

TIEF-/NEGATIVZINSPHASE IN DER SCHWEIZ

ZEB.THEMEN • OKTOBER 2015

Heinz Rubin
Daniel Moreno de Liche
Daniel Geissmann





INHALT

TIEF-/NEGATIVZINSPHASE IN DER SCHWEIZ

Management Summary	4
1. Zinsen auf historischem Tief	5
2. Zinsertrag als zentrale Ertragsquelle für Retailbanken	6
3. Entwicklung der Zinsmarge bis 2018	7
4. Einfluss auf die Profitabilität	10
5. Handlungsfelder und Stellhebel für das Management	12
Kontakt	14

MANAGEMENT SUMMARY

Die Schweizer Franken Geld- und Kapitalmärkte befinden sich seit sieben Jahren in einer Tief- bzw. seit rund einem Dreivierteljahr in einer Negativzinsphase. Da das Zinsgeschäft bei einer typischen Schweizer Retailbank etwa drei Viertel des Betriebsertrags ausmacht, hat diese Entwicklung signifikante Auswirkungen auf das Gesamtergebnis und stellt die betroffenen Banken vor erhebliche Herausforderungen.

Wie die Analyse der Entwicklung der Top 100 Schweizer Retailbanken zeigt, ist die Zinsmarge (berechnet als Zinserfolg im Verhältnis zur durchschnittlichen Bilanzsumme) in den letzten sieben Jahren kontinuierlich zurückgegangen. Erzielte eine typische Schweizer Retailbank in 2007 noch eine Zinsmarge von 1,61 %, betrug diese in 2014 nur noch 1,18 %, was einem Rückgang von ca. einem Viertel entspricht. Die in der vorliegenden Studie von zeb durchgeführte Simulation in die Zukunft zeigt, wie die Zinsmarge bis 2018 weiter auf 1,02 % absinken wird. Durch Aufspaltung des Gesamtzinsergebnisses in seine drei Komponenten Aktivmarge, Passivmarge und Transformationsbeitrag wird ersichtlich, dass sich der Rückgang der Zinsmarge hauptsächlich durch den massiven Einbruch der Passivmarge erklären lässt. Selbst die kontinuierliche Ausweitung der Aktivmarge ist nicht in der Lage, diesen Effekt zu kompensieren.

Da das Zinsgeschäft bei Schweizer Retailbanken mit über drei Viertel einen sehr hohen Anteil vom Betriebsertrag ausmacht, setzt dieser Margenrückgang die bereits tiefe Gesamtprofitabilität weiter unter Druck. Die Simulation von zeb zeigt entsprechend, dass eine Bank mit einem Return on Equity (ROE) in 2014 von 6,8 % für 2018 gerade noch einen ROE von 5,3 % erwarten kann – dies ohne in der Simulation potenziell höhere Kapitalanforderungen zu berücksichtigen. Damit können Schweizer Retailbanken den Dividendenanspruch ihrer Investoren nicht erfüllen.

Um der sinkenden Gesamtprofitabilität entgegenzuwirken, sollten Schweizer Retailbanken ein ganzheitliches Massnahmenportfolio erarbeiten, das in den folgenden drei Handlungsfeldern greift: Anpassung des Ertragsmodells, Erhöhung der Kosteneffizienz sowie Optimierung der finanziellen Ressourcensteuerung. Beim Ertragsmodell sollten die Einführung und das realistische Durchhalten von Mindestzinssätzen bei Festhypotheken genauso überprüft werden wie die Überarbeitung von Gebührenmodellen, kundenindividuellem Pricing, Produktbündelung sowie die Erschliessung neuer Geschäftsfelder. Bei der Kosteneffizienz ist die Hebung von Potenzialen sowohl im Markt- als auch im Backofficebereich zu prüfen. Konkrete Massnahmen können bspw. die Standardisierung und Straffung des Produktangebots wie auch die Prozessoptimierung durch konsequente Nutzung von Automatisierungs- und Digitalisierungsmöglichkeiten sein. Um die finanzielle Ressourcensteuerung zu optimieren, sind relevante Kapital- und Liquiditätsengpässe zu identifizieren und das verfügbare Kapital unter Berücksichtigung von Kapitalbindung und Renditepotenzialen im Sinne einer adäquaten Risiko-Rendite-Steuerung rentabel den Geschäften zu allozieren.

1. ZINSEN AUF HISTORISCHEM TIEF

Bereits seit sieben Jahren befinden sich die Marktzinsen in einer Tief- bzw. seit rund einem Dreivierteljahr in einer Negativzinsphase. Mit Ausbruch der Finanzkrise 2008 und der darauffolgenden Schuldenkrise sanken die Geld- und Kapitalmarktzinsen auf ein historisch niedriges Niveau ab. Durch die Aufhebung des im September 2011 eingeführten Mindestkurses von 1,20 CHF pro EUR durch die Schweizer Nationalbank und die weitere Senkung des Negativzinses am 15. Januar 2015 hat sich Situation deutlich verschärft.

Die Schweizer Nationalbank senkte den Zins für Guthaben auf den Girokonten um 0,5 Prozentpunkte auf -0,75 % und setzte das neue Zielband für den 3M-Libor auf -1,25% bis -0,25%. Dies führte schliesslich zu einem weiteren Rückgang der Geld- und Kapitalmarktzinsen auf ein rekordtiefes Niveau. Per Ende August 2015 lag der 3M-Libor bei -0,72 % und der 6M-Swap mit zehn Jahren Laufzeit nur noch bei 0,27 % (vgl. Abb. 1, per 31.08.2015).

Es ist nicht zu erwarten, dass sich die Geldpolitik innerhalb der nächsten ein bis zwei Jahre stark ändern wird. Einerseits hat die weitere Aufwertung des Schweizer Frankens gegenüber dem Euro seit der Aufhebung der Mindestuntergrenze die Schweizer Wirtschaft im zweiten Quartal 2015 nahe an eine Rezession gebracht. Gleichzeitig befindet sich die Schweiz aufgrund der niedrigen wirtschaftlichen Auslastung und der durch den stärkeren Schweizer Franken tieferen Importpreise weiterhin in einer deflationären Phase. Diese beiden Entwicklungen für sich alleine genommen geben der Schweizerischen Nationalbank kaum Argumente, die eingeführten Negativzinsen kurzfristig wieder aufzulösen. Zudem würde eine Zinserhöhung den Zinsunterschied zwischen der Schweiz und der EU weiter verkleinern, was zu einem weiteren Aufwertungsdruck auf den Schweizer Franken führen würde.

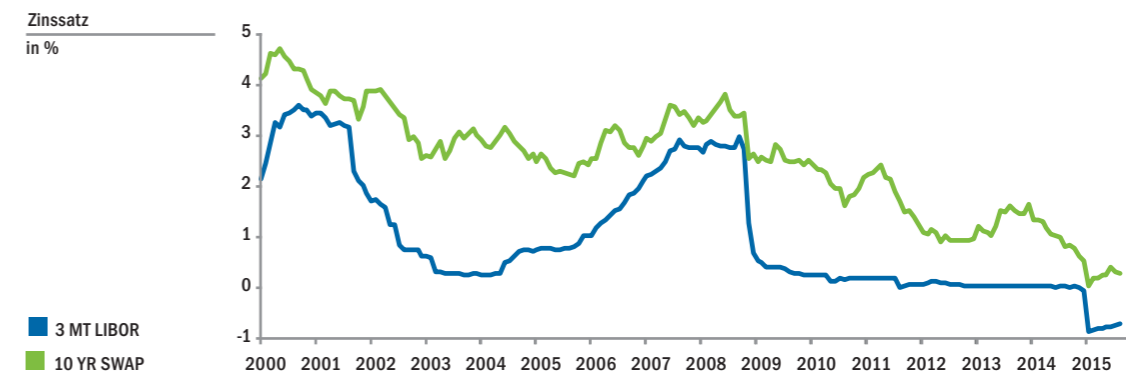


Abbildung 1: Entwicklung der Swap-Sätze in der Schweiz

Zudem ist die Zinsentwicklung in der Schweiz stark von makroökonomischen Entwicklungen im Ausland abhängig, insbesondere im europäischen Raum. Die Europäische Zentralbank (EZB) wiederum hat erst im Januar 2015 das Quantitative Easing stark ausgebaut. Dies gekoppelt mit einem weiterhin mässigen Wirtschaftswachstum in Europa, lässt ebenfalls keine Zinserhöhung seitens der EZB in den nächsten ein bis zwei Jahren erwarten.

2. ZINSERTRAG ALS ZENTRALE ERTRAGSQUELLE FÜR RETAILBANKEN

Für die Schweizer Retailbanken ist diese makroökonomische Entwicklung von höchster Bedeutung, da das Zinsgeschäft typischerweise zwischen 70 % bis 90 % des Betriebsertrags ausmacht. Dadurch entscheidet die Zinsmarge – also die Differenz zwischen gezahltem und erhaltenem Zins im Verhältnis zur durchschnittlichen Bilanzsumme – über die Höhe des Bankertrags. Die Zinsmarge ist in der Schweiz seit Jahren stark rückläufig. Seit dem Beginn des Tiefzinsumfelds in 2008 hat sich dieser Rückgang deutlich beschleunigt (vgl. Abb. 2), 2014 betrug die durchschnittliche Zinsmarge rund 1,18 %. Seit der Einführung der Negativzinsen am 15. Januar 2015 dürfte diese nochmals weiter zurückgegangen sein, was in den Geschäftsabschlüssen 2014 noch nicht ersichtlich war.

Dabei gilt es auch hervorzuheben, dass die Zinsmargen zwischen verschiedenen Bankinstituten eine relativ grosse Streuung aufweisen. Während die tiefste Zinsmarge in 2014 ca. 0,60 % betrug, lag die höchste bei ca. 1,70 %. Die Banken des 90 %-Top-Percentils erwirtschafteten eine Zinsmarge von 1,46 %, während die Banken des 10 %-Percentils nur 0,98 % verdienten. Die Spannweite der Zinsmarge erstreckte sich über beinahe 0,50 %.

Um Handlungsempfehlungen ableiten zu können, sind die Ursachen der Margenreduktion zu analysieren. Dafür bietet sich die Aufteilung der Marge in die drei Komponenten Aktivmarge, Passivmarge und Fristentransformationsbeitrag an.

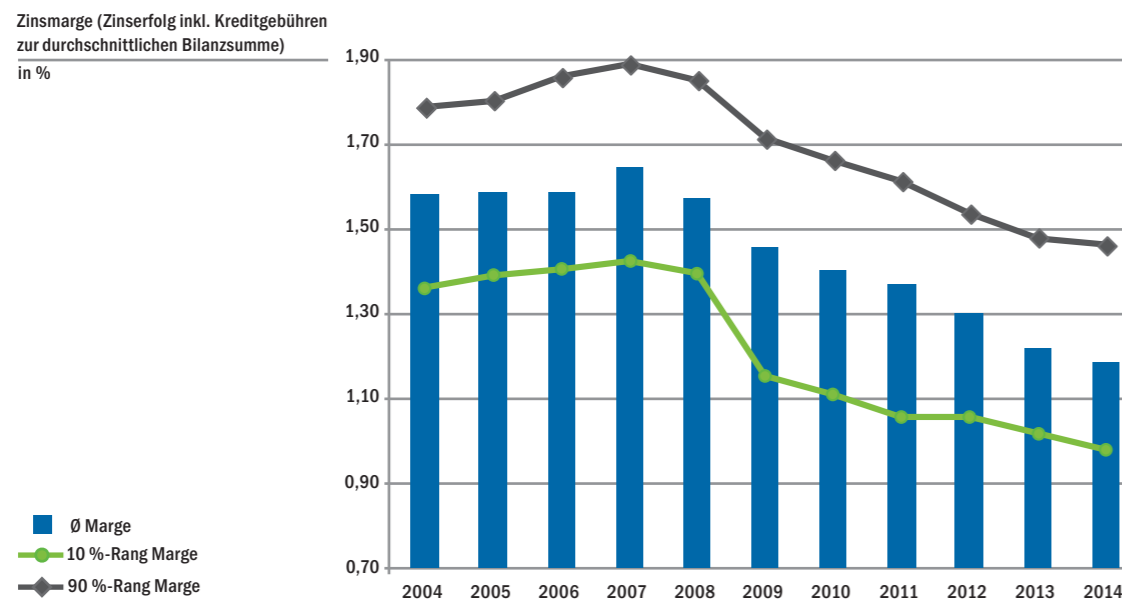


Abbildung 2: Entwicklung der Zinsmarge der 100 grössten Retailbanken in der Schweiz

3. ENTWICKLUNG DER ZINSMARGE BIS 2018

Die Zerlegung in Aktivmarge, Passivmarge und Transformationsbeitrag geschieht mittels der Marktzinsmethode. Dazu wird das von der Bank abgeschlossene Kundengeschäft mit den Marktzinssätzen am Geld- und Kapitalmarkt eines fristenkongruenten Geschäfts verglichen (vgl. Abb. 3):

- Die Aktivmarge ergibt sich als Differenz zwischen dem erhaltenen Zins auf Aktiva und der fristenkongruenten Alternative auf dem Kapitalmarkt
- Die Passivmarge ergibt sich als Differenz zwischen der alternativen Finanzierung auf dem Kapitalmarkt und dem auf Passiva bezahlten Zins
- Der Transformationsbeitrag ergibt sich aus der Differenz zwischen den beiden Alternativen auf dem Kapitalmarkt

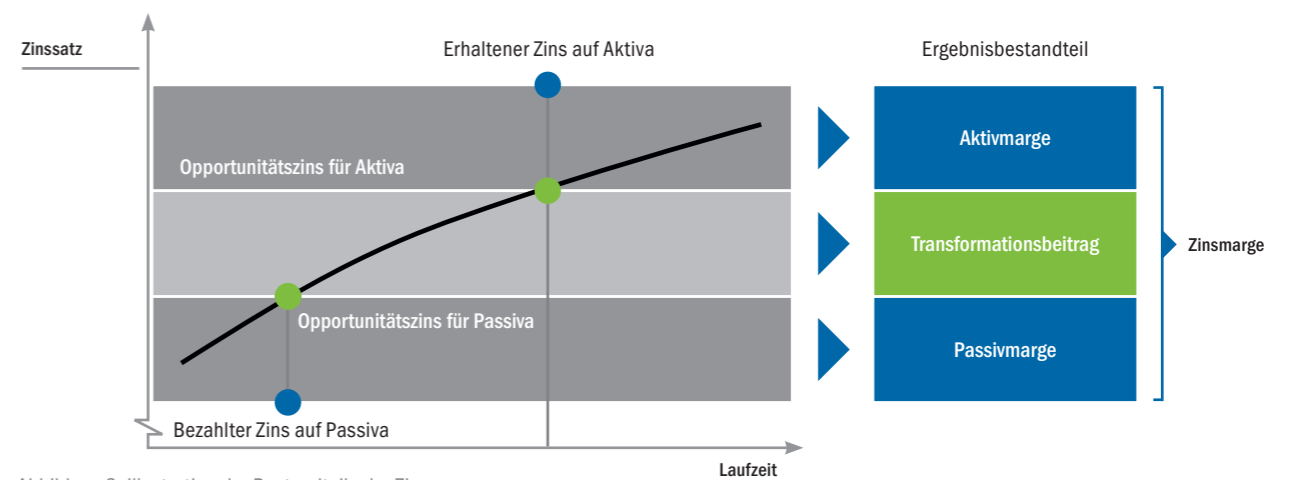


Abbildung 3: Illustration der Bestandteile der Zinsmarge

Bei der Betrachtung der Zinsmargenentwicklung einer typischen Schweizer Retailbank wird ersichtlich, dass die Aktivmarge und der Transformationsbeitrag von 2007 bis 2014 angestiegen sind, während die Passivmarge jedoch vollständig wegbrach (vgl. Abb. 4) und im Jahr 2014 nur noch knapp positiv war. Der Rückgang der Zinsmarge lässt sich also vollständig mit dem Rückgang der Passivmarge erklären. Die negativen Margen auf den Passivprodukten erklären sich durch den sukzessiven Wegfall des hochmargigen Passivgeschäfts. Bei den aktuell verwendeten Replikationssätzen (kalkulatorische Laufzeit von variabel verzinslichen Einlagen oder Krediten) und Kundenkonditionen verfügen die Schweizer Retailbanken im Passivgeschäft bereits seit längerer Zeit über eine negative Konditionsmarge im Neugeschäft. Jedes Jahr wird eine neue Tranche mit hochmargigem Passivgeschäft aus der Vergangenheit durch eine neue Tranche mit aktuellen, negativen Konditionsmargen ersetzt. Dies könnte bei einigen Schweizer Retailbanken bereits 2014 erstmals zu negativen Gesamtkonditionsmargen geführt haben.

Durch die Einführung der Negativzinsen im Januar 2015 hat sich diese Situation weiter verschärft. Die von den Banken bezahlten Kundenzinsen für klassische Spargelder haben spätestens 2015 ihre Zinsuntergrenze faktisch erreicht (3A-Vorsorgegelder haben noch leichten Spielraum nach unten) und sind daher signifikant weniger stark gesunken als der Wiederanlagesatz für Banken. Basierend auf einer repräsentativen Schweizer Retailbank als Musterbank wird die weitere Entwicklung der Zinsmarge simuliert. Die Simulationsrechnung zeigt, dass sich die Passivmarge weiter reduziert und bereits im Jahr 2015 bei -10 Basispunkten (BP) liegen dürfte. Bis 2018 könnte sie bis auf -38 BP einbrechen.

Gleichzeitig wird erwartet, dass auch das Transformationsergebnis aufgrund der flachen Zinskurve leicht zurückgehen wird. Das Transformationsergebnis dürfte von Bank zu Bank je nach Steuerung des Zinsänderungsrisikos stark variieren, wobei in der Simulation die Annahme besteht, dass das Zinsänderungsrisiko nicht geschlossen wird. Um den Margenverlust dieser beiden Effekte zu kompensieren, haben zahlreiche Banken auf die Negativzinsen mit Mindestzinssätzen für Hypothekendarlehen reagiert, wobei angenommen wird, dass die Musterbank diesen Mindestzinssatz bis 2018 am Markt realisieren kann.

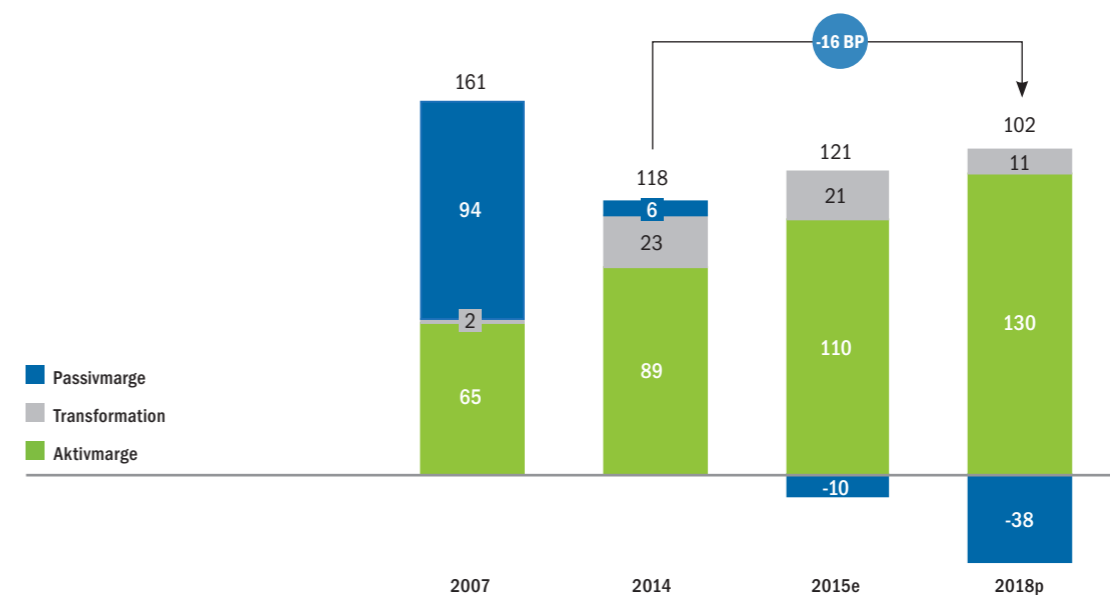


Abbildung 4: Simulierte Entwicklung der Zinsmarge

Dadurch weitet sich die rechnerische Marge auf den Aktivgeschäften in den nächsten Jahren aus, da hochverzinsliche Aktivgeschäfte mit „normaler“ Margenhöhe auslaufen und durch hochmargige Hypotheken ersetzt werden. Mit dieser für Banken sehr günstigen Annahme steigt zwar die Aktivmarge bereits 2015 auf 110 BP an und bis zum Jahr 2018 auf bis zu 130 BP, sie kann jedoch den Margenverlust auf der Passivseite und im Transformationsbeitrag nicht vollständig kompensieren. Zwar führen Fristigkeitseffekte kurzfristig dazu, dass die Gesamtmenge 2015 sogar leicht steigen könnte, wie dies in unserer Musterbank von 118 BP auf 121 BP der Fall ist. Dies liegt daran, dass die letzten Zinssenkungen bei den Kundenspareinlagen sofort sowohl für das Neu- als auch das Bestandsgeschäft schlagend werden, während die Kundenzinssenkungen bei Hypotheken nur für das Neugeschäft sofort Wirkung zeigen.

Somit wird der durchschnittliche Kundenzinssatz über die nächsten Jahre kontinuierlich absinken, indem hoch- oder zumindest höherverzinsliche Hypotheken auslaufen und durch Hypotheken zum tieferen Mindestzinssatz ersetzt werden. In den Jahren nach 2015, in denen sowohl die Kundenzinssätze auf Kundenspareinlagen als auch auf Festhypotheken kaum weiter sinken, wird die Gesamtmenge trotzdem weiter absinken und gemäss unserer Simulation für unsere Musterbank bis 2018 knapp oberhalb 1 % zu liegen kommen, was seit 2014 einer Reduktion von rund 16 BP gleichkommt (vgl. Abb. 4).

¹ Dabei wird angenommen, dass die Zinsen auf dem Geld- und Kapitalmarkt per Juni 2015 konstant bleiben. Bei den Spargeldern wurde für 2015 ein Kundenzinssatz von 0,20 % und ab 2016 von 0,10 % und bei den Hypothekendarlehen ein Mindestkundenzinssatz von 1,25 % für siebenjährige Laufzeiten angenommen.

4. EINFLUSS AUF DIE PROFITABILITÄT

Angesichts der hohen Bedeutung des Zinsgeschäfts für den Gesamtertrag einer Retailbank verwundert es nicht, dass sich der Rückgang der Marge auch massiv in der Profitabilität der Retailbanken niederschlägt. Auch dieser Effekt lässt sich anhand einer repräsentativen Schweizer Retailbank simulieren. Dabei gilt die Annahme, dass die Zinsen auf dem heutigen Niveau bleiben, die Bank keine Gegenmassnahmen trifft und die Bank sowie der Markt stagnieren. Bei einer Bilanzsumme von 20 Mrd. CHF machte eine typische Schweizer Retailbank 2014 einen Gewinn von rund 109 Mio. CHF. Bei einer Eigenkapitalquote von 8 % führte das zu einem ROE vor Steuern von 6,8 % (vgl. Abb. 5).

Die Simulation zeigt, dass der Gewinn bis 2018 um 23 % zurückgeht und somit auf 84 Mio. CHF fällt – selbst eine Wachstumsstrategie im Kommissions- und Handelsgeschäft könnte einen solchen Rückgang kaum kompensieren. Bei einer konstanten Eigenkapitalunterlegung fällt der ROE vor Steuern entsprechend ebenfalls um rund ein Fünftel auf 5,3 %. Damit erfüllen Schweizer Retailbanken den Dividendenanspruch ihrer Investoren nicht mehr.

Dieses Resultat ist noch beunruhigender, wenn weitere wahrscheinliche Entwicklungen der kommenden Jahre berücksichtigt werden. Neue regulatorische Verschärfungen, wie z. B. die zukünftig geforderte Kapitalunterlegung von Zinsänderungsrisiken im Bankenbuch, zusätzliche Basel-IV-Neuerungen, fallende Margen in der Vermögensverwaltung sowie anhaltend hohe Volatilität an den Kapitalmärkten werden die Banken zusätzlich unter Druck setzen.

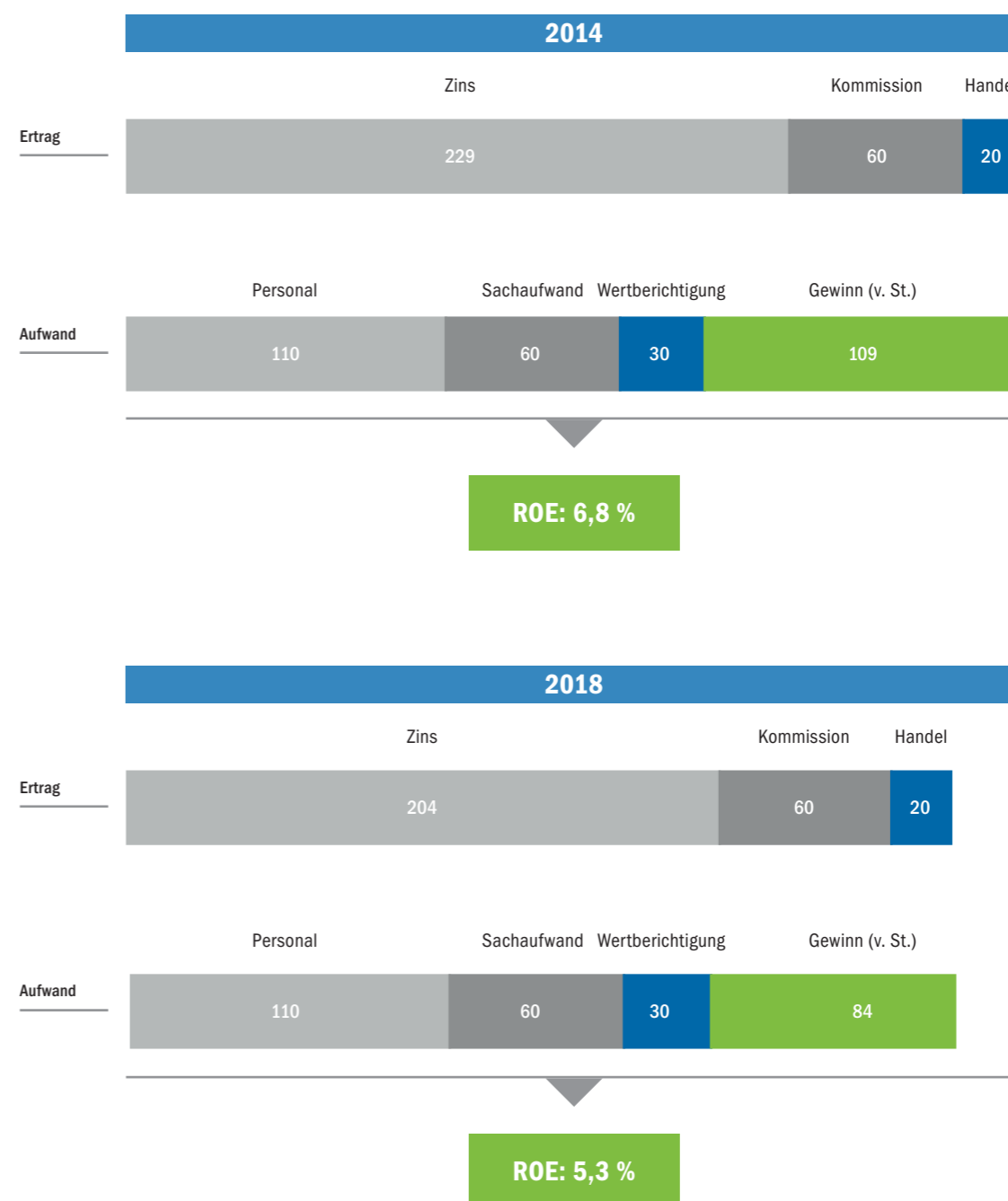


Abbildung 5: Simulierter Jahresabschluss in Mio. CHF

5. HANDLUNGSFELDER UND STELLHEBEL FÜR DAS MANAGEMENT

ANPASSUNG DES ERTRAGSMODELLS

Die aufgezeigten Auswirkungen aus den Niedrig-/Negativzinsen in Verbindung mit den regulatorischen Verschärfungen fordern Schweizer Retailbanken zum Handeln auf. Obwohl viele Banken einzelne Initiativen gestartet haben, um dieser Entwicklung entgegenzuwirken, handelt es sich oft um isolierte Projekte mit nur kurzfristigen und schwachen Effekten. Die systematische Ableitung eines umfassenden Massnahmenpakets sollte die drei folgenden Handlungsfelder adressieren: Anpassung des Ertragsmodells, Erhöhung der Kosteneffizienz sowie Optimierung der finanziellen Ressourcensteuerung. Die Relevanz der Handlungsfelder sowie die Bedeutung der einzelnen Stellhebel innerhalb dieser Handlungsfelder sind bankspezifisch, deren Bearbeitung setzt ein tiefgehendes Verständnis des Geschäftsmodells voraus.

Aktuelle und bis heute nicht in Frage gestellte Ertragsmodelle von Schweizer Retailbanken sind strategisch anzupassen. Obwohl der grundsätzliche Rahmen für die Ertragsgenerierung bei Retailbanken vorgegeben ist, bestehen zahlreiche Hebel in der spezifischen Ausgestaltung. Basierend auf einer gründlichen Analyse der relevanten Produkte, Volumina und Laufzeiten und der entsprechenden Simulation der quantitativen Effekte in den Folgejahren, sind die Konditionen auf der Aktivseite, die Refinanzierung auf der Passivseite sowie die Gebührenmodelle zu überprüfen und ggf. anzupassen.

Mit der Konditionsausgestaltung bei Hypothekarkrediten kann bspw. versucht werden, den Margenrückgang auf der Passivmarge teilweise zu kompensieren. Dabei ist natürlich auf die Marktsituation und auf das Verhalten der Wettbewerber zu achten. Insbesondere gilt es auch Wettbewerber ausserhalb der Bankbranche zu berücksichtigen, welche andere Refinanzierungsstrukturen haben (z. B. in der Versicherungsbranche). Auch ein kundenindividuelles Pricing basierend auf der Zahlungsbereitschaft der Kunden (bspw. im Gewerbekundengeschäft) kann das Ertragsmodell nachhaltig verbessern. Weiter kann die Zinsertragsstruktur durch das Erschliessen von neuen Geschäftsfeldern diversifiziert werden, die vom aktuellen Zinsumfeld weniger betroffen sind, wie etwa das Kreditkarten- oder Privatkreditgeschäft.

Konditionsanpassungsmöglichkeiten im Einlagengeschäft sind für Schweizer Retailbanken aus geschäftspolitischen Gründen eher limitiert. Da jedoch alle Retailbanken in der Schweiz von dieser Situation betroffen sind und die Preissensibilität von zahlreichen Kundengruppen tendenziell gering ist, ist der vorhandene Spielraum unter bestimmten Umständen auszus schöpfen. Insbesondere in Kombination mit Produktbündeln und Gebührenmodellen bestehen Optimierungsmöglichkeiten. Zudem können einzelne Refinanzierungsoptionen im negativen Bereich ausgenutzt werden, z. B. durch Einlagen von ausländischen Banken.

ERHÖHUNG DER KOSTENEFFIZIENZ

Den erwarteten Ertragseinbussen im Zinsgeschäft und dem damit zusammenhängenden Rückgang der Profitabilität kann auch durch eine Kostenoptimierung in der operativen Tätigkeit entgegengewirkt werden. Bei vielen Banken bestehen diesbezüglich erhebliche Optimierungspotenziale sowohl im Markt- als auch im Backofficebereich.

Durch Standardisierung und Straffung des Produktangebots inkl. Eliminierung von „teuren“ Produktvarianten können signifikante Kapazitäten und Ressourcen freigestellt werden. Da sich Massnahmen in diesem Bereich auf die Kundenleistung auswirken, sind sie eng mit dem Ertragsmodell abzustimmen. Im Fokus steht die Gesamtprofitabilität und entsprechend hat sich die Kundenleistung an der Zahlungsbereitschaft der Kunden auszurichten.

Signifikante Kostenpotenziale existieren auch in der Prozessoptimierung. Durch die Automatisierung und Digitalisierung von Prozessen und die Flexibilisierung des Ressourceneinsatzes können Leerkosten erheblich reduziert werden. Basierend auf einer gründlichen Analyse der wesentlichen Kostentreiber (inkl. Durchführung von externem Benchmarking) sind Ziele mit realistischen Ambitionsniveaus zu definieren. Digitalisierungsmöglichkeiten an der Kundenschnittstelle (z. B. automatisierte Anlagevorschläge und Portfolio-Analyse) sowie bei der Ausgestaltung von End-to-End-Prozessen beinhalten signifikante Potenziale zur Effizienzsteigerung. Da etablierte Retailbanken durch die bestehenden IT-Systeme und Organisation in ihrem Handlungsvermögen im Bereich der Digitalisierung oft beschränkt sind, ist eine schrittweise digitale Transformation empfohlen.

OPTIMIERUNG DER FINANZIELLEN RESSOURCENSTEUERUNG

Die erwarteten Ertragsrückgänge im Zinsgeschäft gekoppelt mit höheren Kapitalanforderungen erschweren Schweizer Retailbanken das Erzielen einer investorengerechten Kapitalverzinsung. Im Sinne einer Risiko-Rendite-Steuerung gilt es, die ertrags- und kostenorientierten Massnahmen in Verbindung mit den eingegangenen Risiken und dem entsprechenden Ressourcenbedarf zu bringen. Relevante Kapital- und Liquiditätspässe sind zu identifizieren und das Gesamtrisikoprofil der Bank ist unter Berücksichtigung der Renditechancen und Ressourcenbindung auszugestalten. Kapital als Schlüsselressource ist im Spannungsfeld zwischen Kapitaladäquanz und Kapitaleffizienz zu steuern. Einerseits hat die Kapitalausstattung sowohl die regulatorischen Anforderungen zu erfüllen als auch die ökonomischen Risiken zu decken. Andererseits ist das verfügbare Kapital durch eine adäquate Risiko-Rendite-Steuerung rentabel zu verwenden. Geschäfte mit hoher (regulatorischer und/oder ökonomischer) Kapitalbindung und verhältnismässig niedrigen Erträgen sind möglichst zu vermeiden – notwendige Transparenz im Geschäftsportfolio ist zu schaffen.

Eine angemessene Einbindung der Liquiditätsperspektive stellt für viele Banken weiterhin eine Herausforderung dar. Neben der Erfüllung der neuen regulatorischen Liquiditätsanforderungen (Liquidity Coverage Ratio und zukünftig die Net Stable Funding Ratio) ist sicherzustellen, dass die Liquiditätskosten im Rahmen eines effektiven Funds Transfer Pricings adäquat verrechnet werden, um die richtigen Steuerungsimpulse zu setzen. Im gegenwärtigen Negativzinsszenario ist dies besonders relevant, da die im Geld- und Kapitalmarkt beobachteten Zinssätze nicht der eigentlichen Refinanzierungskurve von Banken entsprechen.

KONTAKT

Heinz Rubin

Geschäftsführender Partner zeb.Schweiz
Bellerivestr. 5
8008 Zürich
Schweiz
Phone +41.44.56067.60
E-Mail hrubin@zeb.ch

Daniel Moreno de Liche

Manager
Bellerivestr. 5
8008 Zürich
Schweiz
Phone +41.44.56067.86
E-Mail dmoreno@zeb.ch

Daniel Geissmann

Senior Consultant
Bellerivestr. 5
8008 Zürich
Schweiz
Phone +41.44.56067.94
E-Mail dgeissmann@zeb.ch



FROM THOUGHT TO ACTION.

**WENN SIE MEHR ERREICHEN WOLLEN.
HIER ERREICHEN SIE UNS:**

zeb
Bellerivestrasse 5
8008 Zürich • Schweiz
Phone +41.44.56067.67
Fax +41.44.56067.69
E-Mail zuerich@zeb.ch
www.zeb.ch • www.zeb.eu

**DIE FINANZWELT WÄCHST.
WIR SIND VOR ORT.**

Berlin Frankfurt Hamburg
Kiew Kopenhagen
Luxemburg Mailand
Moskau München
Münster Oslo
Stockholm Ulm
Warschau Wien Zürich