
Erhebliches Entwicklungspotential für den Schweizer Kapitalmarkt

Internationaler Vergleich und Analyse der Möglichkeiten zur Verbesserung der Rahmenbedingungen

Beirat Zukunft Finanzplatz

April 2018

Inhaltsverzeichnis

Management Summary	3
1 Ausgangslage	4
2 Schweizer Kapitalmarkt im internationalen Vergleich (2008-2016)	4
2.1 Anleihenemission.....	4
2.1.1 Internationaler Vergleich	4
2.1.2 Schweiz	5
2.2 Kapitalerhöhungen und IPOs	7
2.2.1 Internationaler Vergleich	7
2.2.2 Schweiz	8
3 Internationaler Vergleich der steuerlichen und regulatorischen Rahmenbedingungen für den Kapitalmarkt	9
3.1 Steuerliche Rahmenbedingungen	9
3.2 Regulatorische Rahmenbedingungen	10
4 Verbesserungen der steuerlichen Rahmenbedingungen in der Schweiz	11
4.1 Verrechnungssteuer	11
4.1.1 Zweck der Verrechnungssteuer	11
4.1.2 Ursache für Verlagerung von Finanzierungsaktivitäten von Schweizer Konzernen ins Ausland	12
4.1.3 Höhe der Steuereinnahmen aus Verrechnungssteuer	12
4.1.4 Reformprojekte im Bereich der Verrechnungssteuer mit Relevanz für Kapitalmarkt und Konzernfinanzierung	13
4.2 Emissionsabgabe	15
4.2.1 Verzerrungen durch die Emissionsabgabe	15
4.2.2 Höhe der Steuereinnahmen aus der Emissionsabgabe	16
4.2.3 Laufende Gesetzgebungsprojekte im Bereich der Emissionsabgabe	17
4.3 Umsatzabgabe.....	17
4.3.1 Verzerrungen durch die Umsatzabgabe	17
4.3.2 Höhe der Steuereinnahmen aus der Umsatzabgabe	19
4.3.3 Laufende Gesetzgebungsprojekte im Bereich der Umsatzabgabe	19
4.3.4 Reformprioritäten	19
5 Verbesserung der nicht-steuerlichen Rahmenbedingungen	20
5.1 Anleiheemission.....	20
5.1.1 Nicht-steuerliche Handlungsfelder	20
5.1.2 Weitere Einflussfaktoren	21
5.2 Emission von Eigenkapital.....	21
5.2.1 Nicht-steuerliche Handlungsfelder im Bereich des Eigenkapitals	21
5.2.2 Weitere Einflussfaktoren	24
5.3 Schlussfolgerung zu nicht-steuerlichen Rahmenbedingungen	25
6 Anhang	26

Management Summary

Die vorliegende Analyse zum Schweizer Kapitalmarkt zeigt, dass dieser im internationalen Vergleich bedeutendes Entwicklungspotenzial aufweist. Er liegt bei der Emission von Fremdkapital weit hinter den führenden Finanzplätzen zurück. Die Dynamik beim Eigenkapital ist ähnlich, allerdings ist hier das Niveau im internationalen Vergleich relativ hoch. Der Anteil ausländischer Emittenten ist rückläufig. Und auch Schweizer Unternehmen wählen für Anleiheemissionen oft ausländische Kapitalmärkte. Damit besteht grundsätzlich bei in- und auch bei ausländischen Emittenten Potenzial für die Stärkung des Schweizer Kapitalmarkts.

Als Ursachen für den wenig entwickelten Schweizer Kapitalmarkt kommen insbesondere steuerliche Rahmenbedingungen in Frage, namentlich die Verrechnungssteuer sowie die Emissions- und die Umsatzabgabe. Die Schweiz erhebt im internationalen Vergleich unter 15 Staaten die höchsten Quellensteuern sowohl auf Zinsen wie auch auf Dividenden und hat die höchste Emissionsabgabe. Unter Berücksichtigung von Kosten und Nutzen kommt einer Revision der Verrechnungssteuer erste Priorität, der Abschaffung der Emissionsabgabe auf Eigenkapital zweite Priorität und der Abschaffung der Umsatzabgabe dritte Priorität zu.

Die vorliegende Unterlage kommt weiter zum Schluss, dass die Handlungsoptionen bei den nicht-steuerlichen Massnahmen beschränkt sind. Punktuelle Verbesserungen sind jedoch bspw. im Bereich der Rechnungslegungsvorschriften und Transparenz-Anforderungen für KMU auf dem börslichen Kapitalmarkt sowie bei der Gestaltung der allgemeinen Rahmenbedingungen möglich.

1 Ausgangslage

Mit einem hohen Kapitalangebot, grossen Kapitalnachfragern, aber auch grossen Banken mit Expertise bei der Unterstützung von Emissionen am Primärmarkt, wären in der Schweiz die Grundvoraussetzungen für einen starken Kapitalmarkt gegeben. Trotzdem ist der schweizerische Kapitalmarkt im internationalen Vergleich wenig entwickelt. Der Anteil Emittenten insbesondere aus der Europäischen Union ist sowohl auf dem Anleihen-, als auch auf dem Aktienmarkt rückläufig. Damit besteht grundsätzlich sowohl bei in- wie auch bei ausländischen Emittenten Potenzial für die Stärkung des Schweizer Kapitalmarkts. Eine Stärkung der Unternehmensfinanzierung über den Kapitalmarkt könnte die Kreditfinanzierung ergänzen und schliesslich zu einer höheren Investitionstätigkeit und letztlich zu mehr Wachstum führen. Gleichzeitig böte ein starker Kapitalmarkt Banken in der Schweiz die Möglichkeit, zusätzliche Dienstleistungen im Zusammenhang mit Finanzierungen zu erbringen. Das vorliegende Papier hat zum Ziel, die Entwicklung des Schweizer Kapitalmarkts sowie der steuerlichen und regulatorischen Rahmenbedingungen im internationalen Vergleich darzustellen und mögliche Handlungsfelder zur Stärkung des Schweizer Kapitalmarkts zu definieren.

2 Schweizer Kapitalmarkt im internationalen Vergleich (2008-2016)

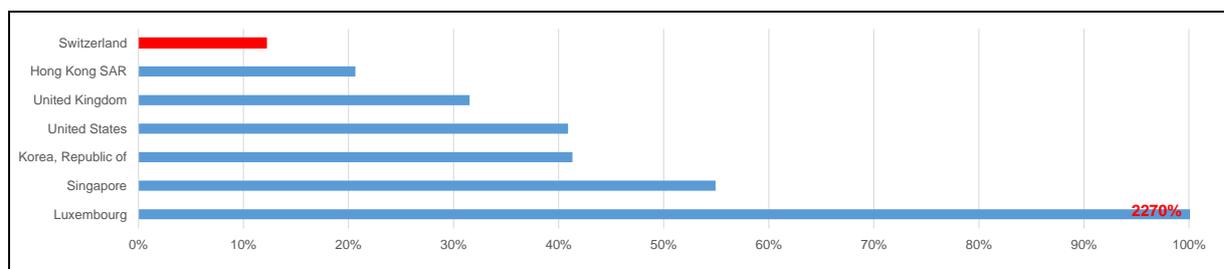
Nachfolgend wird gezeigt, wie sich der Schweizer Kapitalmarkt im internationalen Vergleich entwickelt hat. Dabei wird der Fokus auf den Anleihenmarkt gelegt (vgl. Kapitel 2.1). Der Schweizer Markt hat sich gegenüber ausländischen Standorten schlecht entwickelt und ist international wenig attraktiv. Kapitel 2.2 legt die Situation bei der Dynamik der Emission von Eigenkapital dar.

2.1 Anleihenemission

2.1.1 Internationaler Vergleich

Im Bereich der Anleihenemissionen war Luxemburg in den Jahren nach der Finanzkrise gemessen am BIP überdurchschnittlich stark. Im Zeitraum zwischen 2008 und 2016 erreichte die Anleihenemission im Schnitt rund das 23-Fache des BIPs (USD 1308 Mrd.). Damit lässt Luxemburg alle übrigen Kapitalmärkte weit hinter sich zurück. Dies reicht insbesondere daher, dass die Anzahl neu gelisteter Anleihen in den letzten Jahren konstant hoch und gar steigend war. Im Jahr 2016 lag Luxemburg auch gemessen an der Anzahl neu gelisteter Anleihen an erster Stelle.¹ Per Ende 2016 stammte sowohl in Luxemburg, Singapur, aber auch in Irland die Mehrheit der gelisteten Anleihen aus dem Ausland.

Abbildung 1: Durchschnittliches Anleihenemissionsvolumen in Prozent des BIP (2008-2016)

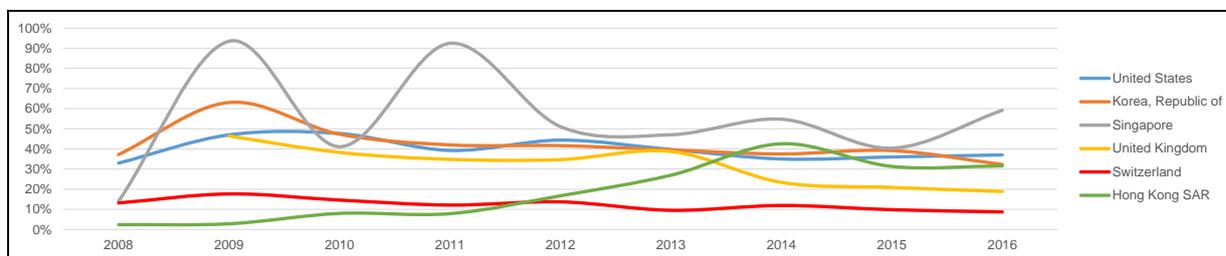


Quelle: Eigene Berechnungen basierend auf WFE, SIFMA, IWF.

¹ Zur USA stehen keine Daten zur Verfügung.

Auch in Singapur waren die Anleihenemissionen konstant hoch, lagen jedoch gemessen am BIP (55%) deutlich hinter Luxemburg. Lediglich Hong Kong konnte im selben Zeitraum steigende Anleihenemissionen gemessen am BIP ausweisen. Auffällig ist zudem die hohe Anzahl neu gelisteter Anleihen in Irland (siehe Anhang). Sowohl in den USA, dem UK, aber auch in Korea nahm die Anleihenemission gemessen am BIP seit 2008 ab. Der Anteil der Anleihenemissionen am BIP ist jedoch weiterhin in allen drei Ländern hoch.

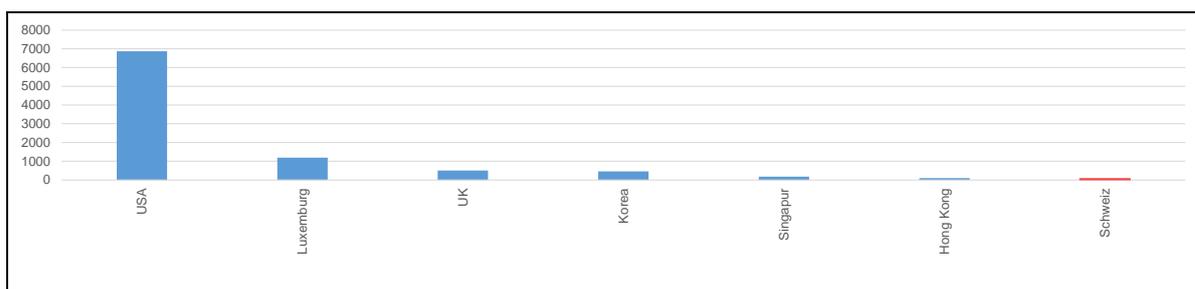
Abbildung 2: Entwicklung der Anleihenemissionen in Prozent des BIP (2008-2016)



Quelle: Eigene Berechnungen basierend auf WFE, SIFMA, IWF.

Betrachtet man die Anleihenemission unabhängig von der Grösse der Volkswirtschaft, so dominiert der US-Kapitalmarkt für Schuldpapiere mit einem Emissionsvolumen von 6'870 Mrd. USD im Jahr 2016. Auch in absoluten Werten gemessen, wird die Bedeutung des luxemburgischen Anleihenmarktes deutlich (USD 1185 Mrd.). Der luxemburgische Anleihenmarkt liegt damit noch vor dem britischen (USD 500 Mrd.).

Abbildung 3: Anleihenemissionsvolumen 2016 (in Mrd. USD)



Quelle: WFE.

