

Eine Analyse der Finanzlage der Credit Suisse im Kontext der Finanzmärkte

Bericht für den Parlamentarischen Untersuchungsausschuss
des Schweizerischen Parlaments (PUK)

von

Prof. Dr. Harald Hau
Prof. Dr. Jean-Charles Rochet

28. Mai 2024

Danksagung

Die Autoren danken Jing Xian und Dr. Daniel Eisermann (Berlin Risk) für ihre wertvolle Unterstützung bei der Erstellung dieses Berichtes.

Inhalt

Zusammenfassung	4
1. Einführung.....	5
2. Methodik.....	8
3. Strukturelle Faktoren der Credit-Suisse-Krise.....	9
3.1 Niedrige Rentabilität der Banken in Europa.....	9
3.2 Ratchet-Effekt der Kapitalstruktur von Banken	11
4. Entwicklung der Finanzlage der Credit Suisse.....	12
4.1 Ökonomischer Gewinn und Versagen von Bank-Governance, 2010-2022	12
4.2 Aktienentwicklung.....	16
4.3 Entwicklung der Kredit-Ratings	19
4.4 Kapitalerhöhungen und Kapitalausschüttungen	20
4.5 Bewertung der Credit Suisse durch andere Akteure.....	22
4.6 Folgen der Skandale um Greensill und Archegos.....	23
4.7 Letztes Jahr und der Übernahmevertrag	24
5. Fazit.....	28
Bibliographie	30

Zusammenfassung

Dieser Bericht analysiert die finanzwirtschaftliche Entwicklung der Credit Suisse in den Jahren vor der Notfusion und stellt das Scheitern der Credit Suisse in den Zusammenhang mit der Entwicklung an den Finanzmärkten.

Zentrales Element unserer Analyse ist die Berechnung des jährlichen ökonomischen Gewinns in den Bilanzen seit 2011, der die Wertschöpfung der Credit Suisse für ihre Aktionäre abbildet. Im Zeitraum von 2011 bis 2022 vernichtete die Bank massiv und kontinuierlich Shareholder Value von insgesamt CHF 34 Mrd. und belohnte gleichzeitig die Bankmanager mit kumulierten Erfolgsprämien von CHF 40 Mrd. Eine derart umfangreiche Umverteilung von Aktionärsvermögen an Bankmanager deutet auf ein Versagen des Verwaltungsrates hin, der die Aktionärsinteressen unzureichend beachtete. Ein langfristiges Scheitern der Credit Suisse am Kapitalmarkt war unter diesen Bedingungen wahrscheinlich.

Diese Analyse wird von der langfristigen Entwicklung der Aktienkurse bestätigt, die eine kontinuierlichen Abwärtstrend hin zu einer Minimalbewertung aufweisen. Dagegen hatten die Bewertungen von Kreditratingagenturen nur einen sehr geringen Informationswert hinsichtlich der strukturellen Probleme der Credit Suisse. Abwertungen durch die Ratingagenturen erfolgten erst im Mai 2022, als das Management die Kontrolle über die Finanzlage der Bank zunehmend verlor. Andererseits haben verschiedene Minderheitsaktionäre die strukturellen Probleme der Bank schon frühzeitig öffentlich gemacht.

Für die langfristige Finanzentwicklung fatal war letztlich auch eine unzureichende Bank- und Finanzmarktcompetenz des Verwaltungsrates. Dies verringerte die Möglichkeit, bestehende Vergütungssysteme kritisch zu hinterfragen und in Einklang mit der (fehlenden) Wertschöpfung der Bank zu bringen. Die sogenannte „variable“ Vergütung wurde somit zu einem fixen und existenzbedrohenden Kostenfaktor, der eine adäquate Kapitalrendite für die Aktionäre unmöglich machte. Ein verstärktes regulatives Eingreifen der FINMA in den Jahren 2021 und 2022 erfolgte erst zu einem Zeitpunkt, als die Krise der Bank kaum noch kontrollierbar und revidierbar war.

Trotz der einer sich verschlechternden Finanzlage hat die Credit Suisse eine Kapitalaufnahme am Kapitalmarkt weitgehend vermieden. Eine sporadische Eigenkapitalerhöhung im Jahr 2015 erlaubte vor allem die Fortführung von Dividendenzahlungen und die Fortsetzung der hohen variablen Vergütung für das Management. Die zunehmend labile Finanzlage der Credit Suisse erforderte schliesslich das staatliches Eingreifen im März 2023.

