

Swiss Finance Institute Roundups

Unternehmensverschuldung – zu viel des Guten?

Editorial



Ende 2021 lag die globale Unternehmensverschuldung bei 100% des weltweiten BIP. Seitdem haben Krieg und das Wiederaufleben der Inflation der Weltwirtschaft stark zugesetzt. In diesem SFI Roundup erörtern Wissenschaftler und Branchenexperten, wie es derzeit um den Markt für Unternehmensschulden steht und wohin er sich entwickeln könnte. Wie berechtigt sind die häufig geäußerten Bedenken über hohe Unternehmensverschuldung? Schulden gibt es in vielen verschiedenen Formen und Varianten: Sind einige Arten von Unternehmensschulden ineffizient bepreist, und warum? Die Politik der Zentralbanken hat den Schuldenmarkt lange Zeit verzerrt: Können solche Verzerrungen korrigiert werden? Ist das Kohlenstoffrisiko angemessen bepreist? Und wird die Finanztechnologie die Kreditaufnahme von Unternehmen revolutionieren?

Wir wünschen Ihnen eine unterhaltsame Lektüre.



Prof. François Degeorge
Managing Director

Autoren

**Lorenzo Bretscher**

Lorenzo Bretscher ist SFI-Fakultätsmitglied und Assistenzprofessor für Finance an der Universität Lausanne. Zuvor lehrte er an der London Business School. Vor seinem Doktoratsstudium arbeitete er als Analyst bei der Credit Suisse. Seine Forschung konzentriert sich auf Finanzmärkte und Markteffizienz. Er hat einen Dokortitel in Finanz- und Wirtschaftswissenschaften von der London School of Economics.

**Erwan Morellec**

Erwan Morellec ist SFI Senior Chair und Professor für Finance an der Ecole Polytechnique Fédérale de Lausanne. Zuvor lehrte er an der University of Rochester und an der Universität Lausanne. Seine Forschungsschwerpunkte sind Kapitalstrukturentscheidungen, Realoptionen, Risikomanagement, Liquiditätsmanagement und Kreditrisiko. Er hat an der HEC Paris in Finanzwissenschaften promoviert.

**Virginie Fauveau**

Virginie Fauveau ist Leiterin der Corporate Division der Banque Cantonale de Genève (BCGE) und verfügt über mehr als 20 Jahre Erfahrung im Bank- und Finanzwesen. Bevor sie zur BCGE wechselte, war sie mehr als ein Jahrzehnt als Managing Director bei Capital Transmission, einer privaten Kredit- und Beteiligungsgesellschaft, tätig. Sie hat einen MSc in Financial Engineering der ESLCA Business School, Paris.

**Steven Ongena**

Steven Ongena ist SFI-Senior Chair und Professor für Bankwesen an der Universität Zürich. Er hat zahlreiche Auszeichnungen für seine Forschung erhalten und ist als Forschungsberater für mehrere europäische Zentralbanken tätig. Seine Forschungsschwerpunkte sind empirische Finanzintermediation und angewandte Finanzökonometrie. Er hat an der Universität von Oregon in Volkswirtschaftslehre promoviert.

**Frederick Mellors**

Frederick Mellors ist Co-Head of Cross Asset and Head of Fixed Income Strategies at UBS's Chief Investment Office of Wealth Management. In den letzten 20 Jahren hat er sich dem Portfoliomanagement im festverzinslichen Bereich und der Analyse globaler Märkte gewidmet. Bevor er vor 15 Jahren zur UBS wechselte, arbeitete er in Australien für Principal Global Investors, ANZ und Citi. Er hat einen BSc in Actuarial Science und einen BSc in Commerce, beide von der Australian National University.

**Daniel Rupli**

Daniel Rupli ist Head of Single Security Research (Equity & Credit) bei der Credit Suisse. In seiner fast 30-jährigen Karriere war er in verschiedenen Positionen als Kreditanalyst tätig und hat die Kauf- und Verkaufsseite des globalen Kreditresearch für Schweizer Unternehmen und institutionelle Kunden in der Schweiz massgeblich gestaltet. Er ist eidgenössisch-diplomierter Bankfachexperte (Hochschule Luzern – Wirtschaft).

Unternehmensverschuldung – zu viel des Guten?

Warum nehmen Unternehmen Fremdkapital auf, und was sagen die neuesten Zahlen?

► **E. Morellec:** Unternehmen verschulden sich, um sich Kapital zur Finanzierung eines bestimmten Projekts zu verschaffen oder um bestehende Kredite zu refinanzieren. Die lange Phase niedriger Zinssätze hat jedoch viele Unternehmen dazu veranlasst, von dieser traditionellen Denkweise abzurücken. Oft unter dem Druck aktivistischer Investoren haben sie Schulden aufgenommen, um Aktienrückkäufe durchzuführen und sogar um Dividenden auszuschütten. Die Verschuldung der Unternehmen ist im Laufe der Jahre sowohl relativ als auch absolut erheblich gestiegen, und die niedrigen Zinssätze sind eindeutig ein wichtiger Grund für diesen Anstieg. Gleichzeitig haben sich die Spreads nur geringfügig verändert und die Gesamtduration ist stabil geblieben, obwohl sich die Verteilung der Anleihen-Ratings dramatisch verschoben hat. Das Hauptrisiko der heutigen Unternehmensverschuldung besteht meines Erachtens darin, wie sich die derzeitigen inflationsbedingten Zinserhöhungen auf Unternehmen auswirken werden.

Was sind die wichtigsten Arten von Unternehmensschulden?

► **F. Mellors:** Der Hauptunterschied besteht darin, ob es sich bei den Schulden um Anleihen oder Kredite handelt. Anleihen werden in der Regel auf den Finanzmärkten begeben, gekauft und verkauft, während Kredite von Banken begeben werden und dann auf Kapitalmärkten weiterverkauft werden können. Die nächste Unterscheidung besteht darin, ob die Schulden durch Sicherheiten abgesichert sind oder nicht. Ein umfangreicher Fachjargon – vorrangige, nachrangige, Mezzanine, wandelbare, festverzinsliche,

variabel verzinsliche und unbefristete Schuldtitel – definiert die Besonderheiten jeder einzelnen Art von Schuldtiteln, die es gibt. Doch hinter all dieser Taxonomie steht die universelle Regel, dass risikoreichere Schuldtitel höhere Zinsen zahlen sollten.

► **V. Fauveau:** Es gibt einen deutlichen Unterschied zwischen den USA und Europa, was die Nutzung von Anleihen und Krediten betrifft. Das Glass-Steagall-Gesetz von 1933 erzwang eine Trennung der Investmentbanken der Wall Street von den Geschäftsbanken der Main Street und verursachte einen Bruch im Kontinuum der US-Bankdienstleistungen, den der Anleihemarkt ausglich. Das Erbe dieses Gesetzes ist noch heute sichtbar, da US-Unternehmen sich im Wesentlichen durch Anleihen finanzieren (ca. 90%), während ihre europäischen Pendanten sich im Wesentlichen durch Bankkredite finanzieren (ca. 70%).

Wie steht die Schweiz im Vergleich zu anderen Ländern in Bezug auf die Unternehmensverschuldung da?

► **F. Mellors:** Jüngste Daten der Bank für Internationalen Zahlungsausgleich zeigen, dass die weltweite Verschuldung von Nicht-Finanzunternehmen im dritten Quartal 2021 einen Höchststand von 86 Billionen USD oder rund 100 Prozent des weltweiten BIP erreichte. In der Schweiz lag derselbe Wert bei fast 145 Prozent. Dieser überdurchschnittlich hohe Prozentsatz ist darauf zurückzuführen, dass drei der zehn grössten börsennotierten Unternehmen Europas ihren Sitz in der Schweiz haben und dass in der Schweiz mehrere grosse globale Rohstoffhandelshäuser ansässig sind, die ihre Geschäfte aktiv über Fremdkapitalmärkte finanzieren.



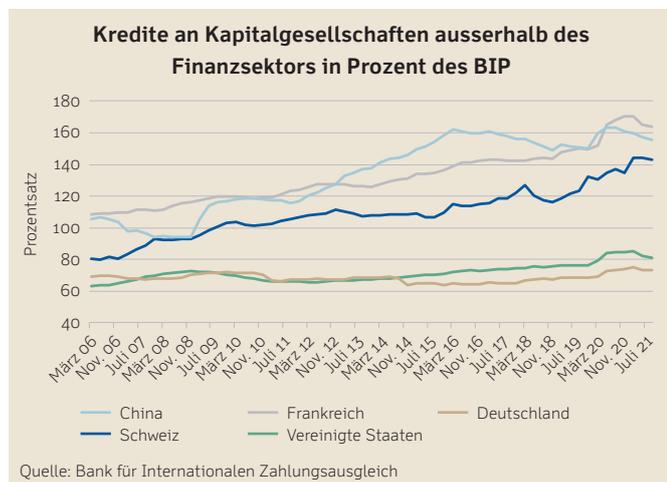
► **V. Fauveau:** Die Zahlen zeigen, dass der Verschuldungsgrad Schweizer Unternehmen im internationalen Vergleich noch immer im Mittelfeld liegt. Die USA und Deutschland liegen deutlich unter dem Schweizer Wert, Frankreich und China etwas darüber. Die Zahlen für die Schweiz zeigen, dass ein beträchtlicher Teil der Verschuldung mit der Finanzierung von Immobilien zusammenhängt und dass bei den kleinen und mittleren Unternehmen (KMU) ein beträchtlicher Teil der Verschuldung von den privaten Haushalten finanziert wird, die auch Eigentümer des Unternehmens sind. Die Zahlen zur Verschuldung sind jedoch nur ein Teil des Gesamtbildes. Es ist ebenfalls wichtig, den Wert und die Rentabilität der mit Schulden finanzierten Vermögenswerte zu bestimmen.

► **D. Rupli:** Der Schweizer Finanzmarkt ist ein ziemlich ungewöhnlicher Markt, was Unternehmensanleihen betrifft. Damit eine Anleihe in den Swiss Bond Index aufgenommen wird, muss ihr Emissionsvolumen mindestens 100 Mio. CHF betragen, und die Anleihe muss ein Investment-Grade-Niveau aufweisen. Dies macht die Schweiz zu einem attraktiven Markt für die Emission einer relativ kleinen Anleihe für jedes Unternehmen – egal ob inländisch oder international. Ausserdem können inländische Unternehmen ihr Rating direkt von einer Schweizer Bank erhalten, und müssen nicht auf eine internationale Rating-Agentur zurückgreifen. Diese Faktoren machen den lokalen Schweizer Markt effizient und pragmatisch für Unternehmen, die sich finanzieren müssen, und ermöglichen es Anlegern, in einen liquiden und gut diversifizierten Index zu investieren.

Wer sind die wichtigsten Akteure auf dem heutigen Markt für Unternehmensanleihen?

► **D. Rupli:** Die Haupteigentümer von Unternehmensanleihen sind institutionelle Anleger, und die wichtigsten Emittenten sind Finanzinstitute sowie Industrie- und Versorgungsunternehmen. Wenn Unternehmen das Investment-Grade-Niveau erreichen, können sie auf Finanzmärkten sehr aktiv werden und grosse Mengen an Kapital zu attraktiven Bedingungen aufnehmen. Allerdings ist der Anleihemarkt in der Regel weit weniger aktiv als der Aktienmarkt. Auf dem Anleihemarkt selbst gibt es weitere Nuancen bezüglich der Handelsaktivität. Im Investment-Grade-Bereich herrschen "buy-and-hold" Strategien vor, während in den risikoreicheren und volatileren Bereichen aktiver gehandelt wird.

► **L. Bretscher:** Marktdaten zeigen, dass der Markt für Unternehmensanleihen in den USA heute von institutionellen Anlegern wie Versicherungsgesellschaften dominiert wird, aber sie zeigen auch, dass sich diese Situation ändert. Auf Versicherungsgesellschaften entfallen derzeit 40% des Marktes für Unternehmensanleihen, auf Investmentfonds weitere 20% und auf private Haushalte und Pensionsfonds jeweils weitere 10%. Der Rest wird von börsengehandelten Fonds (Exchange-Traded-Funds – ETFs), Zentralbanken und ausländischen Anlegern gehalten. Bemerkenswert ist, dass Investmentfonds vor der globalen Finanzkrise von 2007-2008 lediglich 5% des Marktes ausmachten. Ihre zunehmende Bedeutung wirkt sich auch auf die Merkmale der von Anlegern gesuchten typischen Unternehmensanleihe aus. Während nämlich Versicherungsgesellschaften in der Regel in eher illiquide, langfristige Investment-Grade-Anleihen investieren, bevorzugen Investmentfonds liquide, kurzfristige Hochzinsanleihen.



Wie der Schuldenmarkt funktioniert

Wie wirkt sich Unsicherheit auf Kreditspreads und Investitionen aus?

► **F. Mellors:** Unsicherheit ist ein weitgefasster Begriff. Sie fällt in der Regel unter den Oberbegriff der Risikoprämien, die sich in Liquiditätsprämien, Kreditprämien, Inflationsprämien oder Laufzeitprämien unterteilen lassen, um nur einige zu nennen. Wenn die Unsicherheit steigt, steigen auch die Risikoprämien. Wenn die Unsicherheit aufgrund von schlechten makroökonomischen Aussichten hoch ist, ist die Risikoprämie höher. In einem solchen Szenario steigen die Ausfallrisiken, und Anleger verlangen eine höhere Entschädigung für die Übernahme von Kreditrisiken.

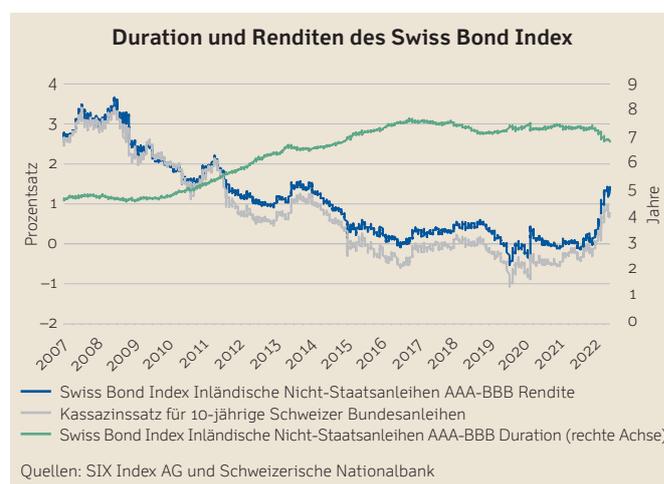
► **L. Bretscher:** Die Daten bestätigen eindeutig, dass Unsicherheit über die Entwicklung der Zinssätze Investitionen dämpft und sich somit negativ auf die Realwirtschaft auswirkt. Bei sorgfältiger Betrachtung lässt sich dieser Effekt wie folgt erklären. KMU finanzieren sich in der Regel über Kredite, die auf variablen Zinssätzen basieren, und können sich in der Regel nicht in vollem Umfang gegen Zinsänderungen – und insbesondere gegen Zinserhöhungen – absichern. Ein Anstieg der Schuldzinsen verringert die Attraktivität von Investitionen, die einen relativ niedrigen internen Zinsfuß aufweisen. Diese negativen Auswirkungen sind bei KMU mit geringem finanziellem Spielraum noch ausgeprägter.

Was bestimmt die Leitzinsen der Zentralbanken und die Kreditzinsen?

► **S. Ongena:** Die Leitzinsen der Zentralbanken hängen von dem allgemeinen makroökonomischen Umfeld, d. h. des Wachstums des BIP, der Arbeitslosigkeit und der Inflation ab, und bestimmen den allgemeinen Rahmen für kurzfristige Investitionen. Die Zentralbankpolitik der übermässigen quantitativen Lockerung, die seit fast 15 Jahren stattfindet, hat jedoch möglicherweise diese Mechanismen verwässert und die Kluft zwischen der Realität und dem verwendeten theoretischen Instrumentarium vergrössert.

► **V. Fauveau:** Wenn wir die Treiber der Kreditzinsen verstehen möchten, müssen wir zusätzlich zu den Leitzinsen der Zentralbank eine Reihe von Variablen berücksichtigen, wie z. B. das Risiko-, Liquiditäts-, Laufzeit- und Durationsprofil des kreditnehmenden Unternehmens. Das Gesamtangebot und die Gesamtnachfrage nach Kapital auf den Finanzmärkten sowie der Refinanzierungssatz jedes einzelnen Finanzinstituts haben ebenfalls einen Einfluss.

► **D. Rupli:** Das aktuelle Zinsumfeld hat die Duration im Swiss Bond Index deutlich verändert. Schweizer Unternehmen haben sich zu einem niedrigeren Zinssatz refinanziert und sich gleichzeitig längere Laufzeiten gesichert, was den Anlegern positive Renditen bescherte.



Wie wirken sich Änderungen der Zinssätze im Ausland auf die inländischen Zinssätze aus?

► **F. Mellors:** Theoretisch sollten sich Änderungen der ausländischen Zinssätze in den inländischen Zinssätzen und Wechselkursen widerspiegeln. Dies wird als Zinsparität bezeichnet und besagt, dass die Zinsdifferenz zwischen zwei Ländern gleich der Differenz zwischen den Termin- und Kassakursen für Devisen (FX) ist. Es sollte keine Arbitrage geben, wenn man im Ausland einen höheren Zinssatz als im Inland erhält, da die Devisenmärkte diese Differenz ausgleichen. In der Praxis hält die Theorie nicht immer, da sich Zinssätze und Devisenmärkte auf der Grundlage sich ändernder Erwartungen ständig bewegen und das Angebot und die Nachfrage nach einer bestimmten Währung eine so genannte Cross-Currency-Basis schaffen, die diese Dynamik widerspiegelt.

► **E. Morellec:** Wenn wir uns auf die Schweiz konzentrieren, sehen wir, dass der Leitzins der Schweizerischen Nationalbank (SNB) weitgehend vom Leitzins der Europäischen Zentralbank (EZB) beeinflusst wird. Um die Attraktivität des CHF gegenüber dem EUR zu verringern, war die SNB gezwungen, ihren Zinssatz deutlich in den negativen Bereich abzusenken. Es wird spannend werden, wie sich die Inflation im Euroraum auf die EZB-Leitzinsen auswirkt und diese wiederum auf den SNB-Zinssatz. Hier gibt es ein Dilemma,

denn einige europäische Regierungen, wie z. B. Frankreich und Italien, haben sich stark verschuldet und damit ihre Schulden im Verhältnis zum BIP deutlich erhöht. Diese Länder sind eher gegen eine starke Erhöhung der Zinssätze und möchten eine gewisse Inflation beibehalten, da diese ihren hohen Schuldenstand reduzieren wird. Dies würde jedoch zu erheblichen Verzerrungen zwischen Sparern und Schuldnern führen, sowohl in der Vergangenheit als auch in der Gegenwart, und die Kaufkraft der Verbraucher, insbesondere der Rentner und der einkommensschwachen Schichten, verringern. Es ist zu erwarten, dass in den nächsten Monaten heftige Debatten über die geldpolitischen Entscheidungen der EZB geführt werden. Es ist auch absehbar, dass Zinserhöhungen Auswirkungen auf den Aktienmarkt und Immobilienpreise haben.

V. Fauveau: Es gibt Möglichkeiten zur internationalen Zinsarbitrage bei Krediten. Grossunternehmen nutzen auf der Suche nach niedrigen Kreditzinsen häufig ihr breites Netzwerk von Finanzierungseinrichtungen. Ob sich dies jedoch auf die Zinssätze für lokale Unternehmen auswirkt, bleibt eine eher offene Frage.



Warum sollte sich ein Unternehmen mit Fremdkapital statt mit Eigenkapital finanzieren?

L. Bretscher: Unternehmen wägen die Kosten für Eigenkapital gegen die Kosten für Fremdkapital ab. Während Zinszahlungen als Kosten der Geschäftstätigkeit gelten und daher steuerlich absetzbar sind, sind Dividenden steuerpflichtig, da sie als Gewinn für Unternehmenseigentümer gelten. Natürlich ist die Besteuerung nur einer von vielen wichtigen Aspekten dieser Abwägung. Überlegungen zur Corporate Control und die Belange der Stakeholder spielen beispielsweise auch eine wichtige Rolle.

D. Rupli: Das jüngste Umfeld der Verschuldung "umsonst" hat dazu geführt, dass immer mehr Schulden aufgenommen und immer weniger Eigenkapital ausgegeben wurden, was mit einer Verschiebung innerhalb des Investment-Grade-Bereichs des Schuldenmarktes einherging. Früher strebten Unternehmen ein AAA-Rating an, heute streben sie nur noch eine Einstufung im Investment-Grade-Bereich an. Dieses neue Umfeld schafft eine Win-Win-Situation. Anleger sehen sich mit immer noch niedrigen Ausfallraten konfrontiert, und Unternehmen verfügen über eine wesentlich grössere Bilanzflexibilität, wenn sie sich im unteren Bereich der mittleren Ratingstufen bewegen und nicht im höchsten. Unternehmen sollten aber insbesondere bei grösseren fremdfinanzierten Akquisitionen und bei schwächeren Kreditratings vorsichtig sein, da schwieriger werdende wirtschaftliche Rahmenbedingungen diese beiden Bereiche sehr schnell auf die Probe stellen könnten.

E. Morellec: Marktfraktionen sind allgegenwärtig. Die Tatsache, dass Schuldzinsen steuerlich absetzbar sind, ist nicht der einzige Grund für ein Unternehmen, Kredite aufzunehmen. Ein weiterer Grund ist, dass die Kosten für die Emission von Fremdkapital nur einen Bruchteil der Kosten für die Emission von Eigenkapital betragen. Die Verschuldung hat jedoch auch Nachteile, denn sie setzt die Unternehmen einem Ausfallrisiko aus und ist häufig mit Auflagen verbunden, die die Freiheit des Kreditnehmers einschränken. Bei der Entscheidung zwischen Eigen- und Fremdfinanzierung müssen Unternehmen sowohl die Vorhersehbarkeit ihrer Cashflows bewerten als auch einbeziehen, ob sie Sachanlagevermögen oder immaterielle Vermögenswerte mit dem Kredit finanzieren.

Gibt es eine Möglichkeit, den optimalen Verschuldungsgrad eines Unternehmens zu bestimmen?

► **S. Ongena:** Theoretisch ist es möglich, den optimalen Verschuldungsgrad eines Unternehmens zu bestimmen, ausgehend von Modiglianis und Millers Kapitalstrukturmodell von 1958. In der Praxis ist es jedoch schwer, die optimale Mischung von Fremd- und Eigenkapital für ein reales Unternehmen zu bestimmen. Das Modell von Modigliani und Miller berücksichtigt nicht, dass Fremdkapitalzinsen in der Regel steuerlich absetzbar sind, und auch das Vorhandensein von Informationsasymmetrien und die Überlebenswahrscheinlichkeit des Unternehmens werden nicht modelliert.

Unternehmensanleihen können sowohl auf öffentlichen als auch auf privaten Märkten ausgegeben und gehandelt werden. Was sind die Vor- und Nachteile der einzelnen Märkte?

► **E. Morellec:** Der Anleihemarkt verschafft einem Unternehmen Zugang zu einem sehr breiten Spektrum von Anlegern, die grosse Summen investieren können. Der Anleihemarkt ist eine

praktische Lösung, wenn es um die Beschaffung grosser Geldbeträge geht. Darlehen sind naturgemäss kleiner als Anleihen. Insbesondere für KMUs haben Darlehen als Lösung für die Kapitalbeschaffung den Vorteil, dass sie schneller zu beschaffen und massgeschneidert sind.

► **F. Mellors:** Auf dem Markt für private Schuldtitel ("Private Debt") herrscht derzeit eine rege Aktivität. Es handelt sich um einen Nebeneffekt der anhaltenden Suche nach stabilen hohen Renditen. Private Schuldtitel sind in der Regel besichert und werden von KMU ausgegeben. In Anbetracht der geringeren Grösse dieser Unternehmen und der Tatsache, dass sie häufig in zyklischen Branchen tätig sind, können Gläubiger oft günstige Kreditvereinbarungsklauseln oder Kreditbedingungen aushandeln und möglicherweise sogar die strategische Ausrichtung des Unternehmens beeinflussen. Der Nachteil ist, dass private Schuldtitel weniger liquide sind als öffentliche Schuldtitel. Anleger müssen abwägen, wo sie sich zwischen Rendite und Liquidität positionieren wollen.



Was wir über den heutigen Markt für Unternehmensanleihen wissen

Die Unternehmensverschuldung ist so hoch wie nie zuvor. Welches Gesamtrisiko birgt dieser enorme Schuldenüberhang für die Wirtschaft?

► **V. Fauveau:** Niedrige und negative Zinssätze haben Unternehmen eindeutig dazu veranlasst, ihre Bilanzen aufzublähen und erhebliche Kredite aufzunehmen. Dieser Anstieg der Verschuldung führt jedoch nicht nur zu einem Anstieg auf der Passivseite der Unternehmensbilanz, sondern auch zu einem Anstieg auf der Aktivseite. Meine Hauptsorge gilt daher der Frage, wie sich eine Zinsänderung auf die Bewertung der Aktiva auswirkt und ob das Eigenkapital der Unternehmen eine mögliche Abwertung der Aktiva auffangen kann. Man sollte auch genau beobachten, wie sich eine Refinanzierung der langfristigen Schulden zu höheren Zinssätzen auf die Cashflows der Unternehmen auswirkt.

► **S. Ongena:** Die hohe Verschuldung von Unternehmen, privaten Haushalten und Staaten gibt berechtigten Anlass zur Sorge. Die anhaltende Inflation und der Anstieg der Zinssätze werden zu Verwerfungen auf dem Markt für Unternehmensschulden führen. Basierend auf einer Analyse verschiedener Möglichkeiten des Schuldenabbaus ist zu erwarten, dass wahrscheinlich die Kreditaufnahme für diejenigen Unternehmen erschwert wird, die schon unter den derzeitigen Bedingungen kaum in der Lage sind profitabel zu arbeiten und die keinen Kapitalpuffer zur Verfügung haben.

► **D. Rupli:** Aus allgemeiner Sicht ist der Schuldenüberhang kein Problem, solange Unternehmen ihr Anleihen-Rating konstant halten können. Meine Sorge gilt den Unternehmen, die ihre Bilanzen nicht rasch anpassen können. Diese Firmen könnten zu gross sein, um eine Refinanzierung zu stemmen, sobald sie aus dem Investment-Grade-Bereich in den Hochzinzbereich abgestuft werden. Viele Telekommunikations- und Versorgungsunternehmen zum Beispiel stehen kurz davor, ihr Investment-Grade Rating zu verlieren. Aber solche herabgestuften Unternehmen könnten auch zu Investitionsgelegenheiten werden.

Was bewerten Kreditratings, und wie zuverlässig sind sie?

► **V. Fauveau:** Kreditratings sind ein statistisches Modell zur Schätzung der Wahrscheinlichkeit, dass ein Unternehmen seine Schulden nicht begleichen kann. Für die Berechnung eines genauen Kreditratings ist das Kriterium der Tätigkeit in einem "durchschnittlichen" Umfeld erforderlich. Das Problem besteht darin, dass selbst die grössten internationalen Investmentbanken, die Zugang

zu einer grossen Anzahl an Schuldnern haben, dieses Kriterium nur annähernd erfüllen können. Trotz dieses Vorbehalts hat sich die Qualität der Kreditratings im Laufe der Zeit erheblich verbessert. Die Verschiebung in der Verteilung der Ratings macht das Umfeld unter dem Gesichtspunkt der Risiko-Ertrags-Abwägung wesentlich attraktiver.

► **L. Bretscher:** Es gibt nach wie vor Kritik daran, wie gut Kreditratings das tatsächliche zugrundeliegende Kreditrisiko abbilden. Nach der globalen Finanzkrise von 2007-2008 sind die Rating-Agenturen bei der Vergabe von sehr hohen Ratings vorsichtiger geworden. Allerdings hat sich der Schwerpunkt des Geschehens vom oberen Ende der Ratingskala (AAA) zur Investment-Grade-Schwelle verschoben. Eine Anleihe, die nur knapp über der Investment-Grade-Schwelle liegt, ist für verschiedene institutionelle Anleger attraktiv. Innerhalb der Investment-Grade Rating Anlageklasse können mit einer solchen Anleihe beispielsweise Versicherungsgesellschaften die Rendite pro Einheit risikobasierten Kapitals maximieren, oder Pensionsfonds können das Risiko und damit die erwartete Rendite maximieren. Eine Alternative zum Kreditrating in seiner heutigen Form wäre vielleicht, sich mehr auf Marktdaten wie Preise zu stützen, die die Ansichten der Marktteilnehmer aggregieren.

► **D. Rupli:** Metriken jeglicher Art zu kritisieren, ist immer einfach, da natürlich Fehler auftreten können. Skeptiker müssen jedoch die Möglichkeit eines umgekehrten Kausalzusammenhangs – das Henne-Ei-Problem – anerkennen. Herabstufungen von Kreditratings haben negative Auswirkungen auf Marktpreise, was wiederum zur Rechtfertigung der Herabstufung dienen könnte. Anleger sollten sich ihre eigene Meinung bilden, je nachdem, in welche Unternehmen sie investieren wollen und welche Risikobereitschaft sie haben.

Warum sollte ein Unternehmen Anleihen ausgeben, anstatt einen Bankkredit aufzunehmen?

► **D. Rupli:** Anleihen unterliegen einer viel kritischeren öffentlichen Kontrolle. Erstemittenten durchlaufen in der Regel eine steile Lernkurve. Sie müssen Geschäftsabschlüsse offenlegen und einen intensiveren Austausch mit ihren Banken beginnen. Die Emission von Anleihen macht das Unternehmen aber auch unabhängiger von Banken. Schweizer Immobilienunternehmen erhalten zum Beispiel unglaublich attraktive Zinssätze – bis vor kurzem fast null Prozent – für eine vorrangige unbesicherte Anleihe, was in etwa dem entspricht, was eine Bank für eine besicherte Hypothek verlangen würde.

Wie effizient sind die Prüfung und Überwachung von Unternehmen durch Banken?

► **F. Mellors:** Banken haben oft Zugang zu mehr Unternehmensinformationen, als Anlegern öffentlich zugänglich sind, und haben daher einen tieferen Einblick in das Unternehmen als Ganzes. Ausserdem erstreckt sich die Kredittätigkeit einer Bank oft auf ganze Branchen oder grosse Teile des Privathaushaltsektors, so dass sie Anzeichen von Stress oder Ueberfluss oft aus erster Hand erkennen kann. Obwohl diese Einblicke der Bank einen First-Mover-Vorteil verschaffen könnten, ist ihre Flexibilität angesichts des Umfangs und der Konzentration der Bilanzrisiken potentiell eingeschränkt. Oft ist es für die Bank von Vorteil, mit ihren Kreditnehmern zusammenzuarbeiten, anstatt zu versuchen, Risiken an die Kapitalmärkte abzugeben.

► **E. Morellec:** Die Banken leisten sehr gute Arbeit bei der Kreditprüfung von Unternehmen, insbesondere wenn man berücksichtigt, dass viele Unternehmenskredite und Unternehmen kein externes Rating erhalten. Externe Informationen, wie Ratingdienste und der Zugang zu Daten und Netzwerken Dritter, können jedoch den Unterschied zwischen der Finanzierung eines guten und eines schlechten Unternehmens ausmachen. Insgesamt müssen Banken bei Marktversagen im Zusammenhang mit kollektiver übermässiger Belehnung und Notverkäufen vorsichtig sein.

Und wie wichtig sind Sicherheiten auf dem Markt für Unternehmensanleihen?

► **S. Ongena:** Untersuchungen zeigen, dass es auf dem Markt ein Ungleichgewicht gibt: Von Kunden mit erstklassiger Bonität werden in der Regel keine nennenswerten Sicherheiten verlangt und sie erhalten niedrigere Zinssätze, während risikoreiche Kunden erhebliche Sicherheiten beibringen und höhere Zinssätze zahlen müssen. Die Daten zeigen aber auch, dass Banken ihre Anforderungen an Sicherheiten rasch senken, je länger die Kundenbeziehung andauert. Ein solcher Trend wirft die Frage auf, wie Banken Kreditrisiken zwischen und unter ihren Kunden verringern.

► **D. Rupli:** Sicherheiten spielen natürlich eine wichtige Rolle bei der Finanzierung von Schulden. Was der Markt jedoch nicht immer sieht, ist das Ausmass, in dem sich die Banken absichern können. Sie schichten die von ihnen finanzierten Kredite um und verkaufen sie in Form von verzinslichen Wertpapieren an private Anleger weiter. Wenn eine Bank einem Unternehmen einen beträchtlichen Kredit gewährt, verbleibt dieser Kredit nicht immer in der Bilanz der Bank. Die Verbriefung ist auch heute noch weit verbreitet.

► **V. Fauveau:** Sicherheiten reichen von IT-Material über Produktionsanlagen bis hin zu Immobilien. Da sie so heterogen sind, ist ihr Marktwert immer etwas willkürlich und wird vom wirtschaftlichen Erfolg beeinflusst. Wenn sich ein Unternehmen in einer schwierigen Situation befindet, ist die Erfolgsbilanz des Unternehmens und die Beziehung der Bank zu den Eigentümern und Managern des Unternehmens, eine wichtige Hintergrundvariable.

Wie effizient sind Kapital- und Liquiditätspuffer bei der Steuerung des Marktes für Unternehmensschulden?

► **S. Ongena:** Es ist schwierig, alle Effekte, die hier im Spiel sind, zu entflechten. Meines Erachtens haben sich die Massnahmen, die vor der Pandemie eingeführt wurden, gut bewährt. Ich glaube auch, dass die verschiedenen Initiativen der Zentralbanken im Jahr 2020 eher ein Signal waren, um den Markt zu beruhigen, als eine Intervention an sich. Jetzt müssen diese Puffer schnell wieder aufgefüllt werden.

Wie wirkt sich der Konkurs eines Unternehmens auf die Wirtschaft aus? Hat er Auswirkungen auf Banken und andere Unternehmen?

► **V. Fauveau:** Im Falle eines einzelnen Unternehmens halten sich die Auswirkungen eines Konkurses weitgehend in Grenzen, da Banken in der Regel über ein diversifiziertes Kreditportfolio verfügen. Bei grösseren makroökonomischen Schocks muss die Antwort auf die Frage jedoch differenzierter ausfallen. So hatte beispielsweise die Schliessung von Restaurants in der Anfangsphase der Pandemie praktisch keine Auswirkungen auf Bankbilanzen, da Restaurants nur selten auf Kredite angewiesen sind. Hotels hingegen sind durch Hypotheken stark fremdfinanziert. Bei ihnen müssen die Banken vorsichtiger sein.

► **E. Morellec:** Unternehmen und Kreditgeber müssen sich ihres Risikos gegenüber ihren Kunden und Kreditnehmern bewusst sein, da der Anstieg der Gesamtverschuldung solche Ausfälle umso schmerzhafter macht. Dieser Trend wird zunehmend Anlass zur Sorge geben, da Kredite und Anleihen fällig werden und zu höheren Marktkonditionen refinanziert werden müssen. Da Kredite in der Regel variabel verzinst werden und Anleihen in der Regel festverzinsliche Verträge sind, werden sich Insolvenzen ungleichmässig entwickeln.

Wie hat sich die durch die COVID-19-Pandemie ausgelöste Fiskal- und Geldpolitik auf die Finanzmärkte ausgewirkt?

► **L. Bretscher:** Die Ankündigung der US-Notenbank im März 2020, Unternehmensanleihen entweder auf dem Primär- oder Sekundärmarkt zu kaufen, hat sicherlich dazu beigetragen, Renditeschwankungen auf dem Markt für Unternehmensanleihen zu begrenzen. Interessanterweise zeigen die ex-post-Daten, dass die Preise vor allem auf die Ankündigung dieser Massnahmen reagierten und nicht auf die tatsächlich von der Federal Reserve gekauften Anleihen.

► **F. Mellors:** Regierungen und andere Entscheidungsträger werden heute dafür kritisiert, dass sie während der Pandemie zu viel Konjunkturstimulus resp. Finanzierung bereitgestellt haben. Diese Mittel führen nun zu erheblichen Inflationsraten, da die Nachfrage wieder anzieht und die Lieferketten Mühe haben, diese zu befriedigen. Im Nachhinein weiss man es immer besser. Ein Grossteil dieser Kritik erscheint ungerechtfertigt, wenn wir auf die enorme wirtschaftliche Unsicherheit zurückblicken, die die Pandemie im Jahr 2020 verursacht hat. Abgesehen davon müssen die wirtschaftlichen und politischen Entscheidungsträger nun aber sowohl die monetäre als auch die fiskalische Unterstützung zurückfahren. Es wird darüber debattiert, welche Zinssätze erforderlich sind, um die Inflation wieder zu senken, und wie stark sich dies auf das Wachstum auswirken wird. Die Finanzmärkte versuchen, diese Ungewissheit einzupreisen. Weil noch niemand abschätzen kann, ob eine weiche Landung gelingt oder es zu einer Rezession kommt, hat die Volatilität in der Folge zugenommen.

► **D. Rupli:** Die von den Zentralbanken seit der Finanzkrise von 2007-2008 ausgelöste Liquiditätsflut hat nicht nur zu einem Rückgang der Zinssätze geführt, sondern die Zentralbanken auch zu Hauptakteuren auf den Finanz- und Kreditmärkten gemacht. Dies hat letztlich zu einer Moral-Hazard-Situation geführt, die Anleger zu mehr Risikobereitschaft ermutigt hat. Ich glaube, dass die jüngsten Ankündigungen der Fed, der EZB, der SNB und der Bank of England nur ein kleiner Vorgeschmack auf die Herausforderungen sind, denen sich der Schuldenmarkt in den nächsten Monaten stellen müssen.



Wie gross ist das Moral Hazard Risiko, also das Risiko eines systematischen Fehlverhaltens durch falsche Anreize, das durch die Interventionen der Zentralbanken entsteht?

► **E. Morellec:** Obwohl die Interventionen der Zentralbanken uns eindeutig in eine Moral-Hazard-Situation gebracht haben, müssen wir zwischen gesamtwirtschaftlichen Schocks und idiosynkratischen Schocks unterscheiden. Regierungen neigen dazu, Anleger kostenlos gegen gesamtwirtschaftliche Krisen abzusichern, aber nicht gegen unternehmens- oder branchenspezifische Schocks. Diese neue Norm hat einige Anleger dazu veranlasst, in die risikoreicheren Segmente des Anleihemarktes zu investieren – das BBB-Segment des Anleihemarktes war kurz vor der Pandemie so gross wie der gesamte Markt für Investment-Grade-Anleihen kurz vor der globalen Finanzkrise von 2007-2008. Der starke Anstieg der Inflation könnte aber die künftigen Möglichkeiten der Zentralbanken zur Absicherung der Anleger einschränken. Was wir jetzt auf dem Aktienmarkt sehen, ist zum Teil eine Reaktion auf diese Veränderung.

► **F. Mellors:** Durch ihre aggressive Intervention während der Pandemie haben Zentralbanken möglicherweise ein Element des Moral Hazard geschaffen. Haushalte, Unternehmen und sogar Regierungen könnten sich an niedrige Zinssätze gewöhnt haben, in der Annahme, dass die Zentralbanken bei den ersten Anzeichen von Problemen eingreifen und die Wirtschaft schon zusammenhalten werden. Obwohl die Finanzstabilität in der Tat ein Hauptziel der Zentralbanken ist, gilt dies ebenso für die Preisstabilität. Angesichts der derzeit hohen Inflationsraten sind Banken gezwungen, ihre finanziellen Rahmenbedingungen rasch zu verschärfen. Bislang ist

die Finanzstabilität noch intakt, doch die Risiken nehmen angesichts der schwierigen Entscheidungen, die die Zentralbanken derzeit treffen müssen, zu.

Untersuchungen zeigen, dass der Anleihemarkt mittlerweile das Kohlenstoffrisiko einpreist und sein Engagement in Unternehmen reduziert, deren Geschäftsmodell auf fossilen Brennstoffen basiert, dass aber gleichzeitig einige Banken das Risiko von Stranded Assets nicht angemessen einpreisen und dass die Finanzierung fossiler Brennstoffe durch den Bankensektor ein Rekordniveau erreicht hat. Was ist hiervon zu halten?

► **L. Bretscher:** Im Endeffekt geht es darum, wie gross das Risiko gestrandeter Vermögenswerte ist – etwas, das wir derzeit nicht wissen. Die Forschung, die sich auf den Aktienmarkt konzentriert, befasst sich mit der gleichen Frage und liefert je nach Studie sehr unterschiedliche Antworten hinsichtlich der Bewertung des Kohlenstoffrisikos. Meiner Meinung nach bewegen sich die Banken erneut in einem potenziell riskanten Moral-Hazard-Umfeld.

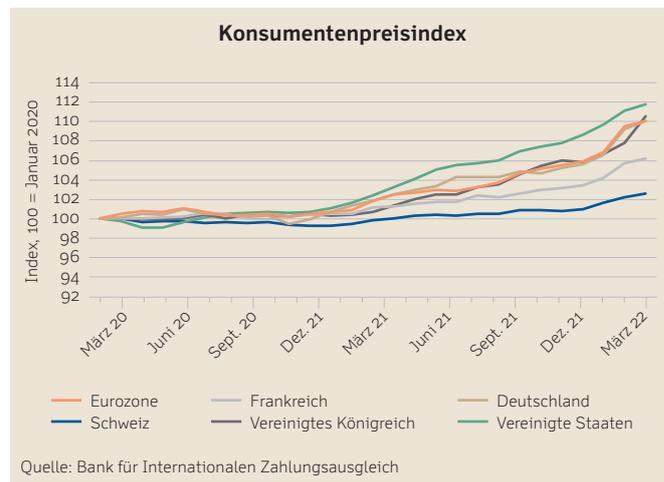
► **S. Ongena:** Die Forschung zu diesem Thema ist noch nicht zu einem abschliessenden Ergebnis gekommen, aber ich sehe hier zwei Möglichkeiten. Einerseits könnten die grossen Banken, die kohlenstoffintensive Industrien finanzieren, sich selbst als "too big to fail" betrachten, oder sie könnten zuversichtlich sein, dass sie durch Lobbyarbeit die Gefahr der Stranded Assets hinauszögern können, bis ihre Kredite auslaufen. Andererseits kann es sein, dass dieselben Banken die Risiken falsch und die Finanzmärkte sie richtig einschätzen. Schätzungen zeigen, dass es einen beträchtlichen Preisunterschied zwischen Kredit- und Anleihemärkten gibt, was bedeutet, dass irgendjemand von der derzeitigen Situation profitiert. Die Zeit wird zeigen, ob es der Bankensektor, die Finanzmärkte, die Energieunternehmen oder jemand anderes ist.

Die US-Regierung muss den Kongress regelmässig um eine Anhebung der Schuldenobergrenze bitten, um einen teilweisen Zahlungsausfall zu vermeiden. Was sind die sichtbarsten Folgen dieser nicht ganz einfachen Anhebungen der US-Schuldenobergrenze für den Schuldenmarkt?

► **F. Mellors:** Obwohl die Debatten um die Schuldenobergrenze angesichts der Bedeutung von US-Staatsanleihen für das gesamte Finanzsystem für Unsicherheit sorgen, sehe ich die Diskussion um die Schuldenobergrenze immer weniger als Gefahr für den Schuldenmarkt. Bisher ist es dem US-Kongress immer gelungen, eine vollständige

Stilllegung der Regierung zu vermeiden, und die Regierung war immer in der Lage, ihren finanziellen Verpflichtungen nachzukommen. Kein vernünftiger Politiker möchte dafür verantwortlich sein, dass die US-Regierung in Zahlungsverzug gerät und die weltweiten Finanzmärkte ins Chaos stürzen. Ich betrachte die Diskussionen um die Schuldenobergrenze als politisches Druckmittel für die Oppositionspartei und nicht als legitime Bedrohung für die Finanzmärkte.

► **E. Morellec:** Prognostiker sagen voraus, dass die US Regierung in den kommenden Jahrzehnten jährlich ein Haushaltsdefizit decken muss. Anleger müssen entscheiden, ob T-Bills immer noch eine risikofreie Anlage sind oder nicht. Diese Situation könnte auch eine Überarbeitung des Mandats der Fed erforderlich machen, da der Zielkonflikt zwischen Inflation und Zinserhöhungen immer akuter werden wird. Kurzum, wir haben es mit einer tickenden Zeitbombe zu tun, die sich mit ziemlicher Sicherheit auf den Markt für Unternehmensanleihen auswirken wird.



Wie effizient funktioniert die Umschuldung von Unternehmen?

► **F. Mellors:** Meiner Ansicht nach sind die Kapitel 7 und 11 des US-Konkursgesetzes, die die Liquidations- und Umstrukturierungsprozesse abdecken, eine wesentliche Stärke der US-Kapitalmärkte: Es handelt sich um effiziente Mechanismen. Unternehmen wird ermöglicht, sich umzustrukturieren oder ihre Tätigkeit einzustellen, wenn sich die Umstände ändern. Da dieses System bereits seit vielen Jahren besteht, ist die Umstrukturierung in den USA oft mit einem geringeren Stigma behaftet als in anderen Rechtsordnungen. In Ländern, in denen Banken den Grossteil des Fremdkapitals für

Unternehmen bereitstellen und in denen es kein so effizientes Konkursrecht gibt, werden unrentable Unternehmen möglicherweise in der Hoffnung am Leben gehalten, dass sich das makroökonomische Umfeld in der Zukunft verbessert. Oftmals ist dies jedoch nicht der Fall, und es kommt zu einer ineffizienten Kapitalallokation, die die Produktivität beeinträchtigen kann.

► **E. Morellec:** Das rechtliche Umfeld ist hier in der Tat entscheidend, und der US-amerikanische Rahmen ist dem europäischen und schweizerischen eindeutig überlegen. Aber um die Dinge richtig einordnen zu können, müssen wir auch berücksichtigen, dass die Kreditvergabe in den USA viel aggressiver ist. Dies gleicht die internationalen Unterschiede aus.

Wie verändert die Technologie, ob Big Data, Fintech oder Crowdfunding, das Geschäft mit Unternehmensanleihen?

► **V. Fauveau:** Crowdfunding stellt eine mögliche Lösung für Start-ups ohne Sachanlagen als Sicherheiten dar, ist aber nach wie vor kostspielig für den Kreditnehmer und riskant für den Kreditgeber. Wenn Start-ups älter werden, verlassen sie sich mehr und mehr auf traditionelle Bankkredite. Banken bieten nicht nur Finanzierungen, sondern auch umfassende Marktexpertise – ein Faktor, mit dem Fintechs derzeit nicht mithalten können. Die künftige Konkurrenz für Banken liegt nicht so sehr auf der Technologieseite des Marktes, sondern bei den institutionellen Anlegern, die sich möglicherweise schon bald entschliessen könnten, selber in grossem Umfang in

den Markt für Unternehmenskredite einzusteigen. Diese Akteure verfügen über enorme Mittel, unterliegen nicht denselben Finanzierungsregeln wie Banken, stehen zunehmend unter Druck, positive Renditen zu erzielen, und verfügen über beträchtliche Erfahrung mit Hypothekarlösungen.

► **S. Ongena:** Einerseits verschafft die Technologie Unternehmen Zugang zu besseren Informationen über die Preisgestaltung und die Qualität der Finanzdienstleister, andererseits ermöglicht sie es eben diesen Finanzdienstleistern, insbesondere den Banken, die ihnen vorliegenden Informationen über Unternehmen besser zu nutzen um wann und wo immer möglich Gewinne zu erzielen. Es ist daher schwer zu sagen, wer das heutige technologische Rennen gewinnt.

► **D. Rupli:** Anbieter von Fintech- und Crowdfunding-Lösungen könnten eine grössere Zahl von Anlegern erreichen, aber die erforderliche Grössenordnung ist noch nicht erreicht. Es wird einige Zeit dauern, bis diese Akteure in der Lage sind, Hunderte von Millionen Dollar zu investieren. Es gibt auch einen Generationenaspekt, der zu berücksichtigen ist: Portfoliomanager sind in der Regel in den Vierzigern oder Fünfzigern, so dass es noch ein oder zwei Jahrzehnte dauern wird, bis Millennials die grossen Anlageentscheidungen treffen. Aber die Dinge bewegen sich in diese Richtung. SIX zum Beispiel hat 2021 die weltweit erste digitale Anleihe in einem vollständig regulierten Umfeld für 150 Millionen CHF aufgelegt. Es war ein holpriger Start, aber es hat geklappt.



Sich auf dem Markt für Unternehmensanleihen von morgen zurechtfinden

Grüne Anleihen werden immer beliebter. Woran liegt das und wie wird sich dieser Trend entwickeln?

► **D. Rupli:** Zwei Komponenten spielen eine Rolle. Erstens gibt es eine enorme Nachfrage, insbesondere von institutionellen Anlegern. Diese müssen zunehmend Umwelt-, Sozial- und Corporate-Governance-Faktoren (Environmental, Social, and Governance – ESG) bei ihren Investitionsentscheidungen berücksichtigen. Zweitens gibt es auch ein grosses Angebot an grünen Anleihen, insbesondere von Versorgungsunternehmen, die ihre eigenen ESG-Ziele erfüllen müssen. Diese beiden Komponenten machen den Markt für grüne Anleihen zu einem Markt, der faszinierend zu beobachten ist. Es ist gleichzeitig jedoch schwer, Privatkunden diesen Markt zu empfehlen. Vor allem die grosse Nachfrage institutioneller Anleger treibt die Preise für grüne Anleihen in die Höhe, was zu einer Rendite führt, die für das gegebene Risiko zu niedrig ist.

► **L. Bretscher:** Der Anleihemarkt muss in der Tat vorsichtig mit Überangebot und Nachfragedruck umgehen. Laufende Untersuchungen zeigen, dass die Definition dessen, was grün ist – und was nicht grün, sondern braun ist –, immer schwieriger wird. Vielleicht ist ein neuer Ansatz erforderlich, der das Spektrum auf mehrere Grün- und Brauntöne erweitert. Ausserdem müssen Investoren zwischen einem grünen Unternehmen und einem grünen Projekt unterscheiden. Diese Nuancen führen zu einem Preiskontinuum, nicht einem einzigen Preissprung.

Werden grüne Anleihen ihr Versprechen erfüllen, den ökologischen Wandel zu unterstützen?

► **D. Rupli:** Ja, ganz sicher, auch wenn der Markt noch nicht ausgereift ist und die Definition dessen, was umweltfreundlich ist und was nicht, noch nicht abgeschlossen ist. Eine Möglichkeit, die Herausforderung der ESG-Taxonomie zu bewältigen, besteht darin, den Definitionsprozess dem Markt zu überlassen, und zwar durch einen iterativen Prozess mit Kredit-Zusatzklauseln. Ich hoffe, dass in zehn Jahren das Gerede über ESG vorbei ist und solche Kriterien automatisch in allen gehandelten Finanzprodukten enthalten sind.

► **S. Ongena:** Die Gesellschaft geht davon aus, dass der Finanzsektor als Ganzes die Sache in die Hand nimmt und den grünen Wandel vollzieht. In Wirklichkeit findet jedoch innerhalb des Finanzsektors eine Verschiebung statt. Einige Akteure – vor allem einige sehr grosse internationale Banken – nutzen es aus, dass die braunen Segmente der Wirtschaft vom Anleihemarkt gemieden werden. Diese Banken machen derzeit einen satten Gewinn.

► **V. Fauveau:** Der Finanzsektor hat in der Tat eine sehr grosse Verantwortung für den grünen Wandel aufgetragen bekommen. Aufgrund des internationalen Wettbewerbs im Bankensektor ist es jedoch sehr schwierig für ein einzelnes Land und noch schwieriger für eine einzelne Bank, im Alleingang zu handeln. Die internationalen Regulierungsbehörden müssen eingreifen, um die Umstellung des gesamten Bankensektors zu erleichtern und zu beschleunigen.

Ist mehr Regulierung des Schuldenmarktes erforderlich?

► **S. Ongena:** In den letzten Jahrzehnten wurde in Bezug auf die Finanzstabilität eine Menge erreicht. Meine Sorge ist mittlerweile, dass der Bankensektor überreguliert sein könnte und dass das Schuldenrisiko aus dem Bankensektor in den Nicht-Bankensektor verlagert wurde. Der derzeitige Krieg in der Ukraine und die allgemeine Verschuldungssituation in Russland werden uns bald Daten darüber liefern, wer innerhalb des Finanzsektors am besten vorbereitet ist.

► **F. Mellors:** Seit der globalen Finanzkrise von 2007-2008 haben die regulatorischen Vorschriften, die Banken eine höhere Eigenkapitalausstattung vorschreiben, das Finanzsystem widerstandsfähiger gemacht. Ein Nachteil besteht jedoch leider darin, dass die Risikobereitschaft der Banken ziemlich zyklisch geworden ist, d. h., wenn die Marktvolatilität zunimmt, ziehen sich Banken zurück. Dadurch wird die verfügbare Marktliquidität verringert. Eine Reihe von Arbeitsgruppen befasst sich mit der bestehenden Regulierung und ihrer Auswirkung auf diese Marktstrukturfragen. In der Zwischenzeit bleiben die Zentralbanken diejenigen Marktteilnehmer, die als Kontrahenten in einer schweren Krise zur Verfügung stehen ("Market maker of last resort").

► **E. Morellec:** Meiner Meinung nach gibt es genügend Regulierung. Banken sind bereits stark reguliert, und Anleger sollten sich der Risiken bewusst sein, die sie eingehen. Viele Fälle zeigen, dass marktgesteuerte Initiativen zur Verbesserung des allgemeinen Umfelds oft besser sind als regulatorische Massnahmen. So haben beispielsweise die jüngsten Entwicklungen bei den börsengehandelten Fonds (ETFs) das Handelsumfeld erheblich verbessert, da Anleger Zugang zu einer höheren Liquidität haben und Kreditnehmer aufgrund der höheren Nachfrage nach Anleihen niedrigere Zinsen zahlen. Und wenn sich Regulierungsbehörden Sorgen um den Anleihemarkt machen, was sollen sie dann erst über den Aktienmarkt sagen?

► **V. Fauveau:** Die in der Schweiz tätigen Banken sind sehr transparent und stark reguliert. Wir alle profitieren von dem resultierenden gesunden Bankenumfeld. Ich befürchte, dass zusätzliche schweizspezifische regulatorische Vorschriften mit Kosten verbunden wären, die den Nutzen übersteigen und zu einem weniger effizienten Kreditumfeld führen würden. Die Vergangenheit zeigt, dass Regulierung zu oft von Gesetzgebern verfasst wird, denen eine globale Perspektive fehlt.

Aufgrund ihrer hohen Verschuldung sind Unternehmen ausserhalb des Finanzsektors in zunehmendem Masse von Zinserhöhungen betroffen. Was könnten die daraus resultierenden kurz- und langfristigen Folgen für den Kreditmarkt sein?

► **F. Mellors:** Es handelt sich hier um einen heiklen Balanceakt zwischen Wachstum, Inflation und finanziellen Bedingungen. Wenn die Zinssätze aufgrund eines starken Wachstums steigen und wenn die Erhöhungen in einer geordneten, vorhersehbaren Weise erfolgen, dann können sich die Unternehmen ohne grössere Probleme darauf einstellen. In der Praxis bewegen sich die Märkte jedoch selten so geradlinig, und oft gibt es unerwartete Überraschungen auf dem Weg. Der Krieg in der Ukraine ist ein perfektes Beispiel dafür. Kreditmärkte preisen solche Eventualfälle sehr schnell ein.

Ein Umfeld mit hoher Inflation, rückläufigem Wachstum und einer restriktiven Geldpolitik ist kein gutes Umfeld für Risiken oder Kreditmärkte. Die Situation bringt uns zurück zu den Zielen der Zentralbanken und zur Frage, inwieweit diese bereit sind, bei Finanzstabilität und Marktliquidität Abstriche zu machen, um ihre Inflationsziele zu erreichen.

► **L. Bretscher:** Die Art der Schulden – fest oder variabel verzinst – ist hier entscheidend. Unternehmen müssen auf eine angemessene Mischung der Laufzeiten in ihren Schuldenportfolios achten. Sonst kommen sie in eine Refinanzierungskaskade, aus der sie nicht enttrinnen können.

Wie stark wirkt sich die Demografie auf Zinssätze aus?

► **V. Fauveau:** Die zunehmende Umkehrung der demografischen Pyramide, die sich in allen Industrieländern vollzieht, hat zu einem erheblichen Ungleichgewicht zwischen Ersparnissen und Investitionen geführt. Im Falle der Schweiz gehen Schätzungen davon aus, dass sich dieses Ungleichgewicht auf Hunderte von Milliarden Schweizer Franken beläuft und dass es für die Senkung der Zinssätze um mehr als 100 Basispunkte verantwortlich ist. Dies ist eine eindruckliche Zahl, und es gibt leider keine einfachen Lösungen.



► **E. Morellec:** Langfristig mag die Demografie eine Rolle spielen, aber der Grossteil dessen, was wir bis heute beobachtet haben, wurde durch die Zentralbankpolitik und ihre Auswirkungen auf die Vermögenspreise verursacht. Die Dinge beginnen sich jetzt zu ändern.

Der Anteil der so genannten "Zombie-Firmen" – Unternehmen, die nicht in der Lage sind, ihre Schulden zu begleichen – hat in den letzten 30 Jahren stetig zugenommen, und in den letzten zwei Jahren wahrscheinlich noch stärker. Was bedeutet ihre Existenz für die Zukunft der Finanzmärkte und der Wirtschaft insgesamt?

► **D. Rupli:** Solche Unternehmen stellen aus Schuldnersicht eine Marktanomalie dar, und Anleger, die ihre Hausaufgaben gemacht haben, sollten für die Finanzierung solcher Unternehmen angemessen vergütet werden. Im Falle der Schweiz existiert kein wirklicher Markt für Hochzinsanleihen, so dass ich keinen Grund zur Sorge für den Anleihenmarkt sehe.

► **V. Fauveau:** Die Existenz von Zombie-Firmen ist eine Folge der übermässig hohen Liquidität auf Finanzmärkten. Mein Instinkt sagt mir, dass dieses Problem eher den internationalen Private Debt Markt betrifft und nicht so sehr die Banken.

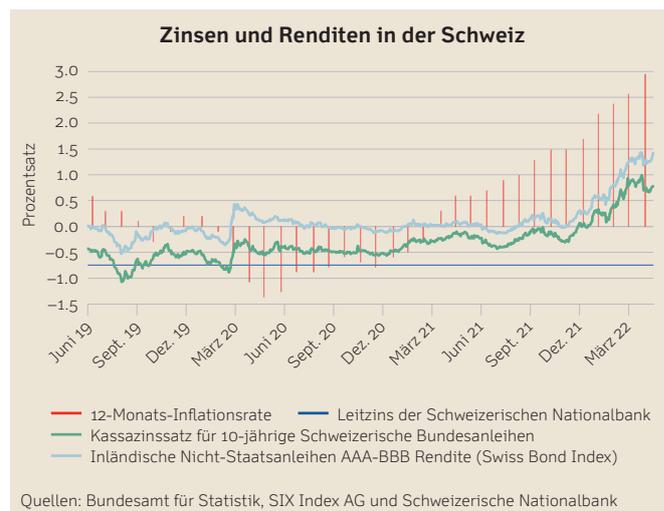
Wo raten Sie zur Vorsicht, wenn es um die Zukunft der Unternehmensverschuldung geht?

► **S. Ongena:** Besteuerung wird ein Thema. Die OECD-Initiative des letzten Jahres zur internationalen Zusammenarbeit bei der Bekämpfung der Steuervermeidung ist nur ein Beispiel dafür, was Unternehmen zu erwarten haben. Die COVID-Pandemie und die durch den Krieg in der Ukraine verursachte Instabilität werden fortlaufende staatliche Ausgaben und damit eine fortlaufende staatliche Finanzierung erfordern.

► **D. Rupli:** Die hohen Inflationsraten, die wir international beobachten, werden allmählich zu höheren Zinssätzen führen. Für den Schweizer Markt gehe ich davon aus, dass sich ein Zinsanstieg sowohl auf Banken als auch auf Unternehmen positiv auswirkt, da er zu höheren Erträgen führen wird. Aus der Sicht des Stakeholder-Managements trägt das heutige Umfeld dazu bei, dass Schuldner wieder mit Aktionären gleichgestellt werden, was auch für Pensionskassen und institutionelle Anleger eine gute Nachricht ist.

► **V. Fauveau:** Die grösste Herausforderung besteht darin, dass wir nicht wissen, ob die heute aufgenommenen Unternehmensschulden tatsächlich für Investitionen verwendet werden, die eine regelmässige Rendite erbringen. Falls ja, könnte diese Rendite den wahrscheinlichen Zinsanstieg abdecken. Dies bringt uns zurück zu den Grundlagen der Literatur über die Preisgestaltung von Vermögenswerten, in der die erwartete Wachstumsrate eine Schlüsselrolle spielt.

► **E. Morellec:** Das Hauptrisiko ist die Inflation, und die muss bekämpft werden. Innovation und Wirtschaftswachstum stellen eine Lösungsmöglichkeit dar. Eine andere ist Zinserhöhungen, die sich nicht nur auf die Finanzmärkte, sondern auch auf die Gesamtwirtschaft auswirken werden. Angesichts der hohen Staatsverschuldung ist nicht klar, ob die Zentralbanken die Zinssätze ausreichend anheben werden, um die Inflation adäquat zu bekämpfen. Anleger werden dann wahrscheinlich ihre Portfolios stärker auf Aktien ausrichten müssen, um langfristig positive Realrenditen zu erzielen. Kurzfristig werden sich diese Zinserhöhungen jedoch sehr negativ auf Aktienkurse und möglicherweise auch auf Immobilienpreise auswirken.



Swiss Finance Institute

Mit Unterstützung seiner Gründer – der Schweizer Bankenbranche, der Schweizerischen Eidgenossenschaft sowie führender Schweizer Universitäten – fördert das Swiss Finance Institute (SFI) aktiv Forschung und Lehre auf Weltniveau im Bereich Banking und Finance in der Schweiz. Durch die Verbindung von akademischer Exzellenz mit Praxiserfahrung trägt das SFI zur Stärkung des Schweizer Finanzplatzes bei.

Herausgeber

Dr. Silvia Helbling
Head of Knowledge Exchange and Education

Dr. Cyril Pasche
Director Knowledge Exchange and Education

Kontakt

Dr. Cyril Pasche
+41 22 379 88 25
cyril.pasche@sfi.ch

swiss:finance:institute

Walchestr. 9, CH-8006 Zurich, T +41 44 254 30 80
c/o University of Geneva, 42, Bd du Pont d'Arve, CH-1211 Geneva 4, T +41 22 379 84 71
www.sfi.ch

