30 Mrd.
- Die COVID-19-Krise hat bezogen auf die Kapitalstruktur der untersuchten Unternehmen keine deutliche Änderung zu den Vorjahren bewirkt. Die Zusammensetzung der kumulierten Bilanzen der untersuchten Unternehmen blieb in letzten drei Jahren relativ konstant, bei einem leichten Rückgang des Eigenkapitals um einige Prozentpunkte und gleichzeitigem Ausbau des langfristigen Fremdkapitals. Im Vergleich mit dem Jahr 2019 konnte im Jahr 2020 eine höhere Nettoemissionstätigkeit festgestellt werden. Diese liegt auf dem zweithöchsten Wert in den letzten zehn Jahren.

## 2 Kapitalstruktur kotierter Unternehmen

### Zusammenfassung

- Aufgrund der untersuchten Unternehmensdaten erfolgt der Schluss, dass in der Tendenz sowohl die kurzfristige wie auch die langfristige Verschuldung in den letzten zehn Jahren angestiegen ist. Die kumulierten Bilanzen wuchsen von CHF 674 Mrd. im Jahr 2011 auf CHF 819 Mrd. im Jahr 2020.
- Die aktuelle Zinssituation in der Schweiz ist auch in der Zunahme der kurz- und langfristigen verzinslichen Verbindlichkeiten der Unternehmen spürbar. So nahmen diese in der beobachteten Zehnjahresperiode um rund 40 % auf total CHF 224 Mrd. zu, was einer Zunahme von CHF 63 Mrd. entspricht. Durchschnittlich sind das jährlich über 3.5 % (CAGR), wobei die Wachstumsrate des verzinslichen Fremdkapitals in den beobachteten Jahren grössere Schwankungen aufweist. In den untersuchten Perioden bewirkten mitunter die geänderten Bilanzierungsvorschriften von Leasingverbindlichkeiten eine Zunahme des verzinslichen Fremdkapitals um mehr als CHF 30 Mrd. in den Jahren 2018 bis 2020.
- Der gesamte Markt ist stark geprägt von der Dominanz einzelner SMI-Unternehmen, wie Novartis, Roche, Nestlé oder Holcim. Um diese Einflüsse genauer untersuchen zu können, wurden die untersuchten Unternehmen nach ihrer Marktkapitalisierung gruppiert. Daraus folgt die Erkenntnis, dass die Large-Caps 70 % des gesamten Fremdkapitals ausstehend haben und diese mit ihren grossen Transaktionsvolumina das Marktgeschehen prägen. Zudem weisen die Large-Caps per Ende 2020 den tiefsten Median der Eigenkapitalquote mit einem Wert von 39.1 % auf, gefolgt von den Mid-Caps bei 48.4 %. Der Median der Eigenkapitalquote der Small-Caps liegt bei 50.6 %. Doch in Bezug auf die Eigenkapitalquoten gibt es innerhalb der Gruppen eine grosse Streuung.
- Die Immobilienbranche bilanziert im Vergleich mit den weiteren Branchen einen deutlich höheren Anteil an langfristig verzinslichem Fremdkapital. Dieser liegt mit einem Anteil von über 32.9 % in keiner Branche höher. Grund dafür dürfte die langfristig orientierte Geschäftstätigkeit sein. Auch in der Industrie ist eine Auffälligkeit gegenüber anderen Branchen erkennbar. Die sonstigen kurzfristigen Verbindlichkeiten machen in der Industrie einen Anteil von über 33.3 % der kumulierten Bilanzsummen aus. Dies geht auf die branchenübliche Vereinbarung von Anzahlungen zurück.
- Ein Vergleich der Branchen bezüglich Grösse und Entwicklung zeigt, dass die Verbrauchsgüterbranche seit einigen Jahren in ihrem Wachstum stagniert, während die IT-Branche ein verhältnismässig hohes Wachstum beim verzinslichen Fremdkapital aufweist. Treiber dazu sind sicherlich gesellschaftliche Trends und die vermehrte Digitalisierung. Die mit Abstand grösste Branche, gemessen an den kumulierten Bilanzen, ist das Gesundheitswesen, was schliesslich auf die Large-Caps Novartis und Roche zurückzuführen ist.
- Mit der Zunahme an verzinslichem Fremdkapital nahm auch die Nettoverschuldung seit dem Jahr 2014 um rund 83 % zu. Ebenfalls stieg der Nettoverschuldungsgrad von 0.12x im Jahr 2014 auf 0.70x im Jahr 2020. Dies bedeutet, dass Unternehmen im Schnitt 8.4 Monate benötigen würden, um ihre Schulden mit dem erwirtschafteten EBITDA zurückzuführen. Dies ist im internationalen Vergleich eine tiefe Nettoverschuldung. So weist der DAX im Vergleich einen Wert von 2.14 und der S&P 500 einen Wert von 1.51 auf. Dennoch liegt der Median des Nettoverschuldungsgrades bei den betrachteten Schweizer Large-Caps mit einem Wert von 1.60x deutlich höher als bei den Mid-Caps (0.53x) und Small-Caps (0.92x) in der untersuchten Stichprobe. Dass jedoch mittelgrosse und kleinere Unternehmen tendenziell tiefere Nettoverschuldungsquoten aufweisen, zeigt auch der SMIM, für welchen per Ende 2020 ein Wert von lediglich

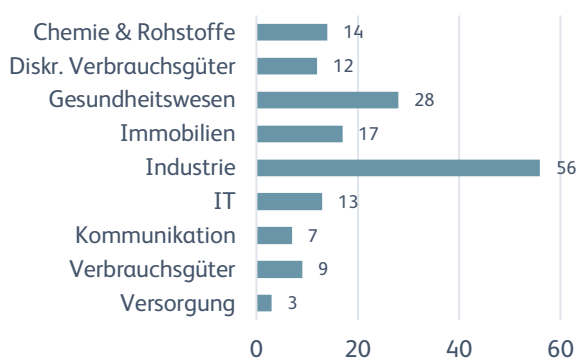
0.35x berechnet wurde.

- Die effektiven Fremdkapitalkosten der kotierten Unternehmen sind seit dem Jahr 2011 teilweise deutlich gesunken. Dies kann unter anderem mit der Zinsentwicklung erklärt werden. Der Medianwert der Fremdkapitalkosten für das Jahr 2020 beträgt 2.04 %, wobei die einzelnen Unternehmen stark divergierende Fremdkapitalkosten aufweisen. Auch die einzelnen Branchen zeigen deutliche Unterschiede, wohingegen über sämtliche Branchen hinweg über die letzten zehn Jahre betrachtet eine Reduktion der Fremdkapitalkosten vorliegt – so beispielsweise in der Industrie, wo der Median der Fremdkapitalkosten von 5.05 % im Jahr 2011 auf 2.03 % im Jahr 2020 gesunken ist.

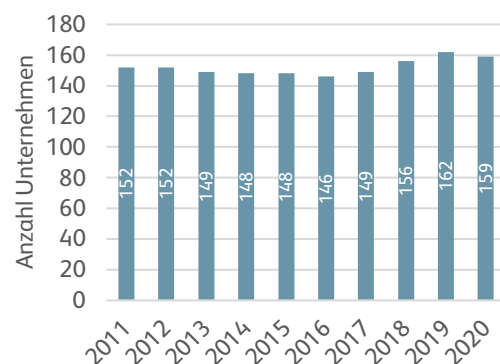
## 2.1 Untersuchung

Unternehmen verfügen über eine breite Auswahl an Finanzierungsmöglichkeiten. Es gibt im Normalfall lediglich Anhaltspunkte und jedoch keine expliziten Vorgaben, wie die optimale Finanzierungsstruktur eines Unternehmens aussieht. Aus diesem Grund ist es von Bedeutung, einen «Blick in den Markt zu werfen» und die Kapitalstruktur von kotierten Unternehmen zu analysieren. Dieses Kapitel gibt Aufschluss darüber, wie sich Unternehmen in den letzten zehn Jahren finanziert haben und welche Unterschiede nach Unternehmensgrösse und nach Branche ersichtlich sind. Die Analyse konzentriert sich auf die SPI-Unternehmen. Insgesamt werden 199 Unternehmen analysiert und deren Kapitalstruktur näher betrachtet. Von diesen Unternehmen waren 129 während des gesamten Beobachtungszeitraums durchgehend an der SIX kotiert.<sup>24</sup> Insgesamt verzeichnete der untersuchte Markt im erwähnten Zeitraum 37 IPOs und 33 Dekotierungen. Mit 56 Unternehmen dominieren Industrieunternehmen die untersuchten Unternehmen per Ende 2020. In Bezug auf die Marktkapitalisierung und die absolute Höhe der Bilanzzahlen sind Roche und Novartis führend.

**Abbildung 25: Unternehmen nach Branche im Jahr 2020**  
(Datenquelle: Bloomberg, 2021)



**Abbildung 26: Anzahl Unternehmen im Beobachtungszeitraum**  
(Datenquelle: Bloomberg, 2021)



Gut die Hälfte der untersuchten Unternehmen schliesst per Ende 2020 gemäss den International Financial Reporting Standard (IFRS) ab und 38 % der Unternehmen nach den Swiss GAAP FER (FER). Die restlichen

<sup>24</sup> Detaillierte Informationen zum Vorgehen und zu den verwendeten Datenquellen und Datenpunkten finden sich in Kapitel 4.

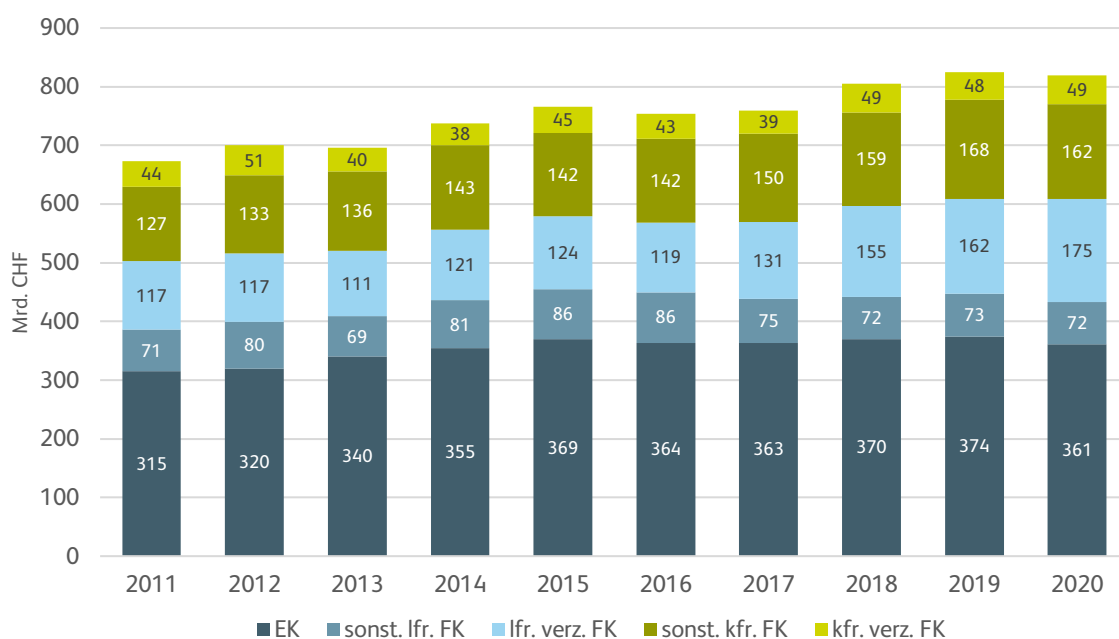


Abschlüsse fallen auf Immobilienunternehmen, welche einen auf die Branche zugeschnittenen Reporting Standard anwenden.

## 2.2 Kapitalstruktur

Im Folgenden wird die Kapitalstruktur der untersuchten Unternehmen näher betrachtet. Untersucht wurde die Zusammensetzung von Eigenkapital, langfristigem Fremdkapital (sonst. lfr. FK), langfristig verzinslichem Fremdkapital (lfr. verz. FK), kurzfristigem Fremdkapital (sonst. kfr. FK) und dem kurzfristigen verzinslichen Fremdkapital (kfr. verz. FK). Die Abkürzungen werden auch in den nachfolgenden Abbildungen wieder vorkommen. Der Fokus liegt dabei auf der Unterscheidung von sonstigem Fremdkapital, wie Verbindlichkeiten gegenüber Lieferanten oder Rückstellungen, und dem verzinslichen Fremdkapital, wie Bankkrediten oder Darlehen. Allgemein wird bei kurzfristigem Fremdkapital von einer Fälligkeit der Position von unter einem Jahr und bei langfristigem Fremdkapital von über einem Jahr ausgegangen.

**Abbildung 27: Finanzierungsstruktur kotierter Unternehmen**  
(Datenquelle: Bloomberg, 2021)



Wie aus Abbildung 27 hervorgeht, ist der Markt in der Schweiz geprägt von einem stabilen Fundament aus Eigenkapital. Ebenfalls finanzieren sich die Unternehmen eher über langfristige verzinsliche Schulden als über kurzfristige verzinsliche Verbindlichkeiten. Dies hat sich in den letzten Jahren deutlich verstärkt. So betrug das Verhältnis innerhalb der verzinslichen Verschuldung im Jahr 2011 gut 27 % kurzfristig zu 73 % langfristig und im Jahr 2020 noch 23 % kurzfristig zu 77 % langfristige verzinsliche Verbindlichkeiten. Dies macht deutlich, dass die Verschuldung der Unternehmen nicht gleichmässig wächst, sondern in den letzten Jahren – wohl aufgrund des Zinsniveaus – eine langfristige Finanzierung präferiert wurde.

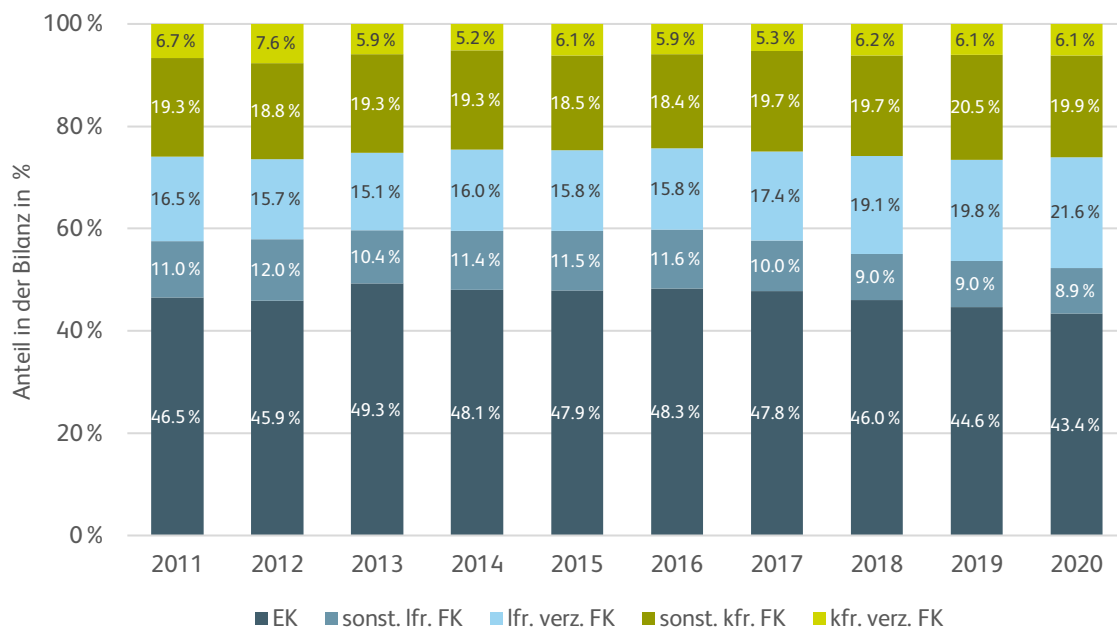
Nicht ausser Acht gelassen werden darf der Anstieg der nicht verzinslichen, kurzfristigen Verbindlichkeiten. Diese nahmen im Beobachtungszeitraum rund 30 % zu. Darunter fallen Verbindlichkeiten gegenüber Lieferanten, kfr. Rückstellungen, Steuerschulden oder Verbindlichkeiten gegenüber Mitarbeitenden oder Dritten.

Diese Positionen ergeben sich zumeist aus der laufenden Betriebstätigkeit und bringen keine zusätzliche Kapitalkosten mit sich. Diese Entwicklung wird in den individuellen Betrachtungen pro Branche erneut aufgegriffen.

Interessant ist zudem die Betrachtung der Kapitalstruktur derjenigen 129 Unternehmen, welche über den gesamten Betrachtungszeitraum in den Jahren 2011 bis 2020 durchgehend kotiert waren. Deren relative Kapitalanteile sind in Abbildung 28 ersichtlich. Es zeigt sich, dass diese Unternehmen im Vergleich mit den Anteilen von vor zehn Jahren:

- den Eigenkapitalanteil reduziert haben (von 46.5 % auf 43.4 % per Ende 2020)
- der Fremdkapitalanteil im Umkehrschluss anstieg (von 53.5 % auf 56.6 %) und
- auch der Anteil der kurz- und langfristigen verzinslichen Schulden erhöht wurde (von 23.2 % auf 27.7 %).

**Abbildung 28: Finanzierungsstruktur (durchgehend) kotierter Unternehmen**  
(Datenquelle: Bloomberg, 2021)



Die kumulierte Bilanzsumme der untersuchten Unternehmen stieg in den letzten zehn Jahren um rund 40 % an. Obwohl das Eigenkapital um 30 % zunahm, ist der Haupttreiber der Entwicklung das Fremdkapital mit einem Zuwachs von rund 45 %. Da der Anteil an Fremdkapital stärker stieg als der Anteil des Eigenkapitals, ergibt sich basierend auf den betrachteten Buchwerten eine in der Tendenz gesunkene Eigenkapitalquote.

**Abbildung 29: Eigenkapitalquoten 2011 bis 2020**  
(Datenquelle: Bloomberg, 2021)

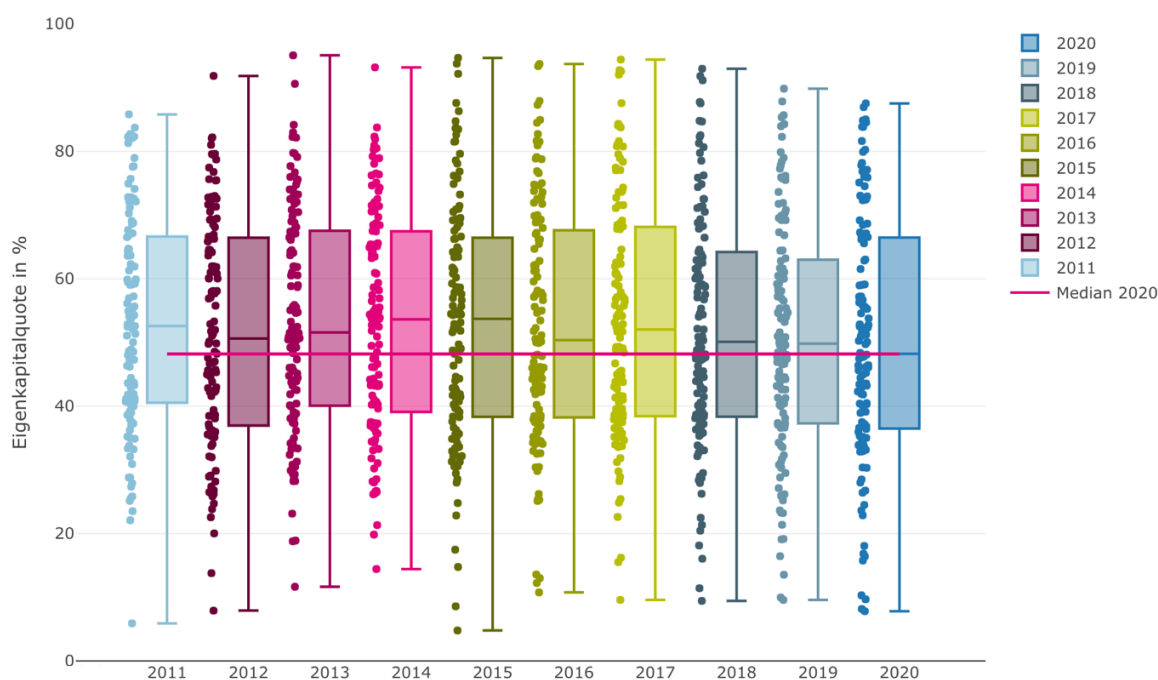
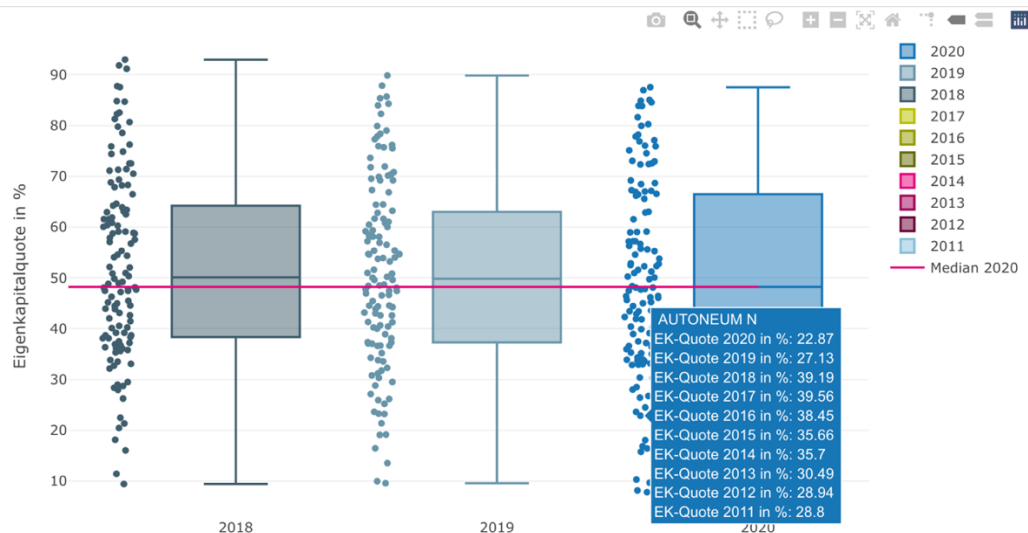


Abbildung 29 zeigt die Verteilung der Eigenkapitalquoten, berechnet als Total Eigenkapital dividiert durch die Bilanzsumme, über die letzten zehn Jahre jeweils per Ende Jahr. Es ist ersichtlich, dass sich die Medianwerte um die 50 % bewegen und der Median im Jahr 2020 48.23 % betrug. Jedoch ist ebenfalls ersichtlich, dass die Eigenkapitalquoten der einzelnen Unternehmen stark streuen. Während per Ende 2020 Meyer Burger einen Eigenkapitalwert von 87.52 % aufwies, verfügte dormakaba über ein Eigenkapitalanteil von lediglich 7.81 %. Weiter gab es auch kotierte Unternehmen, die gar eine negative Eigenkapitalquote aufwiesen. Negative Eigenkapitalquoten wurden in Abbildung 29 nicht dargestellt. Die vorangehend erwähnte tiefe Eigenkapitalquote von dormakaba sowie gar negative Eigenkapitalquoten können auf konsolidierter Ebene aufgrund der gewählten Goodwill-Accounting Methode vorkommen. Beispielsweise wenden dormakaba und die ASmall-World Gruppe Swiss GAAP FER für den Konzernabschluss an. Dieser Standard erlaubt die Verrechnung von Goodwill mit dem Eigenkapital. Normalerweise wird der Goodwill aktiviert. Bei der Verrechnung mit dem Eigenkapital wird der Goodwill nicht auf der Aktivseite ausgewiesen, sondern vom Eigenkapital subtrahiert.

Hinweis: Auf der Webseite [www.hslu.ch/ifz-finanzierungsstudie.html](http://www.hslu.ch/ifz-finanzierungsstudie.html) finden Sie diverse interaktive Abbildungen aus der IFZ Finanzierungsstudie. Beispielsweise können in der vorangehenden Abbildung zu den Eigenkapitalquoten mit dem Mauszeiger wie nachfolgend dargestellt weitere Informationen zu einzelnen Datenpunkten angezeigt werden und es ist möglich einzelne Bereiche zu vergrössern.

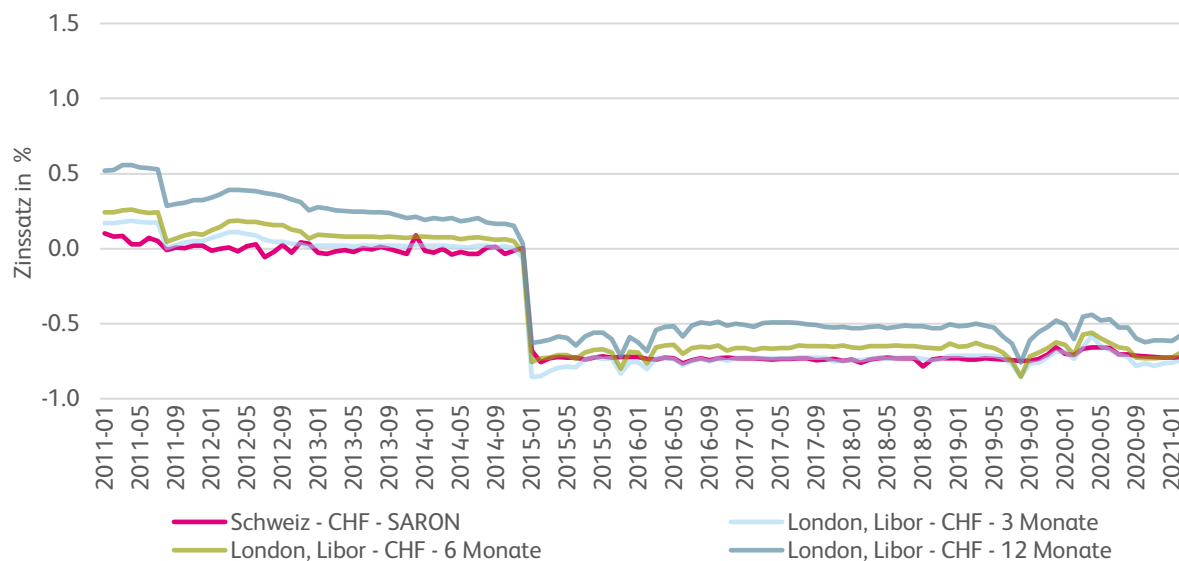
Link zum interaktiven Chart: [www.hslu.ch/ifz-finanzierungsstudie](http://www.hslu.ch/ifz-finanzierungsstudie)

**Abbildung 30:** Ausschnitt interaktive Abbildung Eigenkapitalquoten  
(Datenquelle: Bloomberg, 2021)



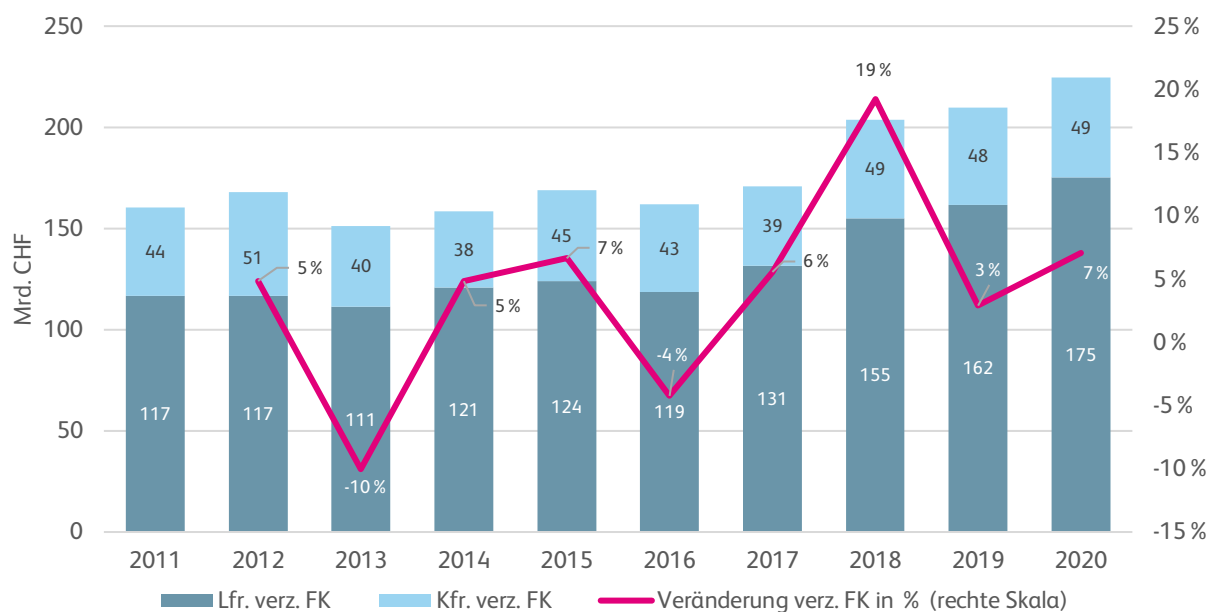
Trotz dem tiefen Zinsniveau scheint keine übermässige Finanzierung mit günstigem Fremdkapital vorzuliegen, da das Eigenkapital ebenfalls konstant anstieg. Um die Entwicklung des verzinslichen Fremdkapitals besser verstehen zu können, zeigt Abbildung 31 die Zinsstruktur der letzten zehn Jahre. Die Zinsentwicklung in der Schweiz ist bereits viel diskutiert worden, weshalb an dieser Stelle keine weiteren Erläuterungen dazu erfolgen. Dennoch dürfte die Zinssituation mitunter für den starken Zuwachs an verzinslichem Fremdkapital mitverantwortlich sein.

**Abbildung 31: Zinsentwicklung Schweiz über zehn Jahre**  
(Datenquelle: SNB, 2021)



Unternehmen haben durch die tiefen Zinsen tendenziell einen höheren Anreiz, ihre Investitionen mit günstigem Fremdkapital zu finanzieren. Die *Trade-off-Theorie* von Myers (1984) kann in einer solchen Situation als Erklärung herangezogen werden, da die Unternehmen auf dem Markt zu günstigem Fremdkapital kommen. Jedoch steigt durch einen höheren Fremdkapitalanteil das Konkursrisiko eines Unternehmens, was wiederum die Renditeerwartungen der Eigentümer erhöhen kann. Ob und wie stark die Trade-off-Theorie im Markt effektiv greift, lässt sich mit den vorhandenen Daten nicht abschliessend beurteilen. Dennoch wird der Zielkonflikt in dieser Situation deutlich.

**Abbildung 32: Veränderung des verzinslichen Fremdkapitals über die letzten zehn Jahre**  
(Datenquelle: Bloomberg, 2021)



Seit dem Jahr 2011 verzeichnen die betrachteten Unternehmen einen jährlichen Zuwachs an verzinslichem Fremdkapital von durchschnittlich 3.5 % (CAGR). In absoluten Zahlen ausgedrückt wuchs die verzinsliche Verschuldung um CHF 63 Mrd. in der beobachteten Periode. Dies entspricht einer totalen Zunahme von 39.1 %, wie in Abbildung 32 ersichtlich wird. Die Rate der jährlichen Veränderung schwankt zwischen -10 % und 19 % pro Jahr. Somit kann nicht von einer konstanten Veränderung der Verschuldung gesprochen werden. Die Aufnahme von verzinslichem Fremdkapital bleibt damit eine zyklische Grösse.

Die Aufteilung der verzinslichen Verschuldung wurde bereits erwähnt und ist in der vorangehenden Abbildung dargestellt. Während die kurzfristige Verschuldung um rund 11 % anstieg, verzeichnete die langfristige Verschuldung eine Zunahme um 50 %.

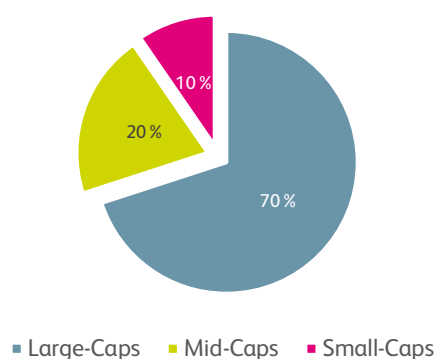
## 2.3 Kapitalstruktur nach Marktkapitalisierung

Bevor eine genauere Betrachtung der einzelnen Branchen und deren Eigenschaften bezüglich Fremdkapital erfolgt, wird die Kapitalstruktur der Unternehmen nach Marktkapitalisierung untersucht. Sehr grosse Unternehmen üben in dieser Untersuchung einen dominierenden Einfluss auf die Resultate aus. Um die Auswirkungen und den Einfluss genauer betrachten zu können, wurden die untersuchten SPI-Unternehmen nach ihrer Marktkapitalisierung, wie in Tabelle 5 ersichtlich, in drei Gruppen unterteilt.

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

Gruppe	Marktkapitalisierung in CHF	Anzahl Unternehmen in der Untersuchung über sämtliche Jahre	Summe der Marktkapitalisierung in CHF per Ende 2020
Large-Caps	>20 Mrd.	18	1'158.6 Mrd.
Mid-Caps	2 Mrd. ≤ 20 Mrd.	46	239.6 Mrd.
Small-Caps	≤ 2 Mrd.	135	95.5 Mrd.
Total		199	1'493.7 Mrd.

**Abbildung 33: Anteil der Gruppen am verzinslichen FK (Datenquelle: Bloomberg, 2021)**

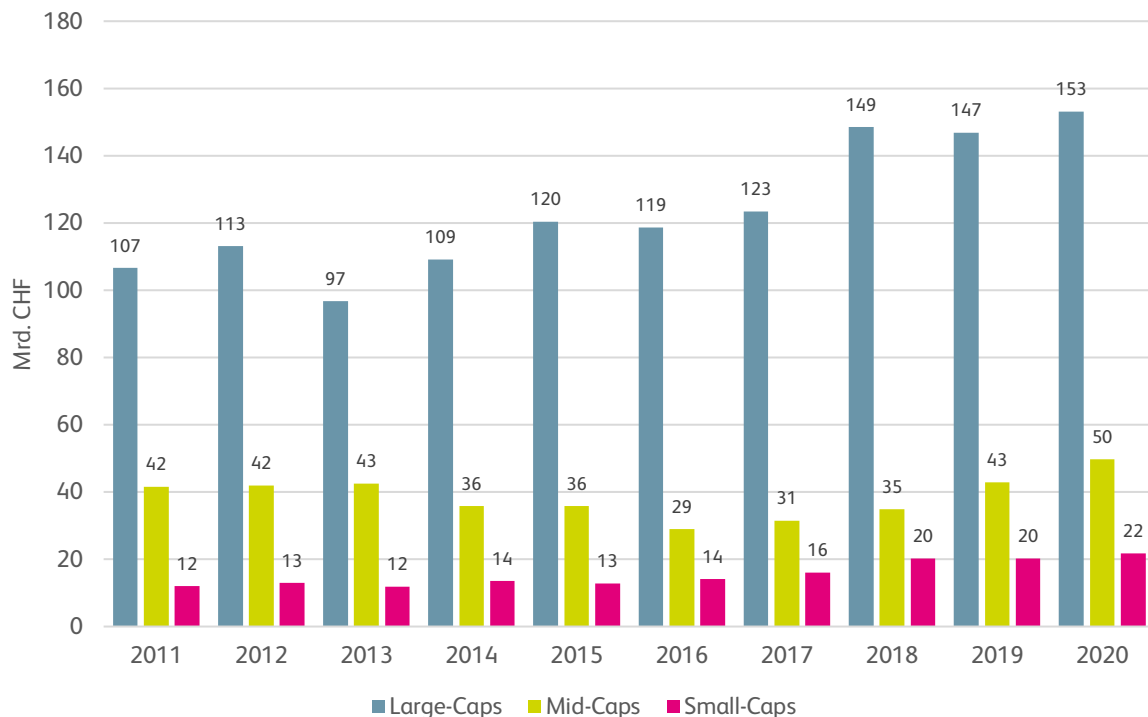


Die Large-Caps sind per Definition die am höchsten kapitalisierte Gruppe. Dies spiegelt sich auch in ihrem Anteil am verzinslichen Fremdkapital in absoluten Zahlen wider. Mit einem Anteil von 70 % vereinen die Large-Caps die absolute Mehrheit an verzinslichem Fremdkapital in ihren Büchern (vgl. auch Abbildung 33). Innerhalb dieser Gruppe weisen die SMI-Unternehmen Nestlé, Roche, Novartis, ABB und Richemont rund CHF 98 Mrd. an verzinslichem Fremdkapital auf. Dies entspricht ebenfalls ca. 70 % des gesamten Volumens der Gruppe und gut 47 % des Volumens aller untersuchter Unternehmen.

Somit kann gesagt werden, dass die erwähnten fünf Unternehmen in der Schweiz eine dominante Stellung in Bezug auf die Finanzierung mit verzinslichem Fremdkapital einnehmen. Diese Feststellung wird in den folgenden Abschnitten noch deutlicher ausgeführt.

Abbildung 34 zeigt auf, wie sich die absolute Höhe des verzinslichen Fremdkapitals in den drei Gruppen über die Jahre entwickelt hat.

**Abbildung 34: Entwicklung des verzinslichen Fremdkapitals in den Gruppen**  
(Datenquelle: Bloomberg, 2021)



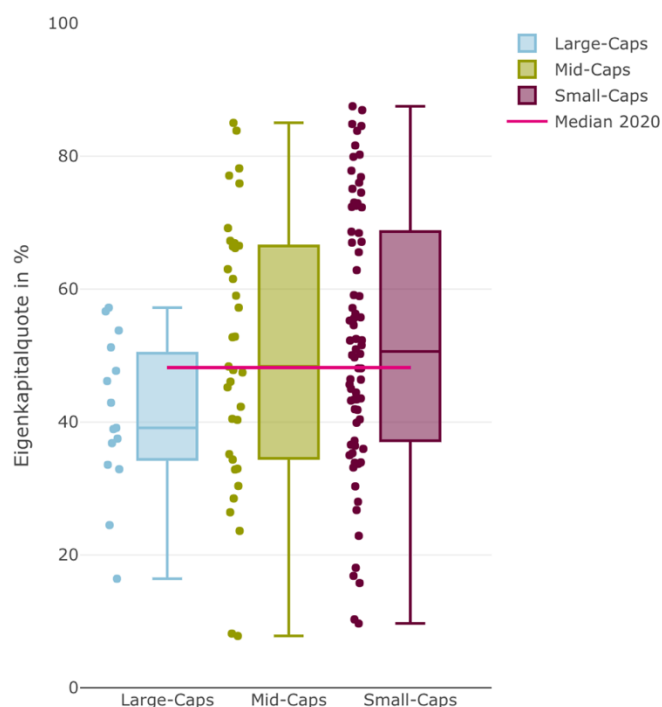
Von den offensichtlich hohen Zahlen der Large-Caps abgesehen zeigt die Abbildung, dass in sämtlichen Gruppen ein Anstieg des verzinslichen Fremdkapitals stattfand. Jede Gruppe steigerte seit dem Jahr 2011 ihr verzinsliches Fremdkapital um eine zweistellige Prozentzahl. Im Detail bedeutet dies:

- Das verzinsliche Fremdkapital bei den Large-Caps stieg um 42 %,
- bei den Mid-Caps um 19 % (72 % seit dem Jahr 2016)
- und in der letzten Gruppe, den Small-Caps, um 83 %.

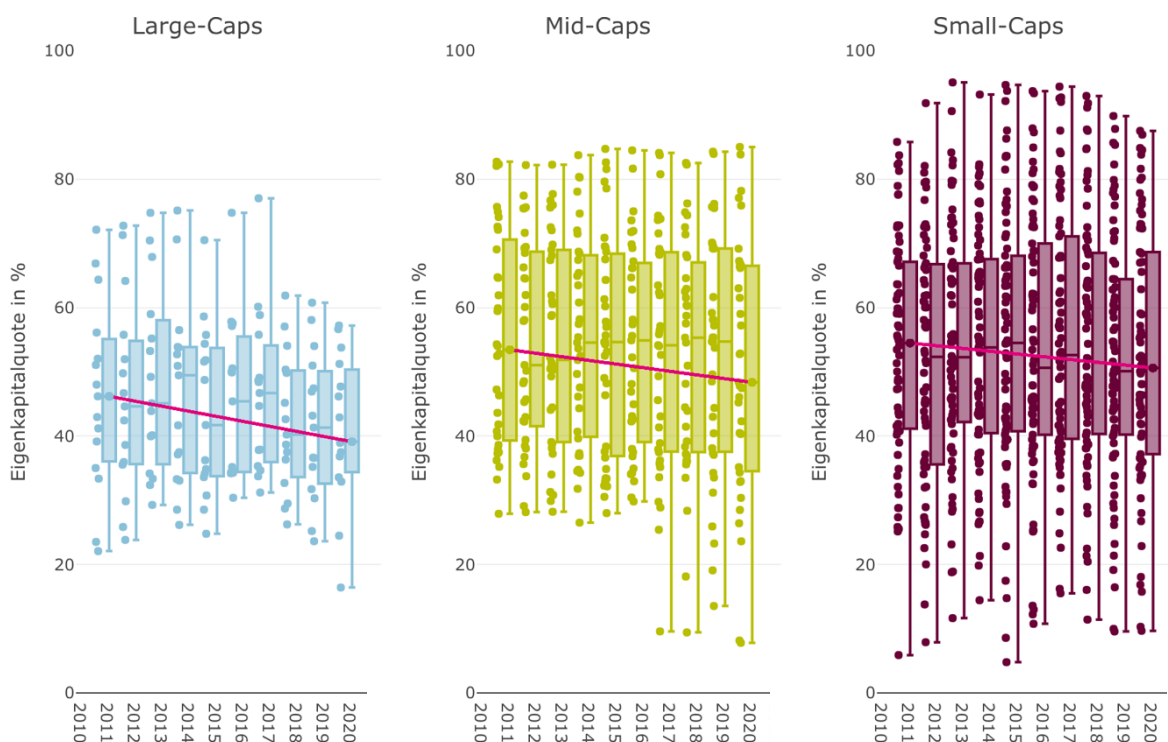
Die Beobachtung ist insofern interessant, als dass die niedrig kapitalisierenden Gesellschaften in der Schweiz ihr verzinsliches Fremdkapital in prozentualer Betrachtung stärker ausbauten als die Gesellschaften mit hoher Marktkapitalisierung. Insbesondere die Mid-Caps verzeichneten einen verhältnismässig starken Anstieg des verzinslichen Fremdkapitals. Seit dem Jahr 2016 verdoppelte sich dieser fast und nahm von CHF 29 Mrd. auf über CHF 50 Mrd. zu. Die deutliche Abnahme zwischen dem Jahr 2011 und 2016 kann unter anderem auf die Dekotierung von Transocean zurückgeführt werden, welche im Jahr 2015 noch rund CHF 8 Mrd. an verzinslichem Fremdkapital ausstehend hatte. Dennoch führen die Beobachtungen zum Schluss, dass sich kleine und mittlere Unternehmen im Schnitt stärker verschuldet haben als grosse Unternehmen.

Aufgrund der vorangehenden Feststellung macht eine Betrachtung der Eigenkapitalquoten in diesen Gruppen Sinn, um festzustellen, ob die Schuldenlast übermässig zur Bilanz steht oder ob die Aufnahme von zusätzlichem verzinslichem Fremdkapital in einem marktüblichen Rahmen stattfand.

**Abbildung 35: Eigenkapitalquoten nach Marktkapitalisierung per Ende 2020**  
(Datenquelle: Bloomberg, 2021)



**Abbildung 36: Eigenkapitalquoten nach Marktkapitalisierung über die letzten zehn Jahre**  
(Datenquelle: Bloomberg, 2021)





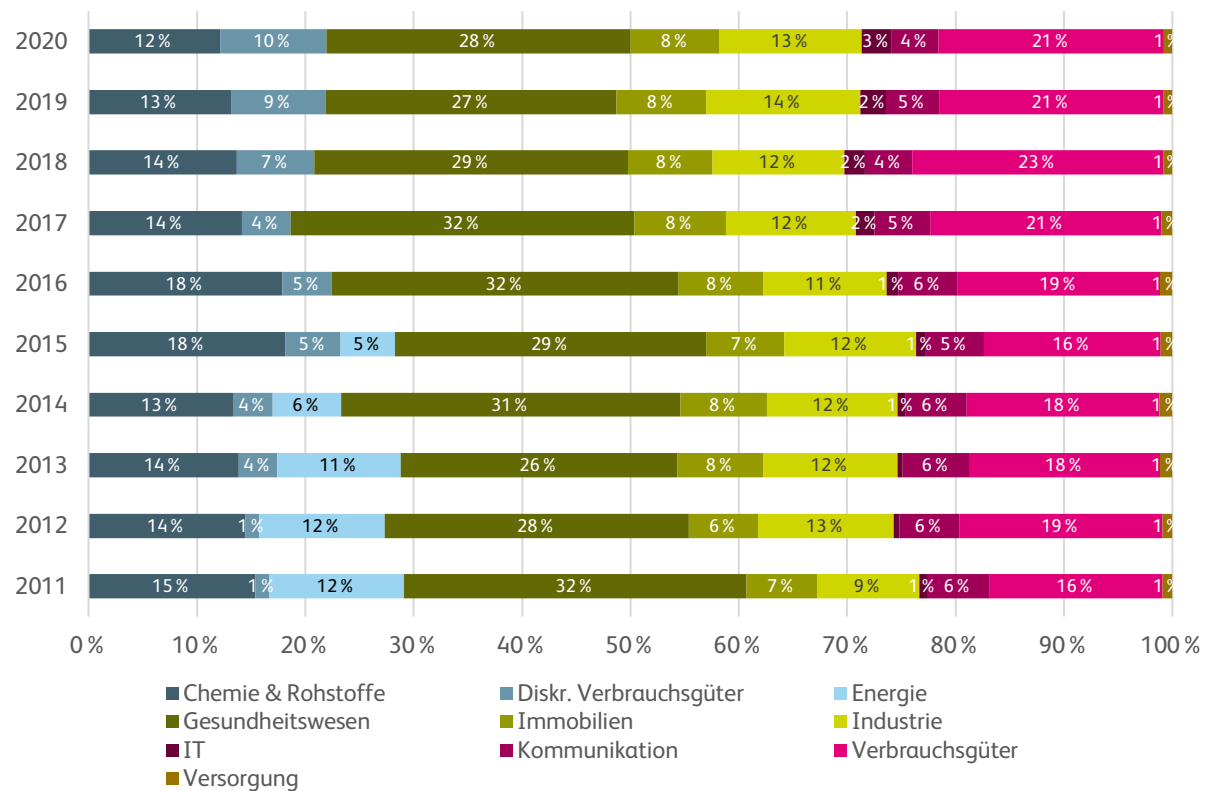
Wie in Abbildung 36 ersichtlich ist, weist die Gruppe der Mid-Caps und Small-Caps bezogen auf die Medianwerte keine sonderlich tiefe Eigenkapitalquote auf. Die grossen Unternehmen bewegen sich grundsätzlich zwischen einer Eigenkapitalquote von ca. 20 % bis 80 %, während die kleineren Unternehmen tendenziell deutlich höhere und auch deutlich tiefere Eigenkapitalquoten aufweisen. Die zusätzliche Aufnahme von verzinslichem Fremdkapital hat jedoch in sämtlichen drei Gruppen eine Reduktion der Medianwerte der Eigenkapitalquoten bewirkt und liess sie in den letzten zehn Jahren jeweils wie folgt zurückgehen:

- Bei den Large-Caps von 46.19 % im Jahr 2011 auf 39.12 % per Ende 2020,
- bei den Mid-Caps von 53.44 % im Jahr 2011 auf 48.37 % per Ende 2020 und
- bei den Small-Caps von 54.49 % im Jahr 2011 auf 50.61 % per Ende 2020.