Résumé

Le présent rapport analyse l'évolution de la situation financière de Credit Suisse au cours des années qui ont précédé la fusion d'urgence et met la débâcle de la banque en relation avec l'évolution des marchés financiers.

Notre analyse porte avant tout sur le calcul du bénéfice économique annuel dans les bilans depuis 2011, qui reflète la création de valeur de Credit Suisse pour ses actionnaires. Entre 2011 et 2022, la banque a détruit massivement et continuellement de la valeur actionnariale pour un total de 34 milliards de francs, tout en récompensant les dirigeants de la banque avec des primes cumulées de 40 milliards de francs. Une redistribution aussi importante des actifs des actionnaires aux dirigeants de la banque témoigne d'un échec du conseil d'administration, qui a failli à sa tâche en ne tenant pas suffisamment compte des intérêts des actionnaires. Dans ces conditions, on pouvait vraisemblablement s'attendre à une déroute à long terme de Credit Suisse sur le marché des capitaux.

L'évolution à long terme du cours de l'action, qui a affiché une tendance continue à la baisse pour finalement atteindre une valeur minimale, confirme cette analyse. Or, les évaluations des agences de notation de crédit n'offraient qu'une très faible valeur informative sur les problèmes structurels de Credit Suisse. La dégradation des notes de crédit par les agences de notation n'est en effet intervenue qu'en mai 2022, lorsque les instances dirigeantes perdaient de plus en plus le contrôle sur la situation financière de la banque. Par ailleurs, plusieurs actionnaires minoritaires avaient très tôt rendu publics les problèmes structurels de la banque.

En fin de compte, le manque de compétences du conseil d'administration en ce qui concerne le secteur bancaire et les marchés financiers a également pesé lourdement sur la situation financière à long terme. Ce manque de compétences a réduit la possibilité de remettre en question les systèmes de rémunération existants et de les corrélés à la (non-)création de valeur de la banque. La rémunération dite « variable » est ainsi devenue un facteur de coût fixe menaçant l'existence même de l'établissement et rendant impossible un retour sur investissement adéquat pour les actionnaires. La FINMA n'a renforcé son intervention sur le plan réglementaire qu'en 2021 et 2022, à un moment où la crise de la banque n'était plus guère contrôlable.

Malgré la détérioration de sa situation financière, Credit Suisse a dans une large mesure évité de lever des fonds sur le marché des capitaux. L'augmentation des fonds propres en 2015 a surtout permis de poursuivre le versement de dividendes et de maintenir une rémunération variable élevée pour les dirigeants. La situation financière de plus en plus fragile de Credit Suisse a finalement nécessité l'intervention de l'État en mars 2023.

Sintesi

Il presente rapporto analizza lo sviluppo economico-finanziario di Credit Suisse negli anni precedenti la fusione d'urgenza e pone il fallimento di Credit Suisse in relazione con lo sviluppo sui mercati finanziari.

Elemento centrale della nostra analisi è il calcolo dell'utile economico annuale nei bilanci dal 2011, che riflette il valore aggiunto di Credit Suisse per i propri azionisti. Nel periodo 2011-2022 la banca ha distrutto in modo massiccio e continuo un valore azionario complessivo di 34 miliardi di franchi e ricompensato nel contempo i manager bancari con premi correlati ai risultati di complessivi 40 miliardi di franchi. Una redistribuzione così ampia di valore azionario a manager bancari indica un fallimento del consiglio di amministrazione, che non ha tenuto conto a sufficienza degli interessi degli azionisti. In queste condizioni, a lungo termine un insuccesso di Credit Suisse sul mercato dei capitali era probabile.

Tale analisi è confermata dallo sviluppo a lungo termine dei corsi azionari, che mostrano una continua tendenza al ribasso verso una valutazione minima. Al contrario, le valutazioni delle agenzie di rating del credito hanno avuto soltanto un valore informativo molto basso per quanto riguarda i problemi strutturali di Credit Suisse. Le svalutazioni da parte di dette agenzie si sono verificate soltanto a partire da maggio 2022, quando il management ha perso sempre più il controllo della situazione finanziaria della banca. D'altro canto, vari azionisti di minoranza hanno reso pubblici già precocemente i problemi strutturali della banca.

