

# «Auf Bankenseite haben Gewinner ohne Anstrengung Milliarden verdient»

### Credit-Suisse-Rettung

Das Risiko für die Steuerzahler beträgt mindestens 6 bis 7 Milliarden Franken. Den Nutzen haben Aktionäre und Obligationäre. Das hat Bankenprofessor Pascal Böni errechnet. Er verlangt, dass die Finanzaufsicht künftig frühzeitig eingreifen muss.

Arthur Rutishauser

Herr Böni, ein halbes Jahr ist es her, seit UBS und CS zwangsfusioniert wurden. Sie schreiben in Ihren wissenschaftlichen Papieren von einem Geschenk der Eidgenossenschaft und einer bitteren Pille, die man nicht einfach schlucken, sondern aufarbeiten soll. Bundesrätin Karin Keller-Sutter wird nicht müde, zu betonen, dass es sich um eine gelungene privatwirtschaftliche Lösung handelt.

Und?

In diesem Fall wurden gleich alle drei Bedingungen erfüllt. Zwar konnte eine Lösung für das CS-Problem gefunden werden, privatwirtschaftlich ist sie aber kaum. Aber es ist doch alles wunderbar aufgegangen: Die Bank läuft, und der Bund hat sogar noch über 100 Millionen Franken Gewinn gemacht.

Ob die neue UBS erfolgreich ist, wird sich zeigen. Die Eidgenossenschaft ist massive Risiken eingegangen und trägt diese de facto bis heute. Der CS wurden in Anwendung von Notrecht 200 Milliarden Franken Liquidität durch Bund und Nationalbank zur Verfügung gestellt. Für bestimmte Aktien der CS wurden zusätzliche Garantien von bis zu 9 Milliarden Franken übernommen, dafür war das Entgelt viel zu gering. Gleichzeitig sind auf der Bankenseite Gewinner hervorgegangen, die ohne eigene Anstrengung Milliarden verdienten.

Wie meinen Sie das?

Wir haben abnormale Börsenkurs-Bewegungen und Vermögenstransfers zwischen den Aktionären und Obligationären beider Banken analysiert. Was haben Sie dabei herausgefunden?

CS-Obligationäre und UBS-Aktionäre sind die klaren Gewinner. Aber es gab den staatlich verordneten 16-Milliarden-Abschreiber der sogenannten ATI-Obligationen der CS. Deren Inhaber haben doch viel verloren. Ja, aber hauptsächlich bereits vor dem 19. März. Damals waren die ATI-Obligationen an der Börse nur noch etwa mit 25 Prozent des Nennwerts bewertet.

Das heisst? Wegen des staatlich verordneten Abschreibers haben die Besitzer dieser



CS-Präsident Axel Lehmann, UBS-Präsident Colm Kelleher und Finanzministerin Karin Keller-Sutter (v.l.) am 19. März bei der Bekanntgabe der Übernahme der CS durch die UBS. Foto: AFP

Papiere «nur» rund 3,5 Milliarden Franken verloren. Daneben gibt es noch einen Verlust von rund einer Milliarde Franken für die CS-Aktionäre, denen alle Mitspracherechte abgesprochen wurden.

Und wer hat gewonnen? Vor allem die gewöhnlichen Obligationäre, also die Nicht-ATI-Obligationäre. Weil der Markt lange vor dem 19. März einen Kollaps der CS befürchtete, wurden die CS-Obligationen mit einem grossen Abschlag gehandelt. Dank der staatlich verordneten Übernahme durch die UBS wurden diese Papiere plötzlich wieder sicher, was in einem Wertzuwachs von rund 35 Prozent oder 20 Milliarden Franken resultierte.

Wer hat noch profitiert? Die UBS-Aktionäre. Sie haben einen übernahmebedingten Kursgewinn von rund 4,7 Milliarden Franken erzielt.

Das heisst, die Gewinne waren viel höher als die Verluste. Ein gewaltiges Geschenk der Eidgenossenschaft also? Der Netto-Vermögenseffekt für die Aktionäre und Obligationäre der

verbundenen Banken – UBS und CS – ist positiv im Umfang von rund 20 Milliarden Franken.

Das ist doch wunderbar... Ja, fragt sich nur, wer hat das bezahlt? Wer denn?