## 2.4 Verzinsliches Fremdkapital und Eigenkapitalquoten nach Branche

Auf Gesamtmarktebene beträgt die jährliche Wachstumsrate des verzinslichen Fremdkapitals 3.5 % in den letzten zehn Jahren. Dieses Wachstum ist vorangehend gesondert nach Marktkapitalisierung dargestellt. In diesem Abschnitt wird das Fremdkapital pro Branche untersucht, wobei bestimmte Sektoren das Wachstum treiben. Abbildung 37 veranschaulicht die Zusammensetzung des verzinslichen Fremdkapitals in den einzelnen Jahren nach Branche und beantwortet somit die Frage, welche Branche welchen Anteil des gesamten verzinslichen Fremdkapitals sämtlicher Unternehmen ausstehend hatte.

**Abbildung 37: Zusammensetzung des verzinslichen Fremdkapitals nach Branche**  
(Datenquelle: Bloomberg, 2021)



Das Gesundheitswesen und die Verbrauchsgüterbranche weisen zusammen fast die Hälfte des gesamten verzinslichen Fremdkapitals auf. Dies bedeutet, dass jeder zweite Franken an verzinslichen Verbindlichkeiten in einem der beiden Sektoren ausstehend ist. Es gilt zu erwähnen, dass sich in den beiden Branchen rund 36 der 148 analysierten Unternehmen befinden und jene jedoch nicht übermässig stark mit Fremdkapital finanziert sind. Die Eigenkapitalquote in beiden Branchen beträgt im Jahr 2020 rund 50 %. Die obige Betrachtung verdeutlicht erneut, wie wichtig die beiden Branchen für den Kapitalmarkt sind. Es gilt zudem festzuhalten, dass die Zahlen absolut sind und nicht relativ zur Grösse der Unternehmen. In den erwähnten Branchen finden sich hoch kapitalisierte Unternehmen, welche aufgrund ihrer Grösse mehr Fremdkapital aufweisen.

In der Gesundheitsbranche nahmen Novartis und Roche 78 % des gesamten verzinslichen Fremdkapitals auf. Dies erscheint als sehr hoch, relativiert sich jedoch aufgrund der Grösse der Unternehmen. Auch in der Verbrauchsgüterbranche zeigt sich ein ähnliches Bild. Nestlé ist verantwortlich für 86 % des gesamten verzinslichen Fremdkapitals. Auch hier ist eine klare Dominanz in der Branche zu erkennen, erklärt jedoch auch die hohen absoluten Zahlen.

Auch bei den Branchen lohnt sich eine nähere Betrachtung der Eigenkapitalquoten. Abbildung 38 zeigt die Eigenkapitalquoten per Ende 2020 nach Branche. Auffallend ist sicherlich die eher geringe Streubreite im Immobiliensektor, währenddessen die Unternehmen in der Chemie- & Rohstoffbranche wie auch in der Industrie eine deutlich grössere Spannweite der Eigenkapitalquoten aufweisen. Die Branchen Kommunikation und Versorgung setzen sich aus lediglich wenigen Unternehmen zusammen (sechs respektive drei Unternehmen).

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

**Abbildung 38: Eigenkapitalquoten per Ende 2020 nach Branche**  
(Datenquelle: Bloomberg, 2021)

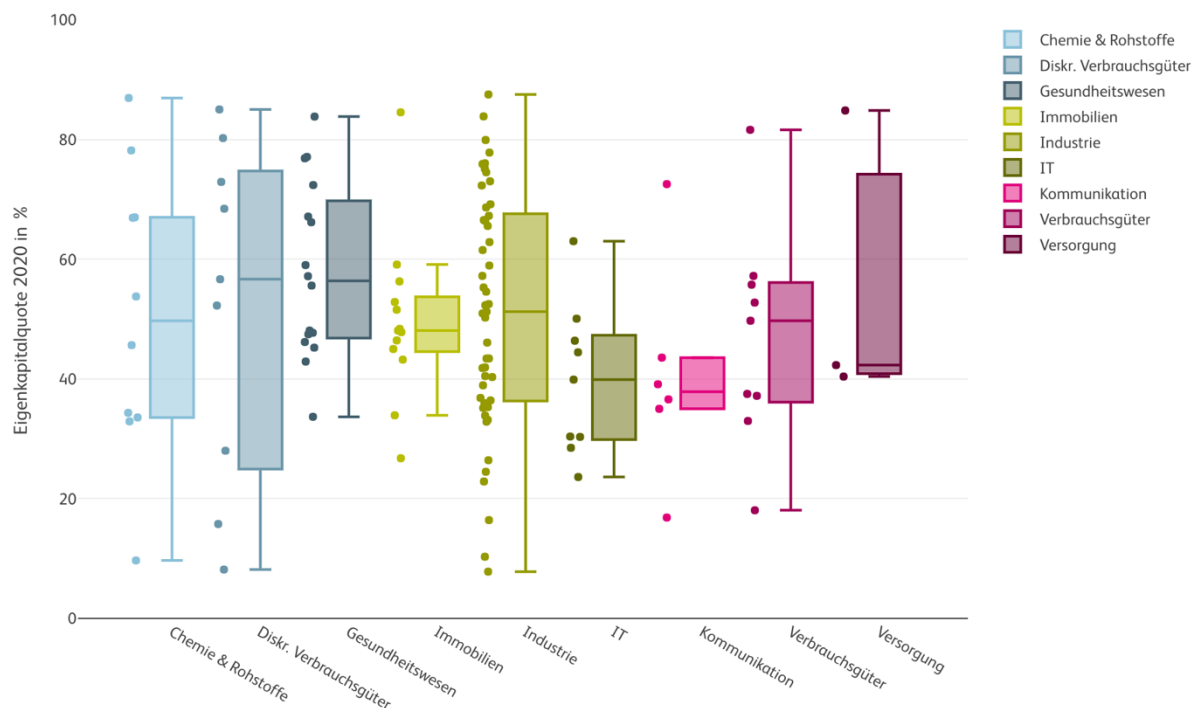
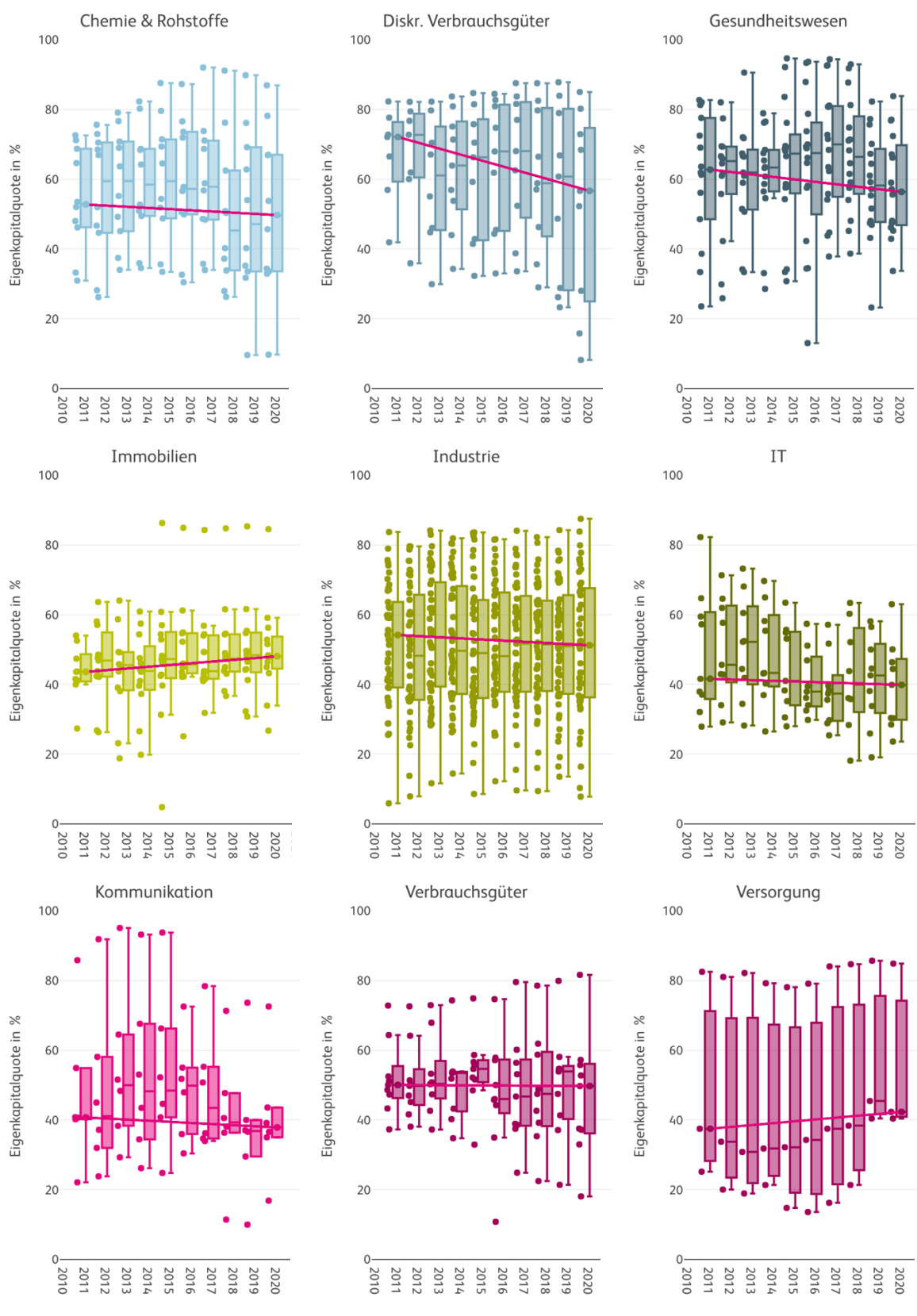


Abbildung 39 zeigt die Entwicklung der Eigenkapitalquoten in den einzelnen Branchen über die letzten zehn Jahre. Es gilt festzuhalten, dass die Mediane der Eigenkapitalquoten in den Branchen differieren. In der Immobilienbranche stieg der Median über den betrachteten Zeitraum (jeweils magentafarben gekennzeichnet) leicht an (von 43.62 % im Jahr 2011 auf 48.08 % im Jahr 2020). Ebenso stieg der Median der Versorger an, wobei diese Branche lediglich mit drei Unternehmen vertreten ist (Romande Energie mit einer hohen und BKW sowie Edisun Power Europe mit tieferen Eigenkapitalquoten). Hingegen ist innerhalb der Branche diskretionäre Verbrauchsgüter nicht nur ein deutlicher Rückgang des Medians zu beobachten, sondern auch eine Zunahme der Streuung. Ein ähnliches Bild zeigt sich im Gesundheitswesen, wobei bereits vorangehend die Zunahme des verzinslichen Fremdkapitals in dieser Branche um CHF 12 Mrd. erwähnt wurde. Die weiteren Branchen weisen jedoch zumeist Medianwerte auf, die mit denjenigen von vor zehn Jahren teilweise fast identisch sind.

**Abbildung 39: Entwicklung der Eigenkapitalquoten nach Branche über zehn Jahre<sup>25</sup>**  
(Datenquelle: Bloomberg, 2021)



<sup>25</sup> Aufgrund der geringen Anzahl Unternehmen und da seit dem Jahr 2016 sämtliche Unternehmen der Branche Energie dekotiert sind, wird diese Branche nicht separat abgebildet.

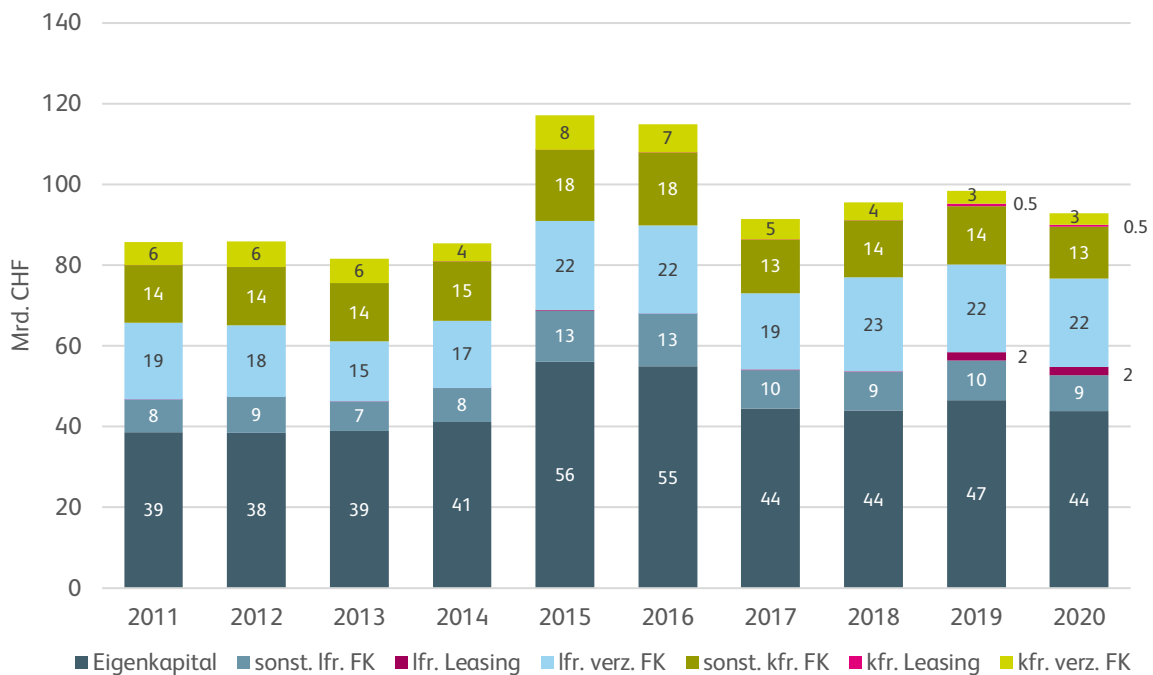
## 2.5 Kapitalstruktur pro Branche

In den folgenden Unterabschnitten folgen genauere Betrachtungen der einzelnen Branchen, um mögliche Unterschiede zwischen den Sektoren festzustellen. Aufgrund der geringen Stichprobengrössen in den beiden Branchen Energie und Versorgung werden diese nicht näher betrachtet. Auch in den folgenden Abbildungen wird das Eigenkapital einbezogen, da es einen wichtigen Bestandteil der Kapitalstruktur darstellt und die Verschuldung mit Fremdkapital dadurch besser relativiert werden kann.

### 2.5.1 Chemie & Rohstoffe

Die Chemie- und Rohstoff-Branche ist geprägt von den Unternehmen EMS-Chemie, Givaudan und Holcim. Seit fünf Jahren bewegt sich die totale Finanzierung dieser Unternehmen im Bereich von rund CHF 100 Mrd., wobei ca. 50 % dem Eigenkapital zugewiesen werden kann.

**Abbildung 40: Zusammensetzung der Finanzierung in der Chemie- & Rohstoff-Branche (2020: n=14)**  
(Datenquelle: Bloomberg, 2021)



Die zweite grosse Finanzierungsquelle dieser Unternehmen ist die langfristige verzinsliche Verschuldung, welche im Jahr 2019 rund 20 % ausmachte. Die kurzfristige verzinsliche Verschuldung spielt in dieser Branche eher eine kleinere Rolle, insbesondere, da stark auf eine nicht verzinsliche Verschuldung gesetzt wird, welche oftmals aus Anzahlungen oder geschuldeten Leistungen besteht, welche durch Kunden bereits bezahlt wurden – mehr dazu im Abschnitt zur Industrie.

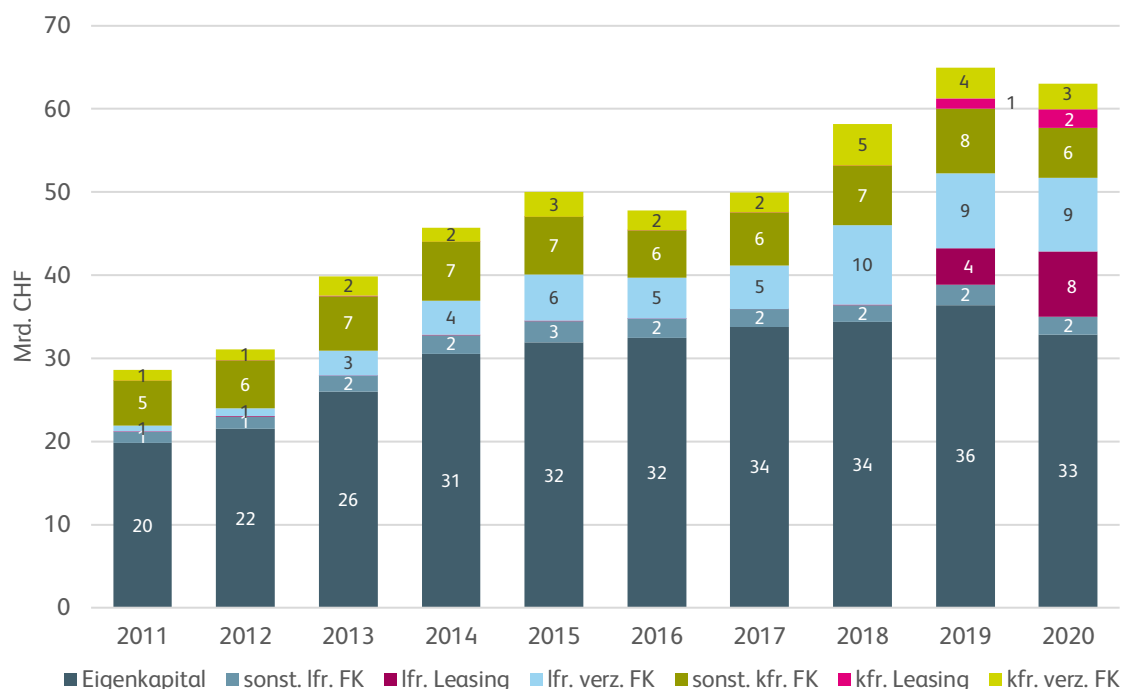
Im Jahr 2015 fand ein Anstieg der kumulierten Bilanzen im Markt von rund CHF 30 Mrd. statt. Dies ist nicht auf eine höhere Verschuldung der Unternehmen zurückzuführen, sondern auf die Fusion von Lafarge und Holcim. Das Eigenkapital des Konzerns erhöhte sich um rund CHF 15 Mrd. auf CHF 35 Mrd., und das Fremdkapital von rund CHF 19 Mrd. auf über CHF 37 Mrd. Das verzinsliche Kapital als Teil des Fremdkapitals erfuhr infolge der Fusion einen Zuwachs von CHF 10 Mrd. Die Werte von Holcim zeigen, dass die Branche stark von den Bilanzaktivitäten des Grosskonzerns abhängen. Der starke Rückgang der Bilanzsumme vom Jahr 2016

zum Jahr 2017 geht auf die Dekotierung von Syngenta zurück. Diese Dekotierung führte zu einer Reduktion des Eigenkapitals der Branche von CHF 8.1 Mrd. und einen Rückgang des Fremdkapitals um CHF 11.3 Mrd. Desweiteren lässt sich ab dem Jahr 2019 erstmals die Neureglung zur Bilanzierung von Leasingverbindlichkeiten gemäss IFRS 16 erkennen, welche sich im Bereich von rund CHF 2.5 Mrd. bewegen.

## 2.5.2 Diskretionäre Verbrauchsgüter

Die Branche der diskretionären Verbrauchsgüter wird durch die Unternehmen Richemont und Swatch Group geprägt. Die kumulierten Bilanzen der Branche bewegen sich seit drei Jahren im Bereich von CHF 60 Mrd., was einer Verdoppelung der Werte aus dem Jahr 2011 entspricht.

**Abbildung 41: Zusammensetzung der Finanzierung in der Branche Diskretionäre Verbrauchsgüter (2020 n=12)**  
(Datenquelle: Bloomberg, 2021)



Die Branche verzeichnete in der untersuchten Periode drei IPOs, welche aber keinen signifikanten Anstieg der präsentierten Zahlen bewirkten. Die Auswirkungen (zusätzliches EK) bewegten sich bei allen IPOs im Bereich von unter CHF 500 Mio. Dennoch gibt es drei Auffälligkeiten in der Entwicklung der Branche, welche genauer zu betrachten sind (vgl. Abbildung 41): Erstens der Anstieg des langfristigen verzinslichen Fremdkapitals, zweitens die Entwicklung des Eigenkapitals und drittens die Bilanzierung der Leasingverbindlichkeiten.

Den grössten Zuwachs erlebte in den letzten zehn Jahren das langfristig verzinsliche Fremdkapital. Insbesondere im Jahr 2018 wuchs dieses um rund CHF 5 Mrd., was fast einer Verdoppelung des gesamten Bestandes gleichkommt. Hier zeigt sich der Einfluss des Grossunternehmens Richemont. Der Konzern emittierte im Jahr 2018 gleich vier neue Anleihen. Der damalige Emissionsbetrag betrug EUR 3.99 Mrd., was per 31. Dezember 2018 ungefähr CHF 4.45 Mrd. entspricht (Richemont, 2021). Die Emission der vier Anleihen erklärt den gesamten Anstieg des Fremdkapitals im Jahr 2018 und zeigt auf, wie dominant das Unternehmen auf die Zahlen der Branche wirkt.

Auch in dieser Branche hält sich die Eigenkapitalquote im Jahr 2020 bei rund 50 %. Diese ist 19 Prozentpunkte tiefer als noch im Jahr 2011, was die deutlich stärkere Verschuldung der Branche widerspiegelt.

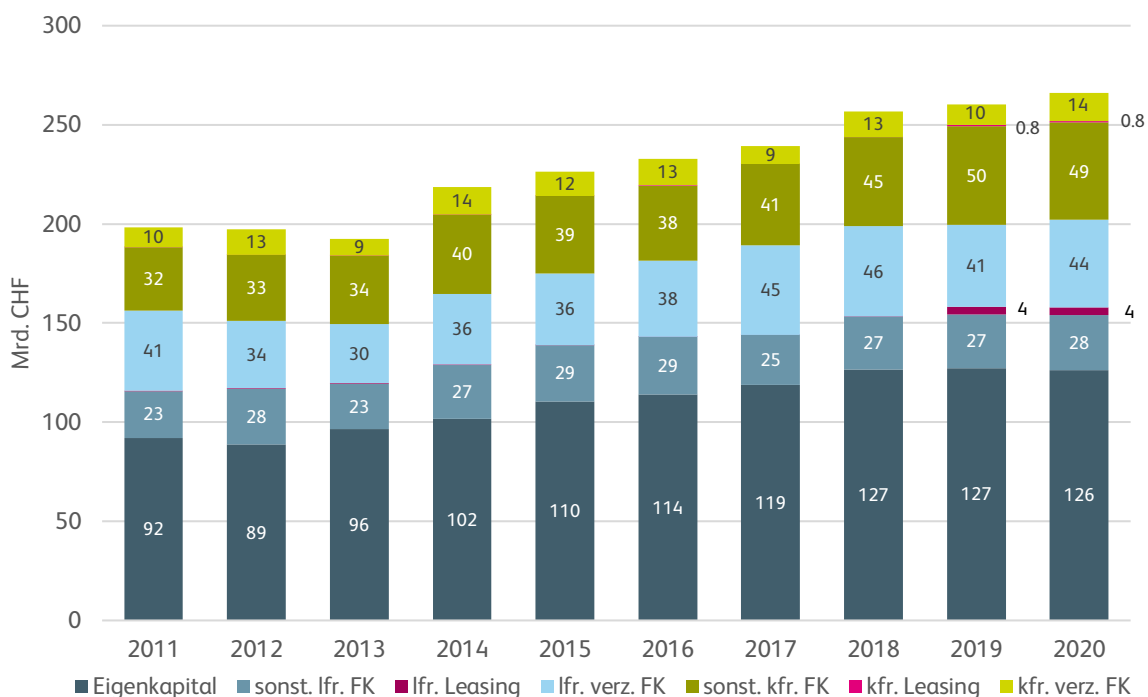
Der seit dem Jahr 2011 verzeichnete Anstieg beim Eigenkapital kann zu einem grossen Teil auf die beiden Unternehmen Richemont und Swatch Group zurückgeführt werden, welche ihr Eigenkapital zusammen um rund CHF 13 Mrd. erhöhten.

Die Bilanzierung von Leasingverbindlichkeiten ab dem Jahr 2019 wird in Abschnitt 3.3 noch genauer beleuchtet. Vorweg kann jedoch bereits vermerkt werden, dass rund CHF 4 Mrd. der bilanzierten CHF 7.8 Mrd. auf das Unternehmen Dufry zurückgehen und ca. CHF 3.3 Mrd. auf Richemont. Somit vereinen diese beiden Unternehmen fast den gesamten ausgewiesenen Wert an Leasingverbindlichkeiten in dieser Branche auf sich.

### 2.5.3 Gesundheitswesen

Auch das Gesundheitswesen weist zwei Unternehmen auf, welche einen grossen Einfluss auf die präsentierten Zahlen ausüben. Novartis und Roche sind grösstenteils verantwortlich für die Veränderungen und die kumulierten Bilanzzahlen der Branche (vgl. Abbildung 42). Die kumulierten Bilanzen belaufen sich in der Branche auf über CHF 250 Mrd., wovon jedoch 80 % den Bilanzen der beiden Grossunternehmen zuzuweisen sind. Die Branche zeigt sich als sehr konstant in den Bilanzwerten und verzeichnet keine grösseren Zu- oder Abnahmen. Dies sicherlich auch aufgrund der hohen Anteile der SMI-Unternehmen.

**Abbildung 42: Aufteilung der Finanzierung im Gesundheitswesen (2020 n=28)**  
(Datenquelle: Bloomberg, 2021)



Die Analyse der Eigenkapitalquoten nach Branche zeigt, dass die Gesundheitsbranche ihre Eigenkapitalquote im Quervergleich am stärksten senkte. Dies ist in der Grafik der Aufteilung der Finanzierung in der Branche nicht auf den ersten Blick zu erkennen, da in der Grafik absolute Zahlen dargestellt sind und nicht relative Werte. Zudem wird deutlich, dass die Bilanzen insgesamt über die Jahre stetig stiegen und sämtliche Fremd-

kapital- und Eigenkapitalpositionen in einem ähnlichen Ausmass zulegen. Dies kann dem Einfluss von Roche und Novartis zugeschrieben werden, da die hohen Bilanzpositionen der beiden Unternehmen das obige Bild dominieren. Die Grosskonzerne weisen verhältnismässig hohe Werte auf, während kleinere Unternehmen wie Santhera oder Cosmo Pharma wesentlich geringere Werte aufweisen.

Durch das Messinstrument «Median» kann jedoch der Einfluss von Ausreissern zu einem gewissen Teil eliminiert werden. Dadurch erscheint in der Betrachtung des Medians eine sinkende Eigenkapitalquote, während in den absoluten Bilanzpositionen dies nicht direkt ersichtlich ist.

Auffällig ist zudem der Anstieg im sonstigen kurzfristigen Fremdkapital über die letzten Jahre. Grundsätzlich kann hierzu gesagt werden, dass Novartis und Roche rund CHF 40 Mrd. der ca. CHF 50 Mrd. der entsprechenden Werte in der Branche ausmachen. Die Hauptpositionen bei den beiden Unternehmen in dieser Kategorie sind Rechnungsabgrenzungen oder geschuldete Leistungen, welche noch nicht erfolgt sind, Forderungen von Sozialeinrichtungen oder Löhne.

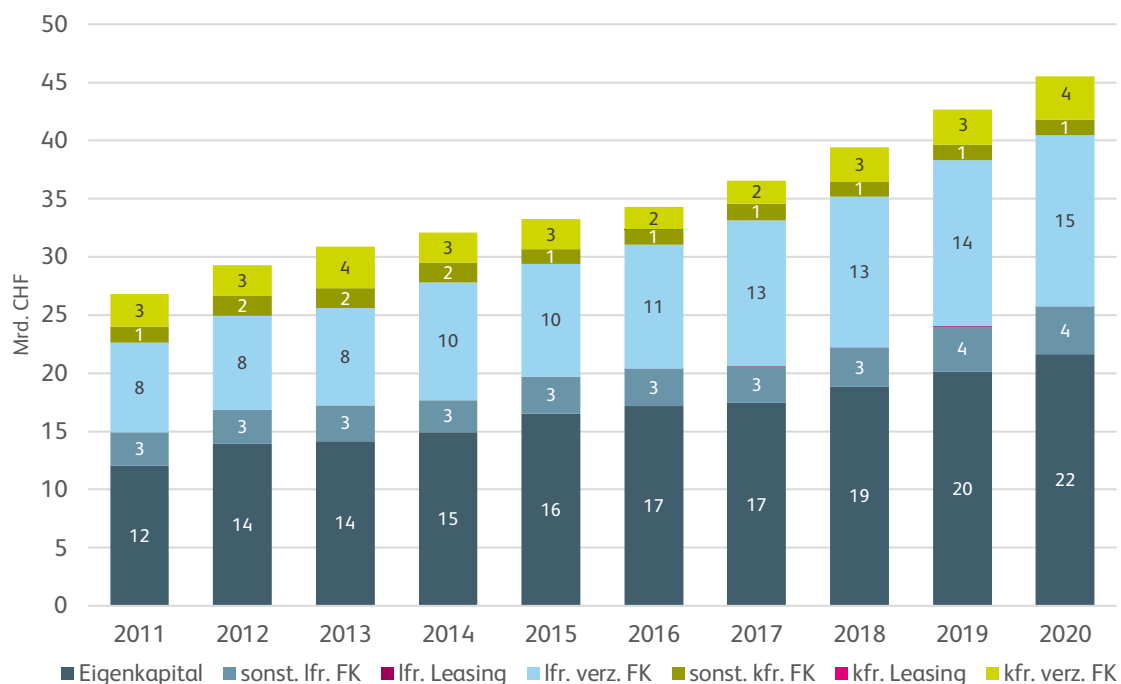
#### 2.5.4 Immobilien

Die Immobilienbranche hat sich in den letzten Jahren dynamisch entwickelt. Geprägt wird diese insbesondere von den vier Unternehmen Allreal, Mobimo, PSP und Swiss Prime Site. Die meisten Unternehmen in der Branche sind von der Grösse her recht ähnlich und lediglich das Unternehmen Swiss Prime Site sticht mit grossen Volumina heraus.

Der Schweizer Immobilienmarkt entwickelte sich in den letzten Jahren sehr dynamisch mit hohen Wachstumsraten und so auch die darin tätigen Unternehmen. Dies ist auch in Abbildung 43 ersichtlich. Die kumulierten Bilanzsummen nahmen in den letzten zehn Jahren von rund CHF 26 Mrd. auf mehr als CHF 45 Mrd. zu. Dies entspricht einem Anstieg von mehr als 73 %. Der Haupttreiber dieser Entwicklung ist die Zunahme des langfristigen verzinslichen Fremdkapitals und die Zunahme des Eigenkapitals.



**Abbildung 43: Aufteilung der Finanzierung in der Immobilienbranche (2020 n=17)**  
(Datenquelle: Bloomberg, 2021)



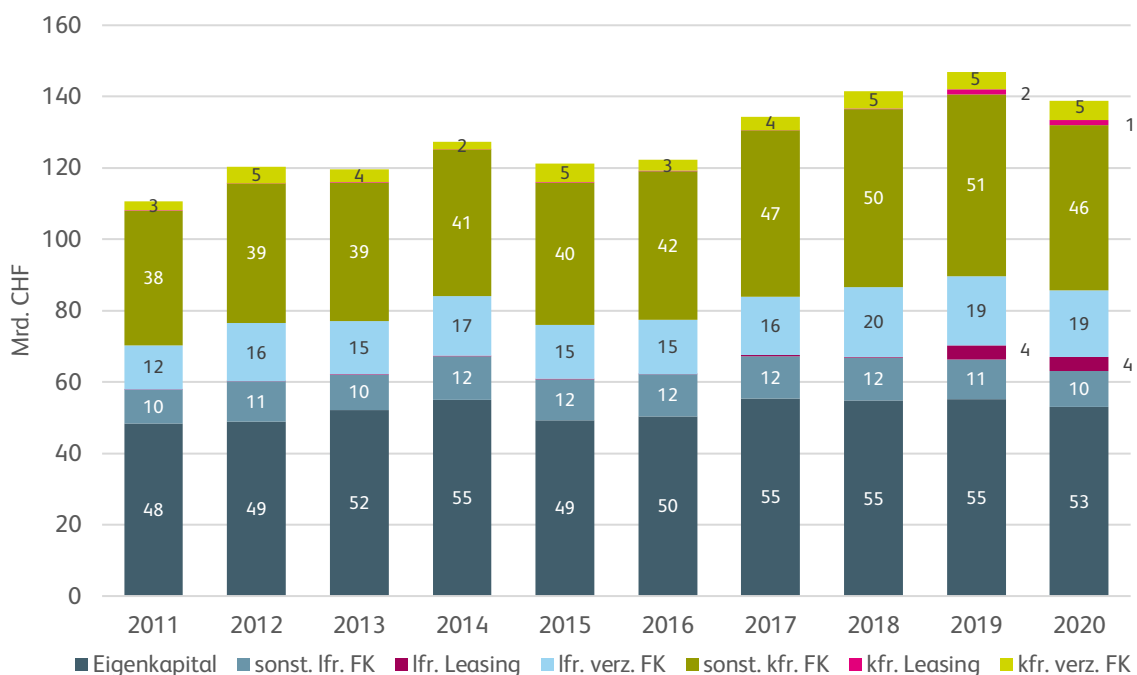
Wie die erwähnten Haupttreiber deutlich aufzeigen, ist die Immobilienbranche langfristig finanziert. Dies entweder über Eigenkapital oder über langfristiges Fremdkapital. Diese machen zusammen über 88 % des Bilanzwertes aus, wobei die langfristige Verschuldung über 33 % der Bilanz beträgt. Die Langfristigkeit der Branche kennzeichnet die Aktivseite der Bilanzen. Dementsprechend ist eine langfristige Finanzierung im Sinne der *Goldenen Bilanzregel* sinnvoll.<sup>26</sup> Daher ist es ebenfalls nicht überraschend, dass in den letzten Jahren insbesondere das langfristig verzinsliche Fremdkapital und das Eigenkapital die stärkste Zunahme erfuhren. Die Entwicklung dieser beiden Positionen erklärt die gesamte Zunahme der kumulierten Bilanzen in der Branche. Es gilt zu erwähnen, dass in den letzten zehn Jahren insgesamt neun IPOs zu verzeichnen waren. Die IPOs haben einen direkten Einfluss auf die Entwicklung der Branche. Die IPOs können als ein weiterer Indikator für das rasante Marktwachstum in diesem Segment gedeutet werden.

<sup>26</sup> Vgl. hierzu Lütolf et al., 2019, S. 28

## 2.5.5 Industrie

Gemessen an der Anzahl Unternehmen zeigt die grösste Branche mit den meisten Unternehmen ein interessantes Bild der Finanzierung. Auffallend ist ein hoher Anteil an sonstigem kurzfristigem Fremdkapital und ein vergleichsweise tiefer Anteil an verzinslichem Kapital. Die Branche wies per Ende 2020 eine kumulierte Bilanzsumme von rund CHF 140 Mrd. auf (vgl. Abbildung 44).

**Abbildung 44: Aufteilung der Finanzierung in der Industrie (2020 n=56)**  
(Datenquelle: Bloomberg, 2021)



Über die letzten zehn Jahre hielt sich die Branche bezüglich ihrer Finanzierung auf einem vergleichsweise konstanten Niveau und verzeichnete keine grossen Sprünge in den einzelnen Bereichen. Die Zunahme im sonstigen kurzfristigen Fremdkapital ist auf das Wachstum der Branche zurückzuführen und nicht auf ausserordentliche Ereignisse oder IPOs von grösseren Unternehmen.

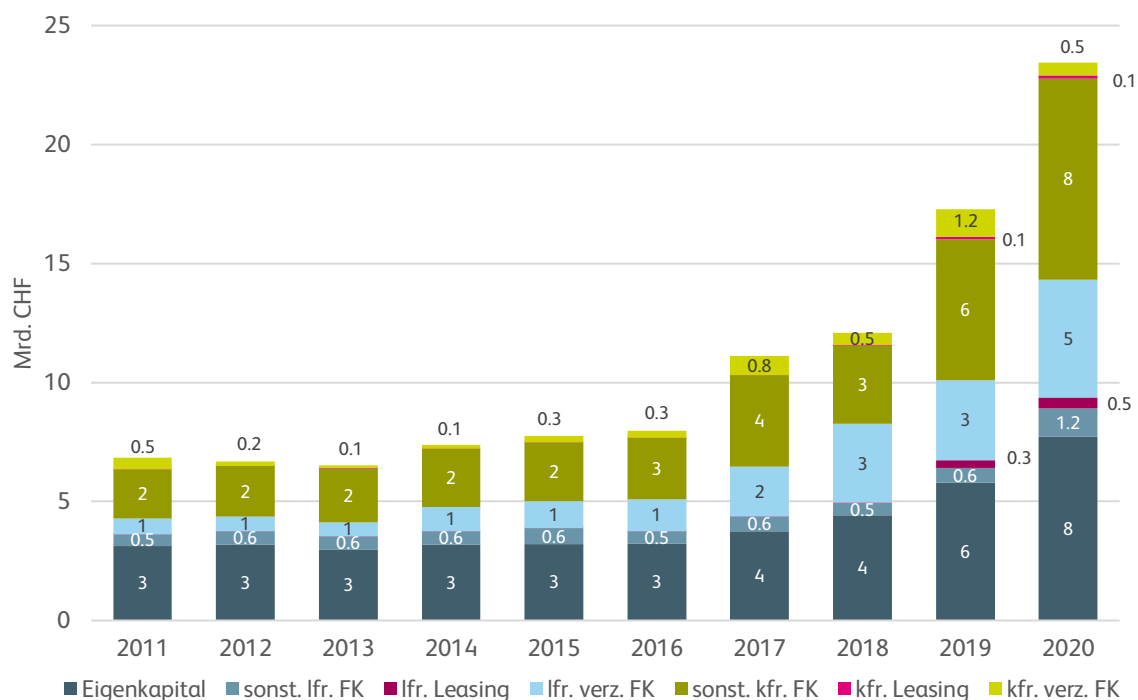
Ein spezielles Augenmerk liegt jedoch auf der Höhe und auf dem Anteil des sonstigen kurzfristigen Fremdkapitals in den Bilanzen der Industrieunternehmen. Dabei handelt es sich um Kapital, welches nicht verzinst wird und wodurch für die Unternehmen kein Zinsaufwand resultiert. In der Regel handelt es sich dabei um Forderungen von Lieferanten und Unternehmen, Lohnforderungen oder Verpflichtungen gegenüber Vorsorgeeinrichtungen. In dieser spezifischen Branche handelt es sich zum grössten Teil um Anzahlungen oder Verbindlichkeiten gegenüber Kundinnen und Kunden.

Bei der Produktion und der Herstellung von Produkten werden in der Praxis oftmals Anzahlungen geleistet, bevor die Produktion überhaupt beginnt. Dies stellt eine interessante Finanzierung der operativen Tätigkeit dar, da solche Kapitalpositionen in der Regel nicht verzinst werden müssen. Die Anzahlungen finanzieren dabei einen gewissen Teil der Produktion der bestellten Ware im Voraus und das produzierende Unternehmen muss die Kosten nicht selbst vorschliessen. Solch eine Art der Finanzierung erklärt in dieser Branche die tiefen Anteile von verzinslichem Kapital.

## 2.5.6 IT

Die IT-Branche wurde durch einige IPOs in den letzten zehn Jahre geprägt, was ebenfalls ein Teil der Erklärung für das starke Wachstum der absoluten Finanzierungszahlen darstellt. Die vier IPOs fanden alle in den Jahren 2016 bis 2020 statt, welches ebenfalls der Zeitraum des starken Anstiegs der Finanzierungen ist. Absolut betrachtet präsentiert sich die Branche als eher ausgeglichen bezüglich der Grösse der darin enthaltenen Unternehmen. Logitech führt nach Marktkapitalisierung die Branche mit einer Kapitalisierung von rund CHF 14 Mrd. an, gefolgt von Temenos und AMS mit einer Marktkapitalisierung von CHF 9.2 Mrd. respektive CHF 5.3 Mrd.

**Abbildung 45: Aufteilung Finanzierung in der IT-Branche (2020 n=13)**  
(Datenquelle: Bloomberg, 2021)

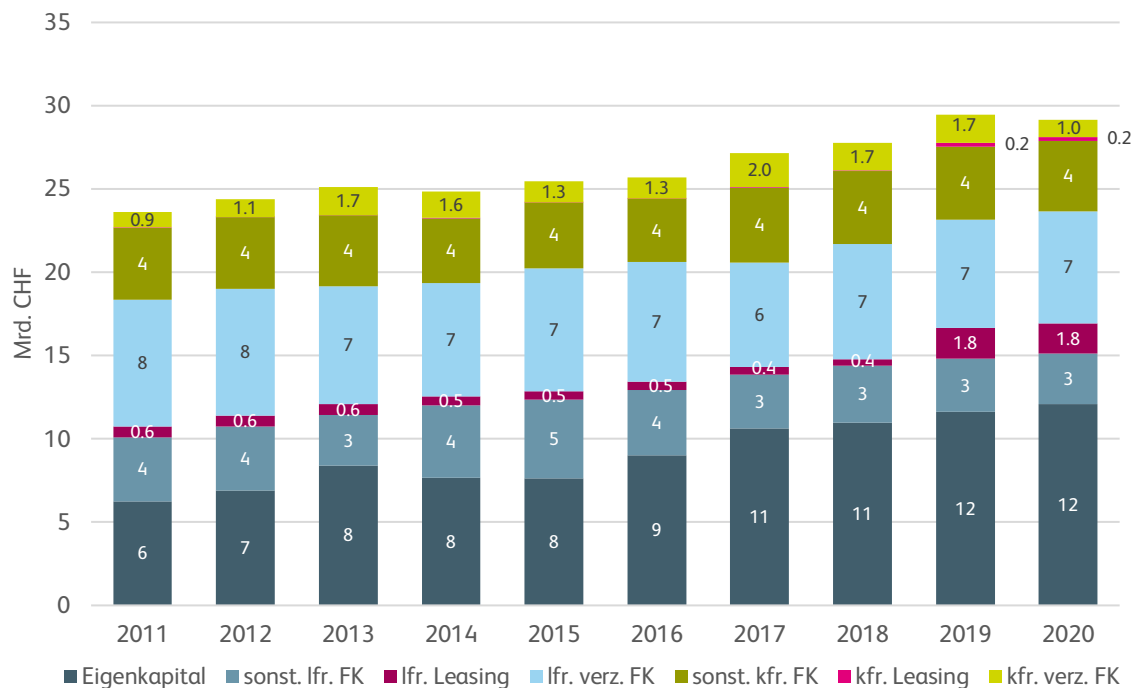


Die in Abbildung 45 ersichtliche deutliche Zunahme des sonstigen kurzfristigen Fremdkapitals kann keinem besonderen Umstand zugeordnet werden ausser dem Wachstum der untersuchten Unternehmen. Auch ohne die vier IPOs verzeichnet diese Komponente ein starkes Wachstum. Ebenfalls beachtlich ist die Zunahme des langfristigen verzinslichen Fremdkapitals, welches auch auf die Emission von neuen Anleihen zurückzuführen ist. So emittierte allein das Unternehmen AMS im Jahr 2020 rund CHF 2 Mrd. an neuen Anleihen.

## 2.5.7 Kommunikation

Die Kommunikationsbranche umfasst sieben Unternehmen, von welchen die Swisscom mit Abstand die grösste Finanzmarktakteurin ist. Aufgrund dessen bildet die folgende Abbildung fast ausschliesslich die Bilanz der Swisscom ab.

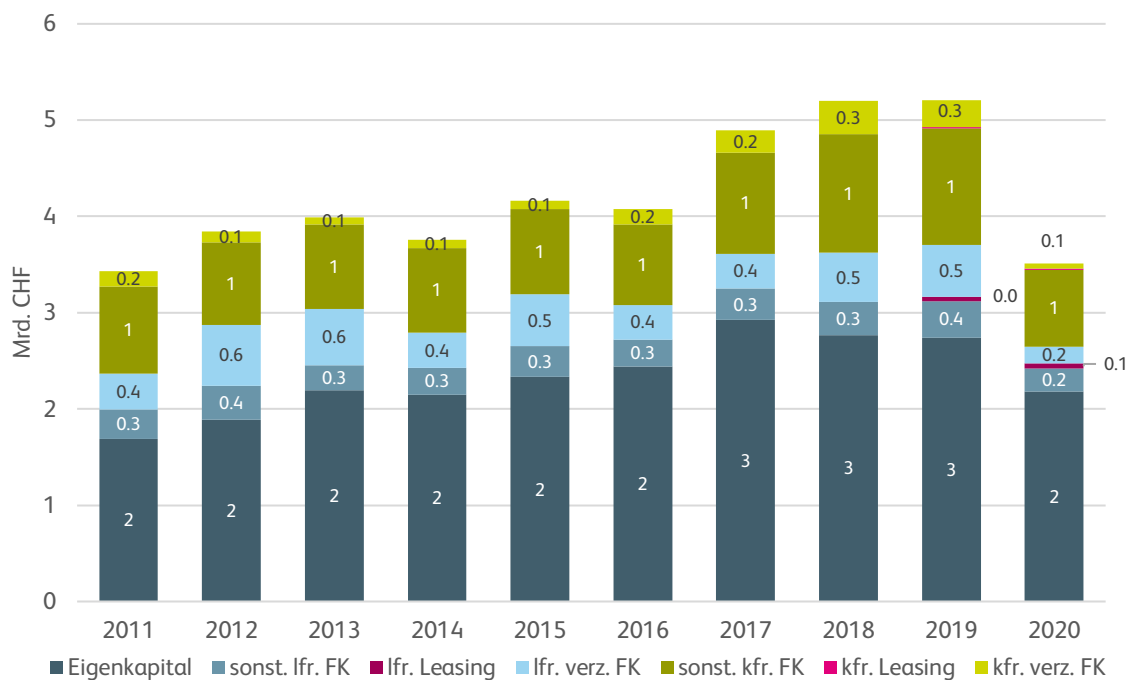
**Abbildung 46: Aufteilung Finanzierung in der Kommunikation-Branche (2020 n=7)**  
(Datenquelle: Bloomberg, 2021)



Mit Einbezug der Swisscom lässt sich in Abbildung 46 eine deutliche Steigerung des Eigenkapitals mit einem gleichzeitigen Abbau der langfristigen verzinslichen Verschuldung erkennen. Somit wurde der Verschuldungsgrad von zwei Seiten her reduziert. Die Eigenkapitalquote in der Branche steigerte sich von rund 26 % im Jahr 2011 auf 40 % im Jahr 2019. Die nicht verzinslichen Verbindlichkeiten präsentieren sich über die letzten zehn Jahre als konstant.