In ultima analisi, anche l'insufficiente competenza del consiglio di amministrazione in materia bancaria e di mercati finanziari ha avuto un effetto fatale sullo sviluppo finanziario a lungo termine. Ciò ha ridotto la possibilità di esaminare criticamente i sistemi di remunerazione esistenti e di armonizzarli con la (mancata) creazione di valore della banca. La cosiddetta remunerazione variabile è diventata quindi un fattore di costo fisso e minaccioso per l'esistenza, che rendeva impossibile un adeguato rendimento del capitale per gli azionisti. Un intervento normativo rafforzato della FINMA nel 2021 e nel 2022 è avvenuto soltanto in un momento in cui la crisi della banca era difficilmente controllabile e rivedibile.

Nonostante il deterioramento della situazione finanziaria, Credit Suisse ha evitato in larga misura un aumento di capitale sul mercato dei capitali. Un aumento sporadico del capitale proprio nel 2015 ha permesso soprattutto di continuare a pagare dividendi e di mantenere l'elevata remunerazione variabile per il management. La situazione finanziaria sempre più precaria di Credit Suisse ha infine richiesto l'intervento dello Stato nel marzo del 2023.

1. Einführung

Am 19. März 2023 gaben die Schweizer Behörden die staatlich unterstützte Übernahme der Credit Suisse durch die UBS bekannt. Die Bundesversammlung hat am 8. Juni 2023 eine Parlamentarische Untersuchungskommission (PUK) zur Untersuchung der Geschäftsführung der Bundesbehörden im Kontext dieser Notfusion eingesetzt. Die PUK hat das Mandat zu diesem Expertenbericht erteilt, der es erlaubt, „die Entwicklung der Credit Suisse besser zu verstehen und diese mit den Entwicklungen an den Finanzmärkten in Verbindung bringen zu können.“¹

Das Expertenmandat soll „den für das Behördenverhalten relevanten Kontext im Zusammenhang mit der Notfusion der Credit Suisse klären – insbesondere die langfristige Entwicklung der Finanzlage der Credit Suisse (ungefähr ab 2015) und spezifisch in der zweiten Hälfte 2022 und Anfang 2023. Die Analyse sollte auch die Entwicklung der Bank in den Gesamtkontext der Finanzmärkte einordnen.“²

Unsere Analyse soll ausserdem „der Kommission dabei helfen, die von den Behörden getroffenen Entscheidungen zu kontextualisieren und die Frage zu beantworten, ob – angesichts der im März 2023 eingetretenen Krise – gewisse Entscheidungen hätten vorweggenommen werden können und ob der Rückgriff auf Notrecht in Anbetracht der Dringlichkeit der Situation der Credit Suisse gerechtfertigt war.“³

Ziel unseres Berichtes ist es daher anhand der öffentlichen Quellen die langfristige Entwicklung der Finanzlage der Credit Suisse verständlich zu machen. Um diesen Auftrag zu konkretisieren, verfolgen wir diese Fragen:

1. Wodurch ist die finanzwirtschaftliche Situation der Credit Suisse in den Jahren vor der Notfusion charakterisiert? Gibt es frühe Hinweise (in öffentlichen Quellen) auf eine finanzwirtschaftliche Notlage, und worin besteht diese Krise?
2. Wann schlugen sich strukturelle Probleme der Credit Suisse in den Aktienkursen und den Kredit-Ratings der Credit Suisse nieder?
3. Welchen Einfluss auf die Krisenentwicklung hatten Kapitalmassnahmen wie z.B. die Kapitalerhöhungen in den Jahren 2015 und 2022?
4. Worin bestand die Dringlichkeit der Situation im März 2023 im Hinblick auf die Stabilität der internationalen Finanzmärkte?

Der vorliegende Bericht stützt sich auf die wissenschaftliche Literatur zur Unternehmensbewertung und zum Bankmanagement sowie auf öffentliche Quellen, die das Scheitern der Credit Suisse dokumentieren. Im Gegensatz zu den Mitgliedern der Parlamentarischen Untersuchungskommission hatten die Autoren dieses Berichts keinen Zugang zu vertraulichen Quellen und keinen direkten Kontakt zu den Hauptakteuren der Ereignisse.