2.1.2 Schweiz

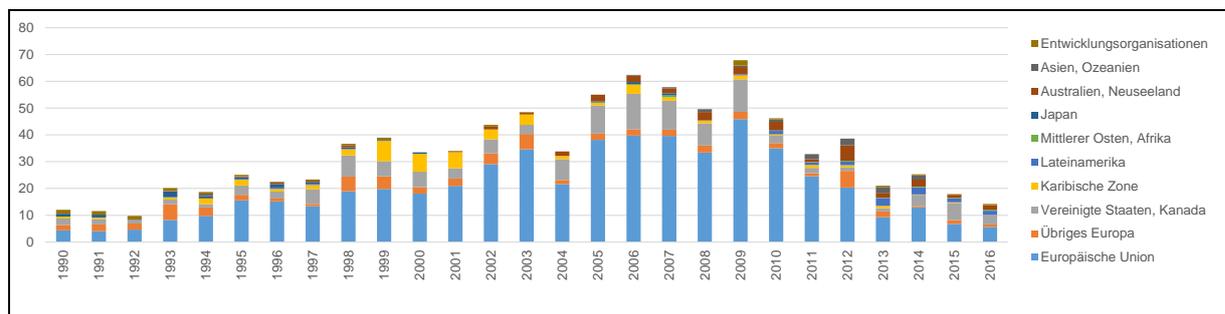
Gemessen am BIP hat die Anleihenemission in der Schweiz seit 2008 abgenommen und ist im Vergleich mit den grossen Kapitalmärkten gering. Auch unabhängig von der Grösse des BIPs ist die Emissionstätigkeit im Bereich Anleihen in der Schweiz rückläufig. Die Anleihenemissionen reduzierten sich 2016 im Vergleich zum Vorjahr um rund 10 Prozent auf 55.6 Mrd. CHF. Damit setzte sich der negative Trend, der bereits 2009 eingesetzt hat (-44%), fort. Die rückläufigen Anleihenemissionen können sowohl auf einen Rückgang inländischer als auch ausländischer Emissionen zurückgeführt werden. Der Haupttreiber sind jedoch die Emissionen ausländischer Emittenten (-79%).

2.1.2.1 Ausländische Emittenten in der Schweiz

Im internationalen Vergleich ist der Anteil gelisteter ausländischer Anleihen relativ hoch (siehe Anhang). Der Anteil ausländischer Obligationen am gesamten Emissionsvolumen hat jedoch seit 2009 kontinuierlich abgenommen. Die Abbildung 4 zeigt, dass diese Entwicklung hauptsächlich auf Emittenten aus der Europäischen Union zurückzuführen ist. Während die Emissionen von europäischen Emittenten 2009 noch bei 45.9 Mrd. CHF lagen, wurden 2016 nur noch Anleihen in der Höhe von 5.6 Mrd. CHF von europäischen Emittenten emittiert. Insgesamt reduzierte sich das Auslandsegment auch 2016 um 20.5% auf 14.2 Mrd. Schweizer Franken. Als

Gründe für diese Entwicklung können Interventionen der EZB, die auf dem europäischen Anleihenmarkt zu einer grösseren Nachfrage führen, aber auch das bei der Emission von CHF-Anleihen bestehende Wechselkursrisiko aufgeführt werden.

Abbildung 4: Jährliche Anleihenemission ausländischer Emittenten (2000-2016)²



Quelle: SNB.

2.1.2.2 Schweizer Emittenten im Inland

Seit 2014 sind die Emissionen inländischer Emittenten insgesamt rückläufig. Während der Rückgang im Vorjahr hauptsächlich auf sinkende Emissionen des öffentlichen Sektors zurückzuführen war, war 2016 der Finanzsektor die Hauptursache für die rückläufigen Emissionen. Insgesamt reduzierte sich das Inlandsegment 2016 um 2.7 Mrd. CHF (-6.2%). Die Emissionen inländischer Finanzinstitute nahmen insgesamt um 4.6 Mrd. CHF ab. Nach kontinuierlich steigenden Anleihenemissionen der Pfandbriefinstitute seit 2004 emittierten diese 2016 nur noch 16.8 Mrd. CHF (-7.6% gegenüber 2015). Auch die Banken reduzierten ihre Anleihenemissionen das erste Mal seit 2012 auf CHF 5.9 Mrd. (-36.6% gegenüber 2015). Demgegenüber erhöhten die Versicherungen ihre Anleihenemissionen leicht. Insgesamt nahm 2016 die Kapitalmarktbeanspruchung des Finanzsektors³ um 16.2% auf 23.6 Mrd. CHF ab.

Die Emissionen des inländischen Realsektors⁴ steigen hingegen seit 2008 von CHF 3.8 Mrd. stetig an und erreichten 2016 CHF 9.3 Mrd. (+11% gegenüber 2015). Der Haupttreiber dafür ist der Dienstleistungssektor (ohne Finanzsektor) dessen Emissionsvolumen seit 2011 stark zugenommen hat (2016: +18.1%). Die Emissionen der Industrie blieben im gleichen Zeitraum beinahe konstant und nahmen erst 2016 wieder zu (2016: +9.5%). Insgesamt wurden 2016 CHF 8.5 Mrd. Schweizer Franken durch den öffentlichen Sektor emittiert (+912 Mio. CHF gegenüber 2015).

2.1.2.3 Schweizer Emittenten im Ausland

Die Abbildung 5 zeigt, dass das Volumen der ausstehenden Schuldpapiere, die Schweizer Konzerne im Ausland emittierten dasjenige der Schuldpapiere, die diese auf dem Schweizer Kapitalmarkt emittierten, seit 1998 deutlich übersteigt. Die Mehrheit der ausstehenden Schuldpapiere, die im Ausland emittiert wurden, wurde von Banken und übrigen Finanzinstituten emittiert. Eine ähnliche Dynamik und Aufteilung der Auslandvolumina zeigen die Daten der USA, UK, Singapur und Luxemburg. Die Auslandvolumina der Finanzinstitute sind zudem bei allen untersuchten Ländern seit 2007 rückläufig. Betrachtet man hingegen die Auslandvolumina der Schweizer Nicht-Banken, so haben sich diese 2009 beinahe verdoppelt. Die Emissionen erfolgten hauptsächlich in Euro, was ein Hinweis darauf sein kann, dass die Verschuldung in Euro aufgrund des starken Frankens attraktiv wurde. Zudem haben die Interventionen der EZB zu einer höheren Nachfrage nach Anleihen im Euro-Raum geführt und dort die Finanzierungskosten gesenkt.

² An der SIX Swiss Exchange.

³ Banken, Pfandbriefinstitute und Versicherungen.

⁴ Dienstleistungsunternehmen, Industrie und Versorgungsunternehmen.

Abbildung 5: Ausstehende Schuldpapiere Schweizer Konzerne im In- und Ausland (1993-2016)



Quelle: BIS Debt Securities Statistics.

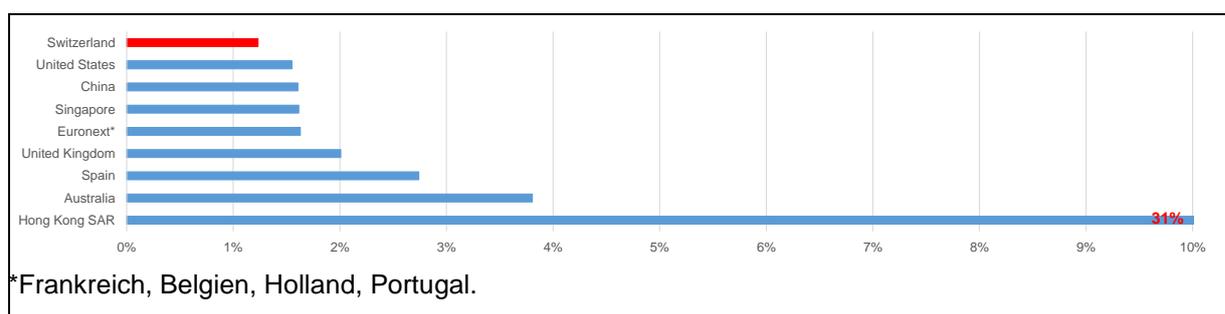
2.2 Kapitalerhöhungen und IPOs

Das Niveau an Eigenkapitalemissionen ist in der Schweiz im internationalen Vergleich gut; die Börsenkapitalisierung von rund 200% des BIP liegt im Bereich von Singapur, ist aber höher als in den USA oder in den meisten europäischen Ländern. Die Dynamik lässt aber auch hier zu wünschen übrig, wie die folgende Analyse der jüngsten Entwicklung bei Kapitalerhöhungen und IPOs zeigt.

2.2.1 Internationaler Vergleich

Abbildung 6 zeigt, dass Hong Kong im Bereich der Kapitalaufnahme durch Kapitalerhöhungen und IPOs⁵ in den Jahren nach der Finanzkrise gemessen am BIP überdurchschnittlich stark war. Im Zeitraum zwischen 2008 und 2016 erreichte die Emission von Eigenkapital im Schnitt rund 31% des BIPs. Hong Kong lässt damit alle übrigen Kapitalmärkte weit hinter sich zurück. Dies reicht insbesondere daher, dass die Anzahl IPOs in Hong Kong in den letzten Jahren konstant hoch war. Im letzten Jahr lag Hong Kong gemessen an der Anzahl IPOs an zweiter Stelle hinter China (ohne Hong Kong) und es konnte ein Gesamtvolumen von rund 25 Mrd. US-Dollar an neuem Kapital über IPOs aufgenommen werden. Hong Kong lag damit im Bereich der Kapitalaufnahme mittels IPOs vor China und den USA. Die meisten und grössten IPOs erfolgen in Hong Kong durch Firmen aus Mainland China.

Abbildung 6: Durchschnittliche Eigenkapitalemission in Prozent des BIP (2008-2016)



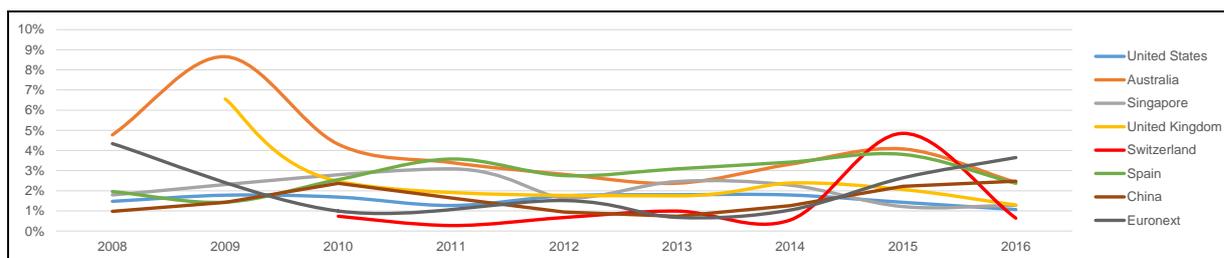
Quellen: Eigene Berechnungen basierend auf WFE,⁶ SIFMA, Vontobel, IWF.

Aus Abbildung 7 geht hervor, dass in China die Aufnahme von Eigenkapital gemessen am BIP seit 2008 leicht zugenommen hat, während sie in den USA und Australien rückläufig war.

⁵ Umfasst nur das an Börsen emittierte Eigenkapital.

⁶ World Federation of Exchanges.

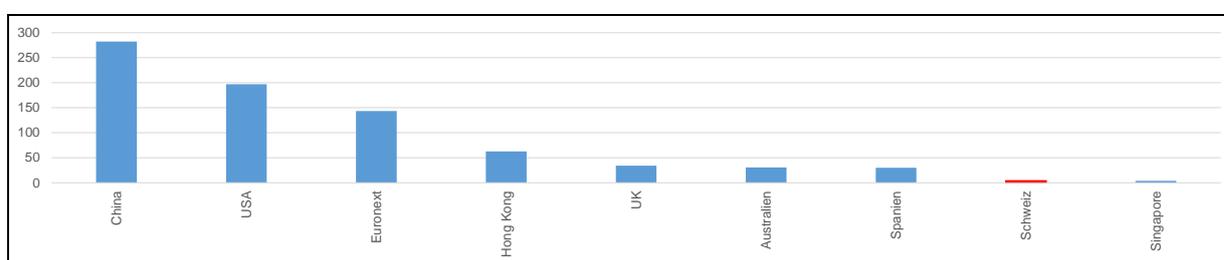
Abbildung 7: Entwicklung der Eigenkapitalemissionen in Prozent des BIP (2008-2016)



Quellen: Eigene Berechnungen basierend auf WFE, SIFMA, Vontobel, IWF.

Betrachtet man die Emission von Eigenkapital absolut, so dominierte 2016 der chinesische Kapitalmarkt mit einem Emissionsvolumen von 282 Mrd. USD. Die Bedeutung Hong Kongs zeigt sich auch in absoluten Werten (USD 63 Mrd.). Es liegt damit zwar hinter den USA (USD 197 Mrd.), aber insbesondere vor dem UK (USD 34 Mrd.).⁷

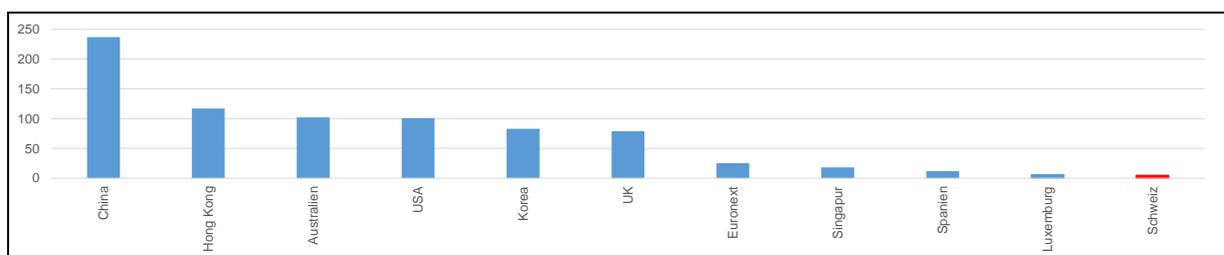
Abbildung 8: Emission von Eigenkapital 2016 (in Mrd. USD)



Quelle: WFE, Vontobel.

Mit 888 Börsengängen entfielen 2016 69% davon auf die asiatischen Märkte (vgl. **Fehler! Verweisquelle konnte nicht gefunden werden.**). Dies bestätigt die Entwicklung der vorangehenden Jahre, in denen die asiatischen Märkte für Börsengänge an Bedeutung gewonnen haben.

Abbildung 9: Anzahl IPOs 2016



Quelle: WFE.

2.2.2 Schweiz

Gemessen am BIP lag die Kapitalaufnahme über Kapitalerhöhungen oder IPOs in der Schweiz im Zeitraum zwischen 2010 und 2015 durchschnittlich bei 1.2%. Die Emissionstätigkeit liegt damit im internationalen Vergleich hinter Hong Kong, Australien, UK, Singapur, China (ohne Hong Kong) und den USA. Auffällig ist zudem mit durchschnittlich bloss vier IPOs pro Jahr die geringe Anzahl IPOs zwischen 2008 und 2016. Hingegen liessen sich im gleichen Zeitraum diverse Schweizer Unternehmen an ausländischen Börsen kotieren.⁸ Auch die Anzahl kotierter Unternehmen aus dem Ausland hat zwischen 2003 und 2013 stark abgenommen und sich seither stabilisiert. Die Schweiz steht hingegen gemessen am Anteil kotierter Unternehmen aus

⁷ Da die World Federation of Exchanges keine Daten der Channel Islands Securities Exchange (CISE) zur Verfügung stellt, wird die UK ausschliesslich durch die London Stock Exchange repräsentiert.

⁸ 2016 liessen sich die AC Immune sowie die Crispr Therapeutics an der Nasdaq US kotieren, während TalkPool an der Nasdaq Nordic Exchanges und GeNeuro an der Euronext gelistet wurden.

dem Ausland an fünfter Stelle hinter Luxemburg, Singapur, dem UK und den USA (siehe Anhang).

3 Internationaler Vergleich der steuerlichen und regulatorischen Rahmenbedingungen für den Kapitalmarkt

Für die schwache Entwicklung des Schweizer Kapitalmarkts werden insbesondere steuerliche und regulatorische Ursachen vermutet. Daher wird im Weiteren dargelegt, über welche steuerliche und regulatorische Rahmenbedingungen andere Kapitalmärkte verfügen.

3.1 Steuerliche Rahmenbedingungen

Die Schweiz erhebt im internationalen Vergleich unter 15 Staaten die höchsten Quellensteuern sowohl auf Zinsen wie auch auf Dividenden und hat die höchste Emissionsabgabe. Untenstehende Tabelle gibt einen Überblick über die von ausgewählten Ländern erhobenen Steuern (Quellensteuer, Emissions- und Umsatzabgabe). Bis auf Hong Kong und Singapur erheben praktisch alle der 15 aufgeführten Staaten gegenüber Ausländern entweder eine Quellensteuer auf Dividenden oder eine Quellensteuer auf Zinsen oder beides.⁹ Im Bereich der Quellensteuer auf Dividenden verzichten Hong Kong, Singapur, UK und Indien auf die Erhebung. Die übrigen 11 Länder erheben eine entsprechende Quellensteuer. Die USA erheben als global führender Kapitalmarkt zusammen mit Schweden und Australien ähnlich hohe Quellensteuern auf Dividenden (30%) wie die Schweiz.

Im Bereich der Quellensteuer auf Zinsen verzichten Luxemburg, Hong Kong, Holland, Schweden, Deutschland und teilweise Singapur auf die Erhebung. Allerdings erheben auch Länder, die bezüglich Anleihenemissionen besser positioniert sind als die Schweiz (USA, UK, Korea) eine entsprechende Quellensteuer. Dabei ist ebenfalls der Steuersatz der USA mit 30% am Höchsten, jedoch tiefer als der Satz der Schweizer Verrechnungssteuer. Die Beispiele kleiner Staaten wie Hong Kong, Singapur und Luxemburg könnten darauf hinweisen, dass sich ein Verzicht auf eine Quellensteuer bei ausländischen Investoren positiv auf kleine, offene Volkswirtschaften auswirkt.

Hinsichtlich der Stempelabgaben verfügen neben der Schweiz von den grösseren Kapitalmärkten lediglich Japan (0.7%) und Korea (0.4%) über eine Emissionsabgabe auf Eigenkapital. Bei beiden Ländern lag das Emissionsvolumen für Eigenkapital 2016 mit rund 0.5% des BIPs im internationalen Vergleich sehr tief. Auch UK, China, Hong Kong und Korea sowie Indien und Singapur verfügen über eine Umsatzabgabe, die zwischen 0.01 und 0.5% und damit im Bereich der Schweizer Umsatzabgabe liegt. Während China und Hong Kong sowohl beim Aktien- wie beim Anleihenhandelsvolumen im Verhältnis zum BIP seit 2006 trotz der Umsatzabgabe zulegen konnten, konnte Korea nur den Anleihenhandel im Verhältnis zum BIP steigern. UK und Indien haben sowohl beim Aktien- wie auch beim Anleihenhandelsvolumen im Verhältnis zum BIP an Terrain verloren. Eine Kausalität lässt sich daraus jedoch weder in die eine, noch in die andere Richtung nachweisen.

⁹ Ebenfalls verzichten die EU Länder untereinander auf die Erhebung einer Quellensteuer, jedes Land erhebt jedoch entsprechende Quellensteuern gegenüber dem Ausland.

Tabelle 1: Steuerliche Rahmenbedingungen ausgewählter Länder

	Quellensteuer für internationale Anleger	Emissionsabgabe	Umsatzabgabe
Schweiz	Dividenden: 35% Zinsen: 35%	1% ¹⁰	0.15% / 0.3%
USA	Dividenden: 30% ¹¹ Zinsen: 30% ¹²	Nein	Nein
UK	Dividenden: 0% Zinsen: 20%	Nein	0.5% ¹³
China	Dividenden: 10% / 20% ¹⁴ Zinsen: 10% / 20% ¹⁵	Nein	0.1%
Hong Kong	Dividenden: 0% Zinsen: 0%	Nein	0.2%
Japan	Dividenden: 15.315% / 20.42% Zinsen: 15.315% ¹⁶ / 20.42% ¹⁷	0.7%	Nein
Korea	Dividenden: 20% Zinsen: 14% ¹⁸ / 20%	0.4%	0.5%
Luxemburg	Dividenden: 15% Zinsen: 0%	Nein	Nein
Niederlande	Dividenden: 15% (finale Steuer) Zinsen: 0%	Nein	Nein
Schweden	Dividenden: 30% Zinsen: 0%	Nein	Nein
Deutschland	Dividenden: 25% Zinsen: 0%	Nein	Nein
Indien	Dividenden: 0% Zinsen: zw. 5-40%	Nein	0.017-0.125% ¹⁹
Kanada	Dividenden: 25% Zinsen: 25%	Nein	Nein
Singapur	Dividenden: 0% Zinsen: 0% ²⁰ / 15% ²¹ (finale Steuer)	Nein	0.2%
Australien	Dividenden: 30% Zinsen: 10%	Nein	Nein ²²

Quellen: Deloitte International Tax Source, IRDB Tax Data Base.

3.2 Regulatorische Rahmenbedingungen

Hinsichtlich regulatorischer Rahmenbedingungen liegt der Fokus auf den Ländern, die entweder in der Emission von Eigenkapital oder in der Anleihenemission führend sind. So verfügt beispielsweise Luxemburg seit 2005 über zwei Märkte: den EU regulierten Markt („Bourse de Luxembourg“) und einen durch die Börse regulierten Markt („Euro MTF“). Der Vorteil des Euro

¹⁰ Auf Eigenkapital.

¹¹ Entlastung an der Quelle im Rahmen des Qualified Intermediary-Programms.

¹² Anleihen, die von den Staaten oder Lokalregierungen emittiert werden, sind ausgenommen. Entlastung an der Quelle im Rahmen des Qualified Intermediary-Programms.

¹³ Für Aktien von Unternehmen mit Sitz in UK.

¹⁴ Für Privatpersonen.

¹⁵ Für Privatpersonen.

¹⁶ Für Depositen und Anleihen.

¹⁷ Für Kredite.

¹⁸ Auf Anleihen.

¹⁹ Abhängig vom Gliedstaat.

²⁰ Bestimmte Ausnahmen insbesondere Asian Dollar Bonds.

²¹ Nur für Zinsen von Unternehmen, die sich nicht permanent in Singapur niedergelassen haben.

²² Abhängig vom Gliedstaat.

MTF ist, dass er sich ausserhalb des Anwendungsbereichs der EU Prospekt- und Transparenzrichtlinie befindet und somit auch für kleinere Unternehmen attraktiv ist. Ein weiterer Gegensatz zum EU regulierten Markt ist, dass am Euro MTF auch andere Rechnungslegungsstandards als IFRS verwendet werden können. Der Euro MTF steht mit den Vorgaben der MiFID Richtlinie in Einklang. Für Handelsaktivitäten gibt es keinen Unterschied zum EU regulierten Markt.

Auch in Singapur gibt es seit 2008 einen zweiten Markt ("Catalist"). Seine Zielgruppe sind kleine, schnell wachsende Unternehmen. Auch hier muss für die Kotierung kein Prospekt, sondern nur ein Angebotsdokument erstellt werden. Ein Unternehmen muss zudem keine Mindestumsätze, Buchführungs- und Profitabilitätsnachweise aufzeigen können und keine Mindestkapitalisierung erzielen. Die Unternehmen benötigen jedoch einen sogenannten Sponsor, der sie überwacht. Diese Sponsoren sind qualifizierte, professionelle Unternehmen, die Erfahrung in Corporate Finance und Compliance Beratung mitbringen und über eine Bewilligung der SGX verfügen und von dieser reguliert werden. Sie müssen strikte Zulassungskriterien erfüllen. Die SGX reguliert die Emittenten weiterhin durch Zulassungsregeln und fortlaufende Verpflichtungen. Bei Rechtsbrüchen schreitet die SGX ebenfalls ein. Auch Irland und Hong Kong verfügen über Börsen regulierte Märkte (sogenannte Growth Enterprise Markets (GEM)). Diese Märkte sind konkret auf junge, schnell wachsende Unternehmen ausgerichtet und verfügen über weniger strenge Zulassungskriterien. Sowohl Euro MTF wie auch GEM fokussieren auf institutionelle Investoren.

4 Verbesserungen der steuerlichen Rahmenbedingungen in der Schweiz

Im Weiteren werden mögliche steuerliche Ursachen für den wenig entwickelten Schweizer Kapitalmarkt eruiert und die derzeitige Höhe der Steuereinnahmen sowie der Stand der steuerlichen Reformprojekte offengelegt. Wie erläutert, verfügen jedoch auch andere Staaten mit gut entwickelten Kapitalmärkten insbesondere das UK und die USA über Quellensteuern. Zudem haben sich auch in anderen Staaten die Volumina der im Ausland emittierten Schuldpapiere vergleichbar entwickelt wie die der Schweizer Konzerne. Die steuerlichen Rahmenbedingungen sollten daher als zentrale aber nicht einzige Ursache des wenig entwickelten Schweizer Kapitalmarkts betrachtet werden. Insbesondere regulatorische Vorgaben, aber auch Faktoren, wie namentlich der Home Bias von Investoren, das Wechselkursrisiko und unkonventionelle geldpolitische Instrumente, können weitere Ursachen sein.

4.1 Verrechnungssteuer

4.1.1 Zweck der Verrechnungssteuer

Die Verrechnungssteuer (VSt) ist eine Quellensteuer, die auf bestimmten Kapitalerträgen beim inländischen Schuldner der steuerbaren Leistung erhoben wird. Die VSt beruht somit auf dem Schuldnerprinzip und erfasst ausschliesslich Erträge aus inländischen Quellen. Steuerpflichtig ist der inländische Schuldner der steuerbaren Leistung, beispielsweise die Unternehmung mit Sitz in der Schweiz, die eine Obligation ausgibt und darauf den Investoren einen Zins entrichtet. Die Steuer wird anonym – und somit unabhängig von der Person des Gläubigers (Leistungsempfänger) – erhoben, d.h. namentlich auch bei institutionellen Anlegern.

Die VSt dient zweierlei Zwecken:

- Gegenüber *inländischen Leistungsbegünstigten* bezweckt die VSt die *Sicherstellung* der Einkommens- und Vermögenssteuern. Ein Mangel des heutigen Systems ist, dass zwar Erträge aus ausländischen Quellen der Einkommenssteuer und ausländische Vermögenswerte der Vermögenssteuer unterliegen, aber diese ausländischen Quellen von der VSt nicht erfasst werden.

- Gegenüber *ausländischen Leistungsbegünstigten* hat die Steuer teilweise ebenfalls Sicherungsfunktion. Im Vordergrund steht aber bei der Steuererhebung gegenüber ausländischen Personen der *Fiskalzweck*. Aus dieser definitiven Belastung erzielt die Schweiz beträchtliche Steuereinnahmen, die vor allem aus der Residualsteuer auf Dividenden herrühren.

4.1.2 Ursache für Verlagerung von Finanzierungsaktivitäten von Schweizer Konzernen ins Ausland

Aus dem geltenden System der VSt ergeben sich verschiedene volkswirtschaftliche Nachteile:

- In der Schweiz ansässige Konzerne begeben ihre Obligationen regelmässig über ausländische Gesellschaften, um die schweizerische VSt zu vermeiden, die schweizerische Titel namentlich für institutionelle Investoren unattraktiv macht. Als Folge davon ist der Fremdkapitalmarkt in der Schweiz vergleichsweise unterentwickelt. Die diesbezügliche Wertschöpfung findet im Ausland statt und auch die damit verbundenen Arbeitsplätze sind im Ausland angesiedelt.
- Schweizer Konzerne, welche die Finanzierungsmittel in der Schweiz aufnehmen oder im Ausland aufgenommene Mittel im Inland verwenden möchten, werden von der VSt erfasst. Diese Steuerbelastung macht derartige Anleihen insbesondere für institutionelle Anleger unattraktiv, was zu einer Verteuerung dieser Form der Unternehmensbesteuerung führt.
- Da bei der VSt auf Ausschüttungen bzw. Gutschriften inländischer kollektiver Kapitalanlagen keine nach der Person des Investors differenzierte Besteuerung erfolgt, sind inländische kollektive Kapitalanlagen insbesondere für institutionelle Investoren unattraktiv.²³

4.1.3 Höhe der Steuereinnahmen aus Verrechnungssteuer

Der Bruttoertrag aus der VSt schwankte in den letzten 10 Jahren (2007-2016) zwischen 4.2 und 6.6 Milliarden Franken. Der Bruttoertrag ergibt sich aus dem Saldo aus Eingängen in betreffenden Jahren abzüglich der Rückerstattung von Eingängen desselben Jahres oder aus früheren Jahren (zuzüglich Bussen und Verzugszinsen). Es sind die folgenden Gründe, weshalb dieser Saldo nicht Null beträgt:

- *Residualsteuer*: Der auf die Residualsteuer entfallende Teil der Verrechnungssteuer kann von im Ausland ansässigen Personen nicht zurückgefordert werden.
- *Steuerhinterziehung*: Ein Teil der Verrechnungssteuer wird nicht zurückgefordert, weil die zugrundeliegenden Kapitalerträge und das Vermögen, dem diese Vermögenserträge entspringen, nicht deklariert werden. Diese Steuerhinterziehung kann Personen betreffen, die im Inland oder im Ausland einkommensteuerpflichtig sind.
- *Nachlässigkeit / Vermeidung von administrativem Aufwand*: Obwohl Einkommen (und Vermögen) ordnungsgemäss deklariert werden, unterbleibt die Rückforderung aus Nachlässigkeit oder (bei ausländischen Investoren) auch zwecks Vermeidung des mit der Rückforderung verbundenen administrativen Aufwands. Im Bereich der ausländischen kollektiven Kapitalanlagen sind Rückerstattungen der Verrechnungssteuer (auf den Basiswerten) zugunsten des ausländischen Anteilsinhabers faktisch nicht möglich.
- *Transitorische Effekte*: Die Rückerstattung wird in einer späteren Periode vorgenommen als der Verrechnungssteuereingang bei der ESTV erfolgt.

²³ Im Bereich der kollektiven Kapitalanlagen stehen einer Ausgabe aus der Schweiz indessen neben fiskalischen auch regulatorische Gründe entgegen, namentlich mit Blick auf den Marktzutritt in der Europäischen Union.

Tabelle 2: Entwicklung der Steuereinnahmen durch die VSt

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Eingänge	31'133.5	29'943.3	23'679.6	26'040.8	23'447.4	22'064.5	22'371.2	24'923.2	29'219.4	25'456.7
Obligationen	3'376.6	3'531.2	3'380.8	2'999.0	2'932.1	2'938.5	2'805.3	2'621.5	2'489.1	2'426.4
Anleihe-Obligationen	2'812.4	2'794.7	2'782.0	2'569.9	2'584.6	2'671.7	2'599.9	2'448.9	2'337.7	2'333.3
Kassenobligationen	257.8	336.0	414.6	405.7	318.9	248.9	197.6	150.1	132.1	77.8
Geldmarktpapiere	306.3	400.5	184.3	23.4	28.5	17.8	7.8	22.4	19.3	15.3
Aktien, GmbH- und Genossenschaftsanteile	21'829.2	19'710.6	15'980.7	19'541.8	17'371.7	16'216.7	16'217.8	19'385.6	23'771.7	19'989.1
Aktien	21'468.6	19'105.9	15'633.8	19'146.4	16'482.6	14'250.8	15'396.9	18'143.5	22'857.1	19'175.6
GmbH-Anteile	323.4	565.0	293.2	347.9	838.6	1'925.8	771.7	1'187.4	858.5	765.5
Genossenschaftsanteile	37.2	39.7	53.8	47.5	50.6	40.2	49.2	54.7	56.1	48.0
Bankguthaben / Kundenguthaben	2'510.8	3'105.8	2'337.4	1'336.1	1'086.0	987.9	809.2	610.5	495.8	363.8
Übrige Steuereingänge	3'416.9	3'595.7	2'003.1	2'178.8	2'059.4	1'938.3	2'768.0	2'257.1	2'465.2	2'680.4
Anteile an Anlagefonds	3'251.0	3'428.4	1'860.5	2'004.3	1'876.9	1'818.2	2'589.9	2'144.3	2'372.2	2'565.6
Lotterielose und Werten	153.8	156.2	132.9	166.6	175.0	113.2	171.3	106.9	87.3	110.0
Versicherungs-Kapitalleistungen	9.5	8.4	7.2	5.8	5.3	5.0	5.0	4.2	4.2	3.4
Leibrenten und Pensionen	2.5	2.7	2.5	2.1	2.2	2.0	1.8	1.7	1.5	1.4
Delkrede und Abschreibungen			-22.4	-14.9	-1.8	-16.9	-229.0	48.5	-2.4	-2.9
Rückerstattungen	-26'941.0	-23'533.8	-19'329.4	-21'342.1	-18'599.7	-17'757.5	-17'003.7	-19'429.0	-22'708.5	-19'877.6
An juristische Personen im Inland	-19'690.0	-16'140.4	-11'248.9	-12'210.7	-9'808.5	-8'052.3	-8'552.2	-8'986.7	-12'598.0	-9'397.2
An ausländische Antragsteller gemäss DBA	-3'974.1	-3'350.9	-3'397.0	-3'438.7	-3'520.7	-4'355.9	-2'879.2	-3'898.8	-4'014.4	-4'220.9
An natürliche Personen im Inland	-3'276.9	-4'042.5	-4'683.4	-5'692.7	-5'270.6	-5'349.3	-5'570.0	-6'539.4	-6'088.5	-6'254.3
An inländische Zahlstellen							-2.3	-4.2	-7.7	-5.2
Überschuss der Eingänge	4'192.4	6'409.4	4'350.2	4'698.6	4'847.7	4'307.1	5'367.6	5'494.2	6'510.9	5'579.1
Bussen	0.0	0.0	0.7	0.2	0.7	0.2	0.2	0.4	0.9	1.5
Verzugszinsen	18.1	36.7	16.0	21.5	39.1	32.2	323.0	162.0	74.0	-388.2
Bruttoertrag	4'210.5	6'446.2	4'367.0	4'720.3	4'887.5	4'339.5	5'690.7	5'656.5	6'585.7	5'192.5

Quelle: ESTV.

4.1.4 Reformprojekte im Bereich der Verrechnungssteuer mit Relevanz für Kapitalmarkt und Konzernfinanzierung

Teilweiser Übergang zum Zahlstellenprinzip

Der Bundesrat schlug bereits mit der Botschaft zur Änderung des Bundesgesetzes über die Verrechnungssteuer (Belebung des schweizerischen Kapitalmarktes) vom 24. August 2011 (11.047) eine Reform der VSt vor, um damit den Kapitalmarkt zu stärken. Auslöser jener Reformbestrebungen waren die neuen regulatorischen Anforderungen hinsichtlich Systemstabilität im Bankenbereich, namentlich die Einführung von Pflichtwandelanleihen (sog. CoCos) und Anleihen mit Forderungsverzicht (sog. Write-off Bonds) im Bankengesetz. Der damalige Reformvorschlag des Bundesrates bezweckte, attraktive Rahmenbedingungen bei der Verrechnungssteuer für sämtliche Obligationen und Geldmarktpapiere einzuführen, indem für diese Titel ein Systemwechsel vorgesehen war. Das Parlament entschied stattdessen, ausschliesslich für CoCos und Write-off Bonds eine befristete Ausnahme bei der VSt einzuführen. Im Übrigen wies das Parlament den Vorschlag an den Bundesrat zurück.

In einem zweiten Anlauf eröffnete der Bundesrat am 17. Dezember 2014 das Vernehmlassungsverfahren zur Revision der VSt. Die Vorlage zielte darauf ab, die steuerlichen Rahmenbedingungen für den Kapitalmarkt Schweiz zu verbessern. Gleichzeitig sollte der Sicherungszweck der VSt im Inland gestärkt werden. Diese Ziele hätten erreicht werden sollen, indem die VSt künftig differenzierter erhoben worden wäre, d.h. dass die Steuerfolgen von der Person des

Investors abgegangen hätten (teilweiser Wechsel zum Zahlstellenprinzip). Um zu verhindern, dass das neue System für natürliche Personen mit Wohnsitz Schweiz einen Anreiz schafft, ihre Wertschriften zu einer ausländischen Bank zu verlagern, was negative Auswirkungen auf den Finanzplatz Schweiz hätte, schlug der Bundesrat vor, dass diese Personen das Recht erhalten hätten, zwischen einem Abzug der VSt und einer Meldung an die kantonale Steuerbehörde zu wählen. Trotz der umfangreichen und breit abgestützten Vorarbeiten fiel das Vernehmlassungsergebnis kontrovers aus. So lehnte die Schweizerische Bankiervereinigung – unterstützt von economiesuisse – die Vorlage ab und verlangte stattdessen einen teilweisen Übergang zu einem automatischen Meldesystem auch im Inland. Andere Vernehmlassungsteilnehmer – darunter die FDK – forderten, das Geschäft zu sistieren, namentlich bis Klarheit über die Volksinitiative «Ja zum Schutz der Privatsphäre» (15.057) herrsche.

Der Bundesrat nahm am 24. Juni 2015 das Vernehmlassungsergebnis zur Kenntnis und beschloss das EFD zu beauftragen

1. bis spätestens 30. September 2015 eine Botschaft auszuarbeiten, welche
 - a. die zeitlich befristete Ausnahmeregelung für Pflichtwandelanleihen und Anleihen mit Forderungsverzicht um weitere 5 Jahre, d.h. bis 31. Dezember 2021, verlängert;
 - b. die Zinsen auf Anleiensobligationen, welche von der FINMA im Zeitpunkt der Emission als in Erfüllung regulatorischer Anforderungen emittierte Verpflichtungen genehmigt wurden und die bei Insolvenz nach Art. 31 Abs. 3 Bankengesetz gewandelt oder reduziert werden können, für 5 Jahre, d.h. bis 31. Dezember 2021, von der Verrechnungssteuer ausnimmt;
2. dem Bundesrat nach durchgeführter Volksabstimmung über die Volksinitiative «Ja zum Schutz der Privatsphäre» Antrag zum weiteren Vorgehen hinsichtlich einer umfassenden Reform der Verrechnungssteuer (d.h. Prüfung eines Wechsels zum Zahlstellenprinzip) zu stellen.

Konnex zur Volksabstimmung über die Volksinitiative «Ja zum Schutz der Privatsphäre»

Die Volksinitiative «Ja zum Schutz der Privatsphäre» (15.057) wurde am 9.1.2018 zurückgezogen. Nachdem sowohl der Nationalrat als auch der Ständerat Nichteintreten auf den Gegenentwurf zu dieser Volksinitiative beschlossen haben, ist das Geschäft somit erledigt. Der Bundesrat wird voraussichtlich im vierten Quartal 2018 über das weitere Vorgehen entscheiden.

Ausnahmeregelung für CoCos, Write-Off-Bonds und Bail-In-Bonds

Mit der Botschaft zu einer Änderung des Verrechnungssteuergesetzes vom 11. September 2015 (15.060) schlug der Bundesrat die zeitlich begrenzte Weiterführung der seit dem 1. Januar 2013 geltenden Ausnahmeregelung für Pflichtwandelanleihen und der Anleihen mit Forderungsverzicht vor. Darüber hinaus sollte die Steuerbefreiung auch auf Bail-in Bonds ausgedehnt werden. Dabei handelt es sich um Anleihenobligationen, die von der Eidgenössischen Finanzmarktaufsicht (FINMA) im Zeitpunkt der Emission genehmigt wurden und die bei Insolvenz reduziert oder in Eigenkapital umgewandelt werden. Die Vorlage wurde vom Parlament am 18. März 2016 verabschiedet. Die beschlossenen Massnahmen schaffen die Voraussetzungen, dass systemrelevante Banken diese Finanzinstrumente im Inland emittieren können. Die Regelung wurde vom Parlament bis zum Jahre 2021 befristet. Grund dafür ist, dass diese Ausnahmeregelung mit der umfassenden Reform der VSt obsolet würde.

Änderung der Verordnung über die Verrechnungssteuer (Konzernfinanzierung)

Auf Verordnungsstufe wurde in Bezug auf die Konzernfinanzierung aus der Schweiz eine teilweise Verbesserung mit der per 1. August 2010 in Kraft getretenen Änderung der Verordnung über die Verrechnungssteuer (VStV) erreicht, indem konzerninterne Guthaben von der Verrechnungssteuer ausgenommen wurden (Art. 14a VStV). Nicht von der Ausnahmeregelung profitieren können allerdings Schweizer Konzerne, die eine Obligation über eine ausländische Konzerngesellschaft begeben, welche von einer inländischen Konzerngesellschaft garantiert wird

(Art. 14a Abs. 3 VStV). Damit soll verhindert werden, dass die über eine Obligation aufgenommenen Mittel, deren Zinsen nicht der Verrechnungssteuer unterliegen, in die Schweiz fließen.

Seither kam es zu vermehrten Ansiedlungen von Gesellschaften ausländischer Konzerne in der Schweiz, welche die konzerninterne Finanzierung sicherstellen. Bei inländischen Konzernen wurde hingegen aufgrund der erwähnten Restriktion von Art. 14a Abs. 3 VStV keine wesentliche Verbesserung erreicht.

Vor diesem Hintergrund schlug der Bundesrat im Sinne einer kurzfristig realisierbaren Massnahme in einer Vernehmlassungsvorlage vom 23. September 2016 vor, die im Jahre 2010 eingeführte Änderung der VStV auszudehnen, um die Attraktivität des Standorts Schweiz zu stärken. Damit soll eine Weiterleitung von Mitteln der ausländischen Emittentin in die Schweiz an eine hier ansässige Konzerngesellschaft im Umfang von höchstens dem Eigenkapital der emittierenden ausländischen Gesellschaft möglich sein, ohne dass dadurch Steuerfolgen begründet werden. Von der VSt-Befreiung sollen neu nicht mehr nur vollkonsolidierte Konzerngesellschaften, sondern auch teilkonsolidierte Gesellschaften (z.B. Joint-Ventures mit Beteiligungsanteil von mindestens 50%) profitieren können. Die Verordnung trat am 1. April 2017 in Kraft.

4.2 Emissionsabgabe

4.2.1 Verzerrungen durch die Emissionsabgabe

Standortattraktivität: Die Emissionsabgabe auf Eigenkapital erhöht die Durchschnittsbelastung auf Investitionen, die mit neuem Eigenkapital finanziert werden, soweit das emittierte Eigenkapital den Freibetrag von einer Million Franken übersteigt. Dadurch wirkt sie sich negativ auf die Standortattraktivität aus. Als Nachteil erweist sich dabei auch, dass ausländische Staaten, welche die Anrechnungsmethode verwenden, zwar die Schweizer Gewinnsteuer, nicht aber die in der Schweiz entrichtete Emissionsabgabe auf Eigenkapital auf die inländische Steuerschuld anrechnen.

Verteuerung von mit neuem Eigenkapital finanzierten Grenzinvestitionen: Die Emissionsabgabe auf Eigenkapital verteuert die Beschaffung von neuem Eigenkapital. Wird eine Grenzinvestition ganz oder teilweise mit neuem Eigenkapital finanziert, so erhöht die Abgabe die effektive marginale Steuerbelastung auf dieser Investition.

Unzulängliche Bemessungsgrundlage: Die Emissionsabgabe auf Eigenkapital belastet im Rahmen einer Ex-ante-Besteuerung den Sollertrag und nicht wie bei einer Ex-post-Besteuerung das tatsächlich erwirtschaftete Einkommen. Dadurch ergibt sich, gemessen an der Leistungsfähigkeit, einerseits eine Überbesteuerung von eigenkapitalfinanzierten Investitionen, welche im Nachhinein die ursprünglich erwartete Rentabilität nicht erreichen konnten. Andererseits werden aber überdurchschnittlich rentable Investitionen unterbesteuert, weil ökonomische Renten darstellende Einkommensbestandteile unbesteuert bleiben.²⁴ Unter dem Aspekt der Allokationseffizienz ist dies nicht sachgerecht, weil gerade von der Besteuerung ökonomischer Renten kaum Verzerrungseffekte ausgehen. Wegen der Nichtberücksichtigung der unterschiedlichen Rentabilität einer Investition ist die Emissionsabgabe auf Eigenkapital aber auch unter dem Aspekt der horizontalen Steuergerechtigkeit einer Ex-post Besteuerung des tatsächlich erwirtschafteten Einkommens unterlegen.

²⁴ Eine ökonomische Rente stellt den Überschuss der Erlöse über die gesamten Opportunitätskosten ihrer Erwirtschaftung dar. Diese Opportunitätskosten bestehen im Falle einer Investition aus sämtlichen anfallenden Aufwandsposten (Kosten für Rohstoffe und Zwischenprodukte, Maschinen, Dienstleistungen, Löhne, Steuern, Fremdkapitalzinsen usw.) zuzüglich der marktüblichen Verzinsung des eingesetzten Eigenkapitals. Decken die erwarteten Erlöse gerade die Opportunitätskosten, resultiert ein Barwert von null, und die Investition ist gerade noch rentabel. Übersteigen die Erlöse die Opportunitätskosten, so fällt der Barwert höher aus, und es entsteht eine ökonomische Rente. Da ein Barwert von null ausreicht, damit ein Investitionsprojekt rentabel ist, spielt die ökonomische Rente für den Entscheid, ob ein Investitionsprojekt realisiert werden soll, keine Rolle.

Verzicht auf den Versicherungseffekt der Besteuerung: Durch die Ex-ante-Besteuerung des Sollertrags geht darüber hinaus der Versicherungseffekt einer Besteuerung des tatsächlich erwirtschaftenden Einkommens verloren. Im Unterschied zur Ex-ante-Besteuerung beteiligt sich der Fiskus bei einer Ex-post-Steuer am Risiko, d.h. am Glück oder Pech der Investoren. Infolge dieses Versicherungseffektes (Domar-Musgrave-Effekt) geben sich die Investoren mit einer niedrigeren Risikoprämie zufrieden. Im Einzelfall bedeutend wird der Versicherungseffekt insbesondere dann, wenn das Vermögen der Anteilseigner überwiegend aus Anteilen eines einzigen Unternehmens besteht. Diese Situation ist für Eigentümer-Unternehmer nicht untypisch. Wegen des bestehenden Klumpenrisikos bleibt ihnen nämlich die Risikostreuung via die üblicherweise empfohlene Portfoliodiversifikation versagt.

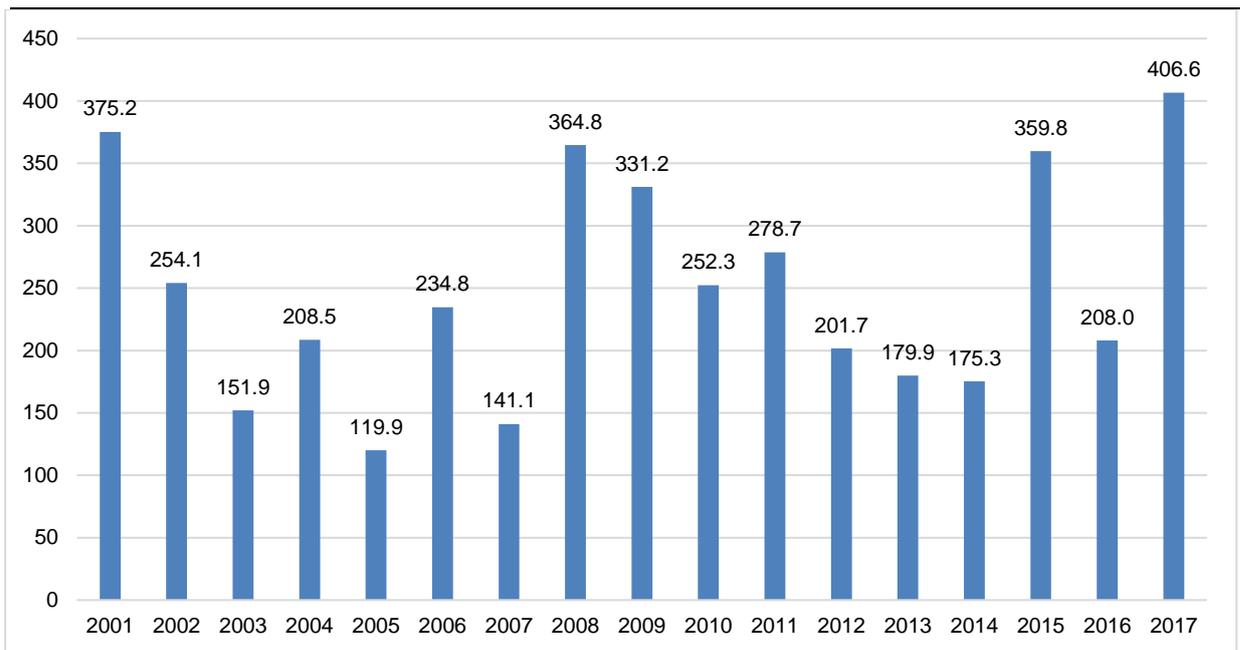
Verletzung der Finanzierungsneutralität: Die Emissionsabgabe auf Eigenkapital zielt auf das Einkommen aus Investitionen, die mit neuem Eigenkapital finanziert sind. Dabei verletzt sie die Gewinnverwendungsneutralität, da sie die Anteilsfinanzierung verteuert, während die Selbstfinanzierung und Fremdfinanzierung von ihr nicht erfasst werden. Die Begünstigung der Selbstfinanzierung wirkt unter Effizienzgesichtspunkten negativ, weil sie die wachstumsfördernde Aufgabe des Kapitalmarktes, die verfügbaren Investitionsmittel auf die gewinnträchtigsten Unternehmen und damit auf die rentabelsten Investitionsprojekte zu lenken, beeinträchtigt. Die Begünstigung der Fremdfinanzierung schafft unerwünschte Verschuldungsanreize.

Administrative Einfachheit: Da die Emissionsabgabe auf Eigenkapital nicht an Stelle anderer Steuern, sondern zusätzlich zu diesen erhoben wird, erhöht sie die Erhebungs- und Entrichtungskosten. Die Steuerpflichtigen müssen sich deshalb mit zusätzlichen steuerlichen Bestimmungen mit eigener Steuersystematik und einer Anzahl Ersatz- und Ausnahmetatbeständen vertraut machen, auch wenn die zusätzlichen Kosten der Emissionsabgabe wegen ihrer einfachen Konstruktion, der vergleichsweise niedrigen Zahl der Steuerpflichtigen und der im Durchschnitt pro Fall relativ grossen Steuerzahlung niedrig ausfallen. Die Emissionsabgabe auf Eigenkapital stellt mit Bezug auf die Gewinnsteuer und die VSt einen stabilisierenden Faktor dar. Da die Abgabe auf dem Wert der entsprechenden Zuflüsse erhoben wird, versuchen die Steuerzahlenden einerseits, die Steuerbasis möglichst tief auszuweisen. Andererseits besteht aus gewinn- und verrechnungssteuerlicher Optik bei den Steuerzahlenden tendenziell das Interesse, möglichst hohe Werte in die Bilanz einzubuchen. Diese gegensätzlichen Interessen führen in der Praxis zu ausgewogenen Bewertungen. Mit einer Abschaffung der Abgabe würde daher eine Art automatischer Stabilisator wegfallen.

4.2.2 Höhe der Steuereinnahmen aus der Emissionsabgabe

Nachdem die Emissionsabgabe auf Fremdkapital per 1. März 2012 aufgehoben wurde, verbleibt noch die Emissionsabgabe auf Eigenkapital. Diese erbrachte im 10-Jahresdurchschnitt zwischen 2008 und 2017 276 Millionen Franken bei Schwankungen zwischen 175 und 407 Millionen Franken pro Jahr.

Abbildung 10: Einnahmen aus der Emissionsabgabe auf Eigenkapital in Mio. CHF (2001-2017)



Quelle: ESTV.

4.2.3 Laufende Gesetzgebungsprojekte im Bereich der Emissionsabgabe

Derzeit gibt es zwei hängige Vorlagen zur Abschaffung der Emissionsabgabe auf Eigenkapital:

- Die erste Vorlage entspringt der Pa.Iv. Fraktion RL «Stempelsteuer schrittweise abschaffen und Arbeitsplätze schaffen» (09.503 Punkt 1). Der Nationalrat hat dieser Vorlage am 19. März 2013 zugestimmt. Diese Vorlage ist derzeit in der WAK-S sistiert.
- Die zweite Vorlage besteht aus der vom Nationalrat am 17. März 2016 aus der Unternehmenssteuerreform III (USR III) abgespaltenen und danach an die Kommission zurückgewiesenen Vorlage zur Abschaffung der Emissionsabgabe auf Eigenkapital.

4.3 Umsatzabgabe

4.3.1 Verzerrungen durch die Umsatzabgabe

Die Umsatzabgabe erzeugt Verzerrungen

1. bei den Emittenten der umsatzabgabepflichtigen Wertpapiere als Kapitalnachfrager
2. bei den Anlegern als Kapitalanbieter, welche umsatzabgabepflichtige Wertpapiere halten,
3. auf der Vermittlungsebene, d.h. der Finanzintermediation im Inland.

Bei den Emittenten der umsatzabgabepflichtigen Wertpapiere:

- Die Umsatzabgabe erhöht die Finanzierungskosten der emittierenden Unternehmen, weil die Anleger die abgabepflichtigen Wertpapiere nur halten, wenn sie dafür mit einer höheren erwarteten Vorsteuerrendite kompensiert werden. Die Verteuerung der Finanzierungskosten der emittierenden Unternehmen ist sowohl unter dem Standortziel (Standortentscheid aufgrund der durchschnittlichen effektiven Steuerbelastung) als auch unter dem Effizienzziel (ausserfinanzierte Investition einer sich bereits vor Ort befindlichen Unternehmung) relevant.
- Die Umsatzabgabe verzerrt überdies die Wahl der Finanzierungswege für eine Investition, da die Abgabe die Finanzierung mittels Eigenkapital oder Obligationen, nicht aber mittels

Bankkredite oder Geldmarktpapieren verteuert. Diese Verzerrung verletzt die Entscheidungsneutralität und damit das Effizienzziel.

Aus der Perspektive der nationalen Wohlfahrt ist nur die Umsatzabgabe auf inländischen Wertpapieren von Belang. Die Abgabe auf ausländischen Wertpapieren ist diesbezüglich neutral.

Bei den Anlegern, welche umsatzabgabepflichtige Wertpapiere halten:

- Die Umsatzabgabe erhöht die Steuerbelastung auf dem Ertrag des Sparens und verzerrt auf diesem Weg die Entscheidung der Haushalte zwischen Sparen und Konsumieren.
- Die Umsatzabgabe verzerrt die Wahl zwischen den Anlageinstrumenten, welche der Abgabe unterstehen bzw. ihr nicht unterliegen.
- Die Umsatzabgabe erzeugt einen Einschliessungseffekt (Lock-in-Effekt), so dass die Anleger ihr Portfolio weniger stark umschichten, als sie dies ohne Transaktionssteuer tun würden.

Alle diese Verzerrungen wirken sich negativ auf das Effizienzziel aus. Aus der Perspektive der nationalen Wohlfahrt ist nur die Umsatzabgabe, welche von inländischen Anlegern auf in- und ausländischen Wertpapieren entrichtet wird, von Belang.

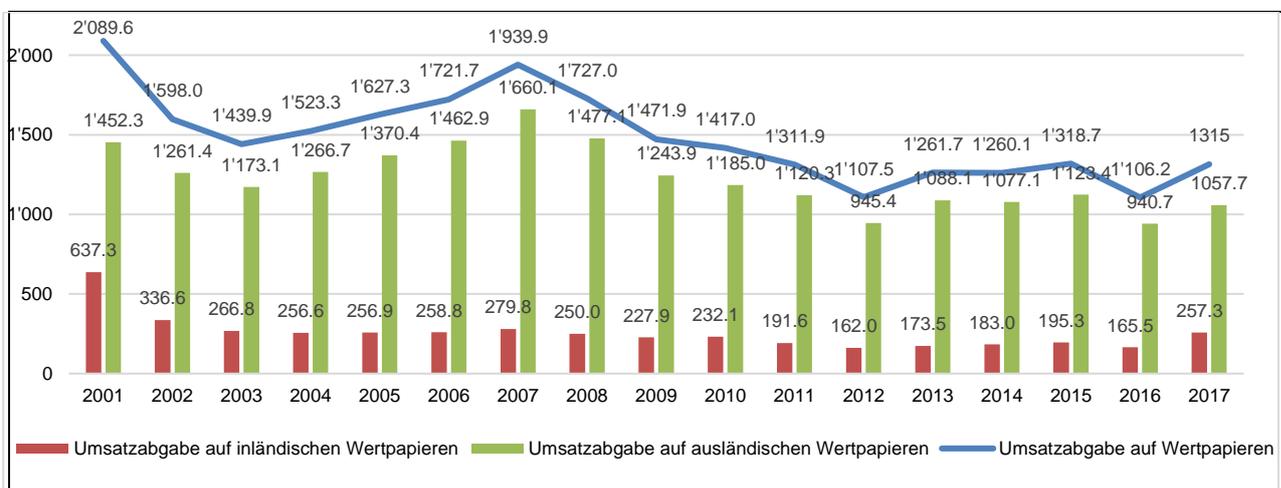
Auf der Vermittlungsebene, d.h. der Finanzintermediation im Inland:

- Soweit Emittenten oder Anleger aufgrund der Umsatzabgabe inländische Finanzintermediationsdienstleistungen durch in ausländischen Finanzzentren erbrachte Dienstleistungen ersetzen, verursacht die Umsatzabgabe der inländischen Finanzintermediation einen Standortnachteil und beeinträchtigt das Standortziel.
- Ein Indiz, dass sich der Standortnachteil in Grenzen hält, ist der Umstand, dass ein substantieller Teil des Steueraufkommens durch ausländische Kunden inländischer Banken generiert wird. Dieses Steueraufkommen wird aus Sicht des Inlandes ohne Effizienzverluste aufgebracht. Dank den aus diesem Steuerexport erzielten Einnahmen können andere verzerrende Steuern aufkommensneutral niedriger angesetzt werden. Dadurch stellt sich unter dem Effizienzziel sogar eine Verbesserung ein. Aufgrund des grenzüberschreitenden automatischen Informationsaustauschs könnte allerdings die Preiselastizität der ausländischen Kunden zunehmen, so dass dieses Argument künftig an Bedeutung verlieren könnte.
- Die Umsatzabgabe beeinträchtigt das Transaktionsvolumen und damit die Liquidität des Schweizer Kapitalmarktes. Das Problem ist im Obligationenmarkt grösser; an der Aktienbörse ist das Transaktionsvolumen im internationalen Vergleich relativ hoch. Der Wegfall des Umsatzstempels würde über höhere Transaktionsvolumina einerseits die Wertschöpfung im Wertschriftenhandel erhöhen und könnte andererseits auch das Umfeld für Discount-Broker attraktiver machen und auf diesem Weg einen Druck auf die Margen ausüben.
- Mitunter wird argumentiert, dass die intensive Handelstätigkeit an den Finanzmärkten unnötige Ressourcen ohne gesamtwirtschaftlichen Nutzen bindet und darüber hinaus die Volatilität der Märkte erhöht und dadurch destabilisierend wirkt. Diese negativen externen Effekte könnten mittels einer Transaktionssteuer auf dem Handel an den Finanzmärkten, der so genannten Tobin-Steuer, internalisiert werden. Die Umsatzabgabe liesse sich dann als eine (wegen der zahlreichen Ausnahmen lückenhafte) Tobin-Steuer auf Börsentransaktionen interpretieren. Es ist jedoch fraglich, ob von einer Tobin-Steuer die intendierte Stabilisierungswirkung auf die Finanzmärkte tatsächlich ausgeht, da die Steuer die Marktliquidität vermindert und dadurch die Volatilität der Märkte tendenziell sogar erhöht.

4.3.2 Höhe der Steuereinnahmen aus der Umsatzabgabe

Die Steuereinnahmen aus der Umsatzabgabe sanken zwischen 2008 und 2012 kontinuierlich. Mit noch etwas über 1.1 Milliarden Franken erreichten sie 2016 einen neuen Tiefstand, von dem sie sich 2017 leicht erholt haben. Es sei darauf hingewiesen, dass die Anleger zunehmend Steueroptimierung betreiben, um die schweizerische Umsatzabgabe zu umgehen. Dieser Trend dürfte langfristig anhalten.

Abbildung 11: Einnahmen aus der Umsatzabgabe in Mio. CHF (2001-2017)



Quelle: ESTV.

4.3.3 Laufende Gesetzgebungsprojekte im Bereich der Umsatzabgabe

Die Pa.IV. Fraktion RL «Stempelsteuer schrittweise abschaffen und Arbeitsplätze schaffen» (09.503) verlangt die schrittweise Abschaffung aller Stempelabgaben. Nach dem abgeschlossenen Vorprüfungsverfahren hat die WAK-N an ihrer Sitzung am 30. August 2011 und am 7. November 2011 beschlossen, die Initiative in zwei Teilen, nämlich einer Vorlage zu Punkt 1 (Abschaffung der Emissionsabgabe) und eine Vorlage zu den Punkten 2 und 3 (Abschaffung der Versicherungsabgabe und Abschaffung der Umsatzabgabe) zu behandeln. Die Vorlage zu den Punkten 2 und 3 wurde einer Subkommission zugewiesen.

Die WAK-N trat in ihrer Sitzung vom 25. Februar 2014 auf die Vorlage der Subkommission ein und beschloss anschliessend, das Geschäft bis zum Vorliegen der Botschaft zur Unternehmenssteuerreform III zu sistieren. Nach Ablehnung der USR III wurden die Beratungen noch nicht wieder aufgenommen.

4.3.4 Reformprioritäten

Unter Berücksichtigen des potentiellen Nutzens und der Kosten in Form aufgegebener Steuereinnahmen kommt einer Revision der Verrechnungssteuer 1. Priorität, der Abschaffung der Emissionsabgabe auf Eigenkapital 2. Priorität und der Abschaffung der Umsatzabgabe 3. Priorität zu.

5 Verbesserung der nicht-steuerlichen Rahmenbedingungen

5.1 Anleiheemission

5.1.1 Nicht-steuerliche Handlungsfelder

Handlungsfeld 1: Zulassung von europäischen Prospekten im Schweizer Kapitalmarkt

Wie bereits erwähnt, ist die Problematik, dass Schweizer Prospekte im europäischen Kapitalmarkt nicht zugelassen sind und für Schweizer Wertpapiere der europäische Kapitalmarkt daher nicht automatisch erschlossen ist, primär für den Bondmarkt relevant. So können auch öffentlichrechtliche Institutionen und Unternehmen, die ihre Anleihen hauptsächlich in der Schweiz emittieren, diese nicht ohne Weiteres auf dem europäischen Bondmarkt anbieten, was die Attraktivität des Schweizer Kapitalmarkts für entsprechende Zielgruppen mindert. Davon sind insbesondere sogenannte „Frequent Borrower“, die eine wiederkehrende Benützung des Kapitalmarkts beabsichtigen, betroffen. In diesem Bereich hat Luxemburg als Teil der EU einen entscheidenden Vorteil. Aufgrund des Europäischen Passes für Wertpapiere können dort kotierte Unternehmen ihre Wertpapiere jederzeit EWR-weit anbieten. Im Bereich der einmaligen Kapitalaufnahme ist die Schweizer Börse hingegen auch bei den Anleihen durchaus konkurrenzfähig. Wie bereits erwähnt, wurde im Rahmen der Verordnungsarbeiten zum FIDLEG festgestellt, dass der Erhalt des Europäischen Passes für Wertpapiere mit einem Schweizer Prospekt keine Option ist, da ein ungünstiges Kosten-Nutzen-Verhältnis besteht. Die derzeit angestrebte Lösung wird jedoch entsprechend den Vorgaben aus dem FIDLEG sicherstellen, dass ausländische Emittenten mit einem EU-Prospekt die Schweiz als ersten Listingstandort wählen können, und damit mit einem einzigen Prospekt Zugang sowohl zum Schweizer als auch zum europäischen Markt erhalten.

Handlungsfeld 2: Anerkennung bankinterner Ratings für aufsichtsrechtliche Zwecke

Institutionelle Anleger beschränken sich oft auf Anlagen mit Ratings, die von einer von der FINMA anerkannten Ratingagentur ausgestellt wurden. Kann ein Schuldner kein solches Rating vorweisen, steigt seine zu entrichtende Risikoprämie häufig derart, dass für ihn eine Kapitalmarktfinanzierung unattraktiv erscheint. Da typische Schweizer Inlandemittenten oft nicht auf solche Ratings zurückgreifen können, erstellten in der Schweiz bislang Banken kostenlose Ratings zuhanden der Emittenten und Investoren. Diese konnten bis 2014 äquivalent zu den Ratings von internationalen Ratingagenturen verwendet werden, so dass letztere für den Schweizer Anleihenmarkt von untergeordneter Bedeutung waren. Um weiterhin mit den internationalen Standards von Basel III und IOSCO, denen die Schweiz für die prudentielle Verwendung von Ratings zur Bestimmung der Eigenmittelunterlegung der Banken folgt, kompatibel zu sein, wurde 2014 das FINMA-Rundschreiben „Ratingagenturen“ angepasst. Seither werden Bankenratings für aufsichtsrechtliche Zwecke nicht mehr als gleichwertig zu Ratings von internationalen Ratingagenturen angesehen, da bei diesen die Gefahr besteht, dass sie die regulatorischen Anforderungen hinsichtlich Unabhängigkeit und Kontinuität nicht zu erfüllen vermögen. Bankenratings haben somit an Bedeutung verloren. Dies hat Auswirkungen für die Kapitalmarktfinanzierung von KMU insbesondere für Mid-Caps. Da Bankenratings für die Unterlegung von erworbenen Unternehmensanleihen mit Eigenmitteln nicht mehr anerkannt werden, müssen diese Unternehmensanleihen von Investoren mit mehr Eigenmitteln unterlegt werden. Entsprechend ist der Anreiz, solche Titel auf dem Kapitalmarkt zu erwerben, für Banken und Versicherungen gesunken. Für Versicherungen gilt daher bis am 31. Dezember 2017 eine im FINMA-RS 2016/5 „Anlagerichtlinien – Versicherer“ festgehaltene Übergangslösung. Anschliessend dürfen die Versicherungen Bankenratings nur noch als Informationsquelle heranziehen, sofern sie diese mit einer eigenen Analyse ergänzen. Dadurch können die Versicherer die Ratings von nicht

zertifizierten Ratinganbietern (wie z.B. Banken) weiterhin verwenden. Damit haben die FINMA und die Branche eine einvernehmliche Lösung gefunden.

5.1.2 Weitere Einflussfaktoren

Im Weiteren werden Faktoren dargelegt, die für den Schweizer Kapitalmarkt im Bereich Fremdkapital von grosser Bedeutung sind, auf die jedoch nur in geringem Masse Einfluss genommen werden kann. Vor allem im Bereich des Fremdkapitals verfügen schweizerische wie ausländische Grossunternehmen über weltweite Emissionsprogramme, die es ihnen erlauben in dem Währungsraum Kapital aufzunehmen, in dem das Kapital benötigt wird oder aber dort zu emittieren, wo die Kapitalkosten am tiefsten sind. Der Schweizer Markt könnte zudem gar nicht den gesamten Bedarf dieser Unternehmen an Fremdkapital decken. Allerdings ist der Schweizer Anleihenmarkt derzeit auch für kleinere Unternehmen von untergeordneter Bedeutung. Liegt ihr Kapitalbedarf unter CHF 50-100 Mio., so ist es schwierig, Investoren zu finden, die sich für entsprechende Anleihen interessieren, weil Anleihen mit entsprechenden Volumen illiquid bzw. kostenineffizient sind. Der Grund liegt darin, dass der schweizerische Anleihemarkt stark von sogenannten Buy-and-hold-Investoren (Versicherer, Pensionskassen) geprägt ist. Ihr Anteil ist auch bei Anleihen mit hohem Volumen gross. Da dort hingegen handelbares Restvolumen bleibt, hat dies in diesem Bereich einen kleineren Einfluss auf die Liquidität. Um ein Volumen zu erreichen, das für Investoren interessant wäre, müssten diese Emittenten daher ihren Kapitalbedarf via eine Emissionszentrale bündeln. Da der Kreditmarkt für grössere Kredite zurzeit jedoch funktioniert, ist der Aufwand, der durch die Bündelung entstünde, nicht gerechtfertigt. Nicht zuletzt haben aber auch die Interventionen der EZB zu einer höheren Nachfrage nach Anleihen im Euro-Raum geführt und dort die Finanzierungskosten gesenkt, während der Franken erstarkte. Dadurch haben auch die SWAP-Sätze den Schweizer Kapitalmarkt im Bereich der Anleihen beeinträchtigt. Daraus resultierte insbesondere eine verminderte Emissionsbereitschaft ausländischer Gebietskörperschaften und Unternehmen. Diese Faktoren scheinen eine Stärkung des Schweizer Kapitalmarkts im Bereich der Fremdfinanzierungen zu erschweren.

Allerdings besteht in der Schweiz durchaus Bedarf nach Fremdfinanzierung. Im Crowdfunding Monitoring 2017 weist die Hochschule Luzern auf eine Finanzierungslücke im Schweizer Kreditmarktes für kleinere Kreditbeträge (< CHF 300'000) hin.²⁵ Diese kleinen Beträge sind für viele Banken im Bereich der Kreditvergabe nicht rentabel. Daher wurden 2016 mehr als 28 Mio. Franken über Crowdlending an KMU vergeben. Neben der Möglichkeit des Crowdlendings können auf gewissen OTC-Plattformen analog zum Eigenkapital auch Unternehmensanleihen gelistet werden. Zudem bieten sich auch Privatplatzierungen für die Aufnahme von Fremdkapital an. Die Nutzung von OTC-Plattformen für Unternehmensanleihen und Privatplatzierungen ist jedoch bislang noch wenig verbreitet. Allenfalls könnten daher Überlegungen getroffen werden, wie sichergestellt werden kann, dass auch KMU mit einem tiefen Bedarf an Fremdfinanzierung, diesen Bedarf decken können.

5.2 Emission von Eigenkapital

5.2.1 Nicht-steuerliche Handlungsfelder im Bereich des Eigenkapitals

Mit Blick auf die Emission von Eigenkapital steht der Schweizer Kapitalmarkt insbesondere im Bereich der Regulierung im nicht-steuerlichen Bereich gut da. So ist der Schweizer Kapitalmarkt gemäss SIX Swiss Exchange mit der geltenden, ausgewogenen und massvollen Regulierung solide positioniert und verfügt international über einen guten Ruf. Dabei stellt insbesondere die Selbstregulierung für die Schweizer Börse ein Wettbewerbsvorteil gegenüber anderen Börsen dar. Sie ermöglicht es sowohl ausländischen als auch Schweizer Unternehmen, ein attraktives, ausbalanciertes regulatorisches Umfeld zu bieten, das einfache, pragmatische und schnelle Prozesse erlaubt. Auch die Zulassung des nationalen Rechnungslegungsstandards Swiss

²⁵ Das durchschnittliche Transaktionsvolumen betrug bei KMU-Krediten in etwa CHF 171'000.

GAAP FER in allen regulatorischen Standards hat sich in den letzten Jahren für den Schweizer Kapitalmarkt als besonders positiv erwiesen. Dies gewinnt insofern an Relevanz, als Schweizer Unternehmen ihre Rechnungslegung vermehrt von IFRS auf die mehr Grundsatz basierten Swiss GAAP FER umstellen. Die Schweizer Regulierung im Bereich der Regulierungsstandards ermöglicht in diesen Fällen einen unkomplizierten Wechsel vom International Reporting Standard zum Swiss Reporting Standard. Dennoch ist die Kapitalaufnahme über Kapitalerhöhungen oder IPOs sowie die Anzahl IPOs in der Schweiz gering. Um diesem Umstand entgegenzutreten, bedarf es sowohl Massnahmen im steuerlichen Bereich als auch im nicht-steuerlichen Bereich.

Handlungsfeld 3: Gestaltung der allgemeinen Rahmenbedingungen unter Berücksichtigung der Auswirkungen auf den Kapitalmarkt

In den letzten Jahren hat sich international die Tendenz manifestiert, dass sich Unternehmen vermehrt in ihrem Heimatland kotieren lassen. Daher sind die allgemeinen wirtschaftlichen und rechtlichen Rahmenbedingungen für die Entwicklung eines starken Kapitalmarkts zentral. Die vermehrte Kotierung im Heimatland kommt daher, dass Crossborder-Listings automatisch dazu führen, dass Unternehmen in zwei Jurisdiktionen, mit meist unterschiedlichen Anforderungen und Pflichten tätig sind. Daher sind Crossborder-Listings auch für den Schweizer Kapitalmarkt von untergeordneter Bedeutung. Vor diesem Hintergrund impliziert die Wahl des Listing-Standortes Schweiz oftmals die Verlagerung des Firmensitzes in die Schweiz. Daraus kann geschlossen werden, dass auch für den Schweizer Kapitalmarkt die klassischen Standortfaktoren wie politische und ökonomische Stabilität, ein internationaler und liberaler Arbeitsmarkt mit gut ausgebildeten Arbeitskräften, steuerliche Attraktivität, ein modernes Patentrecht und Rechtssicherheit von grosser Bedeutung sind.

Aus Sicht der Schweizer Börse steht das Interesse im Vordergrund, die Kapitalaufnahmefunktion der Börse nicht durch zusätzliche Regelungen, die sich ausschliesslich an börsenkotierte Unternehmen richten, zu schwächen. Dieses Bedenken ist in den grösseren Kontext einer Zunahme von explizit an börsenkotierte Unternehmen gerichtete Regulierungen zu stellen, die 2007 mit der Aktienrechtsrevision ihren Anfang nahm und mit der Annahme der Minder-Initiative besonders deutlich wurde. Dabei ist nicht ohne Weiteres ersichtlich, weshalb ausschliesslich kotierte Unternehmen, die ohnehin strenge Kotierungsaufgaben erfüllen müssen, von diesen Bestimmungen erfasst werden. Diese Entwicklung droht die Börsenkotierung als Finanzierungsmöglichkeit gegenüber anderen Finanzierungsformen unattraktiv zu machen. Dabei fallen die negativen Konsequenzen der „Lex Koller“ und der „Minderinitiative“ besonders ins Gewicht: Lex Koller könnte dazu führen, dass sich kotierte Immobiliengesellschaften, die nicht nachweisen können, dass ihre Aktionäre mehrheitlich Schweizer sind, dekotieren müssen. Die Minderinitiative wiederum führte aufgrund der erhöhten Anforderungen für börsenkotierte Unternehmen zu einer Reduktion der Neukotierungen, da Unternehmen aus dem In- und besonders aus dem Ausland ihre Börsenpläne sistiert haben. Dies betrifft bei den potentiellen ausländischen Emittenten primär diejenigen, die ihre Kotierung an der Schweizer Börse mit einem Umzug in die Schweiz verbunden hätten.

Um den Schweizer Kapitalmarkt attraktiv zu halten, ist es daher wichtig die Rechtssicherheit für kotierte Unternehmen und für potenzielle Neukotierungen zu wahren. Reformvorhaben mit positiven Auswirkungen für den Schweizer Wirtschaftsstandort und den Schweizer Kapitalmarkt wie beispielsweise die Aktienrechtsrevision sollten künftig mit höherer Priorität vorangetrieben werden. So wurden nach Ansicht der SIX die Elemente „Aktienkapital in Fremdwährung“ oder die Einführung des „Kapitalbandes“, die den Schweizer Kapitalmarkt stärken, im Rahmen der Aktienrechtsrevision nicht mit ausreichender Priorität vorangetrieben. Demgegenüber wurde das neue Rechnungslegungsrecht und die Verordnung gegen übermässige Vergütungen bei börsenkotierten Aktiengesellschaften, die tendenziell negative Auswirkungen auf den Schweizer Kapitalmarkt haben, prioritär behandelt. Aufgrund der Wichtigkeit der allgemeinen Rahmen-

bedingungen für den Schweizer Kapitalmarkt sollten den klassischen Standortfaktoren und insbesondere dem Faktor der Rechtssicherheit auch in Zukunft eine hohe Wichtigkeit beigemessen werden.

Handlungsfeld 4: Zulassung von europäischen Prospekten im Schweizer Kapitalmarkt

Emittenten, die in einem ersten Schritt in der EU aktiv werden, können sich mit einem in einem EU-Land akzeptierten Prospekt qua Passporting den ganzen europäischen Markt erschliessen. Emittenten, die hingegen die Schweiz als ersten Listingstandort wählen, ist ein späterer Zugang zum europäischen Markt nicht automatisch gewährleistet, da eine gegenseitige Anerkennung der für die Kotierung von Effekten benötigten Prospekte fehlt. Dies vermindert für diese Emittenten die Attraktivität des Schweizer Kapitalmarkts. Davon betroffen sind insbesondere Unternehmen, die entweder eine internationale Investorenbasis haben oder eine wiederkehrende Benützung des Kapitalmarkts beabsichtigen. Insbesondere müssen international orientierte Schweizer Unternehmen eine EU-genehmigte Dokumentation z.B. einen Prospekt erstellen, um an bestimmten EU-Programmen partizipieren zu können. Die Problematik ist für die einmalige Kapitalaufnahme oder für nur national ausgerichtete Unternehmen hingegen nicht relevant, so dass die Schweizer Börse in diesem Bereich durchaus konkurrenzfähig ist. Für Schweizer Unternehmen mit Schweizer Prospekt besteht insofern ein Nachteil, als sie im Rahmen einer Aktienkapitalerhöhung keine Aktien an in der EU domizilierte Anleger anbieten können, ohne einen zusätzlichen EU-Prospekt zu erstellen. Die geschilderte Problematik ist ebenfalls für den Anleihenmarkt von Bedeutung (siehe unten).

Wie erwähnt, ermöglicht es der Europäische Pass für Wertpapiere einem Unternehmen, das in einem EWR-Staat kotiert ist, seine Wertpapiere europaweit anzubieten, sofern der Prospekt durch die Aufsicht eines entsprechenden Staates gebilligt wurde. Der gebilligte Prospekt kann danach sowohl für öffentliche Angebote als auch für die Börsenzulassung verwendet werden. Der Schweizer Kapitalmarkt könnte daher an Attraktivität gewinnen, wenn mit einem Schweizer Prospekt ein Europäischer Pass für Wertpapiere für Emissionen von Eigenkapital erhältlich zu machen wäre. Im Rahmen der Arbeiten zu den Verordnungen zum FIDLEG hat sich aber einhellig ergeben, dass aus Sicht der Schweizer Emittenten für einen Erwerb des Europäischen Passes für Wertpapiere ein ungünstiges Kosten-Nutzen-Verhältnis besteht und besser direkt ein EU-Prospekt erstellt wird, der dann auch in der Schweiz anerkannt ist. Daher sollen im Rahmen der Verordnungsarbeiten lediglich Anforderungen für einen rein Schweizerischen Prospekt definiert werden. Gleichzeitig ist entsprechend den Vorgaben aus dem FIDLEG sichergestellt, dass künftig ausländische Emittenten, die die Schweiz als ersten Listingstandort wählen, Zugang zum europäischen Markt haben, sofern sie in der Schweiz einen europäischen Prospekt auflegen.

Handlungsfeld 5: Rechnungslegungsvorschriften und Transparenz-Anforderungen für KMU²⁶ auf dem börslichen Kapitalmarkt

Während die einleitend erwähnten Faktoren die *Schweizer Börse* im Allgemeinen für grössere Unternehmen attraktiv machen, ist sie für KMU kaum attraktiv. Eine auf KMU zugeschnittene Infrastruktur ist zwar vorhanden, seitens der KMU scheinen jedoch die hohen Transparenzanforderungen und die Kosten die Nachfrage zu hemmen. Während an SIX Swiss Exchange kein eigenständiges Segment für KMU besteht, sind auch an der BX Exchange nur wenige Unternehmen im KMU-Segment kotiert. Die im Zuge einer Kotierung anfallenden Kosten sind meist Fixkosten und für kleine Unternehmen überproportional schwer zu tragen. Es handelt sich dabei einerseits um direkte Kosten für die Kotierung, andererseits aber auch um zusätzliche administrative Kosten (bspw. für erhöhte Anforderungen an die Rechnungslegung, für die Erstellung des Geschäftsberichts, für die Organisation der Generalversammlung, für das Führen des Aktienregisters). Daher kommt die Finanzierung über die Börse eher für grössere, etablierte Gesellschaften in Frage, die nicht nur in der Lage sind die Initialaufwände zu tragen, sondern auch

²⁶ Als KMU werden marktwirtschaftliche Unternehmen definiert, die weniger als 250 Beschäftigte aufweisen.

die laufenden Aufwendungen ohne Belastung des Kerngeschäftes zu meistern. Hinzu kommen die zusätzlichen Informationspflichten wie unter anderem die Ad-Hoc-Publizität für kursrelevante Tatsachen. Zudem sind die Finanzinformationen aufgrund der Offenlegung auch für die Konkurrenz, die Lieferanten und die Kunden einsehbar. Während Erleichterungen bei der Prospektspflicht im Rahmen von FIDLEG vorgeschlagen sind, könnten auch Vereinfachungen bei Rechnungslegungsvorschriften und Transparenz-Anforderungen diskutiert werden. Dies würde den Aufbau eines eigenständigen Marktes für diese Emittenten bedingen.

Gemäss SIX Swiss Exchange ist die Etablierung eines weniger regulierten Marktes für innovative Jungfirmen analog zum Catalist der Singapur Stock Exchange oder zum AIM der London Stock Exchange schwierig. Eine Senkung des Regulierungsniveaus sei im Allgemeinen nicht anzustreben, da dies die Äquivalenz der etablierten Märkte beeinträchtigen könnte. Ein Segment für Jungfirmen oder KMU müsste deshalb eigenständig, mit weniger strengem regulatorischen Rahmen aufgebaut werden. Die Erfahrung habe zudem gezeigt, dass einerseits das Mengengerüst potentieller Schweizer Emittenten eher klein ist und andererseits auch das dazu benötigte Investoren Umfeld in der Schweiz fehlt. Schweizerische Investoren seien prinzipiell etwas konservativer und stünden Hoch-Risiko-Investitionen eher kritischer gegenüber als die Anglosachsen im Allgemeinen. Zudem fehle ein entsprechendes Umfeld an kleineren Banken, Brokern, IPO-Boutiquen, welche solche kleinen und Kleinsttransaktionen begleiten würden. Damit würde auch die Etablierung eines Segmentes für Jungfirmen und KMU die Gewinnung von ausländischen Emittenten und Kapitalgebern benötigen.

Im Gegensatz zum börslichen Kapitalmarkt funktioniert die *ausserbörsliche* Beschaffung von Eigenkapital durch KMU gut. Die im OTC-Bereich gehandelten Unternehmen werden auf 300 geschätzt. Diese Zahl ist somit massiv höher als die Anzahl gelisteter KMU an den beiden Börsen. Während auch bei den OTC-Plattformen gewisse Prospektspflichten und Prospekthaftung bestehen, setzen sie keine über das OR hinausgehenden Rechnungslegungsvorschriften voraus. Zudem unterstehen die Betreiber solcher Plattformen zwar dem Finanzmarktinfrastrukturgesetz. Sie können aber diese Plattformen als Organisiertes Handelssystem gemäss Art. 42ff FinfraG betreiben. Das FinfraG verpflichtet die Betreiber solcher Plattformen – im Gegensatz zu denen von Börsen – nicht, Anforderungen an die Emittenten bezüglich Meldepflichten wie z.B. Ad-Hoc-Publizität zu stellen. Der Zugang zum OTC-Handel ist für den Emittenten zudem gebührenfrei, da das Unternehmen meist gar nicht involviert ist. Insgesamt sind somit die Kotierungskosten für die KMU massiv tiefer als auf dem börslichen Kapitalmarkt. Die Existenz dieser OTC-Plattformen könnte den Handlungsbedarf im börslichen Kapitalmarkt daher relativieren.

5.2.2 Weitere Einflussfaktoren

Im Weiteren werden Faktoren dargelegt, die für den Schweizer Kapitalmarkt im Bereich des Eigenkapitals von grosser Bedeutung sind, auf die jedoch nur in geringem Masse Einfluss genommen werden kann. So ist insbesondere für das Listing zentral, an welcher Börse die Peers eines Unternehmens kotiert sind. Ist beispielsweise der Grossteil der Peers eines Unternehmens am Nasdaq US kotiert, so ist die Wahrscheinlichkeit einer Kotierung in der Schweiz klein. Dies steht in engem Zusammenhang damit, dass die entsprechenden Investoren, Analysten und das Knowhow an der entsprechenden Börse gebündelt sind. Zudem bieten diese Börsen auch relevante Indices an. Ein weiterer für die Kotierungsentscheidung zentraler Faktor ist der Hauptabsatzmarkt eines Unternehmens. Aufgrund der bereits angesprochenen Problematik von Crossborder-Listings ist eine Kotierung eines Unternehmens, dessen Hauptabsatzmarkt im Ausland ist, an der Schweizer Börse unwahrscheinlich. Hinzu kommt, dass sowohl schweizerische wie ausländische Grossunternehmen über weltweite Emissionsprogramme verfügen, die es ihnen erlauben, in dem Währungsraum Kapital aufzunehmen, in dem das Kapital benötigt wird oder aber dort zu emittieren, wo die Kapitalkosten am tiefsten sind. Ebenfalls hat sich in den letzten Jahren die Umkehr des Trends, dass Schweizer Unternehmen ausländische Unternehmen kaufen, negativ auf die Anzahl Kotierungen am Schweizer Kapitalmarkt ausgewirkt.

Aus dem Aufkauf von Schweizer Unternehmen durch ausländische Unternehmen resultierten in den letzten Jahren diverse Dekotierungen.

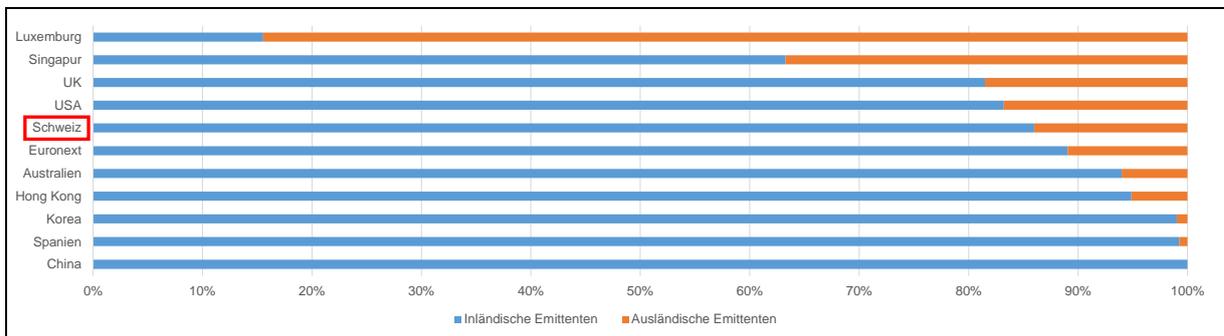
Da der Listing-Zeitpunkt und der -Ort stark von den künftigen Investoren beeinflusst werden, die oftmals einen Home Bias aufweisen, ist die Einflussnahme auf den Listing-Standort nur in einer sehr frühen Phase des Kotierungsentscheides möglich. An anderen Listing-Standorten werden für die Investoren und für die Emittenten steuerliche Anreize gesetzt, was in der Schweiz aufgrund ihrer föderalistischen Struktur kaum umsetzbar ist. Für den Schweizer Kapitalmarkt ist zudem die Abhängigkeit der Schweizer Börse von im Schweizer Markt aktiven Providern, wie Banken, Beratern etc., zentral. Da zum Beispiel KMU-Investitionen für grössere Investoren zu klein sind und die Liquidität der Titel zu gering ist, hat insbesondere für kleinere Titel die Analysten-Abdeckung und die Vermarktung/Brokerage durch Banken seit der Finanzkrise stark abgenommen. Aber auch im Bereich grösserer Titel erwies sich das Geschäftsfeld in den letzten Jahren als unrentabel, sodass die Zahl der im IPO-Bereich tätigen Banken seit mehreren Jahren stark rückläufig ist. Heute sind in der Schweiz hauptsächlich die UBS, die CS und die ZKB in diesem Bereich tätig. Bei wirklich grossen IPOs sind selten auch grosse ausländische Banken im Lead. Für die Banken spielt bei der Wahl des Listing-Standortes jedoch auch die Höhe der Kommission eine grosse Rolle. Diese ist in der Schweiz aufgrund des engen Marktes und damit kompetitiven Umfeldes tiefer als bspw. an der Nasdaq US.

5.3 Schlussfolgerung zu nicht-steuerlichen Rahmenbedingungen

Das Kapitel zeigt auf, dass die Handlungsoptionen zur Stärkung des Schweizer Kapitalmarkts beschränkt sind. Insbesondere gibt es auch Faktoren, die als gegeben akzeptiert werden müssen und kaum positiv beeinflusst werden können. Handlungsoptionen gibt es jedoch bei der Anerkennung von EU-Prospekten im Bereich des Eigenkapitals und des Fremdkapitals, im Bereich der Rechnungslegungsvorschriften und Transparenz-Anforderungen für KMU auf dem börslichen Kapitalmarkt sowie bei der Gestaltung der allgemeinen Rahmenbedingungen. Festzuhalten ist, dass es für eine Stärkung des Listing-Standortes Schweiz nicht nur rein kapitalmarktbezogene Massnahmen braucht. Der Kapitalmarkt ist eingebettet in ein wirtschaftliches und rechtliches Umfeld. Daher sind auch diese Standortfaktoren für Emittenten, besonders im Eigenkapitalmarkt, bei der Wahl des Ortes ihrer Kapitalaufnahme zentral. Ohne diese Basis sind weitere Massnahmen nur beschränkt wirksam.

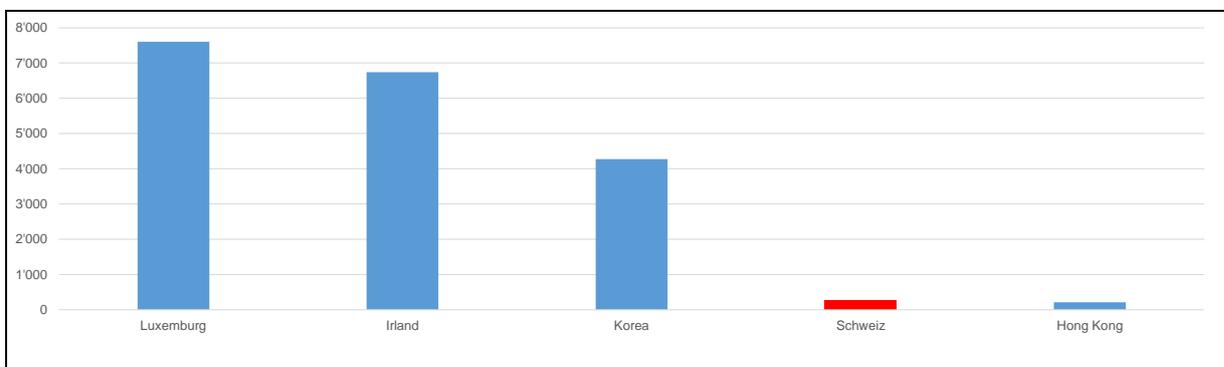
6 Anhang

Abbildung 12: Herkunft der kotierten Unternehmen per Ende 2016



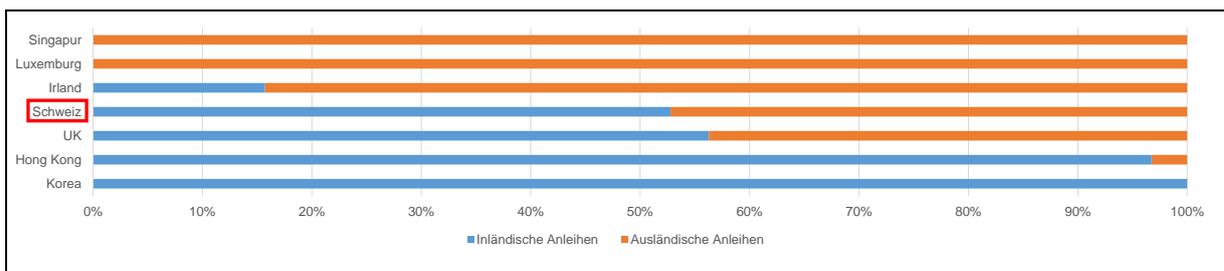
Quelle: WFE.

Abbildung 13: Anzahl neu gelistete Anleihen 2016²⁷



Quelle: WFE.

Abbildung 14: Anteil ausländischer gelisteter Anleihen per Ende 2016



Quelle: WFE.

²⁷ Zur USA, zur UK und zu Singapur stehen keine Daten zur Verfügung.