Abbildung 47 zeigt die Zahlen der Branche exklusive Swisscom. Mit dem Ausschluss der Swisscom präsentiert sich die Branche um einiges kleiner. Unter genauerer Betrachtung sticht jedoch die höhere Eigenkapitalquote und der noch tiefere Anteil an verzinslichem Fremdkapital heraus. Die Swisscom finanziert sich als grosses Unternehmen deutlich stärker mit Fremdkapital. Die Eigenkapitalquote in der Abbildung exkl. Swisscom steigerte sich weniger stark als bei der Betrachtung inklusive Swisscom. So stieg die Eigenkapitalquote von rund 49 % im Jahr 2011 auf 52 % im Jahr 2019.

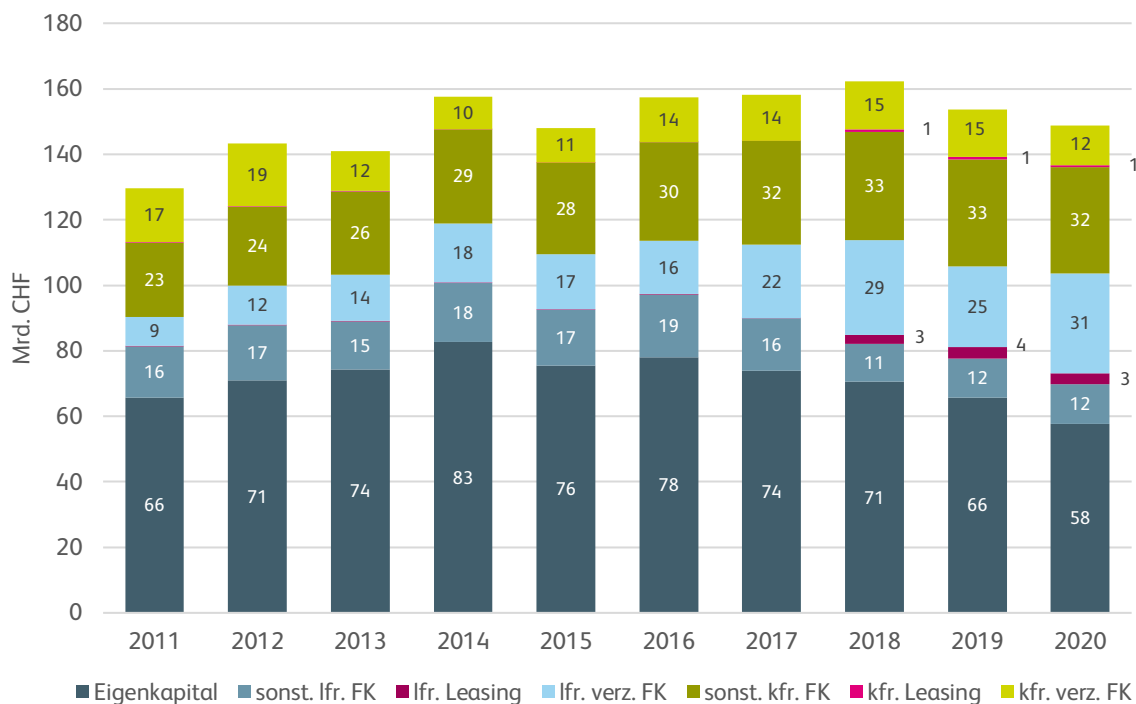
**Abbildung 47: Aufteilung Finanzierung in der Kommunikationsbranche exklusive Swisscom (2020 n=6)**  
(Datenquelle: Bloomberg, 2021)



## 2.5.8 Verbrauchsgüter

In der Branche der Verbrauchsgüter nimmt Nestlé eine dominante Stellung ein. Das Unternehmen ist verantwortlich für 85 % des gesamten Fremdkapitals und 80 % des totalen Eigenkapitals. Abbildung 48 zeigt also grundsätzlich die Bilanz von Nestlé. Bis ins Jahr 2014 zeigt sich ein konstantes Wachstum in allen Bereichen der Finanzierung. Das Eigenkapital steigerte sich auf über CHF 82 Mrd. und die verzinsliche Verschuldung wurde proportional zum Eigenkapital ausgebaut. Ab dem Jahr 2014 nahm jedoch die verzinsliche Verschuldung deutlich stärker zu als das Eigenkapital. Jenes wurde sogar über sechs Jahre konstant auf unter CHF 60 Mrd. reduziert. Dadurch sank die Eigenkapitalquote von noch 50 % im Jahr 2011 auf rund 38 % im Jahr 2020. Die Entwicklung ist nicht etwa auf Verluste in der Branche durch negative Geschäftsergebnisse zurückzuführen, sondern auf einen bewussten Abbau von Eigenkapital. Das EBITDA der Verbrauchsgüterbranche schwankte in der beobachteten Periode zwischen CHF 15 Mrd. und CHF 22 Mrd. und kann daher als Verursacher ausgeschlossen werden. Die Zunahme der langfristigen Verbindlichkeiten können der Emission zusätzlicher Anleihen von Nestlé zugewiesen werden. Nestlé steigerte das Anleihenvolumen um rund CHF 17 Mrd. im Jahr 2016 auf CHF 29 Mrd. im Jahr 2020.

**Abbildung 48: Aufteilung der Finanzierung in der Verbrauchsgüterbranche (2020 n=9)**  
(Datenquelle: Bloomberg, 2021)



**Abbildung 49: Aufteilung der Finanzierung in der Verbrauchsgüterbranche exklusive Nestlé (2020 n=8)**  
(Datenquelle: Bloomberg, 2021)

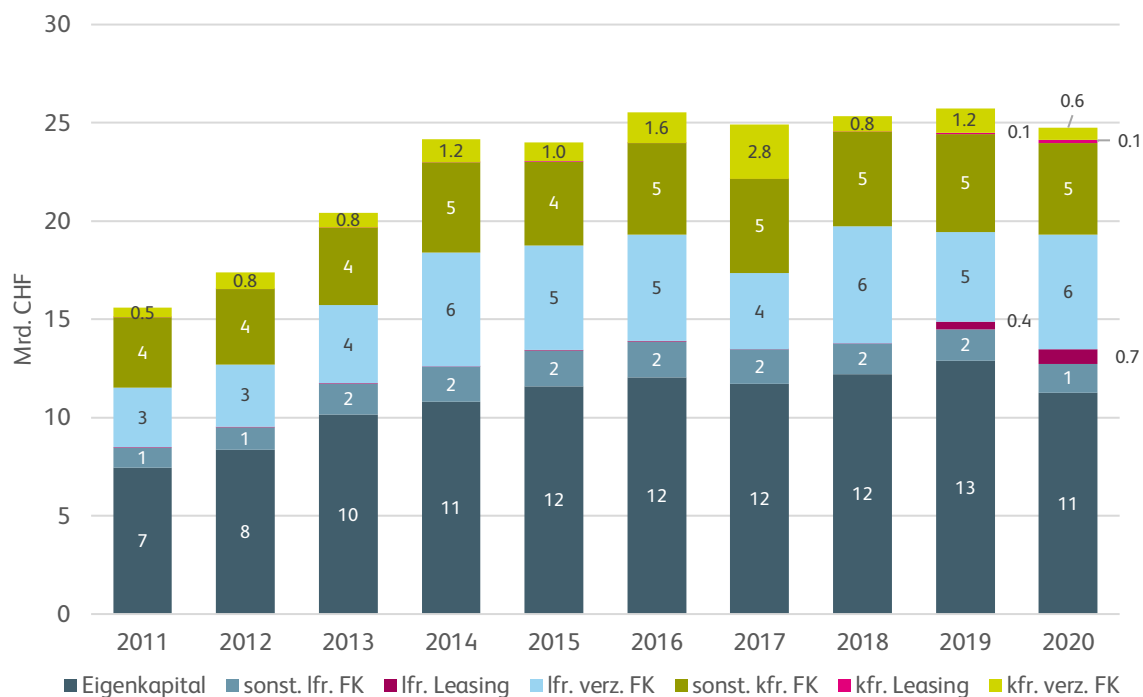


Abbildung 49 zeigt die Entwicklungen in der Branche ohne die Zahlen von Nestlé. Es ist ersichtlich, dass die restlichen Unternehmen seit dem Jahr 2011 sämtliche Bilanzpositionen steigern konnten. Zudem zeigt sich, dass der Abbau von Eigenkapital durch Nestlé und nicht durch die restlichen Unternehmen geschah. In der gesonderten Betrachtung bauten die Unternehmen das Eigenkapital sogar um rund CHF 5 Mrd. aus. Die Eigenkapitalquote bewegte sich um 50 % über die betrachteten zehn Jahre. Dies aufgrund der zusätzlichen Aufnahme von Fremdkapital, insbesondere der langfristigen Verschuldung. Auch in der Branchenbetrachtung ist die aktuelle Zinslage und die Attraktivität von günstigem Fremdkapital spürbar. Die obige Grafik zeugt zudem von einer langfristigen Finanzierung der Branche mit wenig kurzfristig verzinslichem Kapital. Der Grossteil der gesamten Kapitalkosten der Branche hat einen langfristigen Charakter.

### 2.5.9 Fazit

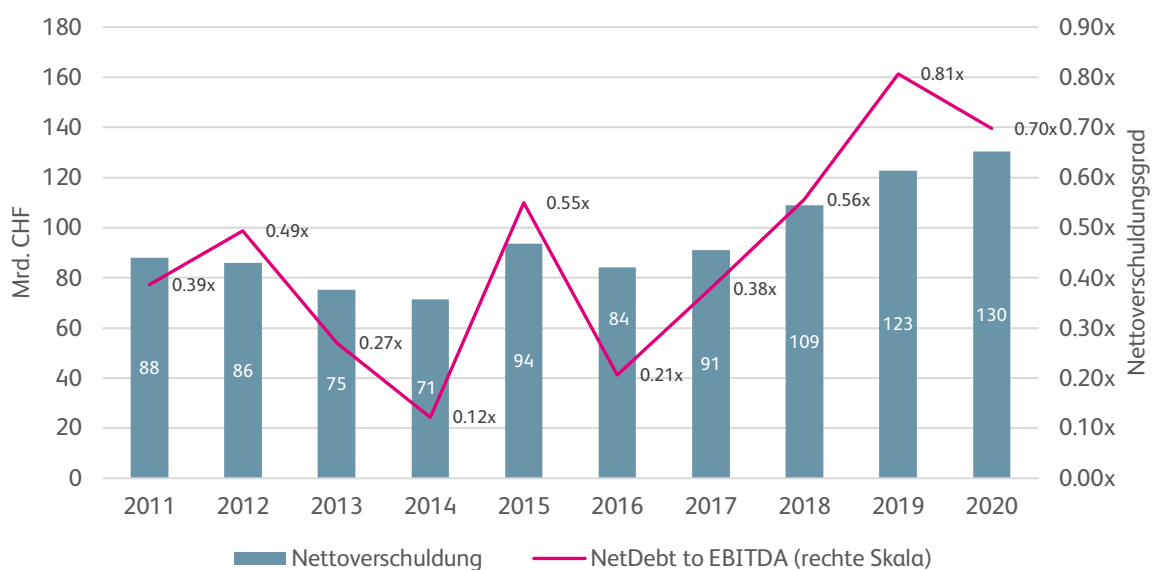
Die Branchen präsentieren sich bezüglich der Kapitalstruktur und der Entwicklung einerseits in gewissen Fällen ähnlich, und andererseits gänzlich unterschiedlich. Bezüglich der Eigenkapitalquote kann insofern ein einheitliches und ähnliches Bild beobachtet werden, als dass der Median der Eigenkapitalquoten in fast allen Branchen bei rund 50 % liegt, die einzelnen Unternehmen sich jedoch stark voneinander unterscheiden. Weiter konnten die folgenden Hauptauffälligkeiten festgestellt werden:

1. Die Immobilienbranche weist im Vergleich mit dem Rest der Branchen einen deutlich höheren Anteil an langfristiger Finanzierung auf. Dieser liegt, zählt man auch das Eigenkapital hinzu, bei über 88 %. Auch die langfristigen verzinslichen Schulden mit einem Anteil von über 33 % liegen in keiner Branche höher. Eine solche langfristige Finanzierung hat einen Zusammenhang mit der langfristig ausgerichteten operativen Tätigkeit.
2. So wie die Immobilienbranche ihre Auffälligkeit in der langfristigen Verschuldung aufweist, so zeigt sich bei Industrieunternehmen eine Auffälligkeit bei der sonstigen kurzfristigen Verschuldung. Auch hier liegt der Anteil bei über 33 % an der gesamten Bilanzsumme. Die verzinsliche Verschuldung hingegen präsentiert sich als überraschend klein. Viele Unternehmen in dieser Branche erhalten für zukünftige Leistungen Anzahlungen von Kundinnen und Kunden, welche eine Finanzierungswirkung entfalten. Dadurch steigert sich das nicht verzinsliche Kapital und es wird weniger verzinsliches Fremdkapital benötigt. Diese starke Ausprägung ist im Vergleich mit den anderen Branchen einmalig.
3. Werden die Branchen bezüglich ihrer Grösse und der Entwicklung verglichen, so lässt sich festhalten, dass die Verbrauchsgüterbranche seit einigen Jahren in ihrem Wachstum stagniert, während die IT-Branche ein vergleichsweise starkes Wachstum aufweist. Treiber hierzu sind sicherlich gesellschaftliche Trends und die vermehrte Digitalisierung verschiedenster Lebensbereiche. Die mit Abstand grösste Branche gemessen an den kumulierten Bilanzen ist das Gesundheitswesen. Diese ist wiederum getrieben durch Novartis und Roche.

## 2.6 Nettoverschuldung und Nettoverschuldungsgrad

In den vorherigen Abschnitten wurde zumeist die absolute Verschuldung der Unternehmen betrachtet. Diese nahm in den letzten Jahren tendenziell zu. Eine geläufige Kennzahl zur Beurteilung der Höhe der Verschuldung stellt die Nettoverschuldung (Net Debt) dar. Die Kennzahl wird berechnet aus dem verzinslichen Fremdkapital abzüglich der kurzfristig verfügbaren liquiden Mittel eines Unternehmens. Daraus kann in einem weiteren Schritt der Nettoverschuldungsgrad berechnet werden. Dieser gibt an, wie lange ein Unternehmen benötigen würde, um mit dem letzten erwirtschafteten EBITDA die Schulden komplett zurückzuführen. Die Berechnung lautet: Nettoverschuldung/EBITDA (Net Debt/EBITDA). Im Schweizer Markt präsentieren sich die beiden Werte wie in Abbildung 50 dargestellt.

**Abbildung 50: Entwicklung Nettoverschuldung und Median des Nettoverschuldungsgrads über zehn Jahre**  
(Datenquelle: Bloomberg, 2021)



Aufgrund der Nettobetrachtung ist zu erkennen, dass die Verschuldung in den letzten sechs Jahren in der Tendenz zugenommen hat. In den Jahren 2011 bis 2014 nahm die Nettoverschuldung leicht ab, um 19.4 %. Der Median des Nettoverschuldungsgrads sank dadurch von 0.39x auf 0.12x. Dies bedeutet, dass die im Markt erwirtschafteten EBITDA-Werte die gesamte Verschuldung im Jahr 2014 innerhalb von 1.5 Monaten hätten beglichen werden können. Diese Situation änderte sich in den darauffolgenden Jahren. Die Nettoverschuldung steigerte sich um 83 % bis auf CHF 130 Mrd. im Jahr 2020. Dieser Anstieg der Nettoschulden zeigt sich auch in der Erhöhung des Medianwerts beim Nettoverschuldungsgrad. Im Jahr 2020 belief sich dieser auf 0.70x. Einerseits nahm die Verschuldung zu und andererseits gab es bei diversen Unternehmen im Jahr 2020 einen Rückgang des EBITDAs festzustellen. Wie bereits auch schon an früherer Stelle ausgeführt, streuen die Werte der einzelnen Unternehmen sehr stark (vgl. hierzu Abbildung 51).



**Abbildung 51: Nettoverschuldungsgrad über die letzten zehn Jahre**  
(Datenquelle: Bloomberg, 2021)



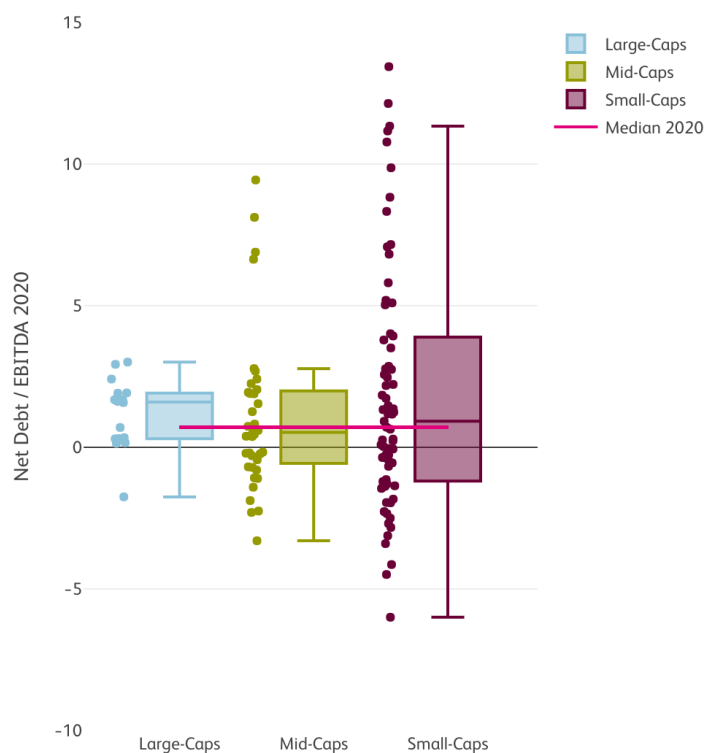
*Hinweis: Es gibt diverse Datenpunkte, die aufgrund der Skala nicht ersichtlich sind. Dazu zählen hohe Net Debt / EBITDA-Werte (bspw. Peach Property im Jahr 2012 mit 30.69x oder Dufry im Jahr 2020 mit einem Wert von 25.70x) sowie besonders tiefe Werte (bspw. Crealogix im Jahr 2014 mit -14.19x oder Santhera im Jahr 2015 mit -17.89x). Unternehmen mit einem negativen Wert weisen eine negative Nettofinanzschuld – d.h. ein Nettofinanzguthaben – auf. Für Unternehmen mit negativen EBITDA-Werten wurde die Kennzahl nicht berechnet.*

Die Unternehmen in der Stichprobe weisen mit einem Wert von 0.70x gegenüber anderen Indices deutlich tiefere Net Debt / EBITDA Werte auf. Gemäss Bloomberg betragen diese für die folgenden Indices per Ende 2020:

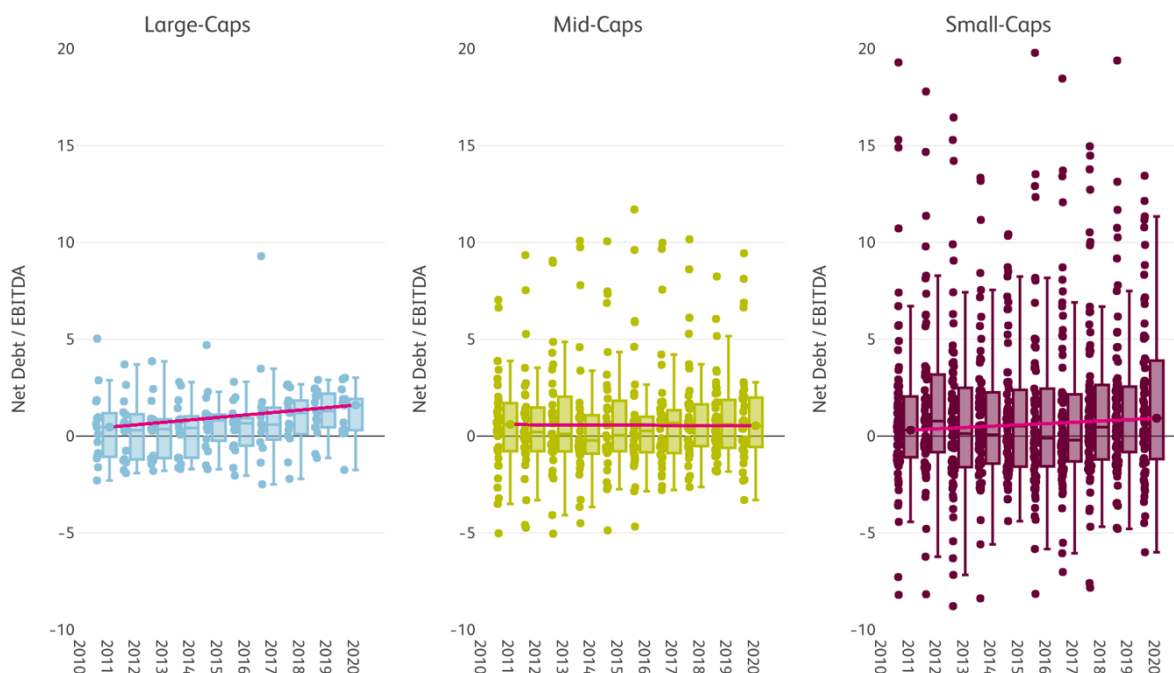
- SPI inkl. Financials: 1.50x
- SMI inkl. Financials: 1.25x
- DAX: 2.14x
- S&P 500: 1.51x

Nun stellt sich die Frage nach den Treibern der Erhöhung des Nettoverschuldungsgrades. Diese lässt sich zumindest ansatzweise durch die Betrachtung der Grössencluster nach Marktkapitalisierung beantworten (vgl. Abbildung 52).

**Abbildung 52: Nettoverschuldungsgrad per Ende 2020 nach Marktkapitalisierung**  
(Datenquelle: Bloomberg, 2021)

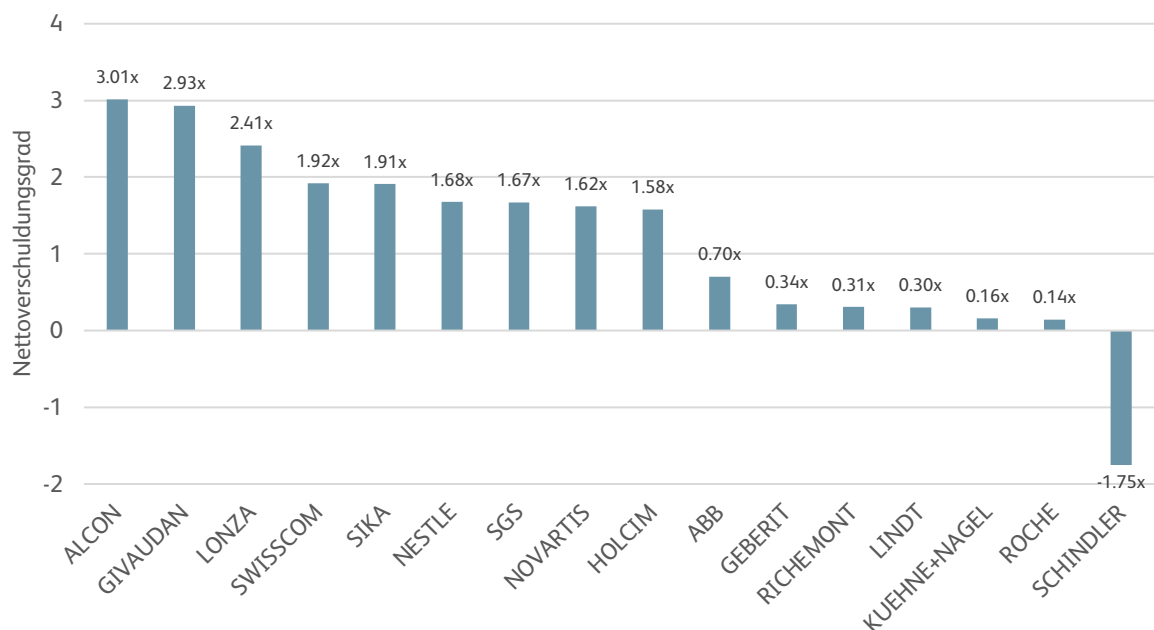


**Abbildung 53: Nettoverschuldungsgrad in den letzten zehn Jahren nach Marktkapitalisierung**  
(Datenquelle: Bloomberg, 2021)



Die vorangehenden Abbildungen zeigen, dass die Large-Caps einen klar steileren Anstieg des Nettoverschuldungsgrades verzeichneten als die Mid-Caps und die Small-Caps. Die am höchsten kapitalisierten Unternehmen wiesen eine Erhöhung des Nettoverschuldungsgrads auf. Insbesondere ab dem Jahr 2017 distanzierte sich die Gruppe der grössten untersuchten Unternehmen deutlich von den restlichen Gesellschaften. Die Large-Caps steigerten den Nettoverschuldungsgrad um 400 % im Vergleich mit dem Jahr 2011, während sich die beiden anderen Gruppen lediglich um +9 % oder im Fall der Mid-Caps sogar um -10 % veränderten. Die Large-Caps sind folglich die Ursache für den Anstieg des Nettoverschuldungsgrades auf Gesamtmarktebene. Innerhalb dieser Gruppe präsentiert sich im Detail wie in Abbildung 54 dargestellt.

**Abbildung 54: Auswertung Nettoverschuldungsgrad der Large-Caps im Jahr 2020**  
(Datenquelle: Bloomberg, 2021)



Die Bandbreite des Nettoverschuldungsgrades in der Gruppe der Large-Caps reicht von -1.75x (Schindler<sup>27</sup>) bis 3.01x (Alcon). Dies sind grosse Unterschiede innerhalb der Gruppe, wobei der Median bei 1.60x (Holcim bzw. Novartis) liegt. Wird der Durchschnitt betrachtet, so ergibt sich ein Wert von 1.18x, bei welchem Ausreisser wie Schindler oder auch die vergleichsweise hohen Werte von Alcon und Givaudan stark ins Gewicht fallen.

Grundsätzlich ist das Bild der Large-Caps divers und die grössten Unternehmen (Novartis, Nestlé, Roche und ABB) fallen nicht speziell auf. Diese Unternehmen befinden sich im Jahr 2020 im Mittelfeld. Gemäss gängiger Praxis sollte der Verschuldungsgrad nicht höher als drei betragen. Dies erfüllt die Gruppe der Large-Caps, keines der darin enthaltenen Unternehmen weist eine übermässig hohe Verschuldung auf. Ein Benchmark gilt es jedoch innerhalb der Branche zu definieren, da unterschiedliche Gegebenheiten zu einer unterschiedlichen Kapitalstruktur führen können (Lütolf et al., 2019, S. 43). Die Unterschiede in den Branchen lassen sich aus Tabelle 6 ablesen. Daraus können Rückschlüsse auf die Verschuldungsgrade einzelner Unternehmen in den jeweiligen Branchen erfolgen. Auch hier gilt es zu erwähnen, dass es sich um Medianwerte und nicht um Durchschnittswerte handelt.

<sup>27</sup> Schindler weist eine negative Nettofinanzschuld auf – was einem Nettofinanzguthaben von CHF 2.45 Mrd. entspricht. Bei einem EBITDA-Wert von CHF 1.40 Mrd. resultiert eine Kennzahl von -1.75x.

**Tabelle 6: Mediane der Nettoverschuldungsgrade in den Branchen über die letzten zehn Jahre**  
(Datenquelle: Bloomberg, 2021)

Branche	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Chemie & Rohstoffe	1.86x	1.23x	0.82x	0.77x	0.97x	0.83x	1.09x	1.36x	1.36x	0.69x
Diskr. Verbrauchsgüter	-0.11x	-0.39x	-0.18x	-0.69x	-0.27x	-0.90x	-0.79x	-0.27x	-0.27x	1.18x
Energie	2.36x	2.73x	3.28x	0.57x	2.63x	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
Gesundheitswesen	-0.39x	0.40x	-0.80x	-0.47x	-0.22x	0.14x	0.20x	0.95x	0.95x	0.64x
Immobilien	6.67x	7.83x	8.95x	9.75x	7.40x	6.88x	7.56x	7.64x	7.64x	8.33x
Industrie	-0.31x	-0.33x	-0.53x	-0.46x	-0.62x	-0.51x	-0.55x	0.07x	0.07x	-0.05x
IT	1.10x	1.01x	0.61x	0.05x	0.69x	1.10x	0.82x	0.98x	0.98x	0.91x
Kommunikation	-0.86x	0.14x	0.00x	-0.21x	0.59x	0.21x	-0.50x	1.93x	1.93x	0.70x
Verbrauchsgüter	1.27x	1.43x	1.45x	1.44x	1.01x	1.28x	1.16x	1.36x	1.36x	1.79x
Versorgung	3.88x	1.20x	2.71x	0.89x	0.55x	0.76x	0.71x	0.96x	0.96x	0.74x

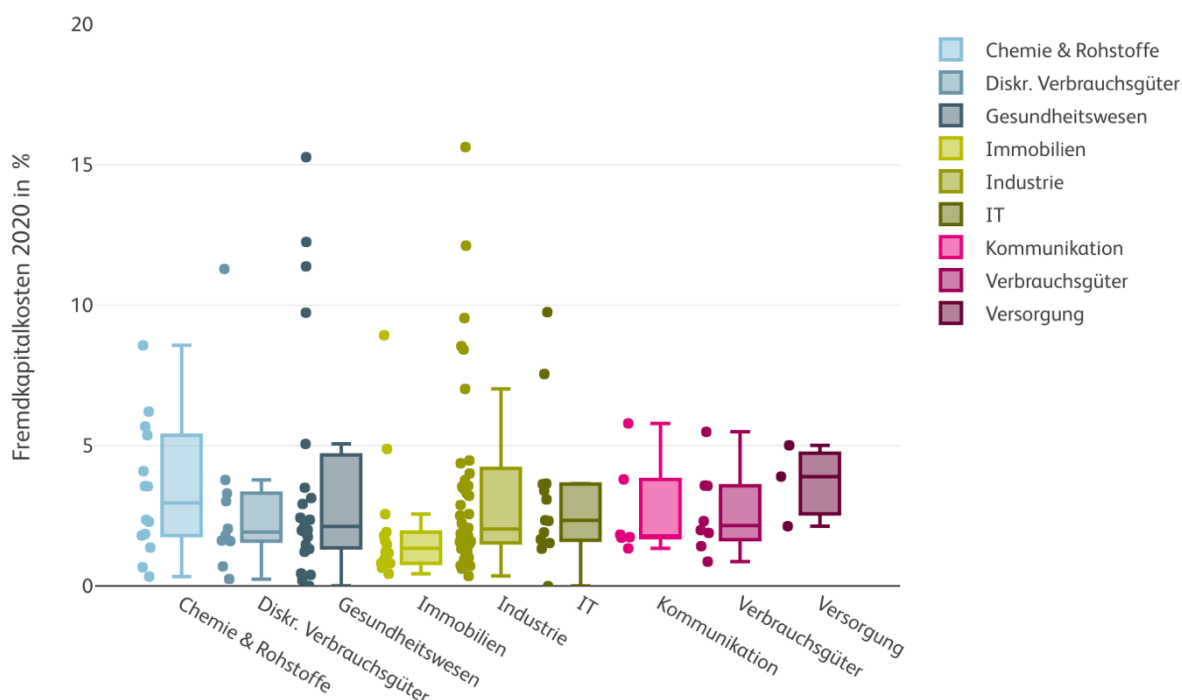
Hinweis: Grün markierte Felder weisen auf verhältnismässig tiefe und magentafarbene Felder auf verhältnismässig hohe Nettoverschuldungsgrade hin.

Anhand der Tabelle können die Branchen untereinander verglichen werden. Es wird ersichtlich, dass die Chemie- & Rohstoff-Branche deutlich stärker verschuldet ist als die Industrie. Letztere weist in fast allen Jahren eine negative Nettoverschuldung auf, was grundsätzlich als «nicht verschuldet» betrachtet werden kann. Dies bedeutet nicht, dass die Unternehmen keine Schulden haben, sondern dass mehr als die Hälfte der Unternehmen ihr verzinsliches Fremdkapital sofort mit liquiden Mitteln zurückführen könnten.

## 2.7 Fremdkapitalkosten

Wie bereits in den vorangehenden Abschnitten dargelegt, sanken die Zinssätze in der Schweiz in den letzten Jahren auf ein Rekordtief und verharren seit einiger Zeit auf tiefem Niveau. Auch in der ersten Hälfte des Jahres 2021 ist ein grösserer Zinsanstieg ausgeblieben, was Unternehmen weiterhin den Zugang zu günstigem Fremdkapital ermöglicht.

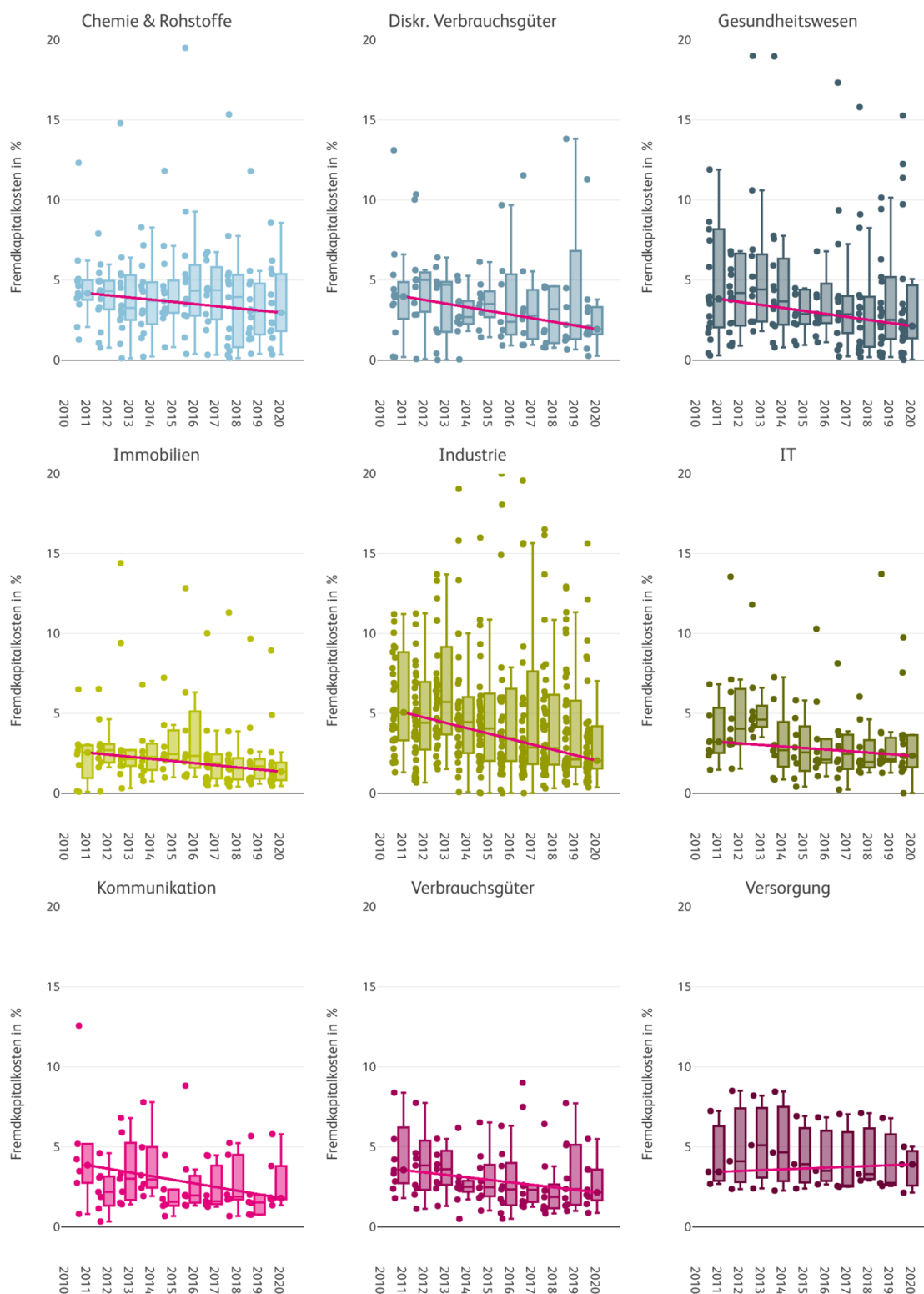
**Abbildung 55: Fremdkapitalkosten im Jahr 2020 nach Branche**  
(Datenquelle: Bloomberg, 2021)



Hinweis: Einzelne Unternehmen mit Fremdkapitalkosten von mehr als 20% sind in der Abbildung nicht dargestellt. Dazu zählen beispielsweise die Industrieunternehmen Conzzetta (63.64%) oder Huber Suhner (33.7%).

Abbildung 56 veranschaulicht, dass die effektiven Fremdkapitalkosten (berechnet als Zinsaufwand/verz. Fremdkapital) der Unternehmen seit dem Jahr 2011 teilweise deutlich gesunken sind. Dies erscheint auf den ersten Blick als Selbstverständlichkeit, ist jedoch nicht immer der Fall. Viele Unternehmen nehmen Kredite mit einer langen Laufzeit und einer fixen Verzinsung auf. Ein Beispiel sind langlaufende Anleihen, wobei in der vorangehenden Betrachtung die Aspekte Bonität und Kreditlaufzeit nicht berücksichtigt werden und die Fremdkapitalkosten auf einer Gesamtunternehmensebene anhand von Erfolgsrechnungs- und Bilanzdaten berechnet wurden. Auf das Thema Anleihensemission wird in Abschnitt 3.1 noch näher eingegangen.

**Abbildung 56: Entwicklung der Fremdkapitalkosten nach Branche über zehn Jahre<sup>28</sup>**  
(Datenquelle: Bloomberg, 2021)



<sup>28</sup> Aufgrund der geringen Anzahl Unternehmen und da seit dem Jahr 2016 sämtliche Unternehmen der Branche Energie dekotiert sind, wird diese Branche nicht separat abgebildet.

### 3 Fokus Anleihen, Green Bonds, Leasing und COVID-19

#### Zusammenfassung

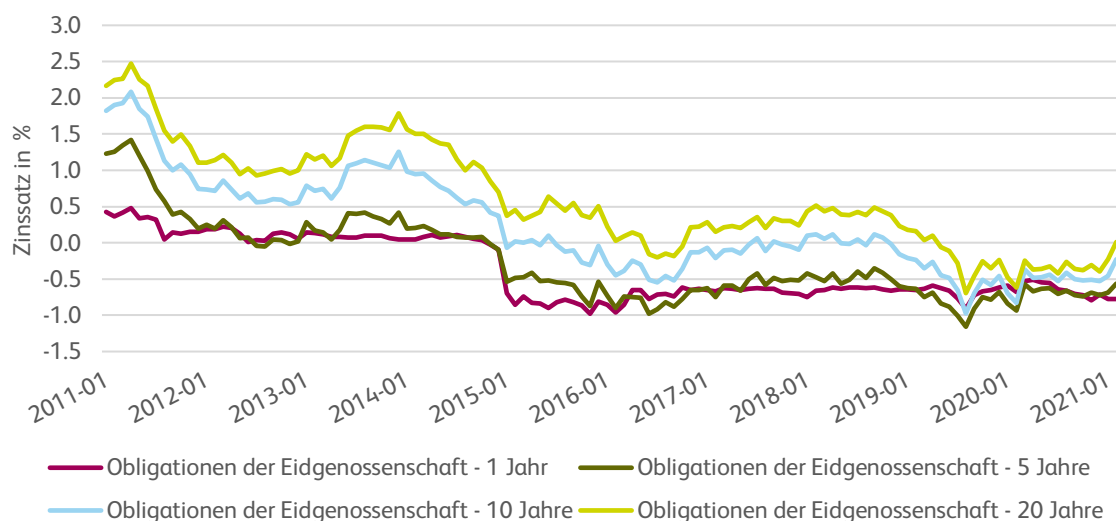
- Zwar decken die erwähnten Fremdkapitalinstrumente nicht den gesamten Fremdkapitalmarkt ab. Wie bereits einleitend erwähnt, konnten keine Daten zu Bankkrediten, Hypotheken oder sonstigen Darlehen ausgewertet werden. Dennoch sind **Anleihen** eines der wichtigsten Instrumente im Markt und machen rund 67 % des verzinslichen Fremdkapitals aus.
- Die Veränderungen der Anleihen erklären 85-90 % der Bewegungen im langfristigen Fremdkapital der untersuchten Unternehmen. Seit dem Jahr 2011 hat sich das Volumen der Anleihen bei einem Anteil am gesamten langfristigen verzinslichen Fremdkapital von 84 % bis 92 % eingependelt. Insbesondere die Large-Caps wie Nestlé, Roche, Novartis oder Holcim weisen hohe Anleihenvolumina auf. Die Large-Caps als Gruppe vereinen fast 75 % des gesamten ausstehenden Volumens auf sich.
- Nachhaltigkeit und ESG-Themen (Environmental, Social und Governance) gewinnen stetig an Bedeutung. Grund dafür sind gesellschaftliche Trends, wonach Unternehmen mehr Verantwortung für ihr Handeln übernehmen müssen. Dies sind auch die Gründe für das rasante Wachstum des globalen **Green-Bond-Marktes**, welcher sich in den letzten sechs Jahren von unter USD 30 Mrd. auf rund USD 1'000 Mrd. steigerte. In der Schweiz stieg das Green Bond-Volumen in den letzten vier Jahren von CHF 0 auf über CHF 6 Mrd. Dies erscheint auf den ersten Blick und im Vergleich als wenig, doch der Wachstumstrend dürfte auch in Zukunft anhalten. So erstaunt es nicht, dass das Volumen ausstehender Green Bonds von Schweizer Emittenten alleine im ersten Halbjahr 2021 um 23 % anstieg. Der Schweizer Markt ist in Bezug auf die anderen beiden Label – Social und Sustainable Bonds – im Hintertreffen gegenüber den weltweiten Kapitalmärkten, wo vor allem durch die Covid-19-Krise die Volumen deutlich zugenommen haben.
- Durch die **Änderungen in den IFRS 16**, welche im Jahr 2019 in Kraft traten, sind Unternehmen nun dazu verpflichtet, ihre Leasingverbindlichkeiten als «Financial Leasing» zu bilanzieren. Dies führte zu einem Anstieg der bilanzierten Leasingwerte und erhöhte die Verbindlichkeiten um rund CHF 30 Mrd. Dies entspricht rund 14 % des verzinslichen Fremdkapitals. Die Unternehmen Richemont SA und Dufry AG weisen gemeinsam 33 % des gesamten Marktvolumens auf. Dies geht auf die operative Geschäftstätigkeit der beiden Unternehmen zurück, da zum Beispiel Dufry die Läden weltweit least bzw. mietet.
- **COVID-19** zeigt keine deutliche Auswirkung auf die Kapitalstruktur im Vergleich mit den beiden vorangehenden Jahren 2018 und 2019. Die kumulierten Bilanzen der untersuchten Unternehmen blieben die letzten drei Jahren einigermaßen konstant, bei einem leichten Rückgang des Eigenkapitals um einige Prozentpunkte und gleichzeitigem Ausbau des langfristigen Fremdkapitals. Innerhalb des Fremdkapitals stiegen insbesondere die langfristigen verzinslichen Verbindlichkeiten in den letzten drei Jahren (+8.6 % im Vergleich mit dem Jahr 2019).
- Die deutlichste Veränderung weisen die Mid-Caps auf. Die Unternehmen in dieser Kategorie steigerten die kurzfristigen verzinslichen Verbindlichkeiten um rund 12.5 % und die langfristigen verzinslichen Verbindlichkeiten um 17.1 % im Vergleich zum Vorjahr. Diese ist eine deutlich höhere Zunahme als bei den Large- und Small-Caps. Im Vergleich mit dem Jahr 2019 konnte im Jahr 2020 eine höhere Nettoemissionsstätigkeit festgestellt werden. Diese liegt auf dem zweithöchsten Wert in den letzten zehn Jahren.

In diesem Kapitel werden, wie bereits erwähnt, einige Aspekte der Fremdfinanzierung genauer untersucht und deren Entwicklung auf dem Markt aufgezeigt. Aufgrund der Datenlage ist es nicht möglich, zwischen unterschiedlichen Bankkrediten, Kontokorrentkrediten oder ähnlichem zu unterscheiden. Solche Instrumente werden als kurz- oder langfristige Kredite deklariert. Anleihen (Bonds), Leasing oder Lieferantenkredite hingegen konnten explizit untersucht werden. Ein besonderer Fokus liegt in der Betrachtung von «Green Bonds», die in den letzten Jahren eine besondere Aufmerksamkeit genossen. Ebenso stellt sich die Frage welche Auswirkungen die Änderungen von IFRS 16 in Bezug auf die Bilanzierung von Leasingverbindlichkeiten hatten. Abschliessend wird zudem betrachtet, ob ein Einfluss von COVID-19 auf die Höhe der Fremdfinanzierung in einem Mehrjahresvergleich ausübte.

### 3.1 Anleihen

Das Kapitalmarktinstrument mit der wohl grössten Bedeutung neben Aktien sind Anleihen. Sie nehmen eine zentrale Rolle in der Finanzierung von grossen Projekten, Umstrukturierungen oder Finanzierung von Staaten ein. Auch hier gilt die Zinsentwicklung als deutlichster Treiber des Volumens in den letzten Jahren. Dies lässt sich anhand der Entwicklung der Renditen der Eidgenössischen Anleihen aufzeigen. Diese sind in Abbildung 57 dargestellt. Die Schweizer Bundesobligationen gelten als risikofrei und funktionieren dementsprechend als mögliche Referenzpunkte für neue Anleihen. Aus der Abbildung geht hervor, dass die Zinsen in den letzten Jahren deutlich gesunken sind und Anleihen bester Schuldner teilweise deutlich negativ rentierten.