¹ Expertenmandat „Entwicklung der Finanzlage der CS und der Finanzmärkte“, 25.9.2023, Seite 1.

² Ibid. Seite 1.

³ Ibid. Seite 2.

Nach einem finanziellen Kollaps wie im Falle der Credit Suisse ist es üblich, das entscheidende Element des Versagens zu identifizieren. Für den Niedergang der Credit Suisse betrachten wir als entscheidendes Element das Kontrollversagen des Verwaltungsrates. Dieses Kontrollversagen an der Spitze der Bank hat mehrere Facetten. Es zeigt sich erstens in der fehlenden Rechenschaftspflicht des Managements gegenüber den Aktionären, die sich in hohen Bonuszahlungen trotz betriebswirtschaftlichem Misserfolg ausdrückt, zweitens in einer unverantwortlichen Risikomanagementkultur, die ebenfalls die Interessen der Aktionäre ignorierte (siehe Paul Weiss Bericht, 2021); und drittens in einer Unternehmens- und Compliance-Kultur, die nur ein Minimum an Kooperation und Transparenz gegenüber den Regulierungsbehörden anstrebte (FINMA-Bericht, 2023, Seite 45).

Als den weitaus wichtigsten Faktor für die langfristige negative Entwicklung der Finanzlage der Credit Suisse betrachten wir die Entkoppelung der Managervergütung von der Wertschöpfung des Unternehmens für die Bankaktionäre. Die sogenannte „variable“ Vergütung wurde dadurch zu einem fixen und existenzbedrohenden Kostenfaktor, der eine adäquate Kapitalrendite für die Aktionäre unmöglich machte. Ein Überleben der Credit Suisse am Kapitalmarkt war unter diesen Bedingungen langfristig unwahrscheinlich. Dieses strukturelle Problem ist in allen Bilanzen seit 2011 identifizierbar und erklärt die langfristige negative Entwicklung des Aktienkurses.

Angesichts eines solchen Versagens der Bank-Governance erwies sich die bestehende Bankenaufsicht und Bankenregulierung als unzureichend, um einen Zusammenbruch der Bank und die Notwendigkeit einer staatlichen Intervention abzuwenden. Einerseits ist die Bankenregulierung geprägt von einem Fokus auf das rein buchhalterische Bankkapital und ignoriert daher Marktbewertungen weitgehend. Andererseits sind diese bilanziellen Mindestkapitalschwellen anscheinend immer noch zu niedrig, um nach einem langjährigem Vertrauensverlust an den Finanzmärkten und bei hohen ökonomischen Verlusten einen Bank-Run abzuwenden.

Insgesamt war die regulatorische Reaktion auf die globale Finanzkrise von 2007-2008 selbst in ihrer umfassenderen Schweizer Variante mit zusätzlichen Kapitalpuffern noch unzulänglich. Dennoch ist schwer zu bestreiten, dass höhere Kapitalstandards und die Existenz von Bail-in Kapital ein Krisenmanagement mit geringeren öffentlichen Verpflichtungen und einem geringeren Risiko für den Steuerzahler ermöglichten. Erhöhte Kapitalpuffer waren daher ein Schritt in die richtige Richtung.

Wir haben von verschiedenen vorangegangenen Untersuchungen profitiert, die das Scheitern der Credit Suisse und seine Ursachen analysiert haben (Amman *et al.*, 2023; Eggen *et al.* 2023; FINMA-Bericht, 2023). Der vorliegende Bericht versucht das Scheitern der Credit Suisse vor allem aus der Perspektive des Finanzmarktes für möglichst viele Leser, die keine Finanzexperten sind, verständlich zu machen. Politische Schlussfolgerungen zu ziehen oder regulatorische Massnahmen vorzuschlagen liegt ausserhalb der Zielsetzung unseres Berichts.

Der Bericht ist wie folgt gegliedert:

In Abschnitt 2 werden die wichtigsten methodischen Elemente der Untersuchung erörtert. Unsere Analyse stützt sich weitgehend auf objektive Informationen wie Bilanz- und

Preisdaten. Wir legen weniger Gewicht auf sekundäre Informationen wie Medienartikel, Meinungen von Finanzanalysten und Bonitätsbewertungen.