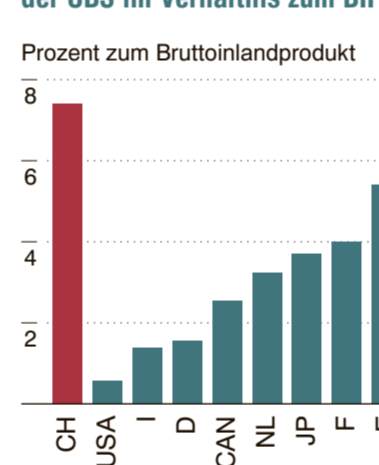
Die CS-Aktionäre einerseits und der Staat, also die Steuerzahler, andererseits.

Davon ist mir aber nichts bekannt.

Die Investoren der neuen UBS profitieren heute von impliziten Staatsgarantien, den sogenannten «Too big to fail»-Garantien. Weshalb kosten diese Garantien den Staat und damit den Steuerzahler etwas?

Man muss sich fragen, in welchem Umfang sich die Finanzierungskosten und die Risiken des Staates wegen der bestehenden und zukünftig erwarteten «Too big to fail»-Garantien erhöhten. Die Finanzierungskosten sind kurzfristig deutlich angestiegen. Das zeigt die Entwicklung der Kreditrisikoprämien der Eidgenossenschaft, der sogenannten Credit Default Swap Spreads, unmittelbar nach der Rettung. Dieser Anstieg gab

### Risiko der Schweiz mit der UBS im Verhältnis zum BIP



Grafik: can / Quelle: SSRN

Auskunft über die möglichen Finanzierungskosten der Eidgenossenschaft, welche zwischen 6 und 7 Milliarden Franken liegen. Die «Too big to fail»-Garantien können den Steuerzahler aber noch viel teurer zu stehen kommen.

Jetzt spricht man von einer Monsterbank, Sie auch. Warum?

### Pascal Böni und die bittere Pille

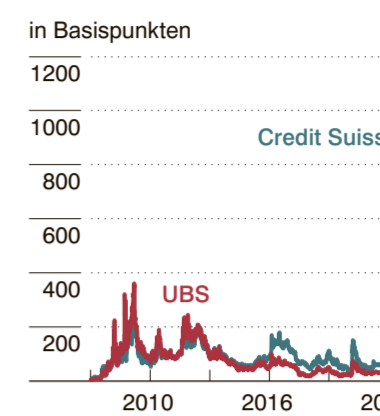


Pascal Böni (56) ist Professor an der Tilburg School of Economics and Management in den Niederlanden, wo er das «Tilburg Institute for Private Markets» leitet. Er forscht und lehrt in Tilburg und als Lehrbeauftragter an der Universität Basel. Er ist spezialisiert auf Fragen der Unternehmensfinanzierung und Chef des Basler Beratungsunternehmens Remaco. Die erwähnten Studien sind: «Not a Bitter Pill to Swallow, but a Case to Follow» und «The UBS-Credit Suisse Merger: Helvetia's Gift», abrufbar auf dem Social Science Research Network, SSRN.

Weil sich aus der schieren Grösse zusätzliche Risiken ergeben, und die Kosten etwas. Wir haben die systemischen Risiken der kombinierten UBS/CS ins Verhältnis zum Bruttoinlandsprodukt der Schweiz gestellt und international verglichen. Heraus kommt, dass das Risiko der Schweiz mit der grossen UBS das mit Abstand höchste ist. Kein anderes Industrieland trägt im Verhältnis zur Wirtschaftsleistung ein solches Risiko.

Was soll man tun? Erstens müssen die systemrelevanten Grossbanken von den kleinen und mittleren Banken klar unterschieden werden. Der Niedergang einer systemrelevanten Bank verlangt den Einsatz und die Unterstützung durch den Staat, eine Rettungsaktion à la CS. Systemrelevante Banken, und die neue UBS ist ganz gewiss eine solche, brauchen darum mehr Eigenkapital, um kurzfristige Schocks auffangen zu können. Nützt das wirklich? Die Credit Suisse hatte ja nicht zu wenig Eigenkapital, sondern zu wenig Liquidität. Ihr ging schlicht das Geld aus.

### Kosten für Risikoabsicherung eines Kreditausfalls



Grafik: can / Quelle: SSRN

Die De-facto-Staatsgarantie zahlen müssen, ist nach der CS-Krise dringender angezeigt. Zudem muss die Finanzmarktaufsicht neue Instrumente nutzen, um zu verhindern, dass der Staat irgendwann ohne genügend Vorlaufzeit sehenden Auges in die nächste Krise läuft. Denn die Rettung der UBS wäre wegen der schieren Grösse noch teurer.

Was wären denn das für Instrumente?

Experten raten schon seit geraumer Zeit dazu, marktbasierende, zukunftsorientierte Indikatoren bei der Bankenaufsicht anzuwenden. Gegen alle Vernunft verwendet die Finma heute primär vergangenheitsbezogene Daten bei der Bankenaufsicht. So werden zum Beispiel Kennzahlen zu Kapital und Liquidität laufend ermittelt. Im besten Fall gehen diese aber Auskunft über den Status quo. Doch was nützt dies, wenn die Krise vor der Haustür steht und dies für jedermann beziehungsweise jeden aufmerksamen Marktteilnehmer ersichtlich ist? Wir haben in unserer Studie zwei mögliche Indikatoren erläutert.

Die da wären? Einerseits können die am Markt bezahlten Kosten für Risikoabsicherung eines Kreditausfalls, die sogenannten CDS-Spreads, als Indikator verwendet werden. Hätte man sich an diesen orientiert, wäre bereits im Sommer 2022 aufgefallen, dass sich die Spreads der CS von jenen der weltweit systemrelevanten Banken entkoppeln. Sie stiegen im Herbst 2022 auf ein alarmierendes Niveau von über 400 Basispunkten, entsprechend einem Zinsschlag von 4 Prozent gegenüber einer Staatsanleihe. Solch hohe CDS-Spreads oder Risikoprämien waren in der Bankenvelt immer ein klares Krisensignal.

Und was wäre der zweite Indikator? Der Kursverlauf der ATI-Obligationen. Der Markt hat bereits im Sommer 2022 klar angezeigt, dass es wahrscheinlich ist, dass ein Teil dieses CS-Zusatzkapitals in Eigen-

kapital gewandelt oder vernichtet werden muss. So waren die Preise bereits dann unter 80 Prozent, im Dezember 2022 sogar bei rund 60 Prozent. Beide Indikatoren zeigten, dass die Anleihen der CS vom Markt fast ein halbes Jahr vor dem Kollaps als Junk-Bonds bewertet wurden.

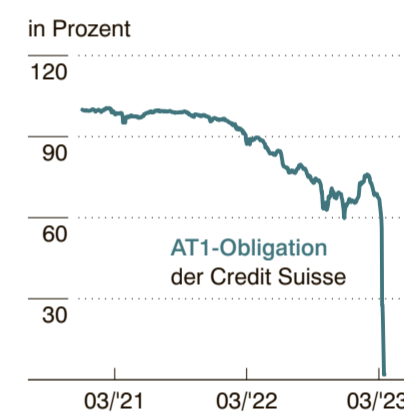
Aber kann denn die Finma wirklich früher eingreifen? Die betroffenen Manager werden sich doch wehren und von einem Übergriff des Staates sprechen.

Man müsste die Finma dazu verpflichten, in so einer Situation einzugreifen. Basierend auf neuen gesetzlichen Grundlagen und mit speziellem Blick auf systemrelevante Banken in erkennbaren Krisensituationen, sollten künftig zwingend Massnahmen der Bankenaufsicht verlangt werden.

Hätte man diese Indikatoren letztes Jahr schon gehabt, gäbe es die CS noch?

Die Indikatoren ergaben im Fall der CS ein eindeutiges Bild. Die Pflicht, nicht nur die Option der Finma, rechtzeitig Alternativen zu prüfen und Massnahmen zu ergreifen, hätte eine Zwangsfusion unter Anwendung von Notrecht vielleicht verhindern können.

### Kursverlauf der ATI-Obligationen



Grafik: can / Quelle: SSRN

Nun kam es aber zum Notrecht, und die parlamentarische Untersuchungskommission ist an der Arbeit. Bringt das etwas?

Auf jeden Fall. Es gibt viele Fragen: Warum wurden nicht mehrere Banken, statt nur der UBS, für eine mögliche Übernahme berücksichtigt? Wäre eine vorübergehende oder permanente Teilverstaatlichung mit einer späteren Sanierung auch sinnvoll gewesen? In der Hitze des Gefechts können solche Alternativen nicht seriös überprüft werden.

Ihr Fazit? Die bittere CS-Pille sollten wir nicht schlucken, sondern aufarbeiten. Man darf gespannt sein, was der Bericht der parlamentarischen Untersuchungskommission ergibt.

Fortsetzung

### Hunderte Millionen für Rettung nötig

dem Schweiz-Geschäft verbunden ist. Während sich die anderen Bereiche von Signa im Auge des Sturms befanden, sei Globus «absolut sicher». Das operative Geschäft sei fast frei von Bankschulden – einzig ein niedrig verzinsten Kredit mit langer Laufzeit bestehe noch. Dieser könne aber aus dem operativen Geschäft getilgt werden.

Das gilt aber nur für das Detailhandelsgeschäft, denn jede einzelne Immobilie ist in eine separate, in Luxemburg registrierte Gesellschaft ausgegliedert. Die Immobilien seien langfristig zu niedrigen Zinsen mit Hypothek finanziert, und die würden mit den Mieteinnahmen abbezahlt, sagt der Insider. Aus der Bilanz der Immobiliengesellschaft für den Globus am Basler Marktplatz, der im Bau ist, sind

langfristige Kredite allerdings nicht ersichtlich.

Die Bilanz der «Basel Marktplatz 2 Immobilien Sarl» ist im luxemburgischen Handelsregister verfügbar. Sie zeigt, dass bis zum 22. Januar 2026 eine Kreditlinie von 170 Millionen Franken besteht, die tatsächlich niedrig verzinst ist. Danach muss sie aber zurückgezahlt werden.

Wie das mit den Mieteinnahmen möglich sein soll, wenn das Warenhaus frühestens Ende 2025 seine Tore öffnet, ist allerdings fraglich. Es könnte auch sein, dass die Kantonalbanken letztlich auf der Immobilie sitzen bleiben.

### Grosse Namen lockten neue Investoren

Ein Stillstand der Baustelle in Basel sei trotzdem nicht zu erwarten, heisst es. Im Gegenteil, von der Kreditlinie – die ein Konsortium von Kantonalbanken stellt – seien noch rund 70 Millionen abrufbar. Globus sei stabil – auch weil die Warenhauskette keine



Ein Loch in Basel: Dort soll ein Globus-Warenhaus hin. Foto: Dominik Plüss

Gelder von Signa beziehe. Gespräche, wer als Investor übernehmen könnte, sollte Signa zusammenbrechen, würden derzeit keine geführt. Es gebe immer noch die Option, dass die Thailänder das Geschäft übernehmen würden.

Wie schlecht es um Signa stehe, habe sich bis Mitte des Jahres

gut vor den Investoren verheimlichen lassen, sagt der Signa-Kenner. Doch als das Darlehen platze, war das nicht mehr möglich. Warum bis dahin niemand Fragen stellte, trotz der schlechten Berichterstattung über Benko und sein Signa-Reich, ist schleierhaft. Warum wurde niemand misstrauisch?

«Es war gar nicht so einfach, nachzufragen», heisst es aus Signa-Kreisen. Denn auf jede Frage gab es auf oberster und auf zweiter Führungsebene immer eine gute und plausible Antwort. Darunter wusste allerdings niemand mehr so genau Bescheid.

Was anscheinend kein Problem war. Denn der Einstieg grosser, bekannter Namen wie Kühne oder Peugeot war Grund genug, nicht misstrauisch zu werden. «Wenn jemand drei Monate das Geschäft prüft und danach gross investiert, heisst das für weitere Investoren: Es ist alles gut, ich muss mir keine Sorgen machen», sagt der Insider.

### Ende von Signa könnte bald kommen

Ob es mit den einzelnen Investoren allenfalls Sondergesprächen gegeben hat, hinterfragte niemand.

Möglicherweise liegt der wahre Grund für Signas Fall tiefer. Es stellt sich die Frage, wie der Immobilienbereich über all die

Jahre aufgebaut wurde und wie das Verhältnis zwischen Einnahmen und Ausgaben wirklich aussah. Die Vermutung liegt nahe, dass Benko gegenwärtige Ausgaben mit Erträgen deckte, die ihm erst in der Zukunft zugesagt waren.

Ein Modell, das funktionierte, solange die Rahmenbedingungen immer gleich blieben. Mit den steigenden Zinsen änderte sich die Lage.

Nun stellt sich die Frage, ob die 150 bis 300 Millionen kommen und ob sie wirklich ausreichen, um den Untergang von Signa zu stoppen. Zudem hängt eine Sonderprüfung der Signa-Kredite durch die Bankenaufsicht der Europäischen Zentralbank wie ein Damoklesschwert über Benkos Reich. Offenbar werden alle Banken, die Geschäftsbeziehungen zu Signa haben, überprüft.

Das Ende von Signa könnte schon in den nächsten Tagen oder Wochen besiegelt sein. Niemand weiss es so genau – ausser vielleicht René Benko.

ANZEIGE

## Von Anlagen im «Lebensraum Zukunft» bis zu den Trends von morgen.



Entdecken Sie alles dazu in der neuen Ausgabe des «Zukunftsbewegers». [globalance.com/magazin](http://globalance.com/magazin)



Magazin kostenlos bestellen

Mehr als Geld bewegen  
Globalance