**Abbildung 57: Entwicklung der Renditen der Anleihen der Schweizerischen Eidgenossenschaft**  
(Datenquelle: SNB, 2021)

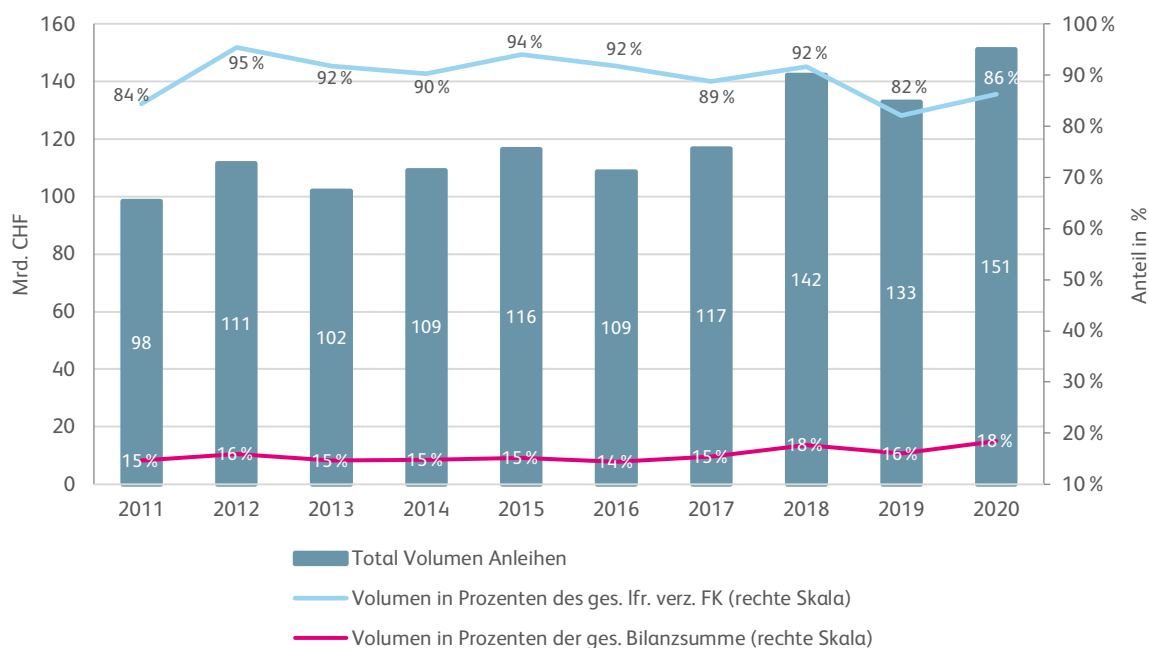




### 3.1.1 Emissionsvolumen über die Jahre

Anleihen werden jedes Jahr entweder neu emittiert beziehungsweise refinanziert oder zurückgezahlt, wenn ihre Laufzeit endet oder das Unternehmen einen Rückkauf über die Börse zu einem günstigen Zeitpunkt in Erwägung zieht. Somit wird das totale Volumen im Markt ständig von Rückzahlungen und Neuemissionen beeinflusst. Das Volumen der ausstehenden (inländischen und ausländischen) Anleihen der untersuchten 199 in der Schweiz kotierten Unternehmen belief sich per Ende 2020 auf über CHF 151 Mrd. (vgl. Abbildung 58).

**Abbildung 58: Entwicklung des Anleihen-Volumens über die letzten zehn Jahre**  
(Datenquelle: Bloomberg, 2021)

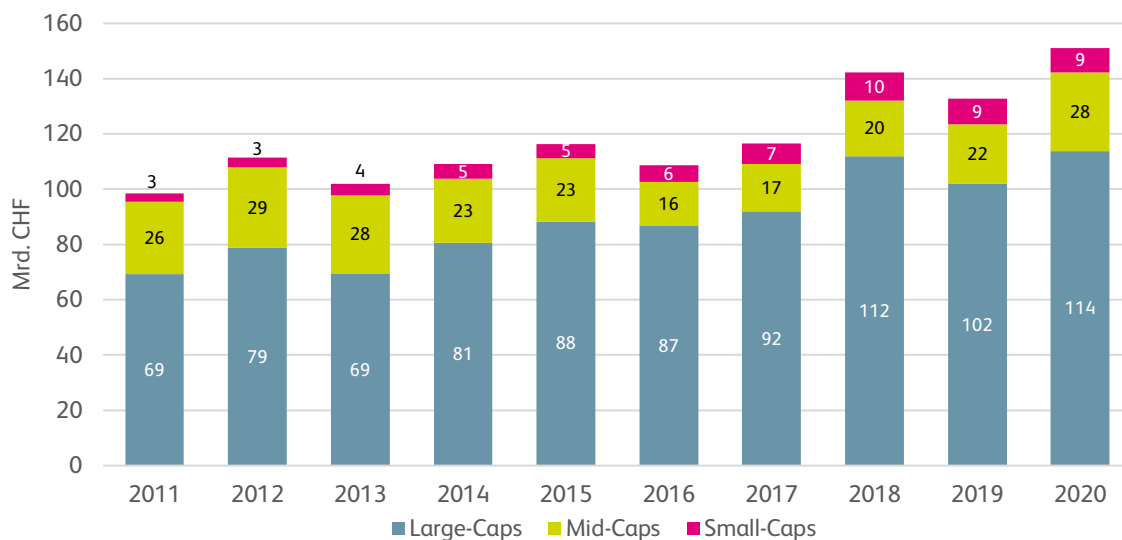


Das ausstehende Volumen hat seit dem Jahr 2011 ein Wachstum von rund 54 % verzeichnet. Somit haben die betrachteten Unternehmen deutlich mehr Anleihen aufgenommen als zurückgezahlt und die Unternehmen haben sich dadurch stärker verschuldet. Die Zunahme von rund CHF 53 Mrd. ist einer der Haupttreiber der Zunahme des bereits vorangehend aufgezeigten Anstiegs des langfristigen verzinslichen Fremdkapitals um rund CHF 63 Mrd. (vgl. Abschnitt 2.2). Dies bedeutet konkret, dass die Emission von Anleihen rund 84 % der Zunahme des langfristigen verzinslichen Fremdkapitals erklärt. Es kann der Schluss erfolgen, dass die Aufnahme von langfristigem Fremdkapital in den letzten Jahren konsequent über das Instrument der Anleihe vorgenommen wurde. Aus Abbildung 58 geht zudem hervor, dass im betrachteten Zeitraum der Anteil der Anleihen am verzinslichen Fremdkapital zwischen 82 % (2019) und 95 % (2012) betrug. Der Anteil an den gesamten Bilanzsummen der Unternehmen beträgt per Ende 2020 18 %. Dieser Wert hat sich über die Zeitspanne hinweg ebenfalls nicht signifikant verändert.

Auch in Bezug auf das gesamte Anleihevolumen und den damit verbundenen Anteil am Fremdkapital muss eine Relativierung stattfinden. Wie bereits in vorherigen Abschnitten erläutert erfolgt dies über die Berücksichtigung der Marktkapitalisierung. Dabei wird deutlich, dass sich der Anleihemarkt ganz klar auf die Large-Caps in der Schweiz fokussiert. Diese machen rund 75 % des gesamten Volumens im Anleihemarkt im Jahr 2020

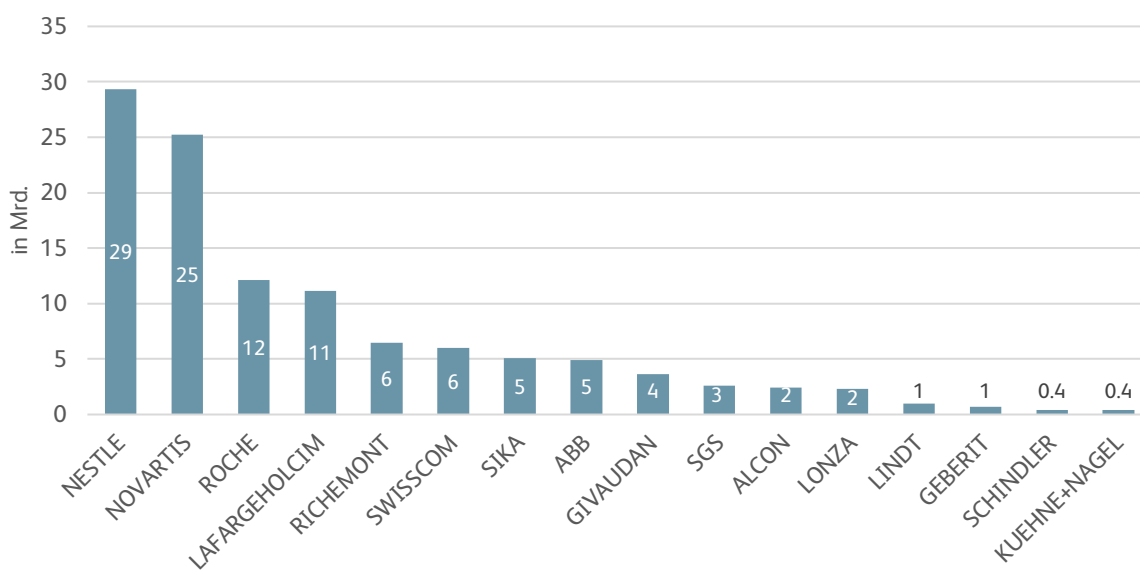
aus, wie aus Abbildung 59 hervorgeht. Dieser Anteil baute sich seit dem Jahr 2011 um rund fünf Prozentpunkte aus, von 70 % auf die erwähnten 75 %.

**Abbildung 59: Anteile der Gruppen nach Marktkapitalisierung am Anleihen-Volumen**  
(Datenquelle: Bloomberg, 2021)



Obwohl die Large-Caps den Markt dominieren, haben die Small-Caps die stärkste Veränderung in den letzten zehn Jahren erlebt. Die Small-Caps haben ihr Volumen verdreifacht und nutzen Anleihen in grösserem Ausmass als noch in den vorangehenden Jahren. Dennoch ist es offensichtlich, dass die grossen Veränderungen in absoluten Zahlen von Unternehmen in der Gruppe der Large-Caps ausgehen. Bei genauerer Betrachtung können die Veränderungen auf lediglich einige wenige Unternehmen zurückgeführt werden, wie Abbildung 60 illustriert.

**Abbildung 60: Volumen ausstehender Anleihen der Large-Caps per Ende 2020**  
(Datenquelle: Bloomberg, 2021)



Nestlé und Novartis machen zusammen rund 35 % des gesamten Anleihevolumens im untersuchten Schweizer Markt aus. Dies sind eindruckliche Anteile, da 82 untersuchte Unternehmen am untersuchten Markt Anleihen ausstehend haben. Auch die weiteren Large-Caps können in diesem Bezug nicht mithalten. Da die Aufteilung der Gruppen nach Marktkapitalisierung erfolgte, spiegelt die Gruppe der Large-Caps nicht die Gruppe mit den grössten Emittenten im Markt wider. Zusätzlich zu den obigen ersten neun Unternehmen reihen sich AMS mit CHF 2.7 Mrd. und Swiss Prime Site mit CHF 2.4 Mrd. ein. Insgesamt weisen rund 25 untersuchte Unternehmen ein Anleihevolumen von über einer Milliarde CHF aus. Nicht jedes Unternehmen mit einer hohen Marktkapitalisierung finanziert sich entsprechend stark über Anleihen.

Tabelle 7 zeigt die Anleihenportfolios der sechs grössten betrachteten Unternehmen per Ende des Jahres 2020. Es ist ersichtlich, dass diese sechs Unternehmen gemeinsam CHF 90.58 Mrd. über 147 Anleihen aufgenommen haben. Dies ergibt eine durchschnittliche Anleihegrösse von CHF 616 Mio. Für diese Anleihen entrichten die entsprechenden Unternehmen Zinszahlungen von CHF 1.23 Mrd. pro Jahr, was 1.36 % des ausstehenden Volumens entspricht.

**Tabelle 7: Ausstehende Anleihen der sechs grössten Unternehmen per Ende 2020**  
(Datenquelle: Bloomberg, 2021)

Unternehmen	Total Volumen in Mrd. CHF	Anzahl Anleihen	Ø Duration	Zinszahlungen in Mrd. CHF	Zinszahlungen / Volumen	Ø Kupon	Median Kupon
NESTLE	29.33	42	5.68	0.35	1.20 %	2.15	1.31
NOVARTIS	25.21	27	7.89	0.28	1.10 %	1.89	1.75
ROCHE	12.10	20	5.54	0.23	1.91 %	2.78	2.75
HOLCIM	11.40	32	6.46	0.22	1.92 %	2.63	2.13
RICHEMONT	6.51	6	10.59	0.09	1.38 %	1.33	1.31
SWISSCOM	6.04	20	7.97	0.07	1.10 %	0.87	0.63
<b>Summe</b>	<b>90.58</b>	<b>147</b>		<b>1.23</b>	<b>1.36%</b>		

### 3.1.2 Ausstehende Anleihen nach Branche

Die folgende Abbildung zeigt die Verteilung des totalen Anleihenvolumens auf die einzelnen Branchen. Auch hier sind die grossen Anteile in jenen Branchen zu finden, in denen die bereits erwähnten Grosskonzerne tätig sind. Somit ist es nicht überraschend, dass das Gesundheitswesen und die Verbrauchsgüterbranche die grössten Marktanteile aufweisen.

**Abbildung 61: Ausstehende Anleihen nach Branche über die letzten zehn Jahre**  
(Datenquelle: Bloomberg, 2021)

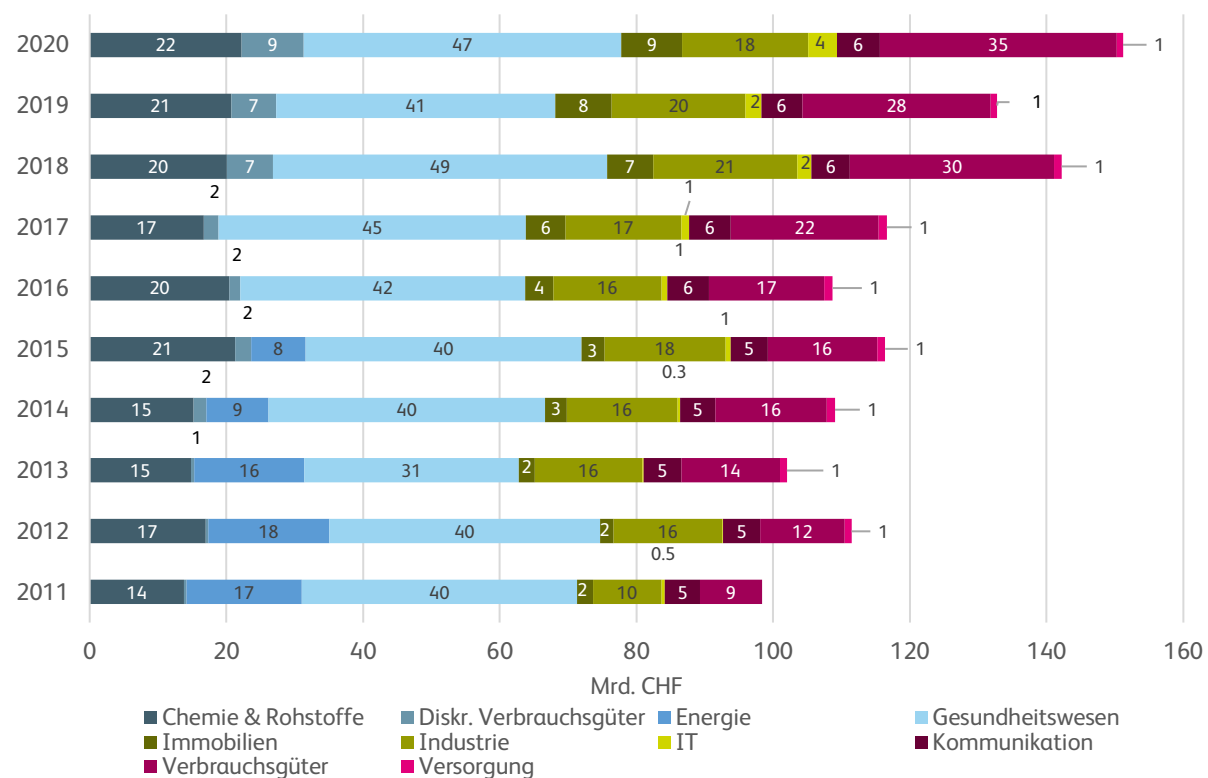


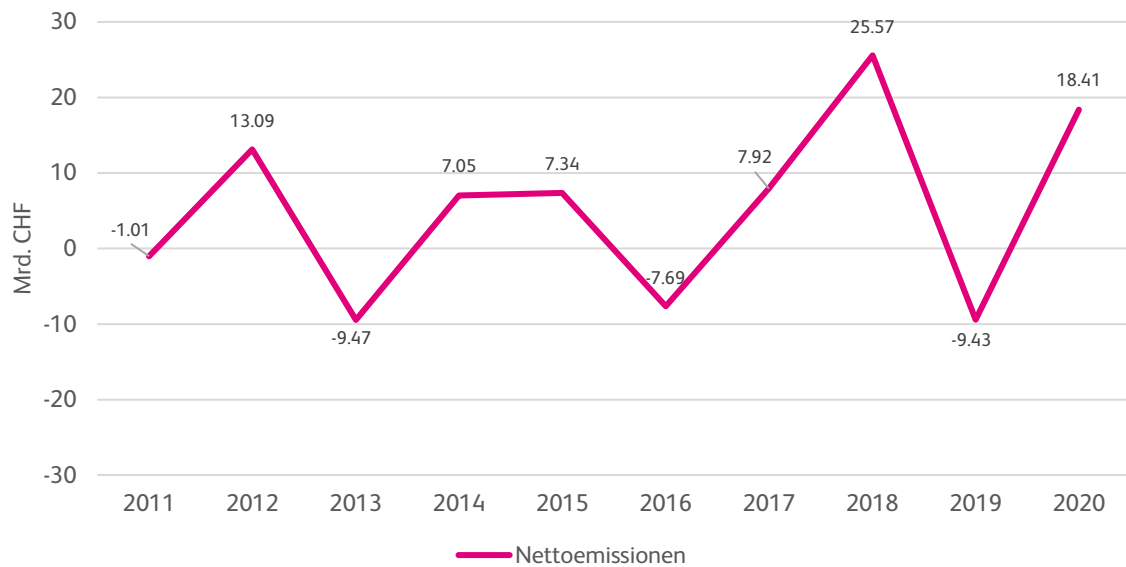
Abbildung 61 zeigt ein fast identisches Bild wie die gesamte Verteilung des verzinslichen Fremdkapitals. Dies auch deshalb, weil die Grossunternehmen einen grossen Anteil daran aufweisen. Mit Blick auf die kleineren Branchen sind die Diskr. Verbrauchsgüter-, die Immobilien- und die IT-Branche sicherlich diejenigen, die ihr Volumen in den letzten zehn Jahren verhältnismässig am stärksten ausgebaut haben. Auch die Verbrauchsgüterbranche mit ABB als Spitzenreiterin steigerte ihr Volumen um über CHF 25 Mrd., was in absoluten Zahlen der grössten Zunahme im Markt entspricht. Es ist deutlich zu erkennen, dass sämtliche Branchen volumenmässig über die letzten Jahre zulegten und den Bestand an Anleihen ausbauten.

### 3.1.3 Nettoemissionen

Eine weitere interessante Betrachtung, um Marktbewegungen besser zu erfassen, ist die Analyse der Nettoemissionen. Dabei werden die Rückzahlungen und die Emissionen aller Anleihen im Markt summiert. Eine positive Zahl entspricht netto einer Zunahme und eine negative Zahl vice versa einer Abnahme der Marktvolumina.

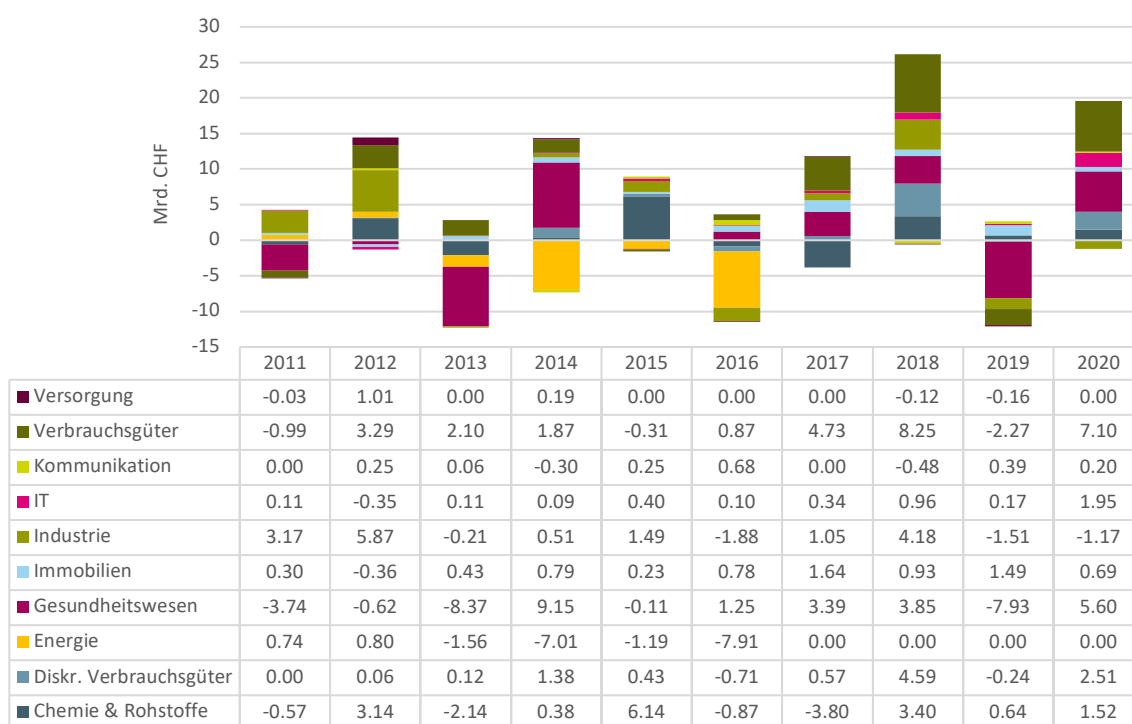
Wie Abbildung 62 aufzeigt, schwanken die Nettoemissionen recht stark und es liegt kein lineares Wachstum vor. Die Schwankungen reichen von einer Nettoaufnahme von über CHF 25.6 Mrd. im Jahr 2018 bis hin zur Nettorückzahlung von CHF -9.43 Mrd. im darauffolgenden Jahr. Dabei gilt es zu berücksichtigen, dass die Anleihen dekotierter Unternehmen aus der Stichprobe verschwanden, auch wenn diese per se noch immer gehandelt wurden.

**Abbildung 62: Nettoemissionen in den letzten zehn Jahren**  
(Datenquelle: Bloomberg, 2021)



Werden nun die Werte in die jeweiligen Branchen aufgeteilt, so ergibt sich derselbe Verlauf wie in obiger Abbildung, jedoch sind die Werte nun besser interpretierbar. So illustriert auch Abbildung 63, dass die grossen Gesellschaften wie Roche, Novartis und Nestlé die Nettoemissionen deutlich beeinflussen – dies nur aufgrund ihrer Grösse und den damit verbundenen höheren Emissions- oder Rückzahlungsbeträge.

**Abbildung 63: Nettoemissionen nach Branchen**  
(Datenquelle: Bloomberg, 2021)



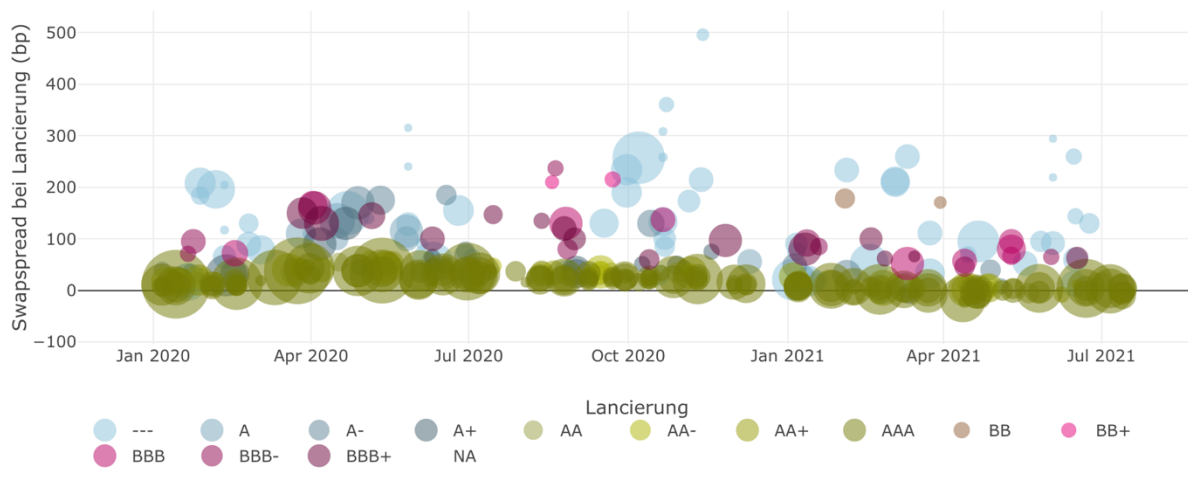
Die betragsmässig grössten Nettoemissions- und Nettorückzahlungsbeträge gehen dementsprechend auf das Konto der Unternehmen der Verbrauchsgüterbranche (Nestlé) und im Gesundheitswesen (Novartis). Auffallend ist die Kadenz, in welcher die Branchen entweder neue Anleihen aufnehmen oder zurückzahlen. So erscheinen diese beiden Branchen fast jährlich in der Statistik mit den grössten Volumina. Im kleineren Rahmen, aber doch mit starker Präsenz, zeigt sich die Industriebranche. So emittierte diese in den Jahren 2011 und 2012 die grössten Volumina.

### 3.1.4 Einzeltransaktionen im Jahr 2020 im Inlandsegment

Der Schweizer Anleihenmarkt erlebte im März 2020 eine regelrechte Schockstarre. Als sich Ende Februar 2020 abzeichnete, dass sich das COVID-19-Virus auch in Europa rasant verbreitete, kollabierten zuerst die Aktienmärkte und auch die Emissionen von Anleihen kam abrupt zum Stillstand. Diese Schockstarre des Marktes dauerte annähernd drei Wochen bis wieder ein Unternehmen eine Transaktion am Schweizer Kapitalmarkt durchführte. So emittierte die Sonova Holding AG am 26. März 2020 wieder eine Anleihe und machte damit den Beginn für eine ganze Reihe an Emissionen. In der Zwischenzeit fanden nur Emissionen von Marktteilnehmern mit bester Bonität aus dem öffentlich-rechtlichen Sektor und die beiden Pfandbriefinstitute statt (ZKB, 2021).

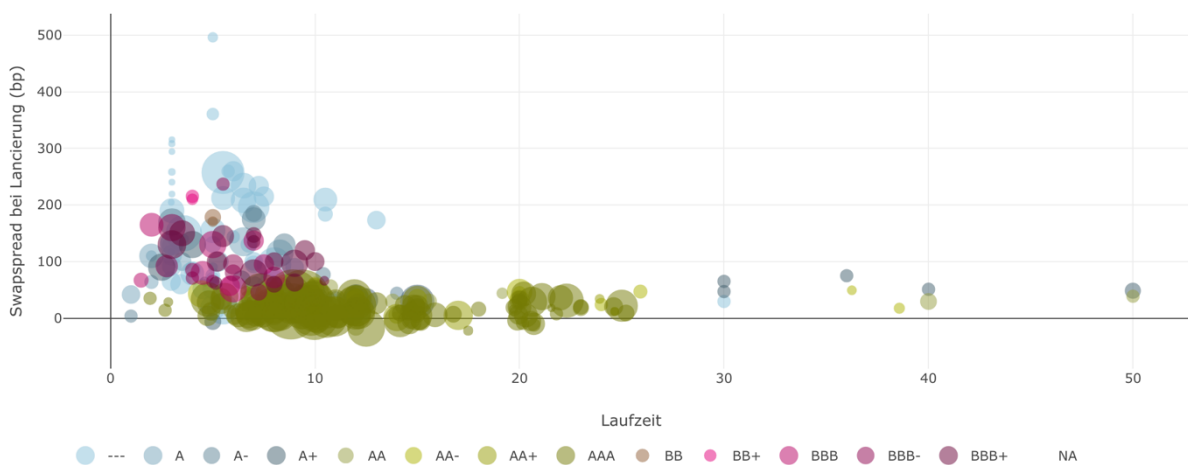
Abbildung 64, Abbildung 65 und Abbildung 66 verdeutlichen die Dynamik der Kapitalmarktaktivitäten im Jahr 2020 und im ersten Halbjahr 2021. Bei den dunkelgrün dargestellten Emissionen mit bester Bonität ist ein deutlicher Anstieg der Swapsreads ersichtlich, der sich dann jedoch – wie auch in den anderen Bonitäts- und Laufzeitsegmenten – im Verlaufe des Jahres wieder deutlich zurückbildete.

**Abbildung 64: Swapsread bei Lancierung der Anleihen**  
(Datenquelle: ZKB)

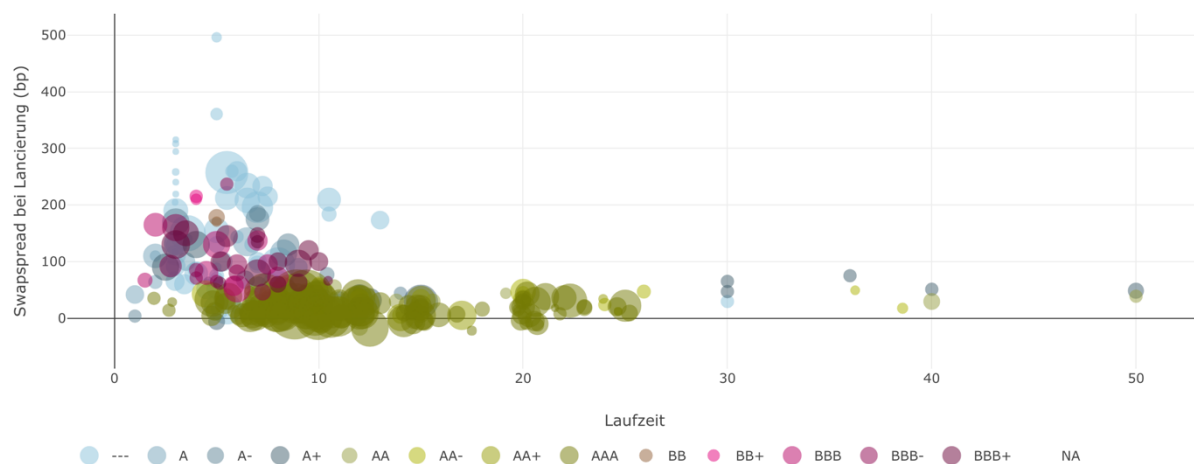


Hinweis: In den interaktiven Charts kann herangezoomt werden und zudem werden pro Emission noch weitere Informationen wie das entsprechende Emissionsvolumen, der Swapsread, das Lancierungs- und Rückzahlungsdatum, die Laufzeit, der Coupon, die Rendite und das Rating der ZKB angezeigt.

**Abbildung 65: Swapsread bei Lancierung der Anleihen nach Laufzeit**  
(Datenquelle: ZKB)



**Abbildung 66: Rendite bei Lancierung der Anleihen nach Laufzeit**  
(Datenquelle: ZKB)



## 3.2 Green Bonds

Nachhaltige Geschäftsmodelle, ESG-konforme Produktionsformen oder klimaneutrale Unternehmen werden in der aktuellen Zeit immer mehr nachgefragt. Nicht nur aufgrund der Pariser Klimakonferenz, sondern auch als gesamthafter, gesellschaftlicher Trend. Dies hat kürzlich auch der weltweit grösste Assetmanager BlackRock erkannt und am 8. April 2021 den U.S. Carbon Transition Readiness ETF (LCTU) emittiert. Dieser ETF konzentriert sich auf Unternehmen aus dem Russell 1000 Index, welche sich gemäss dem Emittenten in Zukunft am besten bezüglich der «Energiewende» positionieren. Der Fokus des Fonds liegt auf sauberer Technologie, nachhaltigem Abfall- und Wasser-Management und der zukünftigen Unternehmensstrategie. Der ETF sammelte am Emissionstag über USD 1.2 Mrd. ein, was ein Rekord in der Geschichte der Industrie darstellt (Alastair & Potter, 2021). Das Thema ESG nimmt einen immer grösseren Stellenwert im Anlegen ein und wächst exponentiell. Andererseits gibt es keinen einheitlichen Ansatz und die Integration von ESG-Faktoren erfolgt durch verschiedene Ansätze. Doch was genau ist ein Green Bond und an welchen Richtlinien muss sich ein Unternehmen bei einer Emission orientieren?

### 3.2.1 Definition

Die Green Bonds gehören zur Kategorie der nachhaltigen Anleihen, welche dazu dienen, die Klimaziele der Pariser Klimakonferenz oder ganz allgemeine nachhaltige Projekte voranzutreiben. Diese sind insbesondere von Bedeutung, da weltweit sehr grosse Investitionen in solche Projekte notwendig sind, um die angesprochenen Ziele zu erreichen (SIX, 2021).

Die Anleihefamilie der Green Bonds eignet sich besonders, um Projekte oder Investitionen in den Bereichen des Umwelt- oder Klimaschutzes zu (re-)finanzieren. Die Bezeichnung «Green Bond» oder «Greenbond» ist kein rechtlich geschützter Titel und kann von jedem Unternehmen zu eigen definierten Zwecken verwendet werden. Dies bedeutet, dass die Verwendung der Bezeichnung grundsätzlich weder an eine Richtlinie noch an irgendwelche Auflagen gebunden ist (Bühler et al., 2020, S. 15).



Zum aktuellen Zeitpunkt gibt es keine einheitliche Definition oder Richtlinie, welche vorschreibt, welchen Kriterien ein Green Bond entsprechen muss. Diese Problematik erkannte auch die Europäische Kommission und kündigte in ihrem «European Green Deal Investment Plan» vom 14. Januar 2020 an, dass diese einen einheitlichen EU Green Bond Standard (GBS) erlassen wird. Seither konsultierte die Kommission mit Anspruchsgruppen und wird höchstwahrscheinlich im Jahr 2021 erste Grundsätze der Richtlinien veröffentlichen (EU Kommission, 2021).

Um auf dem Markt dennoch ein glaubwürdiges Projekt mit einer grünen Anleihe zu finanzieren oder einen Green Bond bei den Investoren zu platzieren, können sich Unternehmen an gewissen Leit- oder Richtlinien orientieren (Bühler et al., 2020, S. 15). Bei der bekanntesten und weltweit am meisten akzeptierten Richtlinie handelt es sich um die «Green Bond Principles» der International Capital Market Association (ICMA) aus dem Jahr 2018. Sie verfolgen das Ziel einer einheitlichen Definition eines Green Bonds und einer weltweit transparenten Mittelverwendung der Anleihe. Die Prinzipien der ICMA orientieren sich dabei an vier Kernpunkten:

1. Die Verwendung des Emissionserlöses,
2. Der Prozess der Projektauswahl und -bewertung,
3. Das Management der Erlöse und
4. die Überwachung des Projekts in Zukunft (Reporting).

Die Mittelverwendung steht bei der Richtlinie im Fokus. Die zu finanzierenden Projekte sollen einen klaren Vorteil für die Umwelt schaffen und müssen dementsprechend offengelegt werden. Die erwähnten Punkte müssen, wenn man sich an der Richtlinie der ICMA orientiert, von den Unternehmen vor der Emission und danach jährlich im Reporting offengelegt werden. Auch sollten Emittenten jederzeit Auskunft über das Projekt geben können und wesentliche Änderungen im Prozess oder der Natur des Projekts rapportieren (International Capital Market Association (ICMA), 2018, S. 1–3).

Zudem empfiehlt es sich, die Umsetzung und das Reporting dieser Richtlinien durch einen oder mehrere externe Prüfer kontrollieren zu lassen (sog. «Second Party Opinion, SPO»). Dies schafft ebenfalls mehr Transparenz und lässt wenig bis gar keine Willkür zu (International Capital Market Association (ICMA), 2018, S. 6–7). Zusätzlich zu den drei Green Bond-Prinzipen hat die ICMA im Jahr 2020 sogenannte «Prinzipien für nachhaltigkeitsgebundene Anleihen» veröffentlicht, bei welchen sich der Emittent verpflichtet, vordefinierte ESG- oder Nachhaltigkeits-Ziele in einem gewissen Zeitraum zu erreichen. Die Verwendung des Erlöses kann dabei für allgemeine Projekt eingesetzt werden (ICMA, 2020).

Ein passendes Beispiel zu einem Green Bond aus dem Schweizer Markt ist die Emission der BKW im Jahr 2019. Die BKW emittierte als erstes kotiertes Schweizer Unternehmen am 1. Juli 2019 einen achtjährigen Green Bond über CHF 200 Mio. mit einem Coupon von 0.25 % (CH048708729). Der Erlös wurde verwendet um Windkraftanlagen in Norwegen (CHF 115 Mio.) und Frankreich (CHF 60 Mio.) aber auch kleinere Wasserkraftwerke im Kanton Bern und der restlichen Schweiz (CHF 25 Mio.) zu finanzieren. Die BKW veröffentlicht auf ihrer Website ([Green Bond Report BKW<sup>29</sup>](https://report.bkw.ch/2020/de/green-bond/)) eine regelmässige Berichterstattung zur Allokation und Wirkung der finanzierten Projekte und erfüllt damit eine der Vorgaben betreffend Transparenz und Reporting (BKW, 2020).

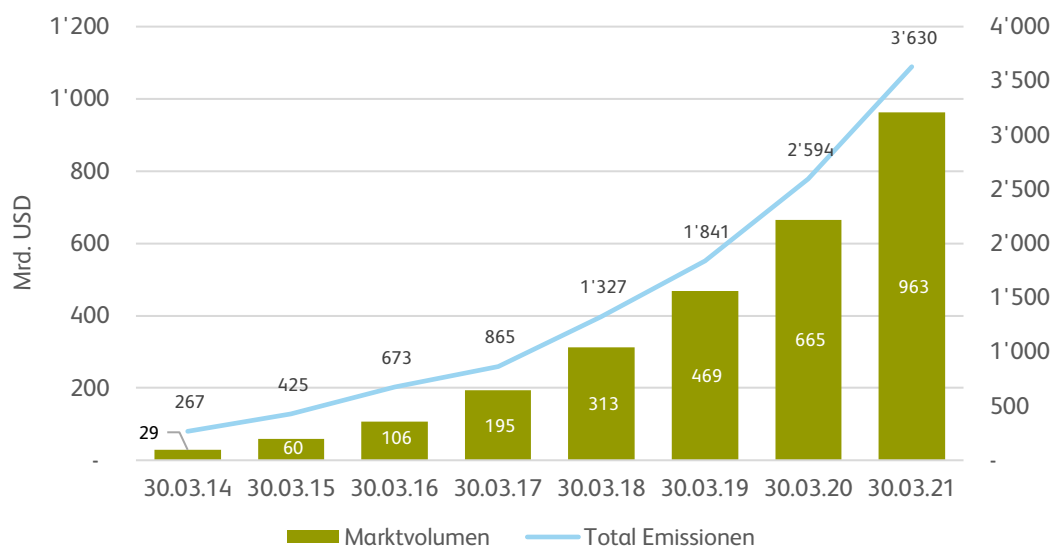
---

<sup>29</sup> Vgl. <https://report.bkw.ch/2020/de/green-bond/>

### 3.2.2 Der globale Green Bond-Markt

Weltweit kam es gemäss Abbildung 67 seit 2014 zu einer stark ansteigenden Emissionstätigkeit von grünen Anleihen. Das heutige Volumen auf dem Markt beziffert sich auf das 35-fache des Volumens im Jahr 2014. In nur sechs Jahren erreichte der Markt ein Volumen von fast USD 1'000 Mrd. Im Vergleich mit dem Globalen-Bond-Markt, welcher gemäss ICMA auf etwa USD 128.3 Trillionen geschätzt werden kann<sup>30</sup>, ist der Anteil des Green Bond Volumens sehr gering. Dennoch sind die Zunahme und das Wachstum beträchtlich und dürften in Zukunft, solange der aktuelle Trend in Wirtschaft und Gesellschaft anhält, weiter zunehmen.

**Abbildung 67: Globaler Green Bond-Markt**  
(Datenquelle: Bloomberg, 2021)

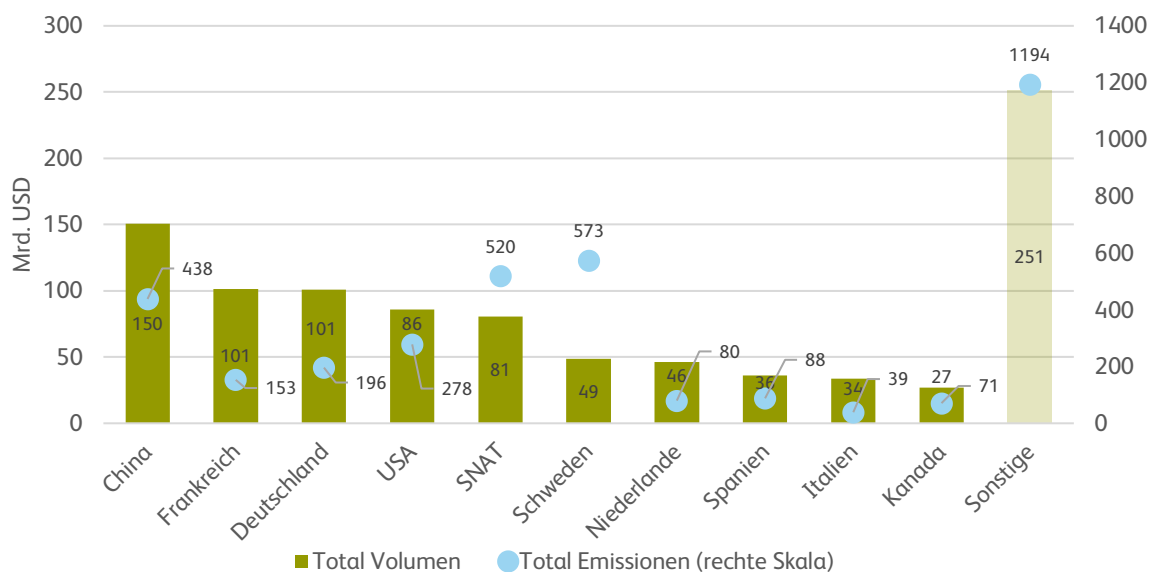


In Verbindung mit dem vergleichsweise noch tiefen Volumen weltweit, halten sich die gesamten Emissionen ebenfalls in Grenzen. Kumuliert emittierten auf der ganzen Welt ca. 3'500 Gesellschaften oder Länder einen Green Bond. Dies entspricht nur einem kleinen Prozentsatz der globalen Emittenten von Bonds. Dennoch resultiert auch hier ein beträchtlicher Anstieg der Emissionstätigkeit seit dem Jahr 2014.

Abbildung 68 zeigt die Volumina und Anzahl Green Bonds nach Nation. Bezüglich des Volumens führt China mit mehr als USD 150 Mrd. China emittierte zwar nicht am meisten Green Bonds (438 Emissionen), jedoch das höchste kumulierte Volumen. Schweden ist bei der Anzahl bisheriger Emissionen führend (573 Emissionen).

<sup>30</sup> Vgl. <https://www.icmagroup.org/Regulatory-Policy-and-Market-Practice/Secondary-Markets/bond-market-size/>

**Abbildung 68: Globaler Green Bond-Markt nach Risikoland**  
(Datenquelle: Bloomberg, 2021)



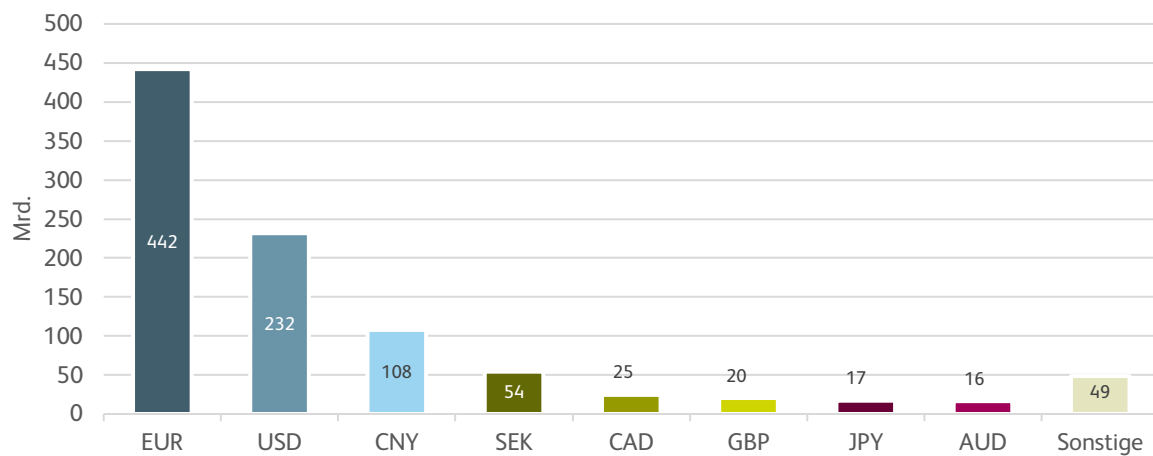
Hinweis: SNAT steht für Supranationale Institutionen (z. B. die Europäische Investment Bank oder die Weltbank)

Abbildung 68 zeigt zudem, dass neben China und den USA die Europäischen Länder die Thematik Green Bond fördern oder selbst vermehrt auf solche Bonds bei einer staatlichen Emission achten. Unter «SNAT» verstehen sich eine «Suparnationale Institutionen», wie zum Beispiel die Europäische Investmentbank, die WTO oder die Weltbank. Dabei handelt es sich um Zusammenschlüsse unterschiedlicher Staaten, welche eine staatsnahe Aufgabe einer gemeinsamen Institution übergeben (bpb, 2009).

In diesem Fall handelt es sich zu einem grossen Teil um die European Investment Bank (EIB), die in dieser Gruppe am meisten Volumina an Green Bonds emittierte – ebenfalls eine Institution aus dem Euroraum, welche in den Interessen der EU agiert. Somit wird deutlich, in welchen Teilen der Welt die Nachhaltigkeit oder das ESG-konforme Wirtschaften bereits im Rahmen von Finanzierungstransaktionen eine Rolle spielt.

Aus der vorangehenden Abbildung lässt sich überdies die Verteilung in den Währungen herleiten. Dabei ist in der nachfolgenden Abbildung 69 zu erkennen, dass der grösste Anteil der Green Bonds nicht in USD, sondern in EUR emittiert wurde.

**Abbildung 69: Marktvolumen nach Währungen**  
(Datenquelle: Bloomberg, 2021)

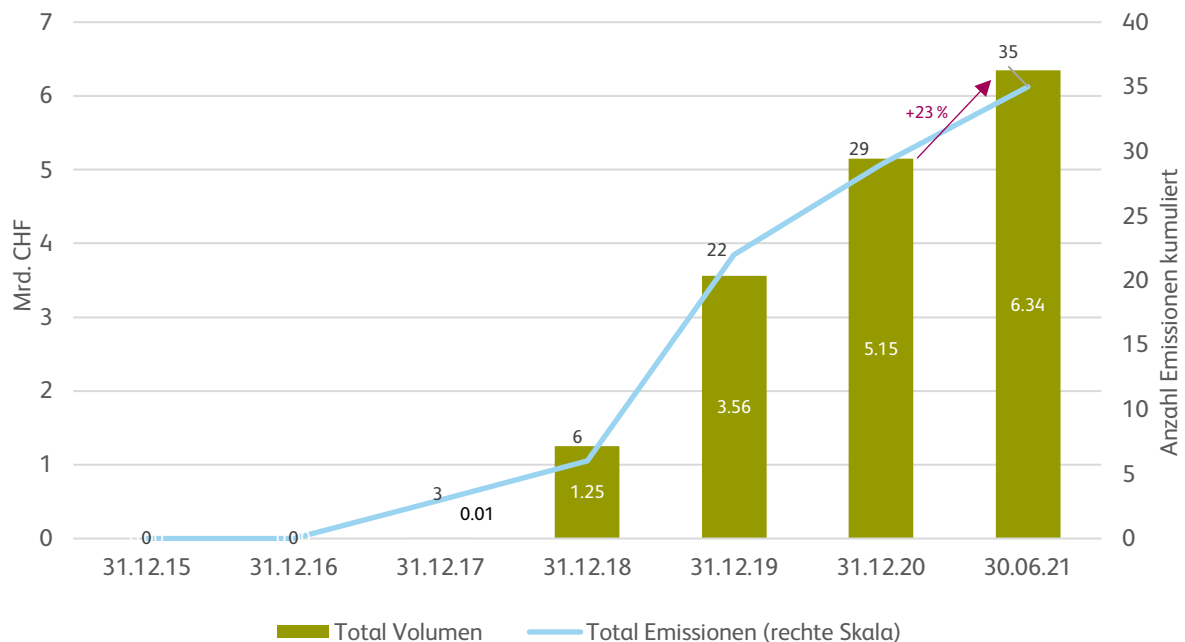


Die Aufteilung nach den Währungen spiegelt grundsätzlich die Marktanteile der grossen Volkswirtschaften auf der Welt wider, mit dem Unterschied, dass nicht China oder die USA führend sind, sondern die Thematik des Green Bonds in Europa wohl höhere Aufmerksamkeit geniesst als in anderen Ländern. In Schweizer Franken wurden im Jahr 2020 rund CHF 8 Mrd. emittiert. Dies ist mehr als das aktuell ausstehende Volumen von Schweizer Emittenten. Dies liegt daran, dass Emissionen in CHF stattfanden, die emittierenden Unternehmen jedoch andere Herkunfts- bzw. Sitzländer aufweisen.

### 3.2.3 Der Schweizer Green Bond-Markt

Im direkten Vergleich mit dem globalen Markt für Green Bonds erscheint der Markt in der Schweiz als noch sehr klein. Jedoch stellt er in der Binnenbetrachtung eine rasant wachsende Anlageklasse dar. Neben dem noch tiefen Volumen von Corporates sind vor allem die staatlichen Emissionen zu beachten, da diese einen grossen Anteil ausmachen. Abbildung 70 zeigt die Entwicklung des Schweizer Green Bond-Marktes.

**Abbildung 70: Green Bond Volumen im Markt Schweiz inkl. der totalen Emissionen**  
(Datenquelle: Bloomberg, 2021)



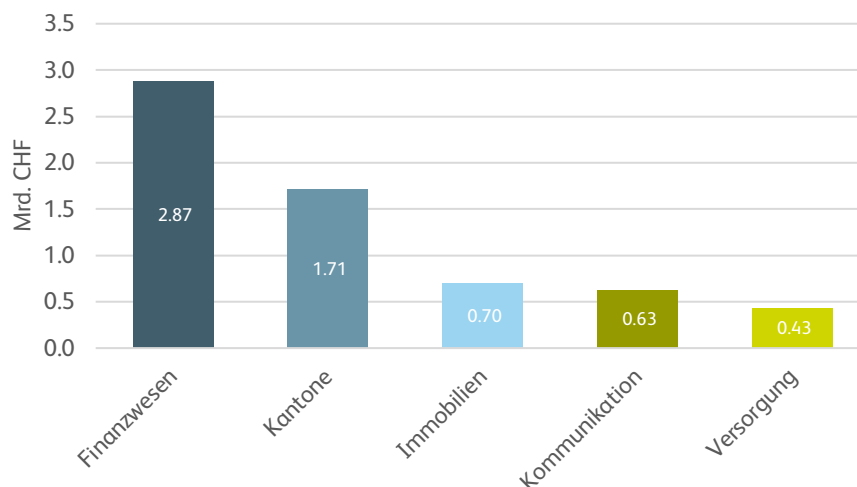
*Hinweis: Eine detaillierte Auflistung der per Ende Juni 2021 ausstehenden Green Bonds in CHF findet sich in Anhang 2 – Auflistung Green Bonds Schweiz nach Branche.*

Seit dem Jahr 2018 hat das Gesamtvolumen der Green Bonds in der Schweiz um 510 % zugenommen. Das Volumen hat sich in diesen zweieinhalb Jahren also verfünffacht. Auch wenn das Volumen von ca. CHF 6.34 Mrd. im Verhältnis zum gesamten Volumen des Obligationenmarkts Schweiz als sehr klein erscheint, ist der Zuwachs nicht zu unterschätzen. Nachhaltigkeit und die damit verbundenen Projekte dürften in den nächsten Jahren in vielen Unternehmen auf der Tagesordnung stehen und besondere Aufmerksamkeit seitens Investoren erhalten. Viele institutionelle Investoren implementieren bereits Nachhaltigkeits-Richtlinien für ihre Investitionen, was die Nachfrage weiter beleben dürfte.

Ebenfalls gilt es zu erwähnen, dass die Emissionen von Green Bonds in der Schweiz eher einseitig verteilt sind. So gibt es gemäss Bloomberg noch kein in der Schweiz kotiertes Industrieunternehmen, welches eine solche Anleihe emittiert hat. Führend sind gemäss Abbildung 71 Finanzunternehmen wie die UBS Group AG mit rund CHF 800 Mio. oder die Zürcher Kantonalbank mit CHF 675 Mio. an totalem Volumen.

Allein im ersten Halbjahr 2021 nahm das Volumen an Green Bonds in der Schweiz um rund 23 % zu im Vergleich mit Ende 2020 – eine deutliche Volumensteigerung in lediglich sechs Monaten.

**Abbildung 71: Aufteilung des Volumens in die jeweiligen Sektoren per 30.06.21**  
(Datenquelle: Bloomberg, 2021)



In der Immobilienbranche wird vermehrt auf nachhaltiges Bauen gesetzt und dies führt zu einem totalen Green Bond-Volumen von CHF 700 Mio. – emittiert von der Swiss Prime Site Finance AG und der Zug Estates Holding AG. Mit diesen Green Bonds werden Projekte wie die «Suurstoffi» in Rotkreuz finanziert, bei welchem beispielsweise vermehrt auf nachhaltige Materialien gesetzt wird oder die Energie aus erneuerbaren Ressourcen stammt.

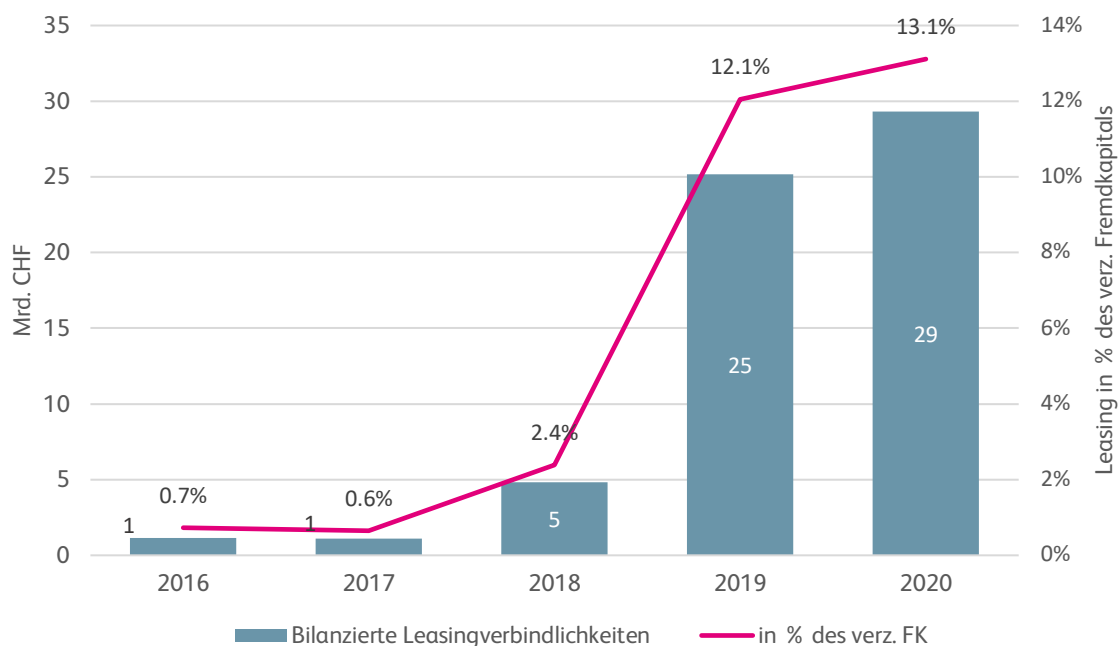
Mit einem deutlich kleineren Volumen schneidet die Versorgungsbranche mit drei Emittenten ab. Die Kraftwerke Oberhasli AG, die Axpo Holding AG und die bereits erwähnte BKW AG vereinen ca. CHF 430 Mio. an Green Bond-Volumen auf sich – wobei die Kraftwerke Oberhasli und die Axpo Holding nicht an der Börse kotiert sind. Im Sektor Kommunikation emittierte die Swisscom als einziges Unternehmen rund CHF 630 Mio.

### 3.3 Leasingverbindlichkeiten

Seit dem 1. Januar 2019 sind Unternehmen nach IFRS 16 und dem darin neu enthaltenen «Right-of-Use-Approach» verpflichtet, alle Leasingverhältnisse der Gesellschaft zu bilanzieren. Die bis anhin vielfach genutzte «Off-Balance-Sheet-Darstellung» von Operating Lease wird damit regelrecht eliminiert. Einzig für gewisse Leasingverbindlichkeiten von bis zu zwölf Monaten Laufzeit und einem Volumen von weniger als USD 5'000 kann aufgrund einer Ausnahmeregelung in IFRS 16 weiterhin eine Erfassung als Aufwand über die Erfolgsrechnung vorgenommen werden (Bitterli et al., 2018, S. 1–3).

Nebst dem deutlichen Einfluss auf das EBITDA, auf welchen hier nicht eingegangen wird, hat diese Änderung auch eine Wirkung auf die Bilanz. Diese wird durch die neu zu bilanzierenden Werte deutlich wachsen. Wie in Abbildung 72 zu erkennen ist, bilanzierten die kotierten Unternehmen in der Schweiz bereits ab dem Jahr 2018 ihre Leasingverbindlichkeiten öfter als «Financial Lease». Dies, da die Änderung im Rechnungslegungsstandard bereits vor dem Jahr 2019 bekannt war.

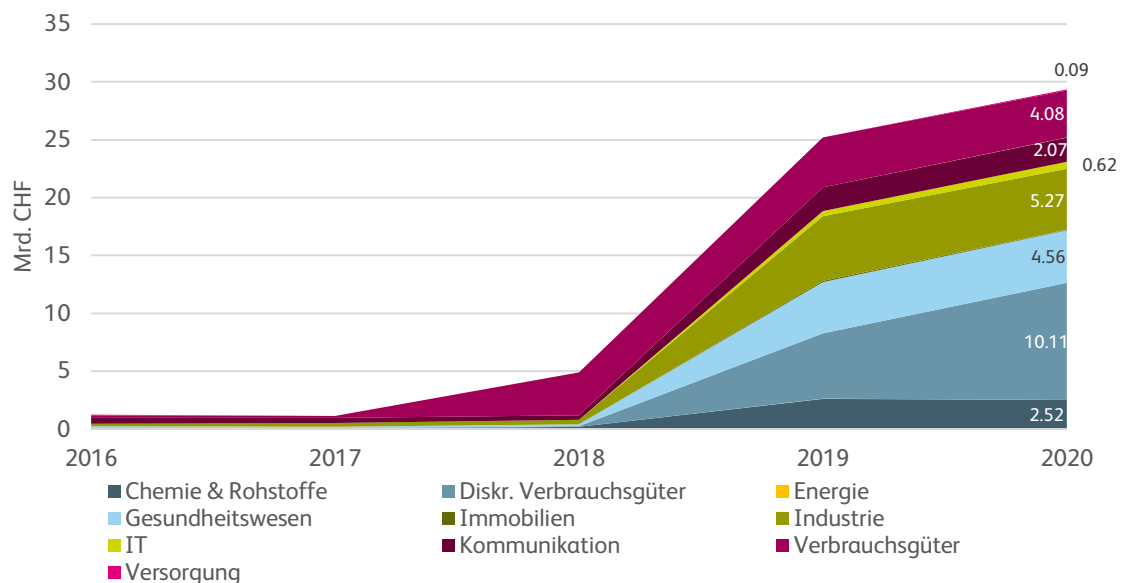
**Abbildung 72: Auswirkung der Änderung in IFRS 16 zur Bilanzierung von Leasingverbindlichkeiten**  
(Datenquelle: Bloomberg, 2021)



Bei den untersuchten Unternehmen macht das bilanzierte Leasing in den Jahren 2019 und 2020 zwischen 12 % -14 % des gesamten verzinslichen Fremdkapitals aus, was durchaus ein relevanter Anteil am gesamten verzinslichen Fremdkapital darstellt. Wird jedoch der gesamte Fremdkapitalanteil in Relation zu den Leasingverbindlichkeiten gesetzt, so resultiert ein Anteil des Leasings von ca. 7 %. Ein gewisser Anstieg des Fremdkapitals in den Jahren 2017-2020 kann auf die Änderung in den IFRS zurückgeführt werden. Dies gilt es besonders im Vergleich mit Daten aus den Jahren vor 2018 zu beachten.

Abbildung 73 zeigt die ausgewiesenen Leasingverbindlichkeiten nach Branchen. Es wird deutlich, dass insbesondere die Branche Verbrauchsgüter mit einem Anteil von 14 % an den gesamten Leasingverbindlichkeiten, die Industrie mit 18 %, Diskr. Verbrauchsgüter mit 35 % und das Gesundheitswesen mit 16 % im Jahr 2020 die höchsten absoluten Leasingverbindlichkeiten aufweisen. Häufig mussten aufgrund der geänderten Rechnungslegungspraxis gemietete Objekte neu bilanziert werden.

**Abbildung 73: Anteil der einzelnen Branchen am bilanzierten Leasingvolumen**  
(Datenquelle: Bloomberg, 2021)



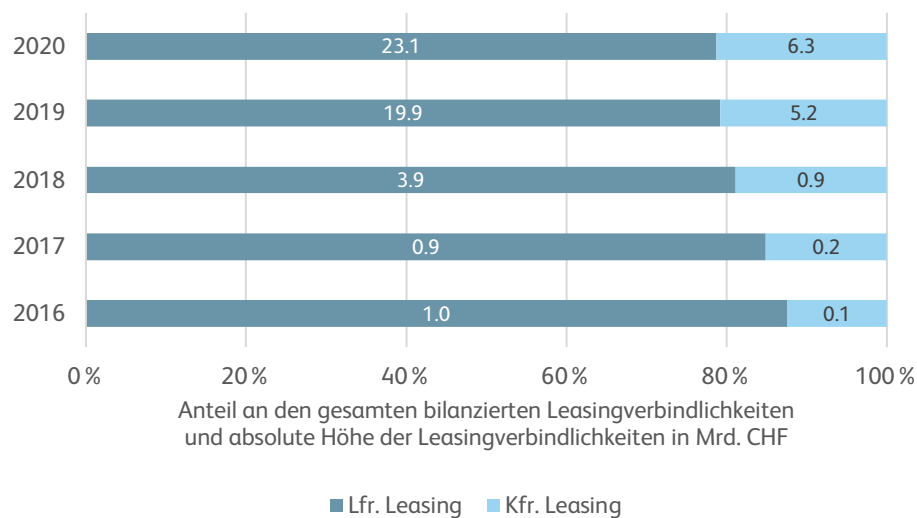
Die Branchen Immobilien, Versorgung und IT sind bezüglich des Leasings kaum erkennbar. So bilanzieren die untersuchten Unternehmen in diesen Branchen zusammen lediglich rund CHF 700 Mio. an Leasingverbindlichkeiten in ihren Bilanzen – was in Anbetracht des gesamten Marktvolumens wenig ist.

Innerhalb der Branche mit den grössten absoluten Leasingverbindlichkeiten sind es besonders die Unternehmen «Dufry» und «Richemont» (Compagnie Financière Richemont SA), welche mit rund CHF 9 Mrd. den grössten Anteil der gut CHF 10 Mrd. in der genannten Branche an Leasingverbindlichkeiten bilanziert haben. Die beiden Unternehmen weisen fast 33 % des gesamten bilanzierten Leasingvolumens im untersuchten Markt auf. Der hohe Leasinganteil kann gemäss Geschäftsbericht zum Jahr 2020 bei der Dufry AG, einem der weltweit grössten Reise-Retailer, auf die geleasteten bzw. gemieteten Läden an den Flughäfen, Bahnhöfen oder Kreuzfahrtschiffen zurückgeführt werden. Das Unternehmen besitzt diese Geschäfte nicht sondern least bzw. mietet diese und muss auf der Passivseite entsprechende Leasingverbindlichkeiten bilanzieren und aktiviert die Objekte auf der Aktivseite als «Right-Of-Use Assets» (Dufry AG, 2021). Bei Richemont sieht dies ähnlich aus, so schreibt dieses Unternehmen im Geschäftsbericht: «The Group has a number of commitments under non-cancellable lease contracts relating to boutiques, offices and manufacturing facilities» (Richemont, 2021).

Bezüglich der Laufzeiten der Leasingverbindlichkeiten werden knapp 80 % als langfristig ausgewiesen und sind per Definition in mehr als zwölf Monaten fällig. Abbildung 74 zeigt die Aufteilung zwischen kurz- und langfristigen Leasingverbindlichkeiten in den letzten zehn Jahren als Anteile am gesamten Leasingvolumen.



**Abbildung 74: Anteil der kurz- und langfristigen Leasingverbindlichkeiten am bilanzierten Leasingvolumen**  
(Datenquelle: Bloomberg, 2021)



### 3.4 Einfluss von COVID-19

Die vorliegende Untersuchung konzentriert sich auf die Nichtfinanz-Unternehmen im SPI. In diesem Abschnitt soll nun noch die Frage thematisiert werden, inwiefern die COVID-19 Pandemie die Kapitalstruktur der Unternehmen beeinflusste und ob ein Anstieg des Fremdkapitalanteils in den Bilanzen erkennbar ist.

Die Gründe für die Pandemie und die genauen Auswirkungen auf unterschiedliche Bereiche in der Wirtschaft werden in dieser Studie nicht näher erläutert. Es wird lediglich auf allfällige finanzielle Auswirkungen auf die untersuchten Unternehmen eingegangen.

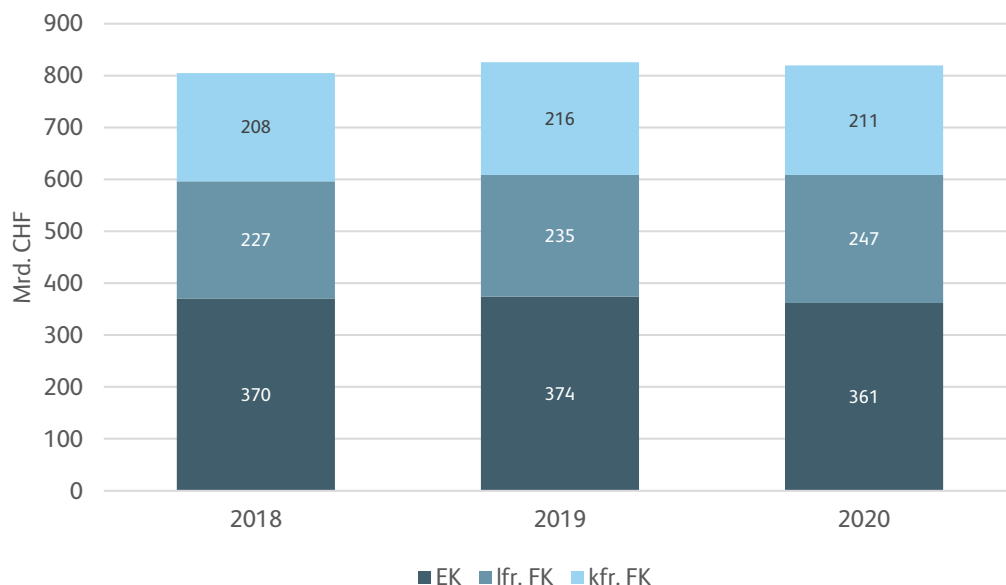
Gemäss einer Studie der Boston Consulting Group (BCG) in Deutschland stieg der Verschuldungsstand von 414 untersuchten Unternehmen von EUR 1.33 Bio. im Jahr 2019 auf EUR 1.5 Bio. im zweiten Quartal 2020. Dies entspricht einer Zunahme von 12.8 % in zwei Quartalen (Handelsblatt, 2021).

Mit Blick auf die Schweiz kann zwischen unterschiedlichen Arten der Aufnahme von Fremdkapital unterschieden werden. Jedoch macht es aus bilanztechnischer Sicht keinen Unterschied, woher das Fremdkapital stammt, soweit es darum geht, die gesamthaften Volumina zu betrachten. Auf der Passivseite der Bilanz werden Kredite, sei es vom Bund, von Banken oder Privaten ersichtlich. Ebenfalls kann die Aufnahme von Kapital über die Emission von Anleihen erfolgen. Im Folgenden werden zuerst die Veränderungen bezüglich des gesamten Fremdkapitals untersucht und in einem nächsten Schritt die Emissionstätigkeiten im Markt genauer betrachtet.

### 3.4.1 Untersuchung des Fremdkapitals

Die Untersuchung der Unternehmen in der Stichprobe bezüglich der Entwicklung des Fremdkapitals und der Kapitalstruktur ergibt das folgende Bild:

**Abbildung 75: Entwicklung der Kapitalstruktur in den Jahren 2018, 2019 und 2020**  
(Datenquelle: Bloomberg, 2021)

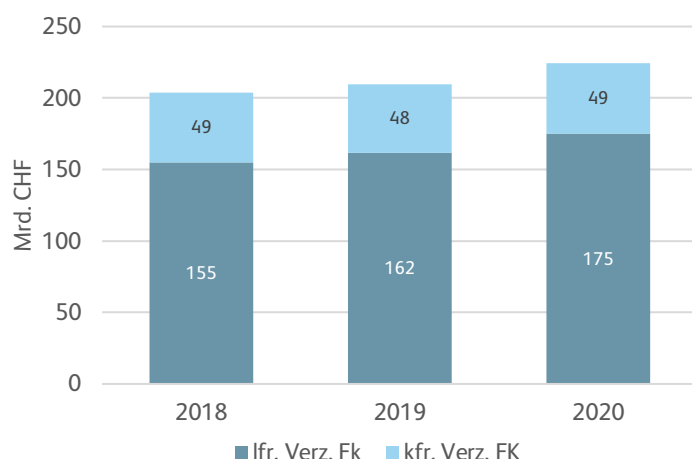


Der Anstieg gemäss BCG-Studie von 12.8 % von 2019 bis ins zweite Quartal 2020 konnte in der Schweiz beim Fremdkapital nicht erkannt werden. Das langfristig geschuldete Kapital im Jahr 2020 nahm gemäss Abbildung 75 im Vergleich mit dem Vorjahr um 5 % zu. Im Gegenzug sanken die kurzfristigen Schulden um 2.4 %. Dies ist kein Indiz für einen direkten Einfluss von COVID-19 auf den Fremdkapitalanteil der untersuchten kotierten Unternehmen.

Im Vergleich mit dem Jahr 2018 liegt die Zunahme des kurzfristigen Fremdkapitals bei rund 3.8 % und beim langfristigen Fremdkapital bei 3.5 % beziehungsweise einer totalen Zunahme des Fremdkapitals von 3.6 %. Auch hier liegt der gemessene Wert deutlich unter der Marke der vorangehend erwähnten Studie aus Deutschland.

Bezüglich des Eigenkapitals ist die in obigen Kapiteln angesprochen Eigenkapitalreduktion einiger grossen Gesellschaften spürbar, jedoch nur im kleinen Rahmen. Das Eigenkapital nahm zwischen 2018 und 2019 um 1.1 % zu und reduzierte sich im Folgejahr um 3.5 %. Dies kann als eine normale Bewegung im Markt, insbesondere mit den Aktienrückkaufprogrammen der Large-Caps, betrachtet werden.

**Abbildung 76: Entwicklung des verz. Fremdkapitals über drei Jahre**  
(Datenquelle: Bloomberg, 2021)



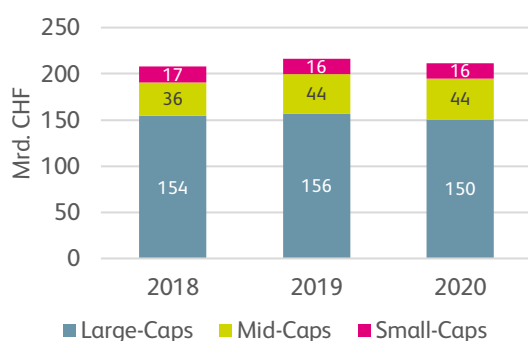
Die vorangehende Abbildung zeigt die Entwicklung des gesamten Fremdkapitals. Dies umfasst auch offene Rechnungen gegenüber Lieferanten. Unter der Annahme, dass während der COVID-19 Pandemie der Auftragseingang sank, wurden mehr Rechnungen bezahlt als neue Rechnungen als ausstehend verbucht. Dies würde bedeuten, dass der verzeichnete Anstieg aus den verzinslichen Krediten des Fremdkapitals stammt und nicht aus den sonstigen nicht verzinslichen Verbindlichkeiten. Die Abbildung 76 zeigt den Verlauf des verzinslichen Kapitals in derselben Periode

und erklärt den vorangehend festgestellten Anstieg des gesamten Fremdkapitals. Wie gut erkennbar ist, stieg das kurzfristige verzinsliche Fremdkapital um rund eine CHF 1 Mrd. auf CHF 49 Mrd. Dies ist nur ein verhältnismässig geringer Anstieg.

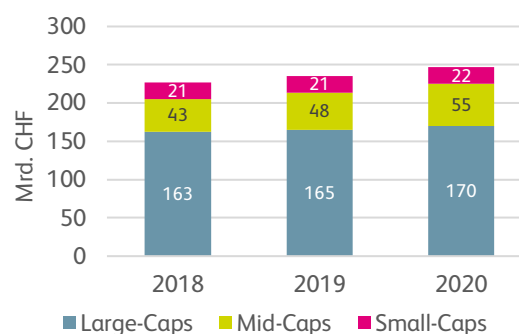
Beim langfristigen verzinslichen Fremdkapital ist aus Abbildung 76 ein wesentlich grösserer Anstieg ersichtlich. Die langfristigen verzinslichen Verbindlichkeiten nahmen auf CHF 175 Mrd. zu, was einem Anstieg von 8.6 % im Vergleich zum Vorjahr entspricht. Vom Jahr 2018 auf das Jahr 2019 stieg besagte Verschuldung um rund 4.5 %. Ob nun die Differenz der zusätzlichen Zunahme von 4 Prozentpunkte mit den Auswirkungen von COVID-19 begründen lässt, ist schwer zu sagen. Jedoch kann der Schluss gezogen werden, dass ein Anstieg über dem Anstieg des Vorjahres vorliegt.

Wie bereits in vorherigen Abschnitten erwähnt, sind die analysierten Zahlen im Markt stark durch die Large-Caps beeinflusst. Kleinere Bewegungen fallen kaum auf und gehen in den grossen Transaktionen der hoch kapitalisierten Gesellschaften unter. Deshalb lohnt es sich, die Veränderungen in den Gruppen nach Marktkapitalisierung zu betrachten.

**Abbildung 77: Entwicklung des kfr. Fremdkapitals**  
(Datenquelle: Bloomberg, 2021)



**Abbildung 78: Entwicklung des lfr. Fremdkapitals**  
(Datenquelle: Bloomberg, 2021)

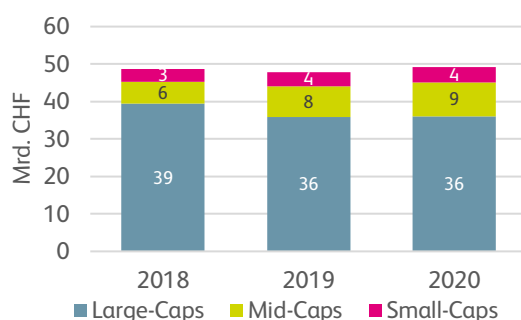


Auf den ersten Blick sind die Veränderungen in den letzten drei Jahren in beiden Kategorien (langfristiges und kurzfristiges Fremdkapital) kaum zu erkennen. Die Large-Caps sowie die Small-Caps haben sich nur wenig ver-

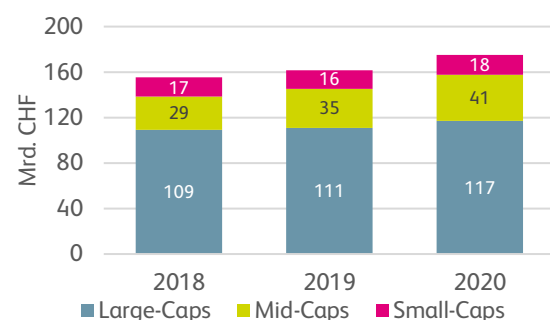
ändert, während die Mid-Caps die prozentual höchste Veränderung aufweisen. Jene verzeichneten beim langfristigen Fremdkapital einen Anstieg von rund 27 % und bei den kurzfristigen Verbindlichkeiten einen Anstieg von 22 % in den letzten drei Jahren.

Wie bereits über den gesamten Markt betrachtet, kann auch in den Gruppen nach Marktkapitalisierung die Unterscheidung zwischen dem gesamten Fremdkapital und dem verzinslichen Fremdkapital vorgenommen werden. Die beiden nachfolgenden Abbildungen veranschaulichen die Entwicklung des verzinslichen Fremdkapitals in den erwähnten Gruppen.

**Abbildung 79: Entwicklung des kfr. verz. FK**  
(Datenquelle: Bloomberg, 2021)



**Abbildung 80: Entwicklung des lfr. verz. FK**  
(Datenquelle: Bloomberg, 2021)



Auch aufgrund dieser Daten können dieselben Schlüsse wie vorangehend bei der gemeinsamen Betrachtung der Unternehmen gezogen werden. Die Zunahme des Fremdkapitals ist getrieben durch die verzinsliche Verschuldung. Während die kumulierten kurzfristigen wie auch langfristigen Positionen der Small-Caps in den letzten drei Jahren in etwa konstant blieben, nahmen die absoluten Zahlen bei den Mid-Caps um deutliche 17.6 % (kurzfristige Verschuldung) und 17.8 % (langfristige Verschuldung) zu. Dies sind die Werte aus dem Jahr 2019 im Vergleich mit dem Jahr 2020. In absoluten Zahlen steigerten zwar die Large-Caps ihre langfristige Verschuldung am stärksten. Jedoch liegt die Zunahme mit 5.4 % weit unter dem Niveau der Mid-Caps. Durch diese Betrachtung wird deutlich, dass prozentual die Mid-Caps ihre Verschuldung am stärksten ausgebaut haben. Auch hier kann COVID-19 nur eine vermutete Erklärung darstellen, da dies nicht abschliessend beurteilt werden kann. Insbesondere unter dem Aspekt, dass die langfristige Verschuldung der Mid-Caps vom Jahr 2018 ins Jahr 2019 um ca. 20 % anstieg, muss die Zunahme von 17.6 % im Folgejahr mit Vorsicht genossen werden.

Die Betrachtung des durchschnittlichen verzinslichen Fremdkapitals pro Unternehmen in der Stichprobe (Total verz. Fremdkapital / Anzahl Unternehmen im entsprechenden Jahr) ergibt folgende Werte:

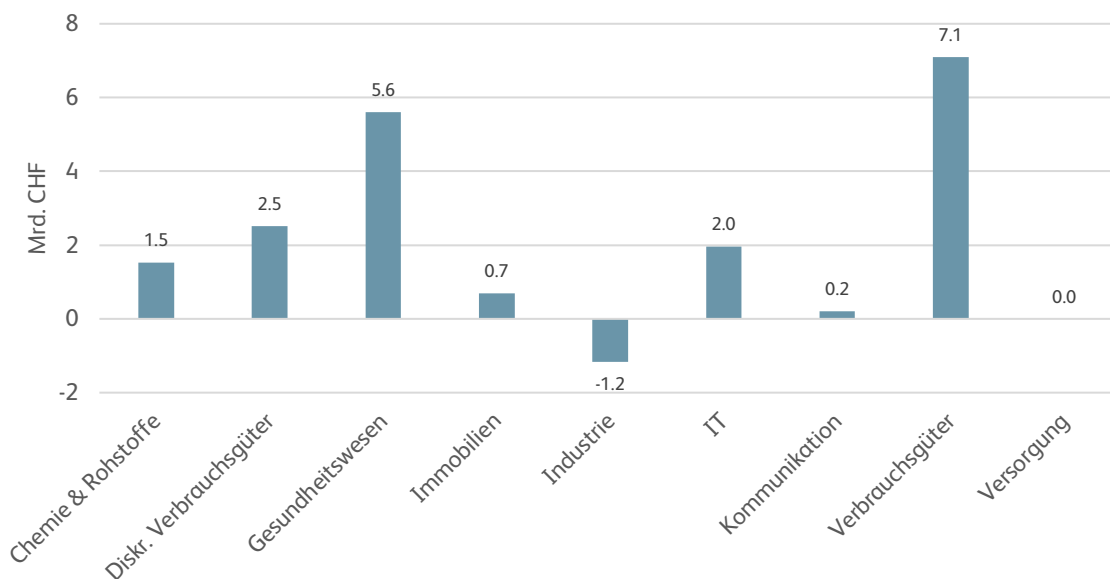
- 2018: CHF 1.31 Mrd.
- 2019: CHF 1.30 Mrd. (das entspricht einer Abnahme von 0.80 % gegenüber dem Vorjahr)
- 2020: CHF 1.41 Mrd. (das entspricht einer Zunahme von 8.46 % gegenüber dem Vorjahr)

Daraus kann nun geschlossen werden, dass zwar ein deutliches Kreditwachstum erkennbar ist. Dies sind jedoch Durchschnittswerte, die sehr stark von den Veränderungen bei den Large-Caps mit hohen Werten geprägt sind.

### 3.4.2 Bondemissionen

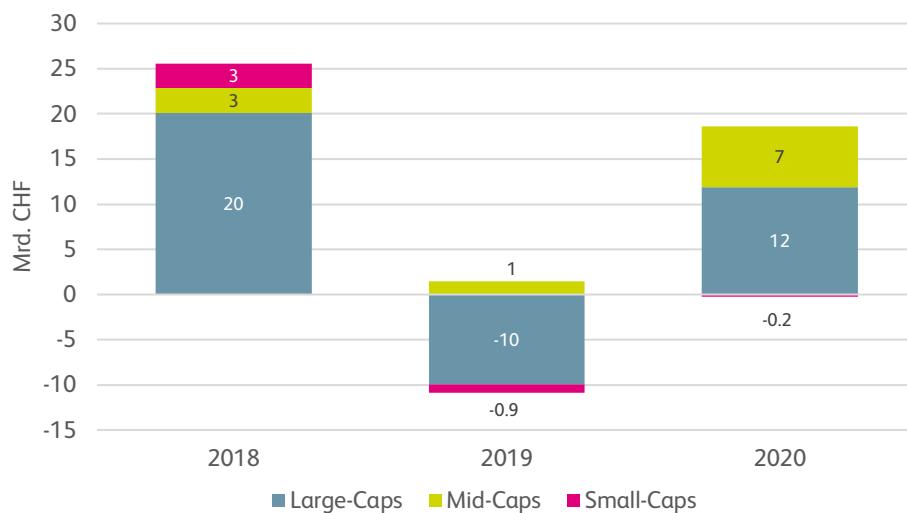
Ein weiterer messbarer Indikator, um die Auswirkungen von COVID-19 auf den Fremdkapitalanteil der Unternehmen zu messen, sind die Nettoemissionen im Markt. Die Nettoemissionen stiegen im Jahr 2020 auf rund CHF 18.41 Mrd. im Vergleich zum Vorjahr, als die Nettoemissionen CHF -9.43 Mrd. betrugen. Der Wert im Jahr 2020 ist der zweithöchste Wert in den letzten zehn Jahren und wird nur durch CHF 25.6 Mrd. im Jahr 2018 übertroffen. Abbildung 81 gibt Aufschluss darüber, welche Branchen im Jahr 2020 welches Netto-Anleihenvolumen emittierten.

**Abbildung 81: Nettoemissionen nach Branche im Jahr 2020**  
(Datenquelle: Bloomberg, 2021)



Grosse Volumina wurden im Gesundheitswesen und in der Verbrauchsgüterbranche emittiert. Spitzenreiter in diesen beiden Branchen sind Novartis (CHF 3.67 Mrd.) und Nestlé (CHF 6.83 Mrd.). Interessant ist die negative Nettoemission in der Industrie, da doch einige Unternehmen in dieser Branche Anleihen emittierten, wie zum Beispiel der Flughafen Zürich mit CHF 500 Mio., aufgeteilt auf zwei Anleihen oder die Sulzer AG mit ebenfalls CHF 500 Mio., jedoch auch mit einer Rückzahlung von CHF 110 Mio. Beeinflusst werden die Nettoemissionen in der Industrie durch ABB, welche eine Nettoemission von CHF -2.7 Mrd. aufweist. Ohne den Einfluss von ABB würden sich die Nettoemissionen in der Industrie auf CHF 1.43 Mrd. belaufen. Diese Betrachtung führt wiederum zur Analyse der Marktzahlen in den Gruppen nach Marktkapitalisierung in der folgenden Abbildung 82. Dabei fällt auf, dass gemessen am gesamten Volumen an langfristigem Fremdkapital die Mid-Caps am meisten emittierten.

**Abbildung 82: Nettoemissionen nach Kapitalisierung in den Jahren 2018, 2019 und 2020**  
(Datenquelle: Bloomberg, 2021)



Die Emissionen der Mid-Caps entsprechen dem gesamten Anstieg des langfristig verzinslichen Fremdkapitals im Jahr 2020. Obwohl die Large-Caps insgesamt mehr emittierten, konkret CHF 12 Mrd., emittierten die Mid-Caps prozentual auf ihr bestehendes Fremdkapital mehr Anleihen (rund 15 Prozent). Des Weiteren ist dies der höchste Anstieg von Nettoemissionen bei den Mid-Caps seit einigen Jahren. In den letzten Jahren emittierten die Mid-Caps nicht mehr als netto CHF 1-3 Mrd. Auch hier kann der Anstieg der Nettoemissionen nicht komplett den Auswirkungen von COVID-19 zugesprochen werden, dennoch lässt sich eine Auffälligkeit erkennen bei der Nettoemission von Mid-Caps im Vergleich zu den letzten Jahren. Dies könnte darauf hindeuten, dass die Corona-Krise die Mid-Caps durchaus schwerer traf als die Large-Caps und dadurch mehr emittiert wurde als in den letzten Jahren. Die Nettoemissionen der Small-Caps fällt überraschend klein aus. So belaufen sich die Nettoemissionen im Jahr 2020 auf minus CHF 200 Mio. Die Frage bleibt also, ob dies in Verbindung mit COVID-19 gebracht werden kann. Falls ja, so dürfte die Aussage getroffen werden, dass die Small-Caps weniger auf Fremdkapital angewiesen waren als die Mid- und Large-Caps in der Schweiz. Denn auch im gesamten Vergleich des Anstiegs der verzinslichen Verbindlichkeiten stieg die Verschuldung der Small-Caps weniger stark an als diejenige der Mid- und Large-Caps. Die Emissionsaktivität von Small-Caps kann unter anderem auch daher niedriger sein als diejenige der beiden anderen Gruppen, da Small-Caps nicht zwingend die Anforderungen für die minimale Platzierungsgrösse für eine Anleihensemission erfüllen und deshalb möglicherweise auf andere Finanzierungsformen zurückgreifen.

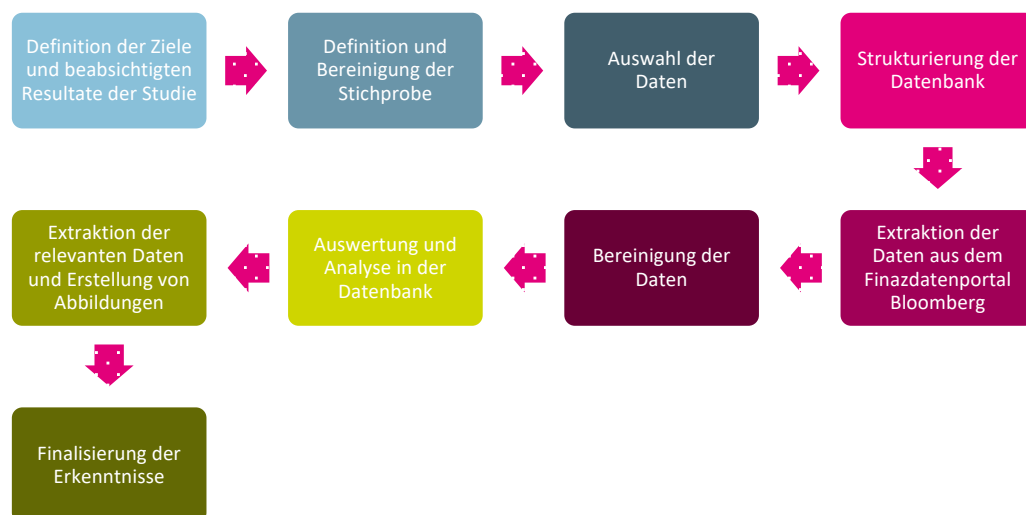
## 4 Methodik Untersuchung Kapitalstruktur und Finanzierung mit Fremdkapital

Dieser Abschnitt zeigt die Herangehensweise für die empirischen Auswertung der Fremdfinanzierung.

### 4.1 Vorgehensweise

Um die Finanzierungsstruktur der Schweizer Unternehmen im SPI genauer zu betrachten, müssen deren Finanzdaten an einem einheitlichen Ort abgespeichert und aufbereitet werden. Gemäss den mit der Studie verfolgten Ziele umfasst die Datengrundlage (auch Datenbank genannt) diverse Finanzinformationen aus den zehn Geschäftsjahren 2011 bis 2020 und deckt die Bilanz- und Erfolgsrechnungswerte sowie ausgewählte Kennzahlen ab. In den nachfolgenden Abschnitten werden die Auswahl der Unternehmen und die Auswahl der einbezogenen Daten genauer beschrieben. Abbildung 83 visualisiert den verfolgten Arbeitsprozess. Der Prozess entspricht einer Betrachtung auf einer Metaebene und diente den Autoren zur Strukturierung des Arbeitsprozesses.

**Abbildung 83: Arbeitsprozess**



### 4.2 Auswahl der untersuchten Unternehmen

Gemäss der Zielsetzung dieser Arbeit sollte sich die Analyse der Kapitalstruktur auf dem Schweizer Markt und dessen Unternehmen beschränken. Ebenfalls sollte diese repräsentativ und aussagekräftig sein. Ein weiteres Kriterium ist die effiziente und rasche Zugänglichkeit der Daten, weswegen sich Familien-Unternehmen nicht für diese breite Studie eignen. Aus diesem Grund beschränkt sich die zu analysierende Gruppe auf SPI-Unternehmen. Als Grundlage zur Unternehmensauswahl diente eine Auflistung der SIX sämtlicher im SPI gelisteten Wertpapiere (SIX, 2021). Am 31.12.2020 umfasste diese Liste 214 Unternehmen. Weiter wurde diese Liste um die im betrachteten Zeitraum dekotierten Unternehmen ergänzt.

Die für diese Arbeit relevanten Daten beschränken sich auf die Finanzierung der Unternehmensbilanzen und setzen sich vertieft mit den unterschiedlichen Teilen des Fremdkapitals auseinander. Unternehmen aus der Branche «Finanzen», wozu Banken, Versicherungen, Investmentgesellschaften und weitere Finanzunternehm-

men gehören, werden aus der Untersuchung ausgeschlossen. Unternehmen aus dieser Branche weisen aufgrund ihrer Tätigkeit und ihrem jeweiligen Geschäftsmodell auf der Aktiv- wie auch auf der Passivseite ihrer Bilanzen grosse Unterschiede zu Unternehmen aus den Sektoren «Industrie», «Gesundheit» oder «Verbrauchsgüter» auf. Geschäftsmodelle, die auf Einlagen von Kunden oder Gesellschaften basieren, würden in diesem Fall das Bild verzerren. Ebenfalls bestehen umfassende gesetzliche Grundlagen und Regularien, welche die Gestaltung der jeweiligen Bilanzpositionen, beispielsweise die Eigenkapitalquoten, sehr stark beeinflussen und dadurch zahlreiche Bilanzrelationen nicht von den entsprechenden Unternehmen selbst festgelegt werden können.

Die SIX führt im SPI zudem acht Unternehmen, welche ihren Hauptsitz im Ausland aufweisen. Ausser der Liechtensteinischen Landesbank AG (LLB) und der VP Bank AG in Vaduz werden sechs der acht ausländischen Unternehmen in dieser Studie inkludiert. Tabelle 8 fasst die erwähnten Unternehmen zusammen, wobei die beiden vorangehend genannten Bankinstitute aufgrund ihrer Zugehörigkeit zur Finanzbranche ausgeschlossen werden.

**Tabelle 8: Ausländische Unternehmen in der Untersuchung**

Unternehmen	Hauptsitz (Land)
Newron Pharmaceuticals S.p.A.	Italien
Cassiopea, Inc.	Italien
Cosmo Pharmaceuticals N.V.	Niederlande
Ams AG	Österreich
Lastminute.com N.V.	Niederlande
Pierer Mobility AG	Österreich

### 4.3 Branchen

Um eine übersichtliche Auswertung der Finanzdaten nicht nur auf Marktebene, sondern auch auf Branchenebene zu gewährleisten, wurden die Unternehmen gemäss «The Bloomberg Industry Classification Standard (BICS)» in Branchen eingeteilt. Der «BICS» unterscheidet zwischen zehn unterschiedlichen Branchen weltweit, so auch in der Schweiz. Die Einteilung der untersuchten Unternehmen gestaltet sich wie in Abbildung 84 dargestellt. Die Branchen werden für den Aufbau der Datenbank und die Analyse der Daten gemäss der Abbildung übernommen.

In Tabelle 9 werden die grössten Unternehmen in den einzelnen Branchen nach Marktkapitalisierung per 31.12.2020 aufgezeigt, um einen Überblick derer Gewichtung und Einfluss innerhalb der Branchen zu gewährleisten. Die Tabelle zeigt ansatzweise die Verteilung der Marktkapitalisierung der grössten Unternehmen in den einzelnen Branchen. In einigen Branchen ist die Verteilung sehr einseitig, was zur Folge hat, dass ein oder zwei Unternehmen fast den gesamten Markt in der jeweiligen Branche ausmachen.



**Abbildung 84: Anzahl untersuchte Unternehmen und deren kumulierte Marktkapitalisierung per Ende 2020**

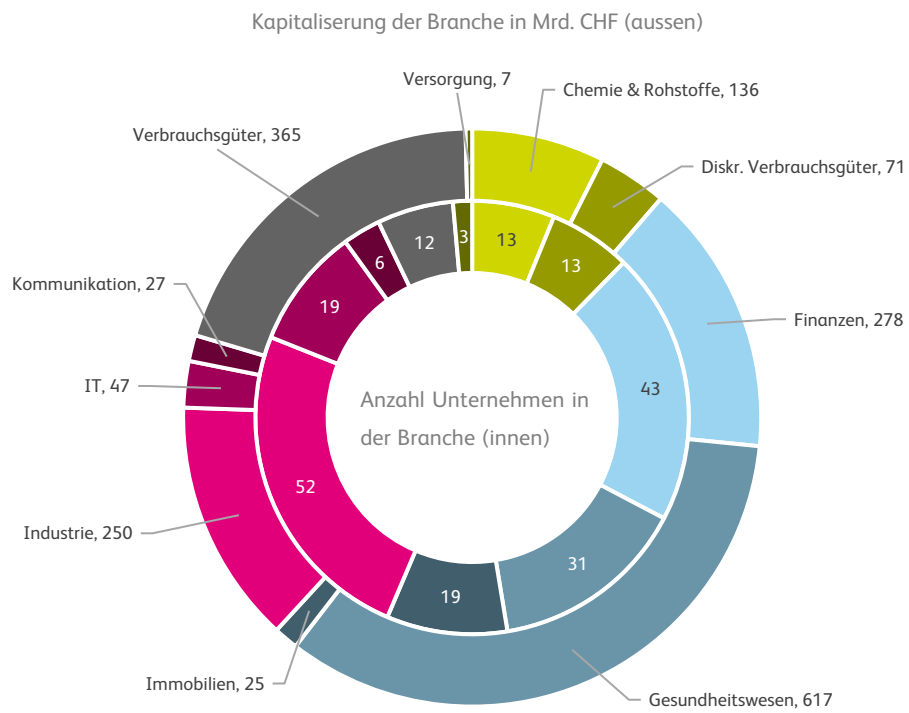


Tabelle 9: Marktkapitalisierung der grössten Unternehmen nach Branche

	Unternehmen	Markt- kapitalisierung in Mrd. CHF	in % der Branche		Unternehmen	Markt- kapitalisierung in Mrd. CHF	in % der Branche
Chemie & Rohstoffe	Givaudan	34.4	24 %	Diskr. Verbrauchs- güter	Richemont	45.9	68 %
	Sika	34.2	24 %		Swatch Group	12.4	18 %
	Holcim	29.9	21 %		Dufry	4.6	7 %
	EMS-Chemie	19.9	14 %		PIERER Mobility AG	1.6	2.4 %
Gesundheitswesen	Roche	266.6	43 %	Immobilien	Swiss Prime Site	6.5	25 %
	Novartis	206.3	33 %		PSP Swiss Property	5.4	21 %
	Lonza	42.3	7 %		Allreal Holding	3.2	12 %
	Alcon	28.7	5 %		Mobimo	1.8	7 %
Industrie	ABB	53.5	23 %	IT	Logitech	14.8	37 %
	Schindler	25.7	11 %		Temenos	9.1	23 %
	Kuehne & Nagel	24.9	11 %		AMS	5.3	13 %
	Geberit	20.5	9 %		Softwareone	4.1	10 %
Kommunikation	Swisscom	24.7	90 %	Verbrauchsgüter	Nestlé	300.3	88 %
	TX Group	0.75	3 %		Lindt	20.8	6 %
	APG	0.59	2 %		Barry Callebaut	11.5	3 %
	Ascom	0.57	2 %		Emmi	4.8	1 %
Versorgung	BKW	5.2	80 %	Finanzen	Zurich Insurance	56.2	20 %
	Romande Energie	1.2	18 %		UBS Group	48.1	17 %
	Edisun Power Europe	0.12	2 %		CS Group	27.9	10 %
					Partners Group	27.7	10 %

## 4.4 Ausschluss von Unternehmen

Die folgende Tabelle gibt Auskunft über die von der Untersuchung ausgeschlossenen Unternehmen. Grundsätzlich handelt es sich dabei um Unternehmen aus der Finanzbranche.

**Tabelle 10: Ausgeschlossene Finanzunternehmen**

Airesis	Arundel Group	Baloise	Bank CA St. Gallen	Bank Cler
Bank Linth	Bank Sarasin & Cie	Banque Profil de Gestion	Basellandschaftliche Kantonalbank	Basler Kantonalbank
BB Biotech	BC Geneve	BC Jura	BC Vaudoise	Bellevue Group
Berner Kantonalbank	Bondpartners	Cembra money bank	CFT	Credit Suisse
Edmond de Rothschild	EFG International	GAM	Glarner Kantonalbank	Graubündner Kantonalbank
Helvetia	Hypothekarbank Lenzburg	Julius Baer	Leonteq	Liechtensteinische Landesbank
Luzerner Kantonalbank	Partners Group	Private Equity	Schweizerische Nationalbank	Spice Private Equity
St. Galler Kantonalbank	Swiss Life	Swiss Re	Swissquote	Thurgauer Kantonalbank
UBS Group	Valartis Group	Valiant	Vaudoise Versicherungen	Vontobel
VPB Vaduz	VZ Holding	Walliser Kantonalbank	Zuger Kantonalbank	Zurich Insurance

Nach Ausschluss der vorangehend erwähnten Unternehmen setzt sich die Stichprobe aus 199 verschiedenen Unternehmen zusammen. Die jeweilige Stichprobengrösse pro Jahr ist in Abschnitt 2.1 ausgewiesen.

## 4.5 Strukturierung und Auswahl der Daten

Um die definierten Ziele zu erreichen, werden die Finanzdaten der Unternehmen in der Stichprobe analysiert. Untersuchungszeitraum sind die zehn Geschäftsjahre 2011 bis 2020. Dabei liegt der Fokus der Untersuchung auf dem Fremdkapital der Unternehmen und der entsprechenden Kennzahlen. Aus diesem Grund beschränkt sich die Datensammlung auf Finanzkennzahlen auf der Passivseite der Bilanzen und einige Erfolgsrechnungskennzahlen. Die verwendeten Daten sind in Anhang 1 aufgeführt, jeweils mit dem dazugehörigen Datenfeld aus Bloomberg. Es erfolgte anschliessend eine automatische Integration der Daten in eine Excel-Datenbank. Um festgestellte Lücken zu füllen oder zusätzliche Aspekte zu beleuchten, wurden zusätzliche Finanzportale wie dasjenige der SIX Group oder der Schweizerischen Nationalbank (SNB) verwendet. Ebenfalls finden manuell herausgesuchte weitere Datenpunkte zu einzelnen Finanzinstrumenten oder allgemeine Marktinformationen aus Bloomberg Eingang in die Datenbank. Insgesamt umfasst die Datenbank nach diesem Vorgehen mehr als 45'000 Datenpunkte zu den 199 analysierten Unternehmen.

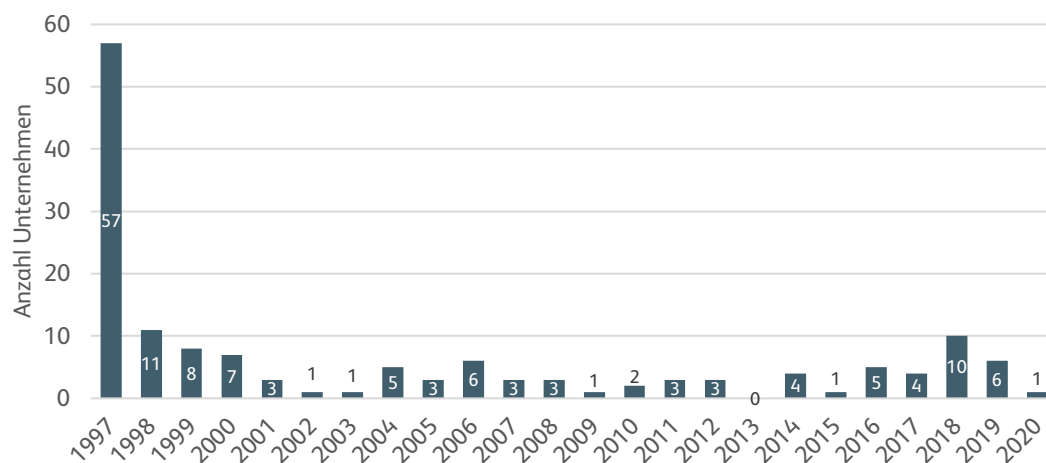
## 4.6 Extraktion und Bereinigung der Daten

Die beschriebenen Daten werden wie erwähnt aus Bloomberg in die Datenbank übertragen. Dies geschieht über das Excel-Add-In von Bloomberg, womit die Daten in die dafür vorgesehenen Zellen transferiert werden. Da dieser Datentransfer teilweise fehlerbehaftet ist, erfolgt eine Bereinigung der Daten. Die Bereinigung besteht aus unterschiedlichen Schritten. So werden Kennzahlen in den Geschäftsberichten der Unternehmen überprüft, gegebenenfalls korrigiert oder falls notwendig erneut aus Bloomberg importiert.

Ein oft auftretender Fehler ist der Bezug auf eine Kennzahl, welche für die ausgewählte Gesellschaft in Bloomberg nicht vorhanden ist. In einem solchen Fall wird anstatt der Kennzahl das Error-Symbol «#NV» in der Zelle der Datenbank ausgegeben. Zu Beginn der Analysen befanden sich weit über 6'500 solcher Fehler in der Datenbank, die bereinigt werden mussten. Ein zentraler Schritt in der Bereinigung war der Ausschluss jener Finanzdaten, welche von einem Unternehmen stammten, welches nicht während der gesamten Zeitperiode am SPI kotiert war. Konkret wurden die Geschäftsjahre ausgeschlossen, in welchen das Unternehmen keine Publikumsgesellschaft war. Insgesamt konnten durch diesen Ausschlussprozess 5'000 leere Felder als Fehler ausgeschlossen werden.

Die folgende Grafik gibt Aufschluss über das Kotierungsdatum der untersuchten und aktuell kotierten Unternehmen per Ende 2020. Die Daten stammen von der SIX und beziehen sich auf die frühesten verfügbaren Kursdaten. Unternehmen mit einer Kotierung vor dem Jahr 1997 wurden ebenfalls mit Jahr 1997 erfasst, da die SIX die Daten nicht weiter zurück erfasst. Zu beachten gilt, dass gewisse Unternehmen schon länger an der Börse sind, jedoch aufgrund einer Fusion oder Ähnlichem (zum Beispiel die UBS) unter einem anderen Namen an der Börse kotiert waren.

**Abbildung 85: Unternehmen in der Untersuchung per 2020 und ihre Zeit am SPI**  
(Datenquelle: Bloomberg, 2021)



Des Weiteren konnten Fehler bereinigt werden, die im Bloomberg-Datenportal eine individuelle Codierung aufgrund der Branche oder der Gesellschaft hatten. Schlussendlich blieben rund 1'800 fehlende Datenpunkte übrig, welche aufgrund effektiv fehlender Daten in Bloomberg resultieren. Ein solcher Fehler bedeutet, dass die gewünschte Kennzahl für die jeweilige Gesellschaft nicht vorhanden ist. Zum Beispiel wenn das langfristige verzinsliche Fremdkapital abgefragt wird und das entsprechende Unternehmen kein solches aufweist. Bei gewissen Unternehmen weist Bloomberg dabei eine «0» aus, doch bei vielen wird das Datenfeld gänzlich weggelassen. Die ausgeschlossenen Unternehmen wurden bereits vorangehend aufgeführt.

## 4.7 Auswertung der Daten

Mittels bekannter Funktionen in Microsoft Excel konnten in einem letzten Schritt vor der schriftlichen Analyse die vorhandenen Daten ausgewertet werden. Dabei wurde der Fokus auf die Strukturierung nach Branche gesetzt, da so die Unterschiede ersichtlich gemacht werden können. Die Auswertung stellt zudem eine Kontrolle der Korrektheit der Daten dar, da diese durch eine nähere Betrachtung eingeschätzt werden können. Die nachfolgenden Abbildungen stammen aus der aufgebauten Datenbank.

Ergänzend zu den Daten aus dieser Datenbank werden Marktdaten aus Bloomberg sowie von weiteren Anbietern wie der Schweizerischen Nationalbank oder dem Bundesamt für Statistik beigezogen. Des Weiteren werden bei Auffälligkeiten oder für weiterführende Daten die Geschäftsberichte der jeweiligen Unternehmen konsultiert.

## Literaturverzeichnis

- Alastair Marsh, & Sam Potter. (2021). Bloomberg.com. Abgerufen am 09.04.2021 von <https://www.bloomberg.com/news/articles/2021-04-09/blackrock-scores-record-etf-launch-with-carbon-transition-fund>
- Axpo. (2021, Mai 27). Axpo Holding. Investor Relations. Abgerufen am 03.06.2021 von <https://www.axpo.com/de/de/ueber-uns/investor-relations.html>
- Bitterli, C., Rupp, M., Passardi, M., & Bamert, T. (2018). AUSWIRKUNGEN VON IFRS 16 «LEASES» AUF LEASINGNEHMER IN DER SCHWEIZ. Expert Focus.
- BKW. (2020). BKW-Berichterstattung über Allokation und Wirkung des Green Bonds 2020. BKW Annual Report 2019 - Business Report 2019. Abgerufen am 11.04.2021 von <https://report.bkw.ch/2020/de/green-bond/>
- Bloomberg (2021). Datenportal und Datenbank. [www.bloomberg.com](http://www.bloomberg.com)
- Bpb. (2009). SNAT (supranational). Abgerufen am 14.05.2021 von <https://www.bpb.de/nachschlagen/lexika/pocket-europa/16955/supranational>
- Bühler, D., Camenzind, M., Illi, J., Iten, B., Peter, F., Ribary, F., & Steinmann, A. (2020). Sustainability in Corporate Finance. [Studienarbeit]. Hochschule Luzern.
- Dufry AG. (2021). Annual Report 2020 | Dufry. Abgerufen am 03.06.2021 von <https://www.dufry.com/en/annual-report-2020>
- EU Kommission. (2021). EU Green Bond Standard. EU-Kommission - European Commission. Abgerufen am 03.04.2021 von [https://ec.europa.eu/info/business-economy-euro/banking-and-finance/sustainable-finance/eu-green-bond-standard\\_en](https://ec.europa.eu/info/business-economy-euro/banking-and-finance/sustainable-finance/eu-green-bond-standard_en)
- Handelsblatt. (2021). Firmenkredite: Schuldenlast der Unternehmen wächst in der Pandemie rasant. Abgerufen am 15.05.2021 von <https://www.handelsblatt.com/unternehmen/industrie/firmenkredite-schuldenlast-der-unternehmen-waechst-in-der-pandemie-rasant/27006222.html>
- ICMA. (2020). Sustainability-Linked-Bond-Principles. Abgerufen am 03.04.2021 von <https://www.icmagroup.org/sustainable-finance>

- International Capital Market Association (ICMA). (2018). Green Bond Principles. Abgerufen am 03.04.2021 von <https://www.icmagroup.org/sustainable-finance/the-principles-guidelines-and-handbooks/green-bond-principles-gbp/#translations>
- Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305–360, [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(76\)90026-X](https://doi.org/10.1016/0304-405X(76)90026-X)
- Lütolf, P., Rupp, M., & Birrer, T. K. (2019). Handbuch Finanzmanagement: Bewertungen, Finanzierungen und Risikomanagement im Rahmen der wertorientierten Unternehmensführung (2., korrigierte Auflage). Zürich NZZ Libro.
- Richemont. (2021). Results, reports & presentations. Abgerufen am 03.06.2021 von <https://www.richemont.com/en/home/investors/results-reports-presentations/>
- Romande Energie. (2021, Mai 27). Présentation du groupe. [romande-energie.ch](https://investor.romande-energie.ch/about-us/at-a-glance/group-presentation.aspx?sc_lang=fr-fr). [https://investor.romande-energie.ch/about-us/at-a-glance/group-presentation.aspx?sc\\_lang=fr-fr](https://investor.romande-energie.ch/about-us/at-a-glance/group-presentation.aspx?sc_lang=fr-fr)
- SIX. (2021). Aktienexplorer SIX. Abgerufen am 04.06.2021 von <https://www.six-group.com/de/products-services/the-swiss-stock-exchange/market-data/shares/share-explorer.html>
- SIX-Nachhaltige Anleihen. (2021). SIX. Abgerufen am 30.03.2021 von <https://www.six-group.com/de/products-services/the-swiss-stock-exchange/market-data/bonds/green-bonds.html>
- SNB. (2021). Datenportal der Schweizerischen Nationalbank. Abgerufen am 30.03.2021 von <https://data.snb.ch/>



# 1 Ethics and Economics of Sustainability-Linked Loans

*Author: Roland Mees, ING – This article is in part based on Mees, 2020, Ch. 8.*

## 1.1 The Katowice Commitment

On 4 December 2018, five international banks stated: “[...] we commit to measure the climate alignment of our lending portfolio, and to explore ways to progressively steer financial flows through our core lending towards the goals of the Paris Agreement.”<sup>31</sup> Through this statement these banks commit to institutionally engaging their clients to take action to meet the target of “holding the increase in the global average temperature to well below 2 °C above preindustrial levels [...], recognizing that this would significantly reduce the risks and impacts of climate change” (UNFCCC 2015, art. 2.1(a)). The commitment shows that banks take seriously the moral obligation to do justice to future generations by going beyond their traditional role description and work on mitigating climate change not only within their own organization, but mainly through engaging their clients.

The ethical stance taken by the Katowice banks can be considered as deviating from classic economic theory. According to classic economic theory, a firm can be seen as a nexus of contracts among the parties that constitute a corporation (Boatright 2008, 177; Jensen and Meckling 1976). Economic theory further assumes that markets function optimally when actors are motivated by self-interest without recourse to ethical motivation (Koslowski 2012, 4). This means that although the Katowice banks have committed to do the right thing, ethically speaking, they might run into difficulties, economically speaking.

At first sight, banks have two options for sustainable strategies to live up to their commitment to mitigate climate change. The first option is that they limit their own environmental footprint, through reducing paper usage, limiting air and car travel, using climate neutral buildings, buying electricity from renewable energy sources (Scope 1 and 2). The second option is that they somehow approach their retail and business clients with the aim of reducing their environmental footprint (Scope 3). As the greenhouse gas emissions of banks are mainly driven by their employees, and not by industrial processes, the first option ought to be implemented; however, its contribution to their (Katowice) commitment is of relatively minor significance. We thus focus on the second option as a bank’s sustainable policy, which potentially contributes to a much larger extent to mitigating climate change.

## 1.2 Sustainability-Linked Loans

In April 2017, ING introduced a lending product that couples the interest rate on a loan to the business client’s sustainability achievements (ING 2017; Philips 2017; Schoenmaker and Schramade 2019, 295). Companies can use these loans for their corporate purposes in general, not just for environmentally friendly projects. When the borrower’s sustainability performance improves, the interest rate decreases. On the other hand, when the borrower’s sustainability performance deteriorates, she will pay more interest. Originally, ING has labelled this loan a ‘sustainability improvement loan’, thereby emphasising that the business client’s commitment to do better on sustainability is most important (ING 2019).

---

<sup>31</sup> The statement is known as the Katowice (COP24) commitment by BBVA, BNP Paribas, ING, Société Générale, and Standard Chartered (ING 2018).



The product makes use of the assessment of a company's sustainability achievements by an independent, specialised environmental, social and governance (ESG) rating agency. Based on a questionnaire regarding, for example, the company's greenhouse gas emissions, the company's social practices and the way in which it is managed, the agency produces a report with an overall sustainability score for the company. Typically, the sustainability score is a natural number between 1 and 100. The better the company performs on sustainability, the higher the score. By implementing sustainable policies – for example, reducing its water consumption, or improving the health and safety of its employees – a company can improve its overall sustainability score. As mentioned above, the sustainability rating agency is independent, meaning that neither the company nor the bank can influence the final sustainability score; it is determined by the analyst working for the rating agency.

In the loan agreement between the borrower and the bank, reference is made to the improvement of the sustainability score by the company. First, the company acknowledges the sustainability score as representing the actual situation in the company regarding the status of its sustainable policies, actions, and results. Second, the company undertakes to inform the rating agency during the life of the loan about its sustainable policies, actions taken, and external recognition received – to the extent that this is reasonable and practicable. Third, within the clause that formulates the pricing of the loan, it is stated that if the company improves its sustainability score by  $x$  points (say from 60 to 70), then the interest rate will decrease by  $y$  per cent (say from 1 per cent to 0.95 per cent). Conversely, if the sustainability score for whatever reason decreases by  $x$  points (from 60 to 50), the company will incur an increased interest rate of  $y$  per cent (from 1 per cent to 1.05 per cent). Finally, in order to prevent a situation in which the company benefits from the lower interest rate just by disclosing a few of its policies to the rating agency, the bank insists that the sustainability score when signing the loan agreement cannot be older than six months. In other words, the sustainability improvement loan is there to incentivise concrete sustainable actions taken by the business client, and not just the disclosure of documents to the rating agency.

In the meantime, the Loan Market Association (LMA) has labelled this form of loan sustainability-linked loan (see below).

### 1.3 Economics of Sustainability-Linked Loans

The policy of providing sustainability-linked loans means that bankers shift their priority towards increasing lending volumes with business clients who want to invest in sustainable business processes or have already done so. Correspondingly, bankers will want to decrease their lending to clients who have no plans whatsoever for a sustainable course of action. Engaging with business clients on improving their sustainability achievements and facilitating taking sustainable action by providing loans linked to those sustainability achievements, serves the purpose of living up to the moral commitment of steering the bank's lending portfolio towards the goals of the Paris Agreement. The ESG rating approximates the sustainability achievements of the business client in a holistic way, which is instrumental for the sustainability-linked loan. The question then is: does providing these loans also make sense from an economic point of view? To answer this question, we will consider the point of view of the bank's shareholders, since the situation of retail and business clients, employees and regulators seems less complicated.

In 2014, the Basel III regulations came into force (CRD IV 2013). One of the main consequences of this regulation is that the connection between the risks a bank assumes in its lending operations and the return on their investment for the bank's shareholders has become tighter. The main difference with the traditional

concept of Return on Equity (ROE), defined as Net Profit as a percentage of shareholders' Equity, is that Equity has been replaced by  $c \times \text{RWA}$  for internal capital allocation purposes, whereby the constant  $c$  is chosen to be equal to the bank's Core Tier 1 ratio, and RWA stands for Risk Weighted Assets – that is, the risk weighted exposure of the bank towards its lending customers. This leads to the following formula being used as the basis for defining ROE under Basel III:  $\text{ROE} = \text{Result} / \text{Capital} = \text{Result} / (c \times \text{RWA})$ . Through the ratio between result and risk, the return on the shareholders' capital is now directly related to the revenues banks receive for extending their services and the risks they incur by doing so.

We can now assess the consequences for shareholders of the bank's policy to increase its lending volumes with business clients working on reducing their greenhouse gas emissions and improving on sustainability in general. As the regulators indicate (DNB 2016), a differentiation in risk profile is likely to emerge between carbon intensive companies that strive for a green future and companies that do not take the required greenhouse gas reduction measures in time. Assets of the latter group might need to be written off before their economic life ends, potentially causing an accelerated depreciation of the bank loans that finance the respective companies. For the continuity of the financial system, it is thus in the regulator's interest that banks anticipate the change in risk profile of their clients and start migrating to clients with sustainable policies sooner rather than later.

The credit risk that banks run on business clients committed to mitigating climate change decreases. Since these clients anticipate a shortage of resources soon, they are likely to be among the companies that will survive the project of mitigating climate change, compared with companies that do not take any measures. Following the market's transparency, however, clients with a sustainable policy will demand lower interest rates in return for their lower risk profile, causing a corresponding reduction of the bank's revenues. In fact, the phenomenon of reduced revenues from effective sustainable companies has already been observed in the financial markets (Kim, Surroca, and Tribó 2014). The question, then, is: Will the reduction in credit risk compensate sufficiently for the reduction in revenues, leaving the equilibrium between result and risk in place?

As already explained, this loan is based on the assumption that the slight decrease in the interest rate (i.e. Result) will be accompanied by a slight decrease in the probability of default for the portfolio of companies that achieve significantly better on sustainability. The decrease in probability of default, all other things equal, would then lead to a decrease in Risk Weighted Assets (RWA). The overall return for the shareholders on their equity – that is,  $\text{ROE} = \text{Result} / (c \times \text{RWA})$  – could then remain stable or increase. However, a slight decrease in ROE would also be possible. Regarding the impact of improved sustainability scores on a company's probability of default, more empirical evidence is needed to reach more definitive conclusions. Therefore, for the other stakeholders (retail and business clients, employees, and regulators), the sustainability linked loan has positive implications, whereas this remains uncertain for the shareholders until empirical studies have been published.

## 1.4 Developments in the market since 2017

Since the introduction of the sustainability improvement loan in 2017, three developments have taken place. First, the product concept has been extended. Businesses and banks have discovered that, for some companies, sustainability achievements can be approximated by focusing on specific indicators, such as greenhouse gas emissions, renewable energy, and water consumption, rather than the sustainability score by the rating agency. For these key indicators, quantitative goals beyond the term of the loan are being defined and progress is measured annually. Similar to the case of the sustainability rating agency, the company's progress regarding meeting the goals is verified by an independent auditor (DSM 2018, EDF 2018).

Second, as mentioned above, the market has renamed the sustainability improvement loan as sustainability-linked loan. In March 2019, the Loan Market Association (LMA) released the so-called Sustainability-Linked Loan Principles (SLLP), which aim “[...] to promote the development and preserve the integrity of the sustainability linked loan product by providing guidelines which capture the fundamental characteristics of these loans. In doing so, the purpose of the SLLP is also to promote sustainable development more generally.” (LMA 2019) The SLLP are meant to facilitate the borrower’s achievement of ambitious, predetermined sustainability performance objectives. This means that companies are encouraged to make public their sustainability strategy against the background of their overall company strategy, and to report annually about the progress they are making. Sustainability objectives should be based on performance levels not older than 6 to 12 months. Finally, the SLLP prescribe independent review of the company’s sustainability achievements.

Third, market research firm Bloomberg has reported a strong growth of sustainability-linked loans worldwide. From the beginning in 2017, the global volume of sustainability-linked loans that were provided by a group of banks (i.e. ‘syndicated’) increased during 2018 by almost 1000 per cent to \$46.8 billion within the total market for sustainable debt, which grew by 26 per cent to \$247 billion (Bloomberg 2021). To put these figures into perspective: the global syndicated loans volume reached \$5.28 trillion in 2018 (Dealogic 2019), which means that sustainability-linked loans make up 0.7 per cent of the entire syndicated loan market. The adoption of the SLLP as a standard and the growth of the volume of sustainability-linked loans show that banks’ decision to proceed with this product has elicited potential change in the banking sector – that is, change in the sense of integrating a tangible reward for acting to meet the goals of the Paris Agreement into the daily practice of servicing business clients.

**Figure 86: Global volume of sustainability-linked loans**  
(Source: Bloomberg 2021)



## 1.5 References

- Bloomberg (2021), BloombergNEF, *1H2021 Sustainable Finance Market Outlook*.
- Boatright, J. (2008), *Ethics in Finance*, 2nd edition, Blackwell Publishing, Malden, USA.
- CRD IV (2013), *Directive 2013/36/EU of the European Parliament and of the Council*, June 2013.
- Dealogic (2019), <https://dealogic.com/insight/loans-highlights-full-year-2018/>
- DNB (2016), Schotten, G., Van Ewijk, S., Regelink, M., Dicou, D., Kakes, J., *Tijd voor transitie: Een verkenning van de overgang naar een klimaat neutrale economie*, Occasional Study: de Nederlandsche Bank, Amsterdam.
- DSM (2018), <https://www.dsm.com/corporate/news/news-archive/2018/15-18-dsm-links-gre-en-house-gas-emission-reduction-to-interest-rate-in-new-euro-1-billion-revolving-credit-facility.html>
- EDF (2018), <https://www.edf.fr/en/the-edf-group/dedicated-sections/journalists/all-press-releases/edf-announces-the-successful-syndication-of-an-innovative-esg-indexed-revolving-credit-facility>
- ING (2017), <https://www.ing.com/Newsroom/News/ING-and-Philips-collaborate-on-sustainable-loan.htm>
- ING (2018), <https://www.ing.com/Newsroom/News/ING-talks-climate-in-Katowice-at-COP24.htm>
- ING (2019), <https://new.ingwb.com/en/sustainable-finance/sustainability-improvement-loans>
- Jensen, M., Meckling, W. (1976), *Theory of the Firm: Managerial Behaviour, Agency Costs and Ownership Structure*, Journal of Financial Economics Vol. 3, pp. 305–360.
- Kim, M., Surroca, J., Tribó, J. (2014), *Impact of ethical behavior on syndicated loan rates*, Journal of Banking and Finance Vol. 38, pp. 122-144.
- Koslowski, P. (2012), *The Ethics of Banking*, Springer, Dordrecht.
- LMA (2019), *Sustainability Linked Loan Principles*, Loan Market Association, London.
- Mees, R. (2020), *Sustainable Action and Motivation, Pathways for Individuals, Institutions and Humanity*, Routledge, London
- Philips (2017), <https://www.philips.com/a-w/about/news/archive/standard/news/press/2017/20170419-philips-couples-sustainability-performance-to-interest-rate-of-its-new-eur-1-billion-revolving-credit-facility.html>
- Schoenmaker, D., Schramade, W. (2019), *The Principles of Sustainable Finance*, Oxford University Press, Oxford.
- UNFCCC (2015), UN Framework Convention on Climate Change, Conference of the Parties, 21st session, Paris 2015.

## 2 Gestaltungskriterien konzerninterner Finanzierungsstrukturen aus einer Praxisperspektive

Von Michael Kappeler und Edith Leitner, Schwabe, Ley & Greiner

Fragen nach der optimalen Kapitalstruktur oder der Schuldentragfähigkeit wurden in Wissenschaft und Empirie zunächst schwerpunktmässig aus Perspektive freistehender Unternehmen bzw. konsolidierter Unternehmensgruppen (als Einheit) untersucht. Eine gezielte Gestaltung der Finanzierungsstruktur innerhalb eines Konzerns ist aber nicht nur im Hinblick auf Finanzierungskosten, sondern auch in Bezug auf eine konzernweite stabile Sicherstellung der Liquidität und eine grösstmögliche operative Handlungsfähigkeit von zentraler Bedeutung. Mit einer empirischen Erhebung bei Konzernen mit Sitz in der Schweiz und Österreich versuchen wir, die relevanten Gestaltungskriterien aus Entscheidungsträgerperspektive auszuleuchten.

### 2.1 Forschungsschwerpunkt abseits von Strukturfragen

Die wissenschaftliche Literatur zur Kapitalstruktur geht zurück auf Modigliani und Miller, die – unter Annahme friktionsloser Märkte – die Theorie der Irrelevanz der Kapitalstruktur von Unternehmen aufgestellt haben. Die darauf aufbauenden Theorien lassen sich in zwei Hauptgruppen einteilen.<sup>32</sup>

Die *Trade-off-Theorie* sieht die Kapitalstruktur als Ergebnis einer Kostenoptimierung zwischen Fremd- und Eigenkapital (insbesondere unter Einbeziehung steuerlicher Überlegungen) mit einer expliziten Zielstruktur. Die *Pecking-Order-Theorie* geht hingegen davon aus, dass Unternehmen die jeweils günstigste Form der Finanzierung wählen, ohne dabei eine vordefinierte Zielkapitalstruktur anzustreben: Da interne Finanzierungen vor allem aufgrund von geringeren Informationsasymmetrien in der Regel kostengünstiger sind, decken die Unternehmen – gem. *Pecking-Order-Theorie* – ihren Finanzierungsbedarf zunächst durch operative Cashflows ab und greifen erst im Bedarfsfall auf externe Finanzierungen zurück. Verschiedenste Aspekte dieser Theorien sind durch zahlreiche empirische Forschungsarbeiten bestätigt worden. Praxisrelevante Entscheidungskriterien zu Kapitalstrukturfragen decken diese theoretischen Konzepte aber nur unzureichend ab (Brealey et al., 2004). So zeigen Untersuchungen mit Finanzverantwortlichen (CFOs), dass Faktoren wie «finanzielle Stabilität» und «Rating», die sich nicht direkt aus den gängigen Theorien ableiten lassen, aus praktischer Perspektive mit Abstand die wichtigsten Faktoren für die Festlegung der Verschuldungspolitik sind.<sup>33</sup>

Darüber hinaus hat sich ein Forschungszweig entwickelt, der sich spezifisch mit der konzerninternen Allokation von Finanzierungen befasst. Die einschlägigen Beiträge lehnen sich eng an die oben skizzierten Kapitalstrukturtheorien an. Die vorgenommenen Analysen stützen sich dabei aber häufig auf Paneldatensets aus volkswirtschaftlichen Erhebungen, wodurch sie einen etwas anderen Blickwinkel als die Entscheidungsträger aus Unternehmen einnehmen. Dies wird auch in den aus Sicht der Forschung relevanten Einflussfaktoren auf die Gestaltung der konzerninternen Finanzierungsstruktur deutlich.

---

<sup>32</sup> Weitere Theorien interpretieren beispielsweise die Kapitalstruktur eines Unternehmens als Ergebnis von (Markt-)Opportunitäten bzw. – abhängig vom Lebenszyklus eines Unternehmens – dem Zugang zu Finanzierungsinstrumenten (siehe beispielsweise Frank und Goyal (2004)).

<sup>33</sup> Beispiele dafür sind Graham und Harvey (2002) für die USA oder Bancel und Mittoo (2004) für börsennotierte Unternehmen aus Europa.

## Lokale Gewinnsteuersätze

Desai et al. (2004) zeigen anhand der Daten von multinationalen Konzernen mit Hauptsitz in den USA, dass die konzerninterne Verschuldung bei höheren lokalen Gewinnsteuersätzen stärker zunimmt als die externe Verschuldung. Die Autoren interpretieren dieses Ergebnis dahingehend, dass sich in Hochsteuerländern das Volumen konzerninterner Verschuldung effizienter anpassen lässt.

## Lokale Kapitalmärkte / Institutioneller Gläubigerschutz

Ebenfalls signifikant ist der Entwicklungsgrad lokaler Kapitalmärkte (z. B. Desai, et al. 2004 oder Egger et al. 2014). Konzerngesellschaften können sich einfacher über lokale Bankkredite finanzieren, wenn die privatwirtschaftliche Kreditvergabe (gemessen im Verhältnis zum Bruttoinlandsprodukt) hoch ist. In eine ähnliche Richtung zielt der meist als «institutionelle Qualität oder Schwäche» bezeichnete Schutz des Privateigentums, der auf Basis eines Index der Weltbank gemessen wird (z. B. Desai et al. 2004, Egger et al. 2014 oder Gugler et al. 2013). Dahinter steht die Überlegung, dass ein schwacher Gläubigerschutz externe lokale Finanzierungen im Verhältnis zu konzerninternen Finanzierungen (kreditmateriell) verteuert und entsprechend der konzerninterne Finanzierungsanteil zunimmt.

**Tabelle 11: Kriterien für einen erhöhten Anteil von Intercompany Finanzierungen**  
(eigene Darstellung)

### Höherer Anteil IC-Finanzierungen wird begünstigt durch:

*Hohe lokale Gewinnsteuersätze:* Je höher die lokalen Gewinnsteuersätze, desto höher der Anteil der konzerninternen Verschuldung, da sich konzerninterne Finanzierungen schneller und einfacher anpassen lassen.

*Unterdurchschnittliche Entwicklung der lokalen Finanz- und Kapitalmärkte:* Je geringer die privatwirtschaftliche Kreditvergabe im Verhältnis zur Wirtschaftsleistung ist, desto schwieriger ist die Umsetzung externer Finanzierungen.

*Schutz des Privateigentums:* Je schwächer der Schutz des Privateigentums der Gläubiger in einem Land ist, desto teurer und damit unattraktiver sind externe Finanzierungen.

*Verfügbarkeit von Sicherheiten:* Konzerngesellschaften von Konzernen mit einer hohen Gesamtverschuldung setzen ihr Anlagevermögen und ihre Vorräte als Sicherheiten für dezentrale, externe Finanzierungen ein, um sich so günstiger als über konzerninterne Quellen zu finanzieren.

## Lokale Sicherheiten

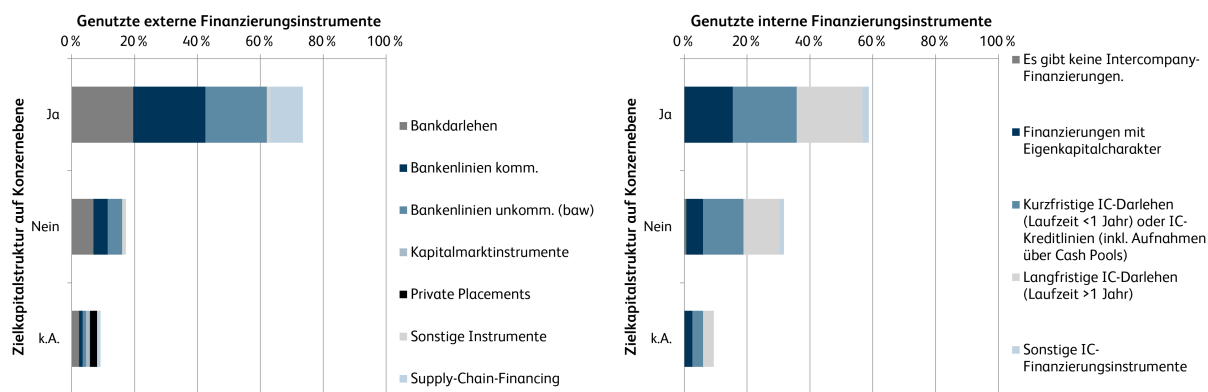
Dewaelheyns und Van Hulle (2010) zeigen auf Basis von Jahresabschlüssen belgischer Unternehmen, dass die Verfügbarkeit von Sicherheiten auf Ebene von Konzerngesellschaften – insbesondere bei einem hohen Verschuldungsgrad des Gesamtkonzerns – einen Effekt auf die konzerninterne Finanzierungsstruktur hat. Je mehr potenzielle Sicherheiten auf lokaler Ebene, gemessen als Anteil des Anlagevermögens und der Vorräte an der Bilanzsumme, verfügbar sind, desto stärker finanzieren sich die Konzerngesellschaften über externe Quellen. Die Autoren interpretieren dieses Ergebnis so, dass parallel zu den externen Finanzierungskosten auch die Kosten für die konzerninterne Finanzierung mit zunehmendem Verschuldungsgrad des Gesamtkonzerns ansteigen und eine lokale, externe Finanzierung durch die Gewährung von Sicherheiten deshalb aus Kostenüberlegungen attraktiver sein könnte.

## 2.2 Empirische Erhebung

Bisher fehlen empirische Studien zu den Allokationskriterien konzerninterner Finanzierungen aus der Perspektive von Entscheidungsträgern. Mit unserer Erhebung, die an Treasurer bzw. Finanzverantwortliche von Unternehmensgruppen mit Sitz in der Schweiz und in Österreich verschickt wurde, versuchen wir einen Anstoss zu geben, diese Lücke zu füllen.<sup>34</sup>

Mit zwei Dritteln ist die Mehrheit der Unternehmen, die an der Umfrage teilgenommen haben, nicht börsennotiert. In Bezug auf die Sektoren dominieren mit 41 % Unternehmen, die in der Industrie bzw. Grundstoffherstellung tätig sind. 85 % der Teilnehmer verfügen über eine Investment-Grade-Bonität. 58 % der teilnehmenden Unternehmen haben auf Konzernebene und 51 % auf Teilkonzern- oder Gesellschaftsebene eine explizit definierte Zielkapitalstruktur.<sup>35</sup> Während sich die Konzerngesellschaften von über 98 % der Umfrageteilnehmer zumindest teilweise über konzerninterne Darlehen finanzieren, nutzen 56 % dezentrale, externe Finanzierungen, wobei im Durchschnitt nur 30 % der Konzernverschuldung aus lokalen externen Finanzierungsquellen kommt.<sup>36</sup> Die Möglichkeit, einzelne Konzerngesellschaften direkt als Kreditnehmer bzw. über Abzweiglinien in zentrale Finanzierungen einzubinden, wird nur von knapp 41 % in Anspruch genommen.

**Abbildung 87: Genutzte Finanzierungsinstrumente in Abhängigkeit einer Zielkapitalstruktur auf Konzernebene<sup>37</sup>**



Als dezentrale externe Finanzierungsinstrumente nutzen die teilnehmenden Unternehmen auf Konzernebene in erster Linie Bankdarlehen (77 % der Teilnehmer) sowie kommittierte (77 %) und unkommittierte (66 %) Banklinien. Kapitalmarktinstrumente kommen lediglich bei 39 % der teilnehmenden Unternehmen zum Einsatz; etwas weniger stark verbreitet sind Supply Chain Finance (34 %) und Private Placements (22 %). Statistisch signifikante Unterschiede in Bezug auf die Finanzierungsinstrumente bestehen zwischen Unternehmen

<sup>34</sup> Die Umfrage fand zwischen dem 5. und dem 26. Mai 2021 statt – adressiert an 2.254 Unternehmen in Österreich und der Schweiz. Insgesamt haben Vertreter von 71 Konzernen teilgenommen, wobei der Teilnehmerkreis das gesamte Spektrum von kleineren mittelständischen Unternehmensgruppen bis hin zu Großkonzernen mit mehr als EUR 5 Mrd. Jahresumsatz umfasst (Rücklaufquote: 3,1 %).

<sup>35</sup> Dieser Wert liegt etwas unter dem Anteil von 75 %, den Bancel und Mittoo (2004) in ihrer Erhebung bei europäischen Unternehmen erhoben haben. Allerdings fokussierte diese Studie auch stärker auf grössere, börsennotierte Unternehmen. Bei denjenigen Konzernen, die eine Zielkapitalstruktur definiert haben, ist ein einfaches Verhältnis von Eigen- und Fremdkapital mit knapp 83 % die gängigste Strukturvorgabe, während Ratingvorgaben bzw. ein Set von Ratingkennzahlen lediglich von 17 % eingesetzt werden.

<sup>36</sup> Verhandelt werden dezentrale, externe Finanzierungen, in den meisten Fällen (77 %) durch das zentrale Treasury des Konzerns. Bei immerhin 40 % der Teilnehmer sind aber auch die Konzerngesellschaften selbst in die Verhandlung involviert. Bei denjenigen Unternehmen, die dezentrale, externe Finanzierungen nutzen, liegt deren Anteil im Durchschnitt bei rund 30 % der konsolidierten externen Verschuldung auf Konzernebene, wobei das Spektrum von 2 % bis 100 % reicht.

<sup>37</sup> Für die genutzten externen Finanzierungsinstrumente sind die Unterschiede zwischen Unternehmen mit bzw. ohne Zielkapitalstruktur auf Konzernebene auf Basis eines Chi-Quadrat-Tests signifikant (Signifikanzwert <0,01, Effektstärke = 0,60). Im Gegensatz dazu sind die Unterschiede bei den genutzten internen Finanzierungsinstrumenten zwischen Unternehmen mit bzw. ohne Zielkapitalstruktur auf Konzernebene auf Basis eines Chi-Quadrat-Tests nicht signifikant (Signifikanzwert = 0,92).

mit bzw. ohne definierter Zielkapitalstruktur auf Konzernebene: Beispielsweise nutzen 27 % der Unternehmen mit einer entsprechenden Vorgabe auf Konzernebene Bankdarlehen, während es bei solchen ohne Vorgabe 40 % sind. Supply Chain Finance wird hingegen nur von Teilnehmern mit vorgegebener Zielkapitalstruktur eingesetzt (14 %), bei solchen ohne Vorgabe werden Supply Chain Finance Instrumente überhaupt nicht genutzt. Dies kann ein Hinweis darauf sein, dass Unternehmen, die sich bewusst mit dem Thema Zielkapitalstruktur auseinandergesetzt haben, auch versuchen, durch die Nutzung alternativer Instrumente ihr Finanzierungssportfolio gezielt zu diversifizieren.

Sofern auf Stufe der Konzerngesellschaften extern finanziert wird, dominieren ebenfalls Bankdarlehen und -linien. Während der Anteil an Supply-Chain-Financing mit 29 % nur unwesentlich geringer ist als auf Konzernstufe, spielen Kapitalmarktinstrumente mit 3 % bei den Konzerngesellschaften angesichts üblicherweise hoher Einmalkosten keine wesentliche Rolle.

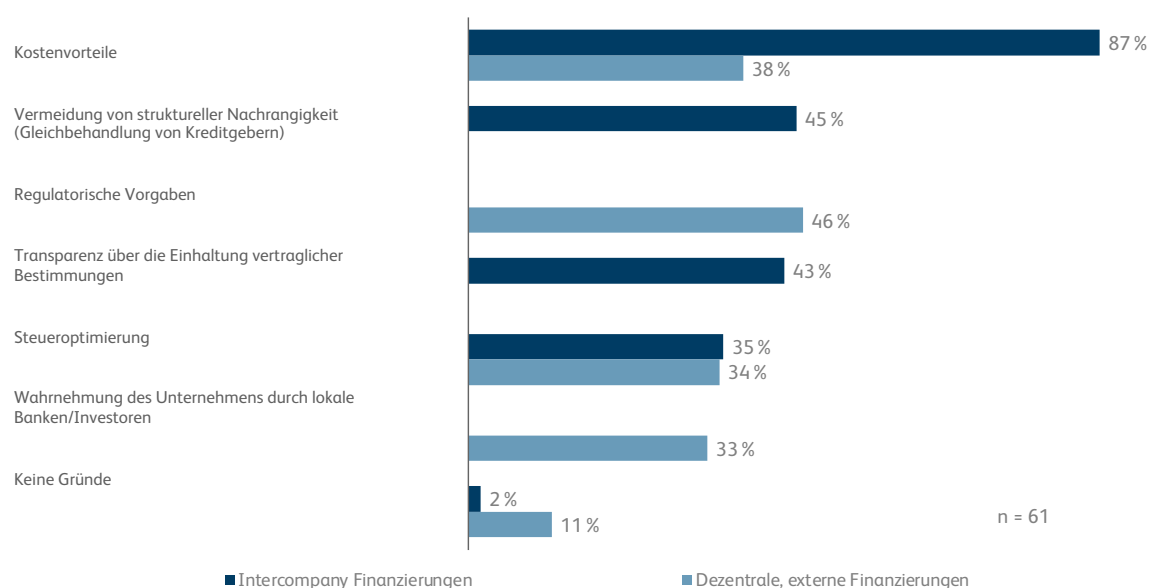
Intercompany-Finanzierungen erfolgen bei 84 % über IC-Darlehen bzw. IC-Kreditlinien (inkl. Aufnahmen über Cash-Pools). Ebenfalls weit verbreitet sind Finanzierungen mit Eigenkapitalcharakter (56 %).

### Was spricht für konzerninterne Finanzierungen?

Entgegen der prominenten Rolle von Steueroptimierung in der einschlägigen wissenschaftlichen Literatur hat dieser Faktor für 59 % der teilnehmenden Unternehmen keinen Einfluss auf die Gestaltung der konzerninternen Finanzierungsstruktur. Bemerkenswert ist dabei auch, dass die verbleibenden Unternehmen Steueroptimierung sowohl als Grund für als auch *gegen* konzerninterne Finanzierungen anführen, wie aus Abbildung 88 hervorgeht.

Mit 87 % sind Kostenüberlegungen der wesentliche Einflussfaktor bei der Entscheidung für konzerninterne Finanzierungen. Da diese – in ihrer Höhe und auch der Zinsgestaltung – drittvergleichsfähig («at arm's length») ausgestaltet werden müssen (siehe bspw. OECD Transfer Pricing Guidance on Financial Transactions<sup>38</sup>), drängt sich deshalb die Frage auf, worin der konkrete Kostenvorteil konzerninterner Finanzierung – abseits von Transaktionskosten – liegen kann.

**Abbildung 88: Gründe für die Ausgestaltung der konzerninternen Finanzierungsstruktur**



<sup>38</sup> Transfer Pricing Guidance on Financial Transactions: Inclusive Framework on BEPS: Actions 4, 8-10



Wissenschaftliche Studien verweisen in diesem Zusammenhang zumeist pauschal auf die Informationsasymmetrie zwischen internen und externen Kapitalgebern, wobei dieser Erklärungsansatz aus Praxissicht zu kurz greift und lediglich zu einem eingeschränkten Kostenvorteil führen sollte (z. B. durch einen geringeren Monitoring-Aufwand für konzerninterner Darlehensgeber im Vergleich zu externen Gläubigern). Eine gewichtigere Rolle könnte die Berücksichtigung eines Konzernrückhalts bei der Bonitätsermittlung auf Ebene der Konzerngesellschaften spielen, die möglicherweise stärkeren Eingang in die Kostengestaltung findet als bei externen Darlehensgebern – ohne Vorliegen einer formalen Haftungsübernahme.<sup>39</sup> Darüber hinaus könnte auch ein konzerninterner Ausgleich von Liquiditätsüberschüssen und -defiziten (z. B. über das Cash-Pooling) zu entsprechenden Kostenvorteilen führen.<sup>40</sup> Diese Thesen müssten aber in weiterführenden Untersuchungen noch genauer beleuchtet werden.

Ein Kostenvorteil könnte auch in einem zentralen Finanzierungsansatz und der Vermeidung struktureller Nachrangigkeit liegen – in der Umfrage mit 45 % ebenfalls als wichtiger Grund für Intercompany-Finanzierungen genannt. Liegt der Anteil strukturell vorrangiger Finanzierungen auf Ebene der einzelnen Konzerngesellschaften bei mehr als 50 % der Gesamtverschuldung (sog. «Priority Debt Ratio<sup>41</sup>») führt dies zu einer Rating-Verschlechterung auf Konzernebene und dadurch zu einer höheren Kreditmarge (siehe dazu z. B. Moody's, 2017).<sup>42</sup> Mit einem zentralen Finanzierungsansatz einher geht eine höhere Transparenz über die Einhaltung von Kreditvertragsbedingungen. Das kann nicht zuletzt auch die Stabilität des Finanzierungsportfolios und die operative Handlungsfähigkeit verbessern, da die Verletzung vertraglicher Auflagen ggf. in Verbindung mit Drittverzugsregelungen als technischer Kündigungsgrund entfallen sollte.

### **Was spricht für dezentrale externe Finanzierungen?**

Regulatorische Vorgaben sind mit 46 % der am häufigsten genannte Grund für die Nutzung von dezentralen, externen Finanzierungen. Ein typisches Beispiel dafür sind Kapitalverkehrskontrollen, die konzerninterne Finanzierungen nur in einem beschränkten Umfang bzw. nur über bestimmte Instrumente oder Finanzierungspartner erlauben oder gar grundsätzlich untersagen. Diese Vorgaben dürften in einem Zusammenhang mit der Entwicklung der lokalen Kapitalmärkte und dem institutionellen Gläubigerschutz stehen, der auch in den Forschungsarbeiten thematisiert wird. Darüber hinaus spielen Kostenvorteile, wie sie beispielsweise in Verbindung mit Förderdarlehen entstehen oder die Wahrnehmung durch lokale Kapitalgeber eine Rolle für dezentrale Finanzierungsentscheidungen.

Entgegen einzelner Studien, die die Verfügbarkeit von Sicherheiten auf lokaler Ebene als Erklärung für einen höheren Anteil externer Finanzierungen anführen, zeigen unsere Erfahrung und auch die Ergebnisse der empirischen Erhebung, dass viele Unternehmen bei solider Bonität auf Konzerngesellschaftsebene bewusst auf

---

<sup>39</sup> Bei über 70 % der Teilnehmer bilden Teilkonzerne oder Konzerngesellschaften bilden keine getrennte Finanzierungskreise ("Ring fencing"), weshalb aus unserer Sicht die Reduktion von Haftungsrisiken zwischen Gesellschaften kein wesentlicher Faktor für dezentrale Finanzierungsstrategien sein kann.

<sup>40</sup> Bei dezentralen Finanzierungen werden üblicherweise ein konzerninterner Liquiditätsausgleich oder ein möglicher Mittelabfluss (z. B. in Form einer Ergebnisabführung) eingeschränkt und damit eine effiziente Bewirtschaftung der liquiden Mittel erschwert.

<sup>41</sup> Gehen wir zur Veranschaulichung von zwei vergleichbaren Konzernen aus, die aus finanzwirtschaftlicher Perspektive bis auf die konzerninterne Finanzierungsstruktur identisch sind. Während sich Konzern X vollständig zentral finanziert, finanzieren sich die Konzerngesellschaften des Konzerns Y zu 80 % über dezentrale, externe Bankdarlehen. Für die Gläubiger der Konzernmutter Y ergibt sich daraus eine strukturelle Nachrangigkeit, die sich aus Sicht der Ratingagentur negativ auf die Bonität des Konzerns auswirkt. So resultiert für den Konzern X ohne strukturelle Nachrangigkeit ein BBB+ Rating, während der Konzern Y aufgrund des hohen Anteils dezentraler Finanzierung lediglich mit einem BBB eingestuft wird. Als Praxisfaustregel gilt, dass sich Unternehmen mit einem Anteil dezentraler Finanzierungen von mehr als 20 % den Zugang zu gewissen Finanzierungsinstrumenten wie Schuttscheindarlehen verbauen und dadurch ihre Flexibilität einschränken.

<sup>42</sup> Bei denjenigen Unternehmen, die dezentrale, externe Finanzierungen nutzen, liegt deren Anteil im Durchschnitt bei rund 30 % der konsolidierten externen Verschuldung auf Konzernebene, wobei das Spektrum von 2 % bis 100 % reicht.

Sicherheiten verzichten: Nur 17 % der teilnehmenden Unternehmen mit dezentralen, externen Finanzierungen gaben an, für die Gewährung von Sicherheiten auf Stufe der Konzerngesellschaften keine Einschränkungen zu haben.<sup>43</sup> Bei dieser Frage besteht auch ein statistisch signifikanter Unterschied zwischen Konzernen mit und ohne Vorgabe einer Zielkapitalstruktur auf Konzernebene. Während es bei 25 % der Teilnehmer, die über keine solche Vorgabe verfügen, auch keine Einschränkungen bezüglich der Besicherung gibt, sind es bei solchen mit Zielkapitalstruktur nur 8 %. Einen Sonderstatus haben in vielen Konzernen Hypothekarkredite. So gaben rund 37 % der teilnehmenden Unternehmen mit dezentralen, externen Finanzierungen an, dass in ihrem Konzern Besicherungen für dezentrale Finanzierungen im Rahmen von Hypothekendarlehen erlaubt sind, was mit lokalen Förderregimen zu tun haben könnte.

## 2.3 Fazit

Empirische Studien erklären Unterschiede in der konzerninternen Finanzierungsstruktur grossteils über makroökonomische Faktoren wie beispielsweise Gewinnsteuersätze oder der privatwirtschaftlichen Kreditvergabe im Verhältnis zur Wirtschaftsleistung. Unsere empirische Untersuchung bei Unternehmen mit Sitz in der Schweiz und Österreich gibt erste Einblicke in die für Entscheidungsträger relevanten Gestaltungskriterien. Dabei lässt ein Anteil von nur 33 %, deren Finanzierungsentscheidungen auf die Bedeutung lokaler Präsenz am Finanzierungsmarkt zurückzuführen ist, bei diesem Thema einen tendenziell zentralen Steuerungsansatz vermuten, der bei einem Grossteil der teilnehmenden Unternehmen zumindest auf Konzernstufe eine definierte Zielkapitalstruktur umfasst. Aus empirischer Perspektive sind neben Kostenvorteilen (unter der Prämisse einer drittvergleichsfähigen Ausgestaltung von Finanzierungshöhe und -kosten) die Vermeidung struktureller Nachrangigkeit sowie regulatorische Rahmenbedingung entscheidend für den Einsatz von konzerninternen Finanzierungen bzw. den Abschluss von externen Finanzierungen auf lokaler Ebene. Ungeachtet der konkreten Gestaltungskriterien wird es aus unserer Sicht dort kritisch, wo derartige Finanzierungsentscheidungen «ohne spezifische Gründe» (siehe Abbildung 88) getroffen oder eine historisch gewachsene Finanzierungsstruktur fortgeführt werden, da dies zumeist mit einem erheblichen Risiko an technischen Vertragsbrüchen und einem Mangel an unmittelbaren Diversifikationsmöglichkeiten im Finanzierungsportfolio einhergehen.

---

<sup>43</sup> Dieses Ergebnis ist vor dem Hintergrund einer stark Investment-Grade-lastigen Stichprobe zu interpretieren. Ein Anteil besicherter Finanzierungen an der gesamten Verschuldung («Secured Debt Ratio») von über 50 % kann zu einer Verschlechterung des Konzernratings führen (siehe dazu Moody's, 2017): Zur Veranschaulichung hilft auch hier wieder ein vereinfachtes Beispiel mit zwei vergleichbaren Konzernen, die aus finanzwirtschaftlicher Perspektive bis auf die Nutzung von Sicherheiten identisch sind. Während der Konzern X die Gewährung von Sicherheiten über eine konzernweit gültige Finanzrichtlinie verbietet, nutzen die Konzerngesellschaften des Konzerns Y ihr Anlagevermögen als Sicherheiten für externe Finanzierung, was sich auf Konzernebene in seiner Secured Debt Ratio von 60 % niederschlägt. Für die Gläubiger der Konzernmutter B erhöht die Gewährung der Sicherheiten auf lokaler Ebene das Kreditrisiko. So resultiert für den Konzern X ohne Sicherheiten ein BBB+ Rating, während der Konzern Y aufgrund des hohen Anteils besicherter Finanzierungen lediglich mit einem BBB eingestuft wird.

## 2.4 Literaturverzeichnis

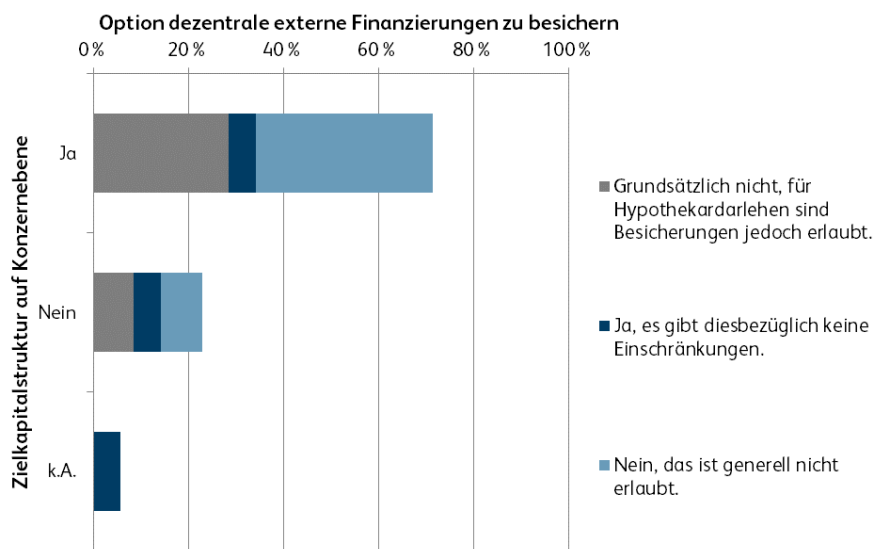
- Bancel, F., & Mittoo, U. R. (2004). Cross-country determinants of capital structure choice: a survey of European firms. *Financial Management*, 33(4), 103-132.
- Brealey, R. A., Meyers, S. C. & Marcus, A. J. (2004). *Fundamentals of Corporate Finance*. New York: McGraw-Hill.
- Buettner, T., Overesch, M., Schreiber, U., & Wamser, G. (2009). Taxation and capital structure choice – Evidence from a panel of German multinationals. *Economics Letters*, 105(3), 309-311.
- Desai, M. A., Foley, C. F., & Hines Jr, J. R. (2004). A multinational perspective on capital structure choice and internal capital markets. *The Journal of finance*, 59(6), 2451-2487.
- Devereux, M. P., & Maffini, G. (2007). The impact of taxation on the location of capital, firms and profit: A survey of empirical evidence.
- Dewaelheyns, N., & Van Hulle, C. (2010). Internal capital markets and capital structure: bank versus internal debt. *European Financial Management*, 16(3), 345-373.
- Egger, P., Keuschnigg, C., Merlo, V., & Wamser, G. (2014). Corporate taxes and internal borrowing within multinational firms. *American Economic Journal: Economic Policy*, 6(2), 54-93.
- Faulkender, M., & Petersen, M. A. (2006). Does the source of capital affect capital structure?. *The Review of Financial Studies*, 19(1), 45-79.
- Frank, M. Z., & Goyal, V. K. (2004). The effect of market conditions on capital structure adjustment. *Finance Research Letters*, 1(1), 47-55.
- Graham, J.R. & Harvey, C. R. (2002). The theory and practice of corporate finance: evidence from the field. *Journal of Financial Economics*, 60, 187-243.
- Gugler, K., Peev, E., & Segalla, E. (2013). The internal workings of internal capital markets: Cross-country evidence. *Journal of Corporate Finance*, 20, 59-73.
- Modigliani, F., & Miller, M. H. (1958). The cost of capital, corporation finance and the theory of investment. *The American economic review*, 48(3), 261-297.
- Moody's Investors Service (2017). Notching Corporate Instrument Ratings Based on Differences in Security and Priority of Claim. *Cross Sector Rating Methodology*.

## 2.5 Anhang

Abbildung 89: Teilnehmer der empirischen Erhebung nach Umsatz



Abbildung 90: Besicherung von dezentralen externen Finanzierungen in Abhängigkeit einer Zielkapitalstruktur auf Konzernebene



Chi-Quadrat-Test:

	$\chi^2_{emp}$	$\chi^2_{krit}$	df
Signifikanzwert	0,04	13,30	4
Chi-Quadrat Wert	9,91		4
K*	1,41	9,5	4
K max	0,71	7,8	4

## 3 Kleinere Anleihen als Finanzierungsalternative

*Von Rolf Weilenmann, Mitglied der Geschäftsleitung, Helvetische Bank*

### 3.1 Einleitung

Um eine auf die Bedürfnisse eines Unternehmens zugeschnittene Kapitalstruktur zu implementieren, sind als erstes die in Frage kommenden Finanzierungsinstrumente zu kennen. Im Fremdkapitalbereich handelt es sich dabei primär um unterschiedliche Kreditprodukte und Anleihen. Kann eine Anleihe aber auch für kleinere mittelständische Unternehmen ein sinnvolles Fremdkapitalinstrument darstellen?

Eine verbreitete Auffassung ist, dass die Anleihe erst ab einem Emissionsvolumen von mindestens CHF 100 Mio. und für Emittenten mit einem (Investment Grade) Rating zugänglich ist. Dem ist jedoch nicht so. Es stimmt zwar, dass kleinere Anleihen ab ca. CHF 20 Mio. ohne Rating oder mit Sub-Investment Grade Rating wegen deren Investitionsrichtlinien grundsätzlich nicht bei klassischen Fixed Income Investoren wie Versicherungsgesellschaften und Pensionskassen platziert werden können. Allerdings sind andere Investoren wie Family Offices / (Ultra) High Networth Individuals, unabhängige Vermögensverwalter oder „sophistizierte“ Privatanleger sehr an diesem Anleihesegment respektive dem entsprechenden Risiko- / Renditeprofil interessiert. Neben den Gründen, welche aus Emittentensicht für kleinere Anleihen sprechen, einer Einordnung in die „Risiko / Volumen Matrix“ und den Anforderungen an Emittenten wird im Folgenden auch auf die Frage eingegangen, inwiefern digitale Finanzierungsplattformen in diesem Bereich eine Rolle spielen.

### 3.2 Warum sind kleinere Anleihen sinnvoll?

Was im angelsächsischen Raum schon lange üblich ist, hat sich in Kontinentaleuropa (von Ausnahmen abgesehen) erst seit gut zehn Jahren entwickelt, nämlich ein Segment für kleinere Anleihen, welche häufig an einer professionellen Börse kotiert sind. An der SIX Swiss Exchange sind Emissionen ab einem Volumen von CHF 20 Mio. möglich, während für niedrigere Emissionsvolumen die Möglichkeit der Privatplatzierung besteht.

Meistens ist für einen Emittenten eine Kombination mehrerer der nachfolgend aufgeführten Vorteile ausschlaggebend, um sich für die Emission einer kleineren Anleihe zu entscheiden:

- Schuldendiversifikation: Erschliessung eines neuen Investorensegments mit geringer Bankenabhängigkeit
- Keine/limitierte Financial Covenants: Üblicherweise keine die unternehmerische Freiheit einschränkenden Financial Covenants
- Keine Sicherheiten: Da keine Sicherheiten gewährt werden, sind eine Ausdehnung der besicherten Kreditfähigkeit und günstigere Konditionen für besicherte Kredite möglich
- Kosteneffizienz: Kompetitive All-in Kosten, insbesondere bei einer ganzheitlichen Betrachtung (u. a. keine einengenden Financial Covenants, keine Sicherheiten)
- Festübernahme: Die Bank übernimmt die Emission vor Lancierung häufig fest (Firm Underwriting bzw. Platzierungsgarantie)
- Laufzeiten: Mittel- bis langfristige Laufzeiten mit fixem Zinssatz und somit entsprechende Anbindung des (tiefen) Zinsniveaus ohne Absicherungskosten
- Sockelfinanzierung ohne Kündigungsmöglichkeit durch die Investoren (frühzeitige Kündigungsmöglichkeit durch den Emittenten jedoch möglich)
- Erhöhte Kapitalmarkt-Visibilität

- Aktiver Sekundärmarkt mit transparenter Preisbildung
- Standardisierte Anlehensdokumentation

Abzuwägen sind diese Vorteile jedoch gegenüber möglichen Nachteilen von Anleihen:

- Fixes Finanzierungsvolumen: Keine flexible Beanspruchung während der Laufzeit möglich (mit Ausnahme von frühzeitigen Kündigungsmöglichkeiten und Staffelung der Laufzeiten)
- Mindestvolumen: Bei kotierten Anleihen beträgt das Emissionsvolumen regulatorisch bedingt mindestens CHF 20 Mio. (kleinere Volumen bei Privatplatzierungen möglich)
- Publikationspflichten (Geschäftsbericht, laufende Ad hoc-Publizität): Nur relevant für nicht kotierte Gesellschaften
- Platzierungsrisiko: Ohne Festübernahme besteht das Risiko, das angestrebte Volumen nicht zu erreichen

Die All-in Kosten, d. h. der Coupon und sämtliche Emissionsnebenkosten wie die Kosten für die Prospekterstellung, sind selbstverständlich speziell relevant, aber eben nicht alleine entscheidend. Insbesondere die durch den Einsatz einer Anleihe erhaltene unternehmerische Flexibilität (keine einengenden Financial Covenants, keine Sicherheiten, geringere Bankenabhängigkeit) sowie die Festübernahme sind ebenfalls absolut zentral. Die Festübernahme hat dabei für Investoren eine wichtige Signalwirkung, bedeutet für Emittenten Transaktionsicherheit und erlaubt auch, dass die kleinere Anleihe als Akquisitionsfinanzierung eingesetzt werden kann. Aber auch für Investoren, welche aufgrund des tiefen Zinsumfelds und der hohen Aktienbewertungen unter einem hohen Anlagedruck stehen, können kleinere Anleihen, welche entweder im schwächeren Investment Grade oder im stärkeren Non-Investment Grade Bereich, also im sogenannten Cross-over Bereich, emittiert werden, äusserst sinnvoll sein. Hierbei versteht man Emissionen bzw. Emittenten im expliziten (d. h. bei Vorliegen eines veröffentlichten Ratings) oder impliziten (ohne öffentliches Rating) BBB und BB Bereich. Diese Attraktivität wird u. a. darin ersichtlich, dass die Zusatzrendite für die Investoren bei Verschlechterung der Bonität um einen Rating Notch keinesfalls linear verläuft, sondern bei einer Herabstufung von BBB- auf BB+ deutlich überproportional ist.<sup>44</sup>

Zudem führen auch regulatorische Anforderungen wie Basel III, welche die Kreditvergabe an Firmenkunden für Finanzinstitute aufwendiger und teurer machen, sowie die Tatsache, dass im Nichtbankensektor viel Geld für Investitionen vorhanden ist, dazu, dass sich „zusätzliche Fremdfinanzierungsinstrumente“, welche teilweise durch alternative Distributionskanäle wie Debt Plattformen bzw. von alternativen Investoren wie Debt Funds angeboten werden, in Zukunft stärker etablieren werden.

### 3.3 Risiko / Volumen Matrix

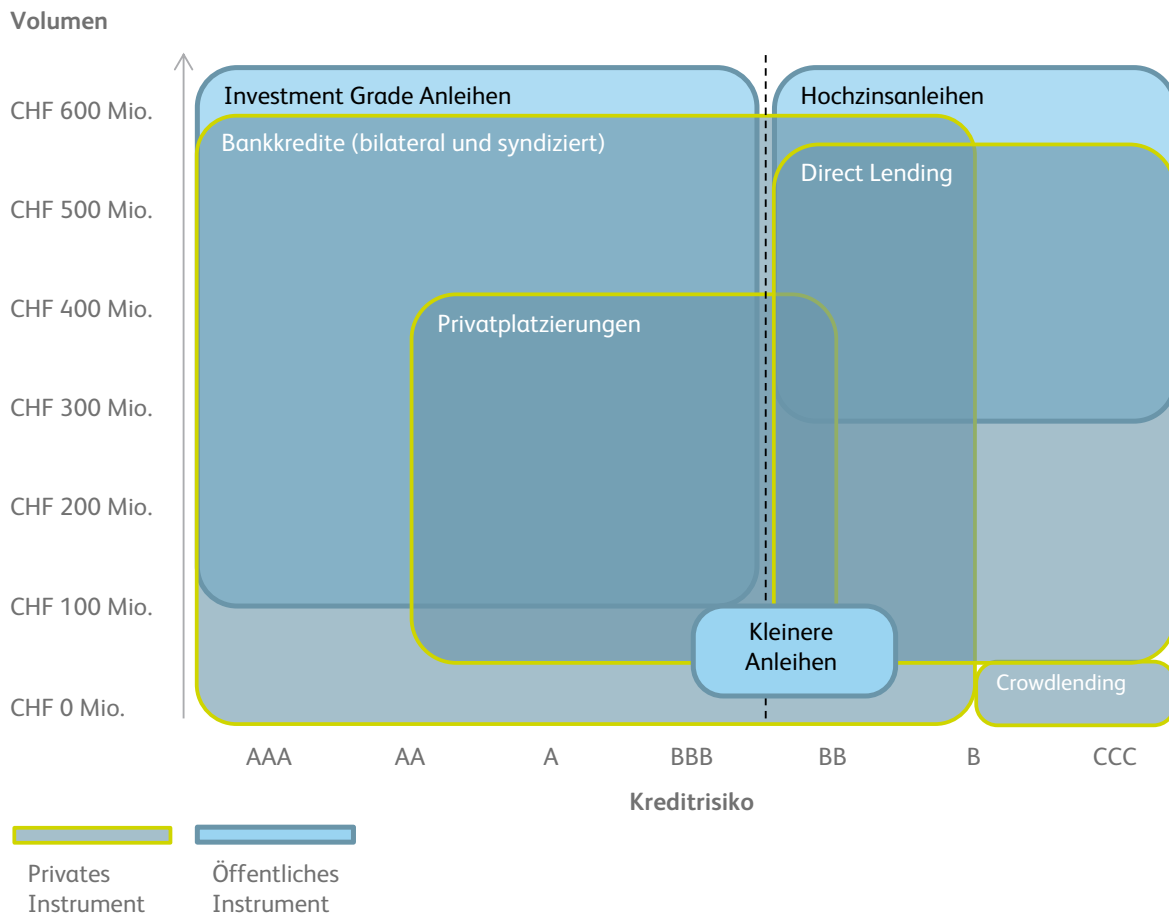
Fremdkapitalinstrumente lassen sich nach Kreditrisiko und Finanzierungsvolumen in eine Risiko / Volumen Matrix einordnen, wie der nachstehenden Abbildung entnommen werden kann.

Dabei wird ersichtlich, dass kleinere Anleihen (Mid Cap Bonds oder SME Bonds) im gesamten Fremdkapitalfinanzierungsmix über alle Risiko- bzw. Ratingstufen und Finanzierungsvolumen zwar nur einen relativ kleinen Bereich abdecken, aber einen für „mittelgrosse“ Schweizer Firmen sehr relevanten. Wie bereits erwähnt, handelt es sich beim Risikoprofil um den Cross-over Bereich (BBB und BB Ratings) und betreffend Finanzierungsvolumen um CHF 20 Mio. bis CHF 100 Mio.

---

<sup>44</sup> Vgl. bspw. Pilfor (2021).

**Abbildung 91: Risiko / Volumen Matrix**  
(in Anlehnung an Deloitte 2021)



Während das Finanzierungsvolumen selbsterklärend ist, stellt sich die Frage, wie das Risiko einer Anleihe (oder eines anderen Fremdkapitalinstruments) bzw. dessen Emittenten erfasst wird. Wenn ein öffentliches Rating einer professionellen Rating-Agentur existiert, wird dieses selbstverständlich zur Beurteilung des Risikos herangezogen. Im Segment der kleineren Anleihen existieren jedoch häufig keine externen Ratings.

In der Vorbereitung einer Emission werden durch die begleitende Bank im Rahmen der Due Diligence und zu Pricing-Überlegungen das Geschäftsprofil und das Finanzprofil akribisch analysiert, was in einer Risikoeinschätzung des Emittenten und der Emission resultiert, auch wenn diese durch die Bank nicht als Rating veröffentlicht wird.<sup>45</sup>

### 3.4 Anforderungen an Emittenten

Nun stellt sich die Frage, welche Emittenten sich für eine kleinere Anleihe qualifizieren. Konzis beantwortet, ist dafür eine robuste Bondstory notwendig. Was zeichnet jedoch eine solche Bondstory aus?

Im Kern geht es darum, dass Investoren überzeugt sind, dass der Wille (Kreditwürdigkeit) und die Fähigkeit (Kreditfähigkeit) für den Schuldendienst, d. h. die Zinszahlungen während und die Nominalwertrückzahlung am Ende der Laufzeit, genügend gross sind. Dies wird primär durch die folgenden Faktoren beeinflusst:

<sup>45</sup> Für eine genauere Diskussion der Themen Risiko einer Anleihe und Rating vgl. u. a. Corporate Treasury Management (2018).

- Etabliertes Geschäftsmodell
- Angemessene Finanzaufgaben
- Strukturelle Voraussetzungen
- Weiche Faktoren

Dabei ist immer das Gesamtbild entscheidend und gewisse Abstriche vom „Idealzustand“ sind akzeptabel, denn Emittenten von kleineren Anleihen bewegen sich bekanntlich nicht im starken Investment Grade Bereich, wofür der Investor mit einer höheren Rendite entschädigt wird.

Die wichtigsten Elemente bei der Beurteilung sind jeweils Track Record und Ausblick betreffend nachhaltigen operativen Cash Flows sowie eine angemessene Liquiditätssituation und Eigenkapitalposition als Risikopuffer. Unter strukturellen Voraussetzungen wird z. B. die Rechnungslegung in einem von der SIX Swiss Exchange anerkannten Rechnungslegungsstandard (wie Swiss GAAP FER oder IFRS) verstanden und bei den weichen Faktoren ist insbesondere gemeint, dass die Investoren der Kompetenz und dem Verantwortungsbewusstsein des Managements, des Verwaltungsrats und je nach Konstellation auch der Aktionäre entsprechend Vertrauen entgegenbringen.

An den Verwendungszweck des Emissionserlöses werden hingegen grundsätzlich keine speziellen Anforderungen gestellt, d. h. dieser ist im Prinzip vielseitig einsetzbar. Meistens geht es dabei um Schuldendiversifikation / Reduktion der Abhängigkeit von Kreditbanken, Bilanzoptimierung / Sockelfinanzierung, interne oder externe Wachstumsfinanzierung, die Refinanzierung von bestehenden Finanzverbindlichkeiten oder allgemeine Finanzierungszwecke. Der Verwendungszweck muss aber für Investoren nachvollziehbar sein und als sinnvoll erachtet werden.

### 3.5 Lending Plattformen

In den letzten Jahren entstanden international und auch in der Schweiz zahlreiche Lending bzw. Debt Plattformen. Dabei handelt es sich um Plattformen, welche einen Borrower bzw. Schuldner (Unternehmung, Privatperson, öffentlich-rechtliche Institution) mit Lenders bzw. Investoren (private oder institutionelle Investoren) zusammenbringen und in dieser Schnittstelle neben dem eigentlichen Matching-Prozess weitere Dienstleistungen anbieten oder vermitteln (insbesondere Documentation, Execution, Risk Assessment).

Solche Plattformen haben generell ein hehres Ziel, da sie u. a. Transaktionskosten reduzieren und Prozesse beschleunigen wollen. Allerdings stellt das Thema Risikoanalyse eine Schlüsselfrage dar, da die Plattformen nur als Vermittler agieren und selbst keine Risikoposition einnehmen.

Lending Plattformen sind einerseits für kleinere Finanzierungsvolumen, tiefe implizite Credit Ratings und entsprechend hohe Zinskosten anzutreffen, wobei die Plattformen eine grosse Anzahl individueller Transaktionen stark automatisiert abwickeln. Kreditnehmer sind hier primär Privatpersonen und das Gewerbe.

Andererseits sind Plattformen auch bei grossen Finanzierungsvolumen und hohem explizitem Credit Rating und entsprechend tiefen Zinskosten aktiv, wobei die Investoren (klassische Fixed Income Investoren bzw. Rating Buyer) öffentlich-rechtlichen Emittenten und grossen Unternehmen auf der Basis eines vorhandenen Ratings ihr Geld leihen.

In der Risiko / Volumen Matrix sind die Plattformen demzufolge primär „rechts unten“ sowie „links oben“ anzutreffen und eben nur bedingt im Cross-over Bereich und für mittlere Finanzierungsvolumen. Die Gründe dafür sind, dass in diesem mittleren Bereich eine Digitalisierung bzw. Automatisierung des Finanzierungsprozesses schwieriger ist und oft keine öffentlichen Ratings vorhanden sind. Dadurch steigt die Bedeutung der Due Diligence und Risikoanalyse durch die begleitende Bank mit einem bankinternen Risk Scoring oder Rating so-



wie die Risikoübernahme durch den Intermediär. Von einer effektiven Risikoübernahme kann übrigens dann gesprochen werden, wenn der Finanzintermediär (Bank, Plattform etc.) ökonomisch mit einer Festübernahme und rechtlich mit der Prospekthaftung ins Risiko geht, was bei durch Banken begleiteten kleineren Anleihen (zumindest in der Schweiz) häufig der Fall ist, bei Fremdkapital-Plattformen jedoch nicht. Es ist zudem zu erwarten, dass aufgrund der Vielzahl von Anbietern mittelfristig eine Konsolidierung stattfinden wird und zahlreiche Plattformen wieder aus dem Markt verschwinden werden, weil sie nicht kostendeckend operieren können.

### 3.6 Fazit

Wie jedes Finanzierungsinstrument hat eine kleinere Anleihe individuelle Vor- und Nachteile. Der Charakter als unbesichertes Instrument ohne einengende Financial Covenants sowie die Festübernahme durch die begleitende Bank sind häufig Schlüsselargumente für einen Emittenten. Ob schlussendlich eine kleinere Anleihe gewählt wird, hängt jedoch von zahlreichen firmenspezifischen Faktoren ab. Die Anleihe in der Frühphase der Evaluation einer (Re-)Finanzierung zu berücksichtigen, dürfte aber in vielen Fällen Sinn machen.

### 3.7 Literaturverzeichnis

Deloitte (2021): Deloitte Alternative Lender Deal Tracker Spring 2021, London 2021.

Pilfor (2021): 5 Pillars of Capital Allocation, Basel 8. März 2021.

Weilenmann, Rolf (2018): Kleinere Anleihen als Finanzierungsalternative, in Thomas K. Birrer, Markus Rupp, Martin Spillmann Hrsg. (2018): Corporate Treasury Management, Konzepte für die Unternehmenspraxis, S. 142 bis 170.

## 4 Tokenisierung als Instrument der Eigenkapitalfinanzierung

*Von Peter Schnürer, CEO, daura AG*

Anwendungen auf Basis der Blockchain-Technologie gewinnen in der Wirtschaft immer mehr an Relevanz und es entstehen fortlaufend neue Geschäftsmodelle, die darauf basieren. Der Begriff Blockchain wurde bislang oft mit Kryptowährungen in Verbindung gebracht. Doch auch andere Anwendungen wie die Tokenisierung von Vermögenswerten spielen eine immer wichtigere Rolle.

### 4.1 Doch was ist Tokenisierung überhaupt und welche Funktion hat ein Token?

Tokenisierung ist ein Prozess, bei dem Vermögenswerte wie zum Beispiel Aktien und deren Rechte und Pflichten in einer digitalen Einheit, dem «Token», abgebildet werden. Jeder dieser Token repräsentiert eine elektronische Quittung für eine Transaktion auf einer DLT (Distributed-Ledger-Technologie)-Infrastruktur. Bei jedem Eigentumsübertrag entsteht eine neue derartige Quittung. Durch die Verkettung der Transaktionen entsteht ein lückenloses und unveränderliches Register. Dabei entscheidet der rechtliche Kontext über die Art des Eigentums. Grundsätzlich kann ein Token jede Art von Vermögenswert repräsentieren: zum Beispiel Anteile an einem Kunstwerk, an einer Weinsammlung oder an einem Unternehmen. Der Emittent des Tokens definiert über ein Vertragswerk, welches ebenfalls auf der DLT basierten Infrastruktur gespeichert wird, um welchen Vermögenswert es sich handelt. Der Erwerber des Tokens akzeptiert das zugehörige Vertragswerk beim Kauf des Tokens. Die damit verbundenen Rechte und Pflichten werden als Computerprotokoll, einem sogenannten «Smart Contract», ebenfalls auf der DLT abgebildet. Die Tokenisierung von Vermögenswerten ist daher vielmehr ein rechtlicher als ein technischer Vorgang. Da Token sehr einfach zu emittieren und zu übertragen sind, eignen sie sich hervorragend als Medium zur Ausgabe von Aktien und zur automatisierten Verwaltung des Aktienbuches auf einem DLT-Register.

### 4.2 Die Schweiz als rechtlicher Vorreiter

Digitale Vermögenswerte in der Form von Token haben in der Schweiz per 1. Februar 2021 ein rechtliches Fundament erhalten. Mit dem Ziel, sich durch Rechtssicherheit, einer effizienten Regulierung sowie einer guten Reputation als attraktiver Wirtschaftsstandort zu positionieren, hat der Bundesrat erste Elemente der DLT-Vorlage in Kraft gesetzt. Was früher als physische, papierbasierte Wertschrift gehalten wurde, kann heute durch eine digitale Wertschrift ersetzt werden. Durch die Einführung von Registerwertrechten (Art. 973d ff. OR) können diese digitalen Wertschriften (z. B. Aktien) über eine auf DLT basierende Infrastruktur als Registerwertrechte ausgegeben werden.

Ursprünglich wurden Aktien entweder als physische Aktienzertifikate oder als «einfache Wertrechte» ausgegeben. Die Übertragung einer durch ein physisches Aktienzertifikat verbrieften Aktie auf eine andere Partei erfolgt durch einen manuellen Prozess. Dieser Prozess ist jedoch fehleranfällig, da die Abtretung formal oft nicht korrekt ausgeführt wird oder das Wertpapier sogar verloren gehen kann. Auch bei der Übertragung von «einfachen Wertrechten», die eine schriftliche Abtretungserklärung erfordert, kommt es immer mal wieder zu Fehlern. Fehlende Unterschriften auf der Abtretung oder falsche Wortlaute sind hier die häufigsten Ursachen für ungültige Übertragungen. Es wird angenommen, dass ungefähr die Hälfte bis zu zwei Drittel aller Unternehmen fehlerhafte Aktienbücher aufweisen. Die Aufarbeitung dieser fehlerhaften Übertragungen kostet ein Unternehmen viel Aufwand und kann zuweilen sogar den Einstieg wichtiger Investoren verzögern oder gar verhindern.

**Abbildung 92: Neue Welt – DLT Gesetz**  
(Quelle: MME Legal | Tax | Compliance)



Der Vorgang der Tokenisierung bietet im Vergleich zum herkömmlichen Verfahren wichtige Vorteile. Erstens ermöglicht diese innovative Technologie für alle Parteien eine grössere Transparenz, da alle eine identische Einsicht teilen. Zweitens wird eine bessere Nachvollziehbarkeit geschaffen, da jede einzelne Transaktion gleichzeitig erfasst und gespeichert wird. Aus diesen beiden Punkten ergibt sich sogleich ein dritter Vorteil: Die Sicherheit. Die auf der DLT erfassten Daten können nur mit einem enorm hohen Aufwand verändert werden, weshalb die DLT-Einträge nicht manipulierbar sind. Im Ergebnis profitieren Unternehmen von optimierten Prozessen, die Anzahl der Beteiligten wird reduziert, die Effizienz gesteigert und die Kosten gesenkt.

Die daura AG unterstützt Unternehmen bei ihrem Tokenisierungsvorhaben und stellt eine Plattform für die Umsetzung bereit. Das Ziel von daura ist es, über ihre Plattform zum einen effiziente Prozesse bereitzustellen und zum anderen Unternehmen mit potenziellen Teilhabern zusammenzubringen. Als Basis nutzt daura das bestehende Aktienbuch eines Unternehmens, welches in einem ersten Schritt digitalisiert wird. Dadurch werden Eigenkapitalerhöhungen und Generalversammlungen per Knopfdruck durchführbar. Das Aktienbuch ist dabei jederzeit vollständig und auf dem aktuellen Stand. Neben Aktien haben Unternehmen auch die Möglichkeit, Partizipationsscheine herauszugeben.

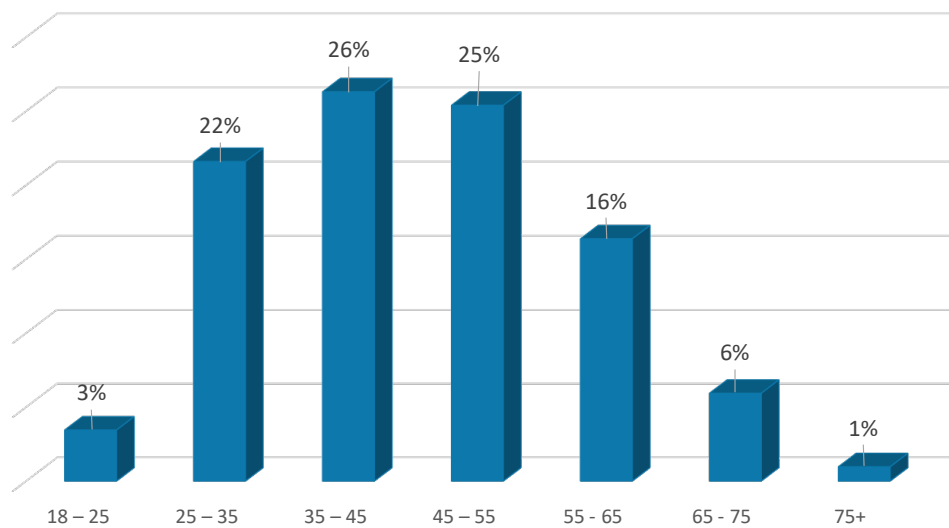
Entscheidet sich ein Unternehmen für tokenisierte Aktien oder Partizipationsscheine, müssen als erstes die Statuten geprüft werden. Im Anschluss erfolgt die Digitalisierung der Aktien, die Aktionäre werden eingeladen und die Aktien werden zugeteilt. Die Aktionäre wiederum können sich kostenlos auf der Plattform registrieren und ihre Aktien schnell und einfach digital verwalten. Die Vorzüge liegen auf der Hand: Schweizer Unternehmen können dadurch den Umgang mit bestehenden Anteilhabern deutlich vereinfachen und sogar gänzlich neue Investorenkreise im digitalen Umfeld für sich gewinnen.

Die Lösung eignet sich insbesondere für Unternehmen mit regelmässigen Veränderungen im Aktienbuch, für Unternehmen, die eine Nachfolgeregelung oder ein Mitarbeiterbeteiligungsprogramm planen, oder für Unternehmen, die sich für strategische Kunden oder Lieferanten öffnen wollen. Wie gut das in der Praxis funktioniert, zeigen zahlreiche Projekte aus der Unternehmenswelt: Insgesamt haben bereits über 45 Unternehmen ihre Aktien über die Plattform von daura tokenisiert. Als erster Sportverein der Schweiz führt der Hockey Club

Ambri-Piotta derzeit ein sogenanntes Equity Crowdfunding durch. Der Club erhält dadurch Zugang zu einem wesentlich breiteren Kreis von Investoren – konkret: Ambri-Fans und Sympathisanten aus aller Welt werden zu Botschaftern. Weitere Crowdfunding Projekte stehen unmittelbar bevor.

Die bereits knapp 3'000 registrierten User auf der daura Plattform weisen eine interessante Verteilung auf (vgl. Abbildung 93). Das Durchschnittsalter der registrierten User liegt bei 45 Jahren. DLT scheint also neben Effizienz auch die Entwicklung von Diversität im Finanztransaktionsmarkt voranzutreiben.

**Abbildung 93: Altersverteilung registrierter User auf der daura Plattform**  
(Quelle: daura)



Zusammenfassend lässt sich durchaus behaupten, dass sich die Finanzindustrie mit dem Aufkommen von tokenisierten Vermögenswerten mitten in einer revolutionären Veränderung befindet. Zahlreiche Banken haben das grosse Potenzial von DLT erkannt und begonnen, eigene Anwendungen zu entwickeln. So zum Beispiel die Berner Kantonalbank (BEKB), welche in absehbarer Zeit einen Marktplatz für digitale Vermögenswerte bereitstellen wird. Mit ihrem Vorhaben will die BEKB zusammen mit weiteren Ökosystempartnern den Handel von Nebenwerten in diesem neuen technologischen Umfeld ermöglichen. Der Fokus liegt dabei weiterhin auf dem Handel mit nicht börsenkotierten Wertschriften von Schweizer KMUs. Klar ist, dass sich neuartige Technologien und Angebote, wie die Tokenisierung, erst beweisen und etablieren müssen. Das steigende Angebot und die gleichzeitig wachsende Nachfrage im Schweizer Markt zeigen, dass das Thema immer mehr Marktreife erlangt.



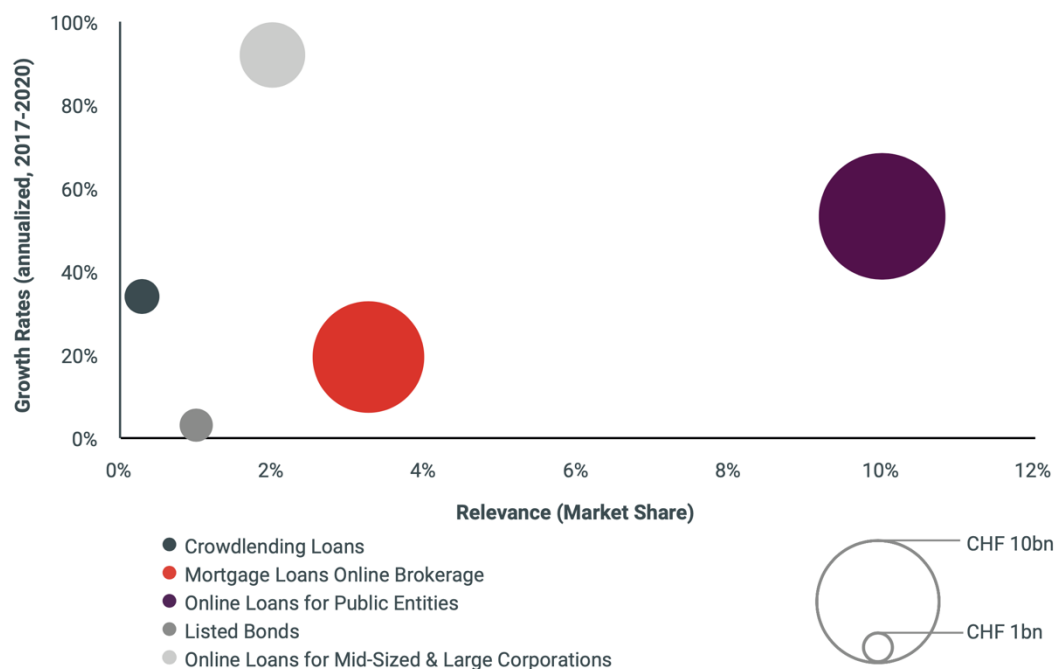
## 1 Marketplace Lending Report Switzerland 2021

Entwicklungen im Bereich neuer Technologien, das Niedrigzinsumfeld und ein verändertes Kundenverhalten führen zum Entstehen von neuen Geschäftsmodellen im Finanzsektor. Marketplace Lenders, definiert als Unternehmen die mit Online-Plattformen im Schweizer Fremdkapitalmarkt aktiv sind, sind hierfür ein eindrückliches Beispiel. Das Marktvolumen dieser Plattformen erreichte im Jahr 2020 CHF 15.4 Mrd. Gegenüber dem Jahr 2019 bedeutet dies ein Wachstum von 42 Prozent.

Der Marketplace Lending Report ist die erste umfassende Analyse der Finanzierung von Unternehmen, öffentlichen Körperschaften und Privatpersonen mittels Fremdkapital über das Internet in der Schweiz. Im Gegensatz zu früheren Publikationen (wie bspw. dem sog. Crowdlending Survey) bezieht der Marketplace Lending Report explizit Plattformen mit einem ausschliesslichen Fokus auf institutionelle Investoren und institutionelle Kreditnehmer (B2B-Geschäft) ein.

Abbildung 94 verdeutlicht die Bedeutung der neuen Online-Finanzierungsformen. Die y-Achse zeigt das durchschnittliche Wachstum des Volumens über die letzten drei Jahre und gibt damit einen Einblick in die Wachstumsdynamik der Teilsegmente. Die x-Achse zeigt den geschätzten Marktanteil der verschiedenen Teilsegmente innerhalb der jeweiligen Märkte. Gemäss Schätzung des Marketplace Lending Reports dürften Online-Kredite für öffentliche Einrichtungen sowie mittlere und grosse Unternehmen bisher die höchste Relevanz in Bezug auf den Marktanteil haben. Getrieben sei die Entwicklung durch die Finanzierung von öffentlichen Einrichtungen (Gemeinden, Städte, Kantone). Das Teilsegment der öffentlichen Körperschaften hat bisher die höchsten Wachstumsraten und die höchste Relevanz gemessen am Marktanteil.

**Abbildung 94:** Marktwachstum und -volumina der verschiedenen Marktsegmente  
(Quelle: Marketplace Lending Report Switzerland 2021, 2021, S. 28)



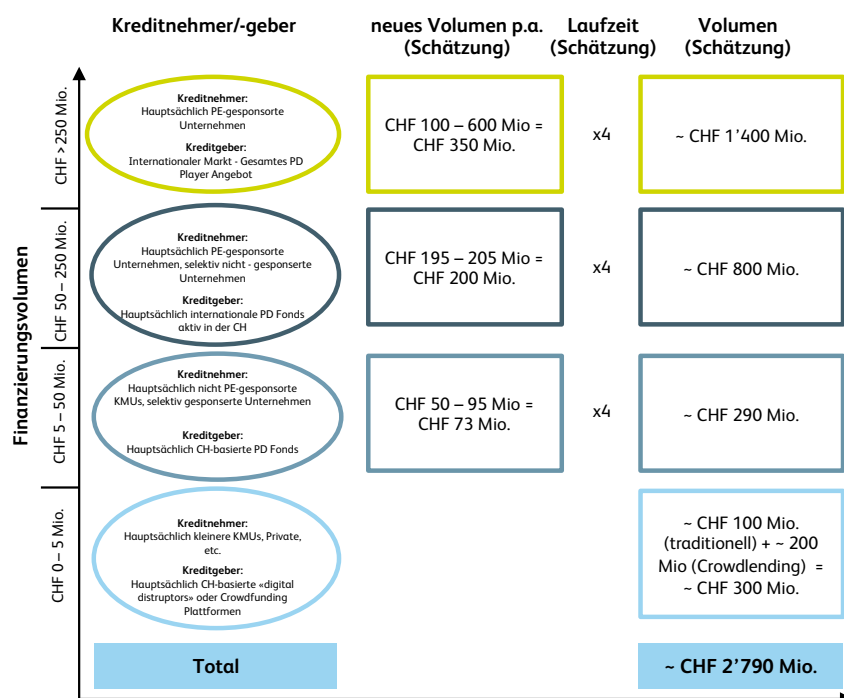
## 2 Studie zur Finanzierung mit Private Debt

Das Volumen des Schweizer Private-Debt-Marktes beträgt etwa drei Milliarden Franken. Insbesondere neue plattformbasierte Geschäftsmodelle, welche eine Vielzahl verschiedener Investoren einbeziehen, bieten Potenzial für Wachstum. Zum ersten Mal beleuchtet eine Studie der Hochschule Luzern im Auftrag der Schwyzer Kantonalbank und von Remaco diesen bisher wenig bekannten Markt in der Schweiz.

Der Markt für nicht-öffentlich gehandelte Fremdkapitalfinanzierungen hat in den letzten Jahren vermehrt an Aufmerksamkeit gewonnen. Die Hochschule Luzern untersuchte zum ersten Mal umfassend und systematisch die Bedeutung sowie das Potenzial von Private Debt in der Schweiz. Für Geldnehmende stellt Private Debt eine alternative Finanzierungsquelle zur klassischen Bankfinanzierung dar. Aus Sicht der Geldgebenden bietet sich Private Debt als interessante Anlageklasse an.

Zahlerhebungen in einem nicht-öffentlichen Markt sind schwierig. Basierend auf zahlreichen Interviews mit relevanten Marktakteuren entwickelten die Autoren eine Klassifizierung des Schweizer Marktes, wie nachfolgende Abbildung zeigt.

Abbildung 95: Schätzung Marktgrösse Private Debt Markt Schweiz (Birrer et al. 2019)



Für die Co-Autoren der Studie, werden die Banken für Schweizer KMU weiterhin die klar wichtigsten Kreditanbieter bleiben: «Wir erwarten aber insbesondere bei Finanzierungen über digitale Plattformen weiter hohe Wachstumsraten».

Grosses Potenzial sehen die Autoren auch bei Geschäftsmodellen, welche die Vorteile von klassischen Bankfinanzierungen mit solchen von Online-Plattformen verbinden. Solche Plattformen werden auch den Einbezug von Fonds und institutionellen Investoren in die Finanzierung von Krediten für Unternehmen ermöglichen.

### 3 IFZ Talking Finance – Podcast

Thomas Birrer und Timo Heroth vom IFZ der Hochschule Luzern haben den Podcast «IFZ Talking Finance» ins Leben gerufen, um einen Einblick in aktuelle Finanzthemen zu geben. Dabei liegt der Hauptfokus auf lokalen und internationalen Themen mit Bezug zur Schweizer Finanzwirtschaft. Es geht unter anderem um die Disruption des Finanzbereichs durch die Digitalisierung und die Chancen und Herausforderungen für Schweizer Firmen.

In jeder Folge ist eine Expertin, ein Experte zu Gast, um einen Einblick in ein jeweiliges Spezialgebiet zu geben und die Zuhörerinnen und Zuhörer an der Expertise teilhaben zu lassen. Gleichzeitig ist es auch das Ziel, die Motivation und Passion der Gäste für das jeweilige Thema in Erfahrung bringen.

Die bisherigen Folgen sind auf [Spotify](#), [Stitcher](#) sowie dem [Financial Management Blog](#) verfügbar. Bislang erschienen folgende Episoden:

- Folge 1: IFZ Talking Finance mit [Roger Disch von EY](#) zur Digitalisierung des Corporate Treasury Managements
- Folge 2: IFZ Talking Finance mit [Peter Schnürer von daura](#) zur digitalen Eigenkapitalfinanzierung mit Tokens
- Folge 3: IFZ Talking Finance mit [Stefan Feller von Loanbox](#) zum Thema Green Bonds – Trend oder Hype?
- Folge 4: IFZ Talking Finance mit [Frank Wendt und Benedikt Schuppli von FQX](#) – Was sind Electronic Negotiable Instruments? / Folge 5: IFZ Talking Finance with Frank Wendt and Benedikt Schuppli von FQX – What are Electronic Negotiable Instruments? [english version]
- Folge 6: IFZ Talking Finance mit [Olivier Schucht, CFO von FFF](#) – Wie wurde die Buyout-Finanzierung von FFF mit Private Debt strukturiert?
- Folge 7: IFZ Talking Finance mit [Martin Meyer von Amag Leasing AG](#) – Wie und zu welchen Konditionen können in der Schweiz ABS-Transaktionen platziert werden?
- Folge 8: IFZ Talking Finance mit [Stephan Lohnert von Capco](#) – Was ist ein TMS? Wann ist ein TMS sinnvoll? Was sind die zentralen Kosten-Nutzen-Überlegungen?
- Folge 9: IFZ Talking Finance mit [Robert Eigenheer von EUROFIMA](#). Wie integriert man einen ESG Ansatz? Welcher konkreten Informationen bedarf es in der Kommunikation mit «ESG Investoren»? Wie steht es um die Vergleichbarkeit von ESG Ratings?
- Folge 10: IFZ Talking Finance mit [Rüdiger Petrikowski von Achiko](#). Was macht Achiko und weshalb ist das Unternehmen in der Schweiz kotiert? Welche Finanzierungstransaktionen hat Achiko kürzlich durchgeführt? Warum wurden diese Finanzierungsarten inklusive Wandelanleihen gewählt und was sind die Vor- und Nachteile?



## Autorinnen und Autoren

### Dr. Manuel Bauer

---



Manuel Bauer ist Dozent am Institut für Finanzdienstleistungen Zug IFZ der Hochschule Luzern. Er hat an der Universität Fribourg/CH Betriebswirtschaft studiert und anschliessend doktoriert. Er war 13 Jahre im Investmentbanking bei der UBS und Morgan Stanley tätig und leitete sechs Jahre das Corporate Finance Team der Partners Group. Er ist Mitglied mehrerer Verwaltungsräte.

Link zum Personenprofil der Hochschule Luzern Wirtschaft:  
<https://bit.ly/3mEXkKi>

### Prof. Dr. Thomas K. Birrer

---



Thomas K. Birrer ist Dozent und Projektleiter am Institut für Finanzdienstleistungen Zug IFZ der Hochschule Luzern. Er hat an der Hochschule Luzern Betriebsökonomie studiert und promovierte an der Universität Basel. In seiner Dissertation untersuchte er den Umgang mit Währungsrisiken in Schweizer Unternehmen. Am IFZ leitet er unter anderem die Studiengänge MAS Corporate Finance und CAS Swiss Certified Treasurer (SCT®). Zudem unterrichtet er in der Aus- und Weiterbildung mit den Schwerpunkten Corporate Treasury, Finanzielles Risikomanagement und Corporate Finance. Daneben ist Thomas K. Birrer selbstständiger Berater im Bereich Corporate Finance.

Link zum Personenprofil der Hochschule Luzern Wirtschaft:  
<https://bit.ly/3mEe4kQ>

## Damian Bühler

---



Damian Bühler ist angehender Masterstudent am Institut für Finanzdienstleistungen Zug IFZ der Hochschule Luzern. Er hat die Lehre mit Berufsmaturität bei der UBS Switzerland absolviert und arbeitete im Rahmen des internen Förderprogramms JUNA weitere zwei Jahre im Bereich Anlagen und Immobilienbewertung. Im Herbst 2018 begann er den Bachelor in Businessadministration an der Hochschule Luzern, welcher er im Sommer 2021 abschloss. Im Rahmen seiner Bachelorarbeit beteiligte er sich massgeblich am Fremdkapitalkapitel dieser Studie und unterstützte den Aufbau der internen Datenbank sowie die Erstellung und das Design der Abbildungen. Begleitend zum Studium arbeitet er Teilzeit bei der Avobis Group AG in Zürich.

Link zum LinkedIn-Profil von Damian Bühler

<https://bit.ly/2WxywbO>

## Timo Heroth

---



Timo Heroth ist Senior Wissenschaftlicher Mitarbeiter am Institut für Finanzdienstleistungen Zug IFZ der Hochschule Luzern. Er hat Wirtschaft und Chinastudien an der HTWG Konstanz und der Freien Universität Berlin studiert und schreibt aktuell seine Dissertation an der Universität St. Gallen zum Thema «Big Data and ESG». Er hat vor seinem Wechsel ans IFZ für ein Schweizerisch chinesisches Regierungsprogramm gearbeitet und weitreichende Erfahrungen im Corporate Banking einer chinesischen Grossbank sowie in einer mittelstandsorientierten M&A Beratung gesammelt. Am IFZ unterrichtet er in der Ausbildung den Themenschwerpunkt Behavioral Finance.

Link zum Personenprofil der Hochschule Luzern Wirtschaft:

<https://bit.ly/38gnPgL>

## Michael Kappeler

---



Michael Kappeler ist Manager bei Schwabe, Ley & Greiner. Er hat an der Universität St. Gallen (HSG) Volkswirtschaftslehre studiert. Im Rahmen seiner Beratungstätigkeit unterstützt er vor allem Schweizer Firmen vom mittelständischen Unternehmen bis zum internationalen Grosskonzern in allen Bereichen des Corporate Treasury Managements (Cash-Management und Zahlungsverkehr, Liquiditätsplanung, Unternehmensfinanzierung, Asset Management, Risiko-Management, Treasury-Systemauswahl und Treasury-Reglemente).

Link zum Personenprofil auf der SLG-Webseite:

<https://bit.ly/3ymjfrP>

## Dr. Edith Leitner

---



Dr. Edith Leitner (1980) ist Partner bei Schwabe, Ley & Greiner und leitet seit 2012 den Unternehmensfinanzierungsbereich. Sie studierte an der Universität Wien und der École Supérieure de Commerce de Paris (ESCP) internationale Betriebswirtschaft und promovierte an der Universität Innsbruck. Edith Leitner ist Autorin des Beitrags „Bonitätsorientierte Finanzierungsstrategie“ im Fachbuch „Corporate Treasury Management: Konzepte für die Unternehmenspraxis“ (Springer Verlag, 2017). Sie ist Mitglied des Arbeitskreises „Financial Transfer Pricing“ der Austrian Corporate Treasury Association (ACTA) und hat den Verband deutscher Treasurer (VdT) bei der Erstellung eines Best-Practice-Leitfadens zur Preisgestaltung konzerninterner Finanztransaktionen beraten.

Link zum Personenprofil auf der SLG-Webseite:

<https://bit.ly/3mCGYBL>

## Dr. Roland Mees

---



Roland is a director of Sustainable Finance at ING Wholesale Banking, based in Amsterdam. Roland designed and initiated the lending product, which couples the interest rate on a loan for general corporate purposes to the client's year-on-year improvement of their sustainability performance, as measured by an ESG rating agency. The first ever syndicated EUR 1 billion Revolving Credit Facility for Royal Philips won the GlobalCapital award for the Green/SRI Loan of 2017. During many years, Roland has performed various roles in and outside ING in structured finance, program management, data infrastructure and credit risk modelling. He holds master's degrees in mathematics from Utrecht University and business administration from the Erasmus University in Rotterdam. Alongside his fulltime job in banking, Roland has obtained a PhD in practical philosophy and ethics. In his dissertation, Roland analyses the psychological, motivational difficulties of taking action that promotes sustainable development. In November 2019, his book published, titled "Sustainable Action and Motivation, Pathways for Individuals, Institutions and Humanity";

Link to the book:

<https://bit.ly/3zr3sZW>

## Peter Schnürer, CEO daura AG

---



Peter Schnürer ist seit Oktober 2018 CEO der daura AG. Er ist ursprünglich gelernter Bankkaufmann, studierter Betriebswirtschaftler und ist seit den 90er Jahren als Start-up Unternehmer aktiv. Er war schon immer an der Schnittstelle zwischen Finanzwirtschaft und IT tätig. Bereits 2013 kam er mit der Blockchain Technologie in Berührung und war seither als Referent und Initiator von Blockchain-Projekten aktiv. In Liechtenstein war er Mitglied der Expertenkommission, die das weltweit beachtete Blockchain-Gesetz erarbeitet hat. Als CEO der daura treibt er nun den Auf- und Ausbau eines Ökosystems für digitale Vermögenswerte voran.

## Prof. Dr. Martin Spillmann

---



Martin Spillmann ist Dozent für Banking & Treasury am Institut für Finanzdienstleistungen IFZ der Hochschule Luzern. Er doktorierte an der Universität Zürich und unterrichtet regelmässig in verschiedenen Institutionen. Vor seiner Berufung 2011 war er Deputy Group Treasurer der UBS AG. Im Verwaltungsrat der Raiffeisenbank Zug leitet er das Audit Committee.

Link zum Personenprofil der Hochschule Luzern Wirtschaft:

<https://bit.ly/2WuEzxQ>

## Dr. Rolf Weilenmann

---



Rolf Weilenmann leitet als Mitglied der Geschäftsleitung den Corporate Finance / M&A Bereich der Helvetische Bank AG und ist damit auch für die Emission von Anleihen verantwortlich. Er hat an der Universität Zürich Betriebswirtschaft / Finance studiert, promovierte am selben Institut im Bereich Finance und verfügt über 25 Jahre Erfahrung in unterschiedlichen Corporate Finance und Investment Banking Positionen, u.a. bei der Credit Suisse First Boston in Zürich, ABN AMRO in London und PwC in Zürich.

Link zum Personenprofil der Helvetische Bank:

<https://bit.ly/38I9hw6>

Institut für Finanzdienstleistungen Zug IFZ  
der Hochschule Luzern Wirtschaft

**Adresse:** Campus Zug-Rotkreuz, Suurstoffi 1, CH-6343 Rotkreuz

**Webseite:** <https://www.hslu.ch/de-ch/wirtschaft/institute/ifz/>

**Ansprechpartner:** Prof. Dr. Thomas K. Birrer, Dozent und Projektleiter, [thomas.birrer@hslu.ch](mailto:thomas.birrer@hslu.ch)

Das IFZ bringt seit 1997 für die Finanzbranche und für Finanzfachleute in Unternehmen aller Branchen Mehrwert durch Aus- und Weiterbildung, anwendungsorientierte Forschung und Dienstleistungen.

### Swiss Treasury Summit

Im Rahmen des Swiss Treasury Summits, dem Schweizer Jahrestreffen der Treasurer, werden aktuelle Herausforderungen der finanziellen Führung diskutiert. Die Veranstaltung richtet sich an Treasurer und Finanzverantwortliche aus diversen Branchen und Unternehmen, um den Praxisaustausch zu pflegen und sich zu vernetzen. Als unabhängiger Treffpunkt fördert er das Berufsbild der Treasury-Mitarbeitenden in der Schweiz.

### Weiterbildung

Die anspruchsvollen Aufgaben und komplexen Zusammenhänge im Treasury verlangen ein fundiertes Fach- und Methodenwissen. Das IFZ führt seit vielen Jahren die berufsbegleitende Weiterbildung zum CAS Swiss Certified Treasurer (SCT)® durch, die das nötige Rüstzeug vermittelt, um die komplexen Aufgaben im Corporate Treasury Management effizient und effektiv zu meistern. Das Weiterbildungsangebot im Bereich Corporate Finance umfasst zudem den modular aufgebauten MAS Corporate Finance, der es den Teilnehmenden ermöglicht, sich auf strategische und operative Fach- und Führungsaufgaben vorzubereiten.

Darüber hinaus vermittelt der Fachkurs Swiss Treasury Practice Treasuryern, Mitarbeitenden von Treasury-Abteilungen sowie Finanz- und Bankfachpersonen an drei Schultagungen 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.

**Swiss Treasury Summit:** <https://bit.ly/2WuGdzw>

**CAS Swiss Certified Treasurer (SCT)®:** <https://bit.ly/3gCO2dT>

**Fachkurs Swiss Treasury Practice:** <https://bit.ly/38xSvu5>

**MAS Corporate Finance:** <https://bit.ly/3jm7UUj>

daura AG



**Adresse:** Konradstrasse 12, 8005 Zürich

**Webseite:** [www.daura.ch](http://www.daura.ch)

**Ansprechpartner:** CEO, [peter.schnuerer@daura.ch](mailto:peter.schnuerer@daura.ch)

Daura unterstützt mithilfe der Blockchain Technologie die Digitalisierung von Aktien von kleinen, mittleren und grossen Unternehmen aus der Schweiz. Durch die Nutzung der daura Plattform wird die Abwicklung von Kapitalerhöhungen günstiger, die Verwaltung des Aktienbuches einfacher, Generalversammlungen können effizient durchgeführt werden und weite Personenkreise können mit digitalen Aktien ans Unternehmen gebunden werden. User auf der daura Plattform erhalten Zugang zu neuen Beteiligungsmöglichkeiten an Schweizer Unternehmen und können ihre Unternehmensanteile selbst ganz einfach verwalten. daura ist ein Gemeinschaftsunternehmen der etablierten und zugleich innovativen Partner Swisscom, SIX und der Sygnum Bank.



**Adresse:** Seefeldstrasse 215, CH-8008 Zürich

**Webseite:** <https://helvetischebank.ch/>

**Ansprechpartner:** Dr. Rolf Weilenmann, Mitglied der Geschäftsleitung und Leiter Corporate Finance / M&A,  
[rolf.weilenmann@helvetischebank.ch](mailto:rolf.weilenmann@helvetischebank.ch)

Die Helvetische Bank AG mit Sitz in Zürich wurde im Januar 2011 gegründet und ist zu rund 70 Prozent in der Hand der Gründungspartner, des Verwaltungsrates, der Geschäftsleitung und der Mitarbeitenden. Entsprechend tragen alle das unternehmerische Risiko mit und partizipieren am Erfolg.

### **Helvetische Bank AG**

Das Angebot umfasst Dienstleistungen in den Bereichen Vermögensberatung, Vermögensverwaltung, Strukturierte Produkte, Corporate Finance und Research. Die Helvetische Bank richtet sich in erster Linie an aktive und ehemalige Unternehmer sowie an qualifizierte Privatanleger. Zusätzlich offeriert die Helvetische Bank individuelle Lösungen für externe Vermögensverwalter.

### **Corporate Finance / M&A**

Das Corporate Finance-Angebot der Helvetische Bank richtet sich hauptsächlich an mittelständische kotierte oder privat gehaltene Unternehmen. Das kompetente, innovative Team deckt ein breites Spektrum an Dienstleistungen ab. Im Bereich Fremdkapital etablierte sich die Helvetische Bank als Markführerin bei kotierten kleineren CHF-Anleihen für Emittenten aus der DACH-Region. Als Nummer 4 in der Schweiz bei Eigenkapitaltransaktionen offeriert die Helvetische Bank die gesamte Dienstleistungspalette wie IPO, Public to Private, Kapitalerhöhungen, Blocktransaktionen, Aktienrückkäufe, Aktiensplits, Nennwertreduktionen und Privatplatzierungen. Die M&A-Aktivitäten reichen von privaten Kauf- und Verkaufstranskationen über Nachfolgeregelungen bis hin zu öffentlichen Kaufangeboten. Daneben werden weitere Dienstleistungen, insbesondere im Bereich Mitarbeiterbeteiligung, angeboten.

### **Kleinere kotierte CHF-Anleihen**

Die Helvetische Bank hat sich im Bereich Fremdfinanzierung auf die Emission von kleineren, an der SIX Swiss Exchange kotierten Anleihen mit einem Volumen von CHF 20 - 100 Mio. spezialisiert. Um für die Emittentin Transaktionssicherheit zu gewährleisten, übernimmt die Helvetische Bank die Anleihe vor der Lancierung fest und garantiert somit das Emissionsvolumen unabhängig von der Investorennachfrage.

**Corporate Finance:** <https://bit.ly/3zrF2j5>

**Finanzierung:** <https://bit.ly/3BgiS3Q>



**Adresse:** Gartenstrasse 25, CH-8027 Zürich

**Webseite:** <https://new.ingwb.com/en/network/emea/switzerland>

**Ansprechpartner:** Jochen Munzinger, Managing Director, Client Coverage, [jochen.munzinger@ing.ch](mailto:jochen.munzinger@ing.ch)

ING Wholesale Banking is part of ING, a global bank with a strong European base, and is serving large corporations, multinationals and financial institutions in over 40 countries.

Whatever your financial needs, whether you are looking to expand and want strategic advice, or just want to make your day-to-day banking more efficient, we are here to support your business ambitions.

For our Wholesale Banking clients we provide specialised lending, tailored corporate finance, debt and equity market solutions, payments and cash management, as well as trade and treasury services.

The world is changing so quickly, sometimes it's hard to keep up. Our purpose is to empower people to stay a step ahead in life and in business, and we believe this also means helping clients and society stay a step ahead of the challenges they're facing.

Our employees deliver on this purpose, pairing local and global insight with sector knowledge and financial expertise. This combination ensures we deliver you the best solutions available, all across the world.

In all this, sustainability and innovation play a key role.

**Follow us on:**



[ing.com](https://www.ing.com)



[@ING\\_News](https://twitter.com/ING_News)



[LinkedIn.com/company/ING](https://www.linkedin.com/company/ING)



[Medium.com/ing-blog](https://medium.com/ing-blog)



[Facebook.com/ING](https://www.facebook.com/ING)



[YouTube.com/ING](https://www.youtube.com/ING)



[Flickr.com/INGGroup](https://www.flickr.com/INGGroup)



[SlideShare.net/ING](https://www.slideshare.net/ING)

**Adresse:** Gertrude-Fröhlich-Sandner-Straße 3, 1100 Wien, Österreich

**Webseite:** [www.slg.co.at](http://www.slg.co.at)

**Ansprechpartner:** Martin Winkler, Geschäftsführer und Partner, [mw@slg.co.at](mailto:mw@slg.co.at)

Schwabe, Ley & Greiner wurde 1988 gegründet und ist in der DACH-Region führend im Bereich Treasury- und Corporate Finance-Beratung. Unser Ziel war es, von Anfang an Marktführer im deutschsprachigen Raum zu werden. Diese Position konnten wir in Österreich und Deutschland erreichen und ausbauen. Seit bald 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)

2005: SLG Komplexitätsindex zum Benchmarking des Treasury-Personalbestands auf Basis einer multivariaten Regressionsanalyse

2012: SMART - ein voll integriertes Modellierungstool zur Simulation der Auswirkungen von Finanztransaktionen auf die Bilanzen, GuV, Cashflow, Rating und Covenants von Unternehmen

2017: Erste "Hybrid Capital Facility" als völlig neues Instrument zur Stärkung der Bilanz eines Firmenkunden konzipiert und bepreist

2019: SLG RiskEngine wird als erstes und bisher einziges Tool auf dem Markt eingeführt, das die Absicherung eines FX-Portfolios anhand verschiedener Parameter automatisch optimiert.

2020: Gemeinsames Projekt mit MLReef zum Einsatz von künstlicher Intelligenz (KI), um Kredit- und Darlehensunterlagen nach besonders sensiblen Konditionen zu durchsuchen

## Abkürzungsverzeichnis

ABB	Accelerated Bookbuilding Offer	IFRS	International Financial Reporting Standards
B2B	Business to Business		
BCG	Boston Consulting Group	IPO	Initial Public Offering
BEKB	Berner Kantonalbank	IT	Informationstechnologie
BICS	Bloomberg Industry Classification Standard	KMU	Kleine- und Mittlere Unternehmen
CAGR	Compounded Annual Growth Rate	Kurzfr./kfr.	Kurzfristig
CAPM	Capital Asset Pricing Model	Langfr./lfr.	Langfristig
CFO	Chief Financial Officer	LLB	Lichtensteinische Landesbank AG
CRD IV	Capital Requirements Directive IV	LMA	Loan Market Association
CS	Credit Suisse	P/E Ratio	Price to Earnings Ratio
DAX	Deutscher Aktienindex	PIPE	Private Investment in Public Equity
DAXK	DAX ohne Dividenden	RoE	Return on Equity
Diskr.	Diskretionäre	RoME	Return on Market Value of Equity
DLT	Distributed Ledger Technologie	RWA	Risk Weighted Assets
EBITDA	Earnings Before Interest and Taxes and Depreciation and Amortisation	SIX	Swiss Stock Exchange
EIB	European Investment Bank	SLLP	Sustainability-Linked Loan Principles
EK	Eigenkapital	SME	Small- / Mid-Sized Enterprise
ESG	Environmental Social Governance	SMI	Swiss Market Index
ETF	Exchange Traded Fund	SMIM	Swiss Market Index Midcap
EU	Europäische Union	SNAT	Supranationale Institutionen
FER	Fachempfehlungen zur Rechnungslegung	SNB	Schweizerische Nationalbank
FK	Fremdkapital	SPAC	Special Purpose Acquisition Company
GAAP	Generally Accepted Accounting Principles	SPI	Swiss Performance Index
GBS	Green Bond Standard	SPIND	SPI ohne Dividenden
GV	Generalversammlung	TERP	Theoretischer Ex-Rights Preis
IC	Intercompany	Verz.	Verzinslich
ICMA	International Capital Market Association	VWAP	Volume Weighted Average Price
		WACC	Weighted Average Cost of Capital
		WTO	World Trading Organisation

## Abbildungsverzeichnis

Abbildung 1:	Gewichte der grössten drei Unternehmen am Gesamtindex .....	3
Abbildung 2:	Kursentwicklung (ohne Dividenden) der Aktienmärkte im Jahr 2020 .....	4
Abbildung 3:	Kursentwicklung (ohne Dividenden) des Schweizer Aktienmarktes im Jahr 2020 nach Branche .....	4
Abbildung 4:	Kursentwicklung (ohne Dividenden) der Aktienmärkte in den letzten fünf Jahren.....	5
Abbildung 5:	Kursentwicklung (ohne Dividenden) des Schweizer Aktienmarktes in den letzten fünf Jahren nach Branchen .....	6
Abbildung 6:	Ausschüttungsrendite Schweizer Hauptindizes .....	7
Abbildung 7:	Ausschüttungsrendite nach Branchen .....	8
Abbildung 8:	Gesamte Ausschüttungen im SPI über die letzten zehn Jahre (Dividenden und Aktienrückkäufe zwecks Vernichtung der Aktien) .....	9
Abbildung 9:	IPOs und Listings an der SIX Swiss Exchange über die Zeit nach Rendite am ersten Handelstag und der Kapitalaufnahme (Grössen der Blasen) .....	12
Abbildung 10:	Interaktive Abbildung Eigenkapitalquoten 2011 bis 2020 .....	12
Abbildung 11:	Kapitalerhöhungen im SPI inklusive Prämie und Erlös brutto (Grössen der Blasen) .....	15
Abbildung 12:	Öffentliche Übernahmeangebote nach Voranmeldungsdatum inklusive Prämien sowie Transaktionsgrössen (Grössen der Blasen) .....	18
Abbildung 13:	Bewertung Schweizer Aktienmarkt (ohne Finanzsektor) in den Jahren 2011 bis 2020.....	21
Abbildung 14:	Median rollierende Performance der SMI Titel für fünf und zehn Jahre von 2010 bis 2020.	22
Abbildung 15:	Median rollierende Performance der SMI Titel auf zehn Jahre nach Branche von 2010 bis 2020 .....	22
Abbildung 16:	Median der Eigenkapitalrenditen der SMI Titel der letzten zehn Jahre .....	23
Abbildung 17:	Median der Eigenkapitalrenditen der SMI Titel nach Branche der letzten zehn Jahre.....	24
Abbildung 18:	Streuung der Eigenkapitalrenditen der SMI Titel der letzten zehn Jahre .....	24
Abbildung 19:	Median der Marktkapitalisierungsrendite der SMI Titel der letzten zehn Jahre .....	25
Abbildung 20:	Median der Marktkapitalisierungsrendite der SMI Titel nach Branche der letzten zehn Jahre.....	25
Abbildung 21:	Streuung der Marktkapitalisierungsrendite der SMI Titel der letzten zehn Jahre.....	26
Abbildung 22:	Median der WACC-Werte gemäss Bloomberg der SMI Titel der letzten zehn Jahre .....	27
Abbildung 23:	Median der WACC-Werte gemäss Bloomberg der SMI Titel nach Branche der letzten zehn Jahre.....	27
Abbildung 24:	Streuung der WACC-Werte gemäss Bloomberg der SMI Titel der letzten zehn Jahre.....	28
Abbildung 25:	Unternehmen nach Branche im Jahr 2020 .....	33
Abbildung 26:	Anzahl Unternehmen im Beobachtungszeitraum.....	33
Abbildung 27:	Finanzierungsstruktur kotierter Unternehmen .....	34
Abbildung 28:	Finanzierungsstruktur (durchgehend) kotierter Unternehmen.....	35

Abbildung 29:	Eigenkapitalquoten 2011 bis 2020.....	36
Abbildung 30:	Ausschnitt interaktive Abbildung Eigenkapitalquoten.....	37
Abbildung 31:	Zinsentwicklung Schweiz über zehn Jahre .....	38
Abbildung 32:	Veränderung des verzinslichen Fremdkapitals über die letzten zehn Jahre .....	38
Abbildung 33:	Anteil der Gruppen am verzinslichen FK.....	39
Abbildung 34:	Entwicklung des verzinslichen Fremdkapitals in den Gruppen.....	40
Abbildung 35:	Eigenkapitalquoten nach Marktkapitalisierung per Ende 2020 .....	41
Abbildung 36:	Eigenkapitalquoten nach Marktkapitalisierung über die letzten zehn Jahre.....	41
Abbildung 37:	Zusammensetzung des verzinslichen Fremdkapitals nach Branche .....	42
Abbildung 38:	Eigenkapitalquoten per Ende 2020 nach Branche .....	43
Abbildung 39:	Entwicklung der Eigenkapitalquoten nach Branche über zehn Jahre .....	45
Abbildung 40:	Zusammensetzung der Finanzierung in der Chemie- & Rohstoff-Branche (2020: n=14).....	46
Abbildung 41:	Zusammensetzung der Finanzierung in der Branche Diskretionäre Verbrauchgüter (2020 n=12).....	47
Abbildung 42:	Aufteilung der Finanzierung im Gesundheitswesen (2020 n=28) .....	48
Abbildung 43:	Aufteilung der Finanzierung in der Immobilienbranche (2020 n=17).....	50
Abbildung 44:	Aufteilung der Finanzierung in der Industrie (2020 n=56).....	51
Abbildung 45:	Aufteilung Finanzierung in der IT-Branche (2020 n=13) .....	52
Abbildung 46:	Aufteilung Finanzierung in der Kommunikation-Branche (2020 n=7) .....	53
Abbildung 47:	Aufteilung Finanzierung in der Kommunikationsbranche exklusive Swisscom (2020 n=6) ...	54
Abbildung 48:	Aufteilung der Finanzierung in der Verbrauchsgüterbranche (2020 n=9) .....	55
Abbildung 49:	Aufteilung der Finanzierung in der Verbrauchsgüterbranche exklusive Nestlé (2020 n=8) ..	55
Abbildung 50:	Entwicklung Nettoverschuldung und Median des Nettoverschuldungsgrads über zehn Jahre.....	57
Abbildung 51:	Nettoverschuldungsgrad über die letzten zehn Jahre .....	58
Abbildung 52:	Nettoverschuldungsgrad per Ende 2020 nach Marktkapitalisierung .....	59
Abbildung 53:	Nettoverschuldungsgrad in den letzten zehn Jahren nach Marktkapitalisierung.....	59
Abbildung 54:	Auswertung Nettoverschuldungsgrad der Large-Caps im Jahr 2020 .....	60
Abbildung 55:	Fremdkapitalkosten im Jahr 2020 nach Branche.....	62
Abbildung 56:	Entwicklung der Fremdkapitalkosten nach Branche über zehn Jahre .....	63
Abbildung 57:	Entwicklung der Renditen der Anleihen der Schweizerischen Eidgenossenschaft .....	65
Abbildung 58:	Entwicklung des Anleihen-Volumens über die letzten zehn Jahre .....	66
Abbildung 59:	Anteile der Gruppen nach Marktkapitalisierung am Anleihen-Volumen.....	67
Abbildung 60:	Volumen ausstehender Anleihen der Large-Caps per Ende 2020.....	67
Abbildung 61:	Ausstehende Anleihen nach Branche über die letzten zehn Jahre .....	69
Abbildung 62:	Nettoemissionen in den letzten zehn Jahren .....	70
Abbildung 63:	Nettoemissionen nach Branchen.....	71
Abbildung 64:	Swapsread bei Lancierung der Anleihen.....	72
Abbildung 65:	Swapsread bei Lancierung der Anleihen nach Laufzeit.....	72

Abbildung 66:	Rendite bei Lancierung der Anleihen nach Laufzeit.....	73
Abbildung 67:	Globaler Green Bond-Markt .....	75
Abbildung 68:	Globaler Green Bond-Markt nach Risikoland .....	76
Abbildung 69:	Marktvolumen nach Währungen.....	77
Abbildung 70:	Green Bond Volumen im Markt Schweiz inkl. der totalen Emissionen.....	78
Abbildung 71:	Aufteilung des Volumens in die jeweiligen Sektoren per 30.06.21 .....	79
Abbildung 72:	Auswirkung der Änderung in IFRS 16 zur Bilanzierung von Leasingverbindlichkeiten.....	80
Abbildung 73:	Anteil der einzelnen Branchen am bilanzierten Leasingvolumen.....	81
Abbildung 74:	Anteil der kurz- und langfristigen Leasingverbindlichkeiten am bilanzierten Leasingvolumen .....	82
Abbildung 75:	Entwicklung der Kapitalstruktur in den Jahren 2018, 2019 und 2020 .....	83
Abbildung 76:	Entwicklung des verz. Fremdkapitals über drei Jahre.....	84
Abbildung 77:	Entwicklung des kfr. Fremdkapitals .....	84
Abbildung 78:	Entwicklung des lfr. Fremdkapitals .....	84
Abbildung 79:	Entwicklung des kfr. verz. FK.....	85
Abbildung 80:	Entwicklung des lfr. verz. FK .....	85
Abbildung 81:	Nettoemissionen nach Branche im Jahr 2020 .....	86
Abbildung 82:	Nettoemissionen nach Kapitalisierung in den Jahren 2018, 2019 und 2020 .....	87
Abbildung 83:	Arbeitsprozess .....	88
Abbildung 84:	Anzahl untersuchte Unternehmen und deren kumulierte Marktkapitalisierung per Ende 2020 .....	90
Abbildung 85:	Unternehmen in der Untersuchung per 2020 und ihre Zeit am SPI .....	93
Abbildung 86:	Global volume of sustainability-linked loans .....	100
Abbildung 87:	Genutzte Finanzierungsinstrumente in Abhängigkeit einer Zielkapitalstruktur auf Konzernebene .....	104
Abbildung 88:	Gründe für die Ausgestaltung der konzerninternen Finanzierungsstruktur .....	105
Abbildung 89:	Teilnehmer der empirischen Erhebung nach Umsatz.....	109
Abbildung 90:	Besicherung von dezentralen externen Finanzierungen in Abhängigkeit einer Zielkapitalstruktur auf Konzernebene .....	109
Abbildung 91:	Risiko / Volumen Matrix (in Anlehnung an Deloitte 2021) .....	112
Abbildung 92:	Neue Welt – DLT Gesetz .....	116
Abbildung 93:	Altersverteilung registrierter User auf der daura Plattform .....	117
Abbildung 94:	Marktwachstum und -volumina der verschiedenen Marktsegmente .....	119
Abbildung 95:	Schätzung Marktgrösse Private Debt Markt Schweiz (Birrer et al. 2019) .....	120

## Tabellenverzeichnis

Tabelle 1:	Aktienrückkäufe in der Schweiz in den Jahren 2015 bis 2020 .....	10
Tabelle 2:	IPO-Aktivität Schweiz .....	13
Tabelle 3:	Kapitalerhöhungen mit Bezugsrecht am Schweizer Kapitalmarkt in den letzten fünf Jahren .....	14
Tabelle 4:	Öffentliche Übernahmeangebote und Prämien in den Jahren 2016 bis 2020.....	17
Tabelle 5:	Gruppierung der Unternehmen nach Marktkapitalisierung .....	39
Tabelle 6:	Mediane der Nettoverschuldungsgrade in den Branchen über die letzten zehn Jahre.....	61
Tabelle 7:	Ausstehende Anleihen der sechs grössten Unternehmen per Ende 2020.....	68
Tabelle 8:	Ausländische Unternehmen in der Untersuchung.....	89
Tabelle 9:	Marktkapitalisierung der grössten Unternehmen nach Branche.....	91
Tabelle 10:	Ausgeschlossene Finanzunternehmen.....	92
Tabelle 11:	Kriterien für einen erhöhten Anteil von Intercompany Finanzierungen.....	103

# Anhang

## Anhang 1 – Extrahierte Daten aus Bloomberg für die Analyse der Fremdfinanzierung

Bezeichnung der Kennzahl	Bemerkung	Bloomberg Feld
IPO Jahr	Das Jahr in dem die Unternehmung an der Börse kotiert wurde. Weitere Bemerkungen folgen im Kapitel Bereinigung.	eqy_init_po_dt
Marktkapitalisierung		cur_mkt_cap
verz. Verschuldung langfristig		bs_lt_borrow
vez. Verschuldung kurzfristig		bs_st_borrow
kfr. FK	Total kfr. FK ink. verz. FK	bs_cur_liab
lfr. FK	Total kfr. FK inkl. verz. FK	non_cur_liab
lfr. FK (Immobilien)	Speziell notwendige Kennzahl aus Bloomberg für die Immobilien-Branche	ard_tot_noncurrent_liabilities
kfr. FK (Immobilien)	Speziell notwendige Kennzahl aus Bloomberg für die Immobilien-Branche	ard_total_current_liabilities
kfr. verz. FK (Immobilien)	Speziell notwendige Kennzahl aus Bloomberg für die Immobilien-Branche	ard_st_borrow
lfr. verz. FK (Immobilien)	Speziell notwendige Kennzahl aus Bloomberg für die Immobilien-Branche	ard_lt_debt
kfr. Leasingverbindlichkeiten		st_capitalized_lease_liabilities
lfr. Leasingverbindlichkeiten		lt_capitalized_lease_liabilities
Zinsaufwand	Zinsaufwand gem. Erfolgsrechnung	is_int_expense
Zinszahlungen p.a.	Bezahlte Zinsen gem. Cash Flow	cf_act_cash_paid_for_int_debt
Verschuldungsgrad		tot_debt_to_tot_eqy
WACC	WACC gemäss Bloomberg (Verschuldung zu aktuellen Marktkonditionen)	wacc
NetDebt	Nettoverschuldung gem. Bloomberg	net_debt
Total Eigenkapital		total_equity
Anzahl Anleihen		count(group(ticker()))
Volumen Anleihen		amt_outstanding(currency=CHF)
Volumen Hybride Anleihen		amt_outstanding(currency=CHF)
Durchschnittlicher Zinssatz	Total verzinsliches Kapital geteilt durch die bezahlten Zinsen.	cpn()
Zinszahlung p.a. Anleihen		is_net_interest_expense
Verschuldung über EBITDA		net_debt_to_ebitda
EBITDA		ebitda
Cashflow aus Erlöse / Rückzahlung von Krediten		proc_fr_repaymnts_bor_detailed
Bonität	Rating von S&P gem. Bloomberg	Rtg_sp_lt_lc_issuer_credit



## Anhang 2 – Auflistung Green Bonds Schweiz nach Branche

Finanzwesen								
ID	Deal-Stichtag	Emittent	Ticker	Kpn	Fälligkeit	Währungen	Deal-Grösse (CHF)	Bloomberg-ID
BQ183900 Corp	22.06.21	UBS AG/London	UBS	0.010	29.06.26	EUR	548'150'000	BQ1839001
BQ183972 Corp	22.06.21	UBS AG/London	UBS	0.150	29.06.28	CHF	250'000'000	BQ1839720
BP899548 Corp	02.06.21	Intershop Holding AG	ISHZ	0.300	29.06.26	CHF	100'000'000	BP8995485
BM447972 Corp	12.11.20	Helvetia Schweizerische Versicherungsgesellschaft AG	HELNSW	1.750	-	CHF	200'000'000	BM4479721
A0064731 Corp	21.06.17	Helvetia Environnement Groupe SA	HELENV	3.625	26.07.22	CHF	75'000'000	A00647310
BM015895 Corp	19.10.20	Zuercher Kantonalbank	ZKB	0.050	11.04.32	CHF	150'000'000	BM0158956
BK164629 Corp	19.06.20	Aargauische Kantonalbank	KBAARG	0.010	29.06.28	CHF	100'000'000	BK1646292
BJ418722 Corp	11.05.20	Credit Suisse AG/London	CS	0.450	19.05.25	EUR	525'775'000	BJ4187222
ZQ513693 Corp	07.11.19	Swiss Life Holding AG	SLHNVX	0.000	06.06.25	CHF	250'000'000	ZQ5136937
ZQ513802 Corp	07.11.19	Swiss Life Holding AG	SLHNVX	0.350	03.06.29	CHF	150'000'000	ZQ5138024
ZS563042 Corp	09.05.19	Zuercher Kantonalbank	ZKB	0.125	06.06.29	CHF	200'000'000	ZS5630422
AS303992 Corp	30.04.18	Zuercher Kantonalbank	ZKB	0.250	05.08.25	CHF	115'000'000	AS3039920
AS303992 Corp	19.04.18	Zuercher Kantonalbank	ZKB	0.250	05.08.25	CHF	210'000'000	AS3039920
<b>Total</b>							<b>2'873'925'000</b>	
Kantone								
ID	Deal-Stichtag	Emittent	Ticker	Kpn	Fälligkeit	Währungen	Deal-Grösse (CHF)	Bloomberg-ID
ZQ349030 Corp	29.10.19	Canton of Geneva Switzerland	GENEVA	0.000	26.05.28	CHF	175'000'000	ZQ3490302
ZQ349043 Corp	29.10.19	Canton of Geneva Switzerland	GENEVA	0.125	28.05.32	CHF	285'000'000	ZQ3490435
ZQ349088 Corp	29.10.19	Canton of Geneva Switzerland	GENEVA	0.300	28.11.39	CHF	200'000'000	ZQ3490880
AW899570 Corp	24.01.19	Canton of Basel-City	KTBS	0.000	22.02.23	CHF	100'380'000	AW8995705
AW899580 Corp	24.01.19	Canton of Basel-City	KTBS	0.500	22.02.34	CHF	100'000'000	AW8995804
AU354029 Corp	03.09.18	Canton of Basel-City	KTBS	0.000	24.09.25	CHF	230'885'000	AU3540294
AP954381 Corp	09.11.17	Canton of Geneva Switzerland	GENEVA	0.500	28.11.31	CHF	200'000'000	AP9543814
AP954384 Corp	09.11.17	Canton of Geneva Switzerland	GENEVA	0.250	29.11.27	CHF	420'000'000	AP9543848
<b>Total</b>							<b>1'711'265'000</b>	

Immobilien								
ID	Deal-Stichtag	Emittent	Ticker	Kpn	Fälligkeit	Währungen	Deal-Grösse (CHF)	Bloomberg-ID
BN453581 Corp	11.01.21	Swiss Prime Site Finance AG	SPNSW	0.375	02.11.28	CHF	300'000'000	BN4535819
BM780378 Corp	26.11.20	Swiss Prime Site Finance AG	SPNSW	0.650	18.12.29	CHF	300'000'000	BM7803786
ZR458876 Corp	04.09.19	Zug Estates Holding AG	ZUGNSW	0.100	10.02.25	CHF	100'000'000	ZR4588763
<b>Total</b>							<b>700'000'000</b>	

Kommunikation								
ID	Deal-Stichtag	Emittent	Ticker	Kpn	Fälligkeit	Währungen	Deal-Grösse (CHF)	Bloomberg-ID
BP384966 Corp	05.04.21	Swisscom AG	SCMNVX	0.250	18.05.33	CHF	100'000'000	BP3849661
BJ326534 Corp	05.06.20	Swisscom Finance BV	SCMNVX	0.375	14.11.28	EUR	526'450'000	BJ3265342
<b>Total</b>							<b>626'450'000</b>	

Versorgung								
ID	Deal-Stichtag	Emittent	Ticker	Kpn	Fälligkeit	Währungen	Deal-Grösse (CHF)	Bloomberg-ID
BN487079 Corp	12.01.21	Kraftwerke Oberhasli AG	KWOBER	0.125	21.02.31	CHF	100'000'000	BN4870794
BK542414 Corp	15.07.20	Axpo Holding AG	AXPOSW	1.002	23.07.27	CHF	133'000'000	BK5424142
AZ421948 Corp	01.07.19	BKW AG	BKWSW	0.250	29.07.27	CHF	200'000'000	AZ4219483
<b>Total</b>							<b>433'000'000</b>	

#### Hauptpartner



SCHWABE, LEY & GREINER



Helvetische Bank



#### Partner



#### Netzwerkpartner



#### Hochschule Luzern – Wirtschaft

Institut für Finanzdienstleitungen Zug

IFZ

Campus Zug-Rotkreuz

Suurstoffi 1

6343 Rotkreuz

[www.hslu.ch/ifz](http://www.hslu.ch/ifz)

ISBN-Nr. 978-3-906877-88-4