Abschnitt 3 widmet sich wichtigen strukturellen Problemen des Bankmanagements. Wir betonen die mangelnde Rentabilität der europäischen Banken in den letzten zehn Jahren, die sowohl das Insolvenz- wie auch das Liquiditätsrisiko von Banken vergrössert. Damit einher ging die mangelnde Bereitschaft von Aktionären und Bankmanagern, Gewinnausschüttungen zu stoppen und/oder Banken nach Verlusten ausreichend zu rekapitalisieren, was auch als Ratchet-Effekt der Kapitalstruktur bezeichnet wird. Beide Aspekte definieren Rahmenbedingungen für die Finanzentwicklung der Credit Suisse.

Der Schwerpunkt des Berichts liegt auf Abschnitt 4 und konzentriert sich auf die Finanzentwicklung der Credit Suisse. Wir beginnen unsere Analyse mit der Berechnung des jährlichen ökonomischen Gewinns, der die Wertschöpfung der Bank für die Aktionäre (unter Einbeziehung der Kapitalkosten) abbildet. Dieser Teil des Berichts ist zentral für ein tieferes Verständnis der betriebswirtschaftlichen Notlage der Bank, wie sie sich seit 2011 in den Jahresbilanzen offenbarte. Abschnitt 4.1 beantwortet ausserdem die erste der oben genannten Fragen, nämlich wodurch die Finanznotlage der Credit Suisse gekennzeichnet war und wann diese Notlage erkennbar war.

Abschnitt 4.2 stellt den direkten Zusammenhang mit der (langfristigen) Wertentwicklung des Aktienkurses dar und in Abschnitt 4.3 wird die Rolle von Kredit-Ratings kurz thematisiert. Beide Abschnitte geben eine Antwort auf die zweite Leitfrage nach dem Zusammenhang zwischen der (strukturellen) Krisensituation der Credit Suisse und deren Finanzmarkt-bewertung.

In Abschnitt 4.4 diskutieren wir die untergeordnete Rolle von Kapitalerhöhungen und kommentieren die Nettofinanzierung am Aktienmarkt und beantworten damit die dritte Leitfrage. In Abschnitt 4.5 geht es um zusätzliche Belege für eine frühe Wahrnehmung der Finanznotlage der Credit Suisse durch Akteure im Finanzmarkt und insbesondere von Aktionärsvertretern. Ferner soll der Einfluss der Finanzskandale um Greensill und Archegos im März 2021 auf die Unternehmensbewertung erläutert werden (Abschnitt 4.6).

Schliesslich beschreiben wir in Abschnitt 4.7 den zunehmenden Kontrollverlust über die Finanzentwicklung der Credit Suisse im letzten Jahr vor der Notfusion. Insbesondere wird im Sinne der vierten Leitfrage die Dringlichkeit staatlichen Handelns angesichts der entstehenden Finanzpanik hervorgehoben.

Das Fazit unserer Analyse wird in Abschnitt 5 gezogen.

2. Methodik

Jede Untersuchung der Finanzlage eines Unternehmens und seiner Finanzmarktbeurteilung ist mit einer Reihe grundsätzlicher methodischer Probleme konfrontiert.

So spiegeln Aktienpreise Interpretationen und Prognosen des wirtschaftlichen Erfolges eines Unternehmens durch eine Vielzahl verschiedenster Marktakteure wider und stehen daher oft nur in einem indirekten und langfristigen Zusammenhang mit bilanziellen Ereignissen. Falls zum Beispiel eine Bank ein erfolgloses Geschäftsmodell ohne Kapitalerträge verfolgt (wie es bei der Credit Suisse der Fall war), so kann durchaus eine geraume Zeitspanne vergehen, bevor Aktienkurse diese Tatsache in vollem Umfang reflektieren (Pastor und Veronesi, 2009). Insoweit Investoren komplexe Sachverhalte über eine Bank wie zum Beispiel grundlegende Governance-Probleme nur langsam in Erfahrung bringen, wird nur eine lange Zeitspanne der Aktienpreise einen Zusammenhang mit der bilanziellen Analyse ausweisen. Unsere Analyse des ökonomischen Gewinns in Tabelle 1 setzt daher schon im Jahr 2010 ein und nicht erst im Jahr 2015 wie im Mandat vorgeschlagen.

Andererseits finden neue bewertungsrelevante Informationen, wie sie zum Beispiel über die Qualität des Risikomanagements der Credit Suisse in den Finanzskandalen um Greensill und Archegos den Markt erreichen, unmittelbaren Niederschlag im Aktienkurs. Da wo die Informationsverbreitung extrem rasch erfolgt, liefern Aktienkurse oft wichtige Einblicke in die Neubewertung (durch den Markt) eines wirtschaftlichen Sachverhaltes. Hier lässt sich auch ein direkter kausaler Zusammenhang aufzeigen (Miller, 2023).

Ein zweites methodisches Problem ist der erhebliche Umfang von primären und sekundären Finanzinformationen über eine Grossbank wie die Credit Suisse. Keine Studie kann hier einen vollständigen Überblick beanspruchen. Wir konzentrieren unsere Analyse auf einige besonders wichtige Kennziffern der Unternehmensbewertung – besonders auf den ökonomischen Gewinn, der aus den Bankbilanzen einfach abzuleiten ist. Der ökonomische Gewinn ist besonders aussagefähig für die Kapitalrendite der Credit Suisse, weil dieser im Gegensatz zum traditionellen Betriebsergebnis die Opportunitätskosten von Kapital mit in die Analyse einbringt.⁴

Das betriebswirtschaftliche Scheitern der Bank ist nur aus einem Blickwinkel voll zu erfassen, der Kapitalkosten in die Erfolgsrechnung mit einbezieht. Aus Sicht des Kapitalmarktes ist Gewinn erst nach Abzug der Kapitalkosten wirklich unternehmerischer Erfolg, auch wenn die Vergütungspolitik der Credit Suisse diesem Umstand keine Beachtung geschenkt hat.⁵

Eine dritte methodische Entscheidung besteht in der Wahl der Messgrösse für die Performance am Finanzmarkt. Hier basiert unsere Analyse auf der sogenannten „cum-

⁴ Opportunitätskosten sind Einnahmeverluste aus erwarteten Kapitalrenditen von alternativen Finanzmarktinvestitionen bei gleichem Risiko.

⁵ Laut FINMA-Bericht (2023, Seite 51) „folgte die Entwicklung der variablen Vergütung bei der CS primär den Entwicklungen im Markt und – entgegen der von ihr stets propagierten Pay-for-Performance-Kultur – nur sekundär dem Geschäftsgang der Bank.“

dividend“-Rendite. Diese berechnet den Aktienkurs (als Index) bereinigt um alle reinvestierten Dividenden und ist daher das aussagefähigere Performancemass im Vergleich zum reinen Aktienpreis.

3. Strukturelle Faktoren der Credit-Suisse-Krise

Im folgenden Abschnitt werden zwei strukturelle Faktoren hervorgehoben, welche Banken krisenanfällig machen. Dabei handelt es sich erstens um die geringe Rentabilität europäischer Banken im letzten Jahrzehnt. Zweitens bestehen aufgrund der hohen Verschuldung von Banken (d.h. dem geringen Eigenkapital relativ zur Bilanzsumme) besondere Anreizprobleme bei der Refinanzierung am Kapitalmarkt. Aktionäre haben typischerweise ein Eigeninteresse Kapitalerhöhungen zu blockieren, selbst wenn sich dadurch die Finanzlage der Bank verschlechtert. Dieser Effekt ist in der Fachliteratur als „Ratchet-Effekt“ der Kapitalstruktur bekannt und ist ebenfalls ein krisenverstärkendes Element.

3.1 Niedrige Rentabilität der Banken in Europa

Spätestens seit der Weltfinanzkrise 2007-2008 ist der europäische Bankensektor durch eine geringe Rentabilität gekennzeichnet. Berechnungen von KPMG (2020) zeigen, dass die Gewinne europäischer Banken im Durchschnitt nicht ausreichen, um eine angemessene Rendite auf ihr buchmässiges Eigenkapital zu erwirtschaften, die den Kapitalkosten entspricht. Diese Kapitalkosten werden durch die Rendite gemessen, die ein Aktienanleger bei einer Anlage mit ähnlichem Marktrisiko im Durchschnitt erwirtschaften kann. Diese geringe Rentabilität spiegelt sich in den niedrigen Marktwerten für das Eigenkapital der Banken wider.

Die nachstehende Abbildung 1 zeigt die Entwicklung des Verhältnisses zwischen Marktwert und Buchwert des Eigenkapitals europäischer und US-amerikanischer Banken zwischen 2000 und 2020. Im Jahr 2008 sank dieses Verhältnis unter den Wert von 1 und hat sich seitdem nicht mehr erholt. Mit anderen Worten: Aktieninvestoren sind der Ansicht, dass die Banken ihr Eigenkapital im Durchschnitt unrentabel einsetzen, da der erwirtschaftete Wert (gemessen durch den Aktienkurs als Marktwert) unter dem investierten (buchhalterischen) Geldbetrag liegt.

Für die niedrige Rentabilität der europäischen Banken gibt es mehrere Erklärungen, die sich nur schwer voneinander trennen lassen.⁶ Erstens ging das Niedrigzinsumfeld zwischen 2009 und 2022 mit niedrigen Nettozinsenträgen für Banken einher. Zweitens haben technologische Innovationen den Markteintritt kostengünstiger Konkurrenten, wie z. B. Online-Banken, ermöglicht und die Gewinnspannen der Banken verringert. Drittens wurde die

⁶ Ein Literaturüberblick findet sich in Dietrich *et al.* (2014). Siehe ebenfalls Di Vito *et al.* (2023).

Kundenbindung durch das zunehmende finanzwirtschaftliche Wissen der Bankkunden schwieriger und weniger rentabel. Schliesslich hat eine anspruchsvollere Bankenregulierung die Betriebskosten der Banken erhöht. Insgesamt scheint der Sektor durch technologische Umwälzungen, Überkapazitäten und die Notwendigkeit weiterer Konsolidierung gekennzeichnet zu sein.

Ein solch ungünstiges Geschäftsumfeld beschränkt die Möglichkeiten für eine Bankenrettung durch externe Investoren. Externe Investoren betrachten Geschäftsbereiche mit geringer Rentabilität als unattraktive Investitionsmöglichkeiten. Daher ist es für notleidende Banken schwieriger, neues externes Eigenkapital für eine neue Geschäftsstrategie zu beschaffen, und eine Bankenfusion mit dem Ziel der Konsolidierung und Kosteneinsparung wird zur praktikabelsten Rettungsstrategie.

Wie Tabelle 1 zeigt, ist die Bewertung der Credit Suisse im Hinblick auf das Verhältnis von Marktwert und Buchwert ebenfalls sehr niedrig wie bei dem in Abbildung 1 gezeigten Durchschnitt Europäischer Banken und ist nach 2011 fast immer unter dem Wert von 1. Die Marktbewertung der Credit Suisse verläuft jedoch erheblich negativer als beim Durchschnitt der europäischen Banken, wie Abschnitt 4.2 zeigen wird. Nach 2021 ist der Absturz des Marktwertes dann dramatisch und sinkt weit unter den Wert von 50% des Buchwertes. Eine solche extreme niedrige Bewertung der Bank am Aktienmarkt reflektiert eine tiefe Skepsis der Investoren hinsichtlich jeder zukünftigen Wertschöpfung durch die Bank.

Abbildung 1: Verhältnis des Aktienkurses zum Buchwert des Eigenkapitals (Kurs-Buchwert-Verhältnis) für europäische und amerikanische Banken, 2000-2020



Quelle: KPMG LLP, Grossbritannien, 2021. Das Schaubild entspricht dem Schaubild 6 im KPMG-Bericht.

3.2 Ratchet-Effekt der Kapitalstruktur von Banken

Schwache und stark schwankende Profitabilität untergräbt tendenziell die Stabilität einer Bank. Dies liegt daran, dass Aktionäre und Manager zögern, ihre Bank nach Verlusten zu rekapitalisieren. Zwar können negative Ertragsschocks grundsätzlich durch die Ausgabe neuen Eigenkapitals oder die Aussetzung sämtlicher Ausschüttungen an die Aktionäre (Dividenden oder Aktienrückkäufe) ausgeglichen werden, doch werden solche präventiven Sanierungsmassnahmen von der Bankleitung nur selten ergriffen. Diese mangelnde Bereitschaft der Bankeigentümer und ihres Managements, die Stabilität der Banken angesichts eines erodierenden Kapitalstocks wiederherzustellen, wird als Ratchet-Effekt (oder Sperrklinken-Effekt) der Kapitalstruktur von Banken bezeichnet (Admati *et al.*, 2018). Dieser Effekt ist für die Dynamik von Bankeninsolvenzen grundlegend.

Wenn einer Bank neues Eigenkapital zugeführt wird, kommt ein grosser Teil des Nutzens einer solchen Rekapitalisierung den Schuldnern der Bank zugute, da sich das Risiko eines Kreditausfalls verringert. Die Auswirkungen auf die Aktienkurse sind in der Regel negativ, selbst wenn eine solche Rekapitalisierung den Gesamtwert der Bank erhöht. Dies liegt daran, dass die Anzahl der Aktien stärker steigt als ihr Gesamtwert und die Anteile der bisherigen Aktionäre verwässert werden. Dies gilt insbesondere in Krisensituationen, in denen die Wahrscheinlichkeit eines Zahlungsausfalls der Bank steigt.

Auch Manager sind oft gegen Rekapitalisierungen, da ihre Vergütung in der Regel entweder direkt (Aktienoptionen) oder indirekt (Bonuszahlungen) mit dem Aktienkurs der Bank steigt. Ein weiterer Grund für die Ablehnung neuer Aktienemissionen kann der Wunsch der Unternehmensleitung sein, die Kontrolle zu behalten und die bestehende Eigentümerstruktur zu bewahren (Goetz, Laeven und Levine, 2020).

Aus den genannten Gründen tendieren manche Banken zu immer geringeren Kapitalpuffern. Hier muss die Bankenaufsicht eingreifen und Kapitalmassnahmen verhängen. Zudem hat das Bankmanagement starke Anreize, eine Notlage der Bank zu verschleiern, um Massnahmen zur Wiederherstellung des Kapitals zu vermeiden.⁷

Gambacorta, Oliviero und Shin (2020) liefern Belege für die Ausschüttungspolitik von Banken, die mit dem Ratchet-Effekt übereinstimmen. Die Autoren zeigen für eine Stichprobe von 271 Banken in 30 verschiedenen Ländern, dass notleidende Banken mit einem Kurs-Buchwert-Verhältnis von unter 0,7 tendenziell höhere Dividendenausschüttungsquoten (im Verhältnis zu den Gewinnen) aufweisen als Banken mit besserer Performance. Dies zeigt, dass Bankaktionäre und ihre Manager die Dividendenzahlungen im Allgemeinen nicht aussetzen, selbst wenn eine Bank bereits in erheblichen Schwierigkeiten ist.

⁷ Der FINMA-Bericht (2023, Seite 48) erwähnt unter der Überschrift „c) Massnahmen der FINMA zum mangelhaften Informationsverhalten“, dass das Management der Credit Suisse im Umgang mit den Aufsichtsbehörden nicht transparent war.

Die Credit Suisse hielt die Dividendenzahlungen bis 2021 aufrecht (FINMA-Bericht, 2023, Seite 25), als ihr Kurs-Buchwert-Verhältnis auf 0,5 gesunken war. Doch waren die Nettoausschüttungen an Aktionäre kumulativ gering mit nur CHF 1 Mrd. von 2011 bis 2022, wenn man Dividendenzahlungen und Aktienrückkäufe mit Kapitalerhöhungen verrechnet (siehe Tabelle 2). Im Einklang mit dem erwähnten Ratchet-Effekt vermied die Credit Suisse insgesamt eine Nettofinanzierung am Aktienmarkt, obwohl sich ihre Finanzlage am Aktienmarkt erheblich stark verschlechtert hatte.

4. Entwicklung der Finanzlage der Credit Suisse

Diesen Hauptteil der Untersuchung beginnen wir mit einer Bilanzanalyse der Credit Suisse und konzentrieren uns hierbei auf den sogenannten ökonomischen Gewinn. Anders als eine reine Profitanalyse werden auch die Opportunitätskosten des Kapitals mit einbezogen. Nur unter Einbeziehung der Kapitalkosten wird das volle Ausmass des betriebswirtschaftlichen Scheiterns der Credit Suisse und das Governance-Versagen voll verständlich. In den Abschnitten 4.2 und 4.3 beschreiben wir die Auswirkungen dieses Scheiterns auf den Aktienkurs und die Kredit-Ratings der Credit Suisse.

Die nachfolgenden Abschnitte beschreiben Kapitalmassnahmen der Credit Suisse (4.4), die Krisenwahrnehmung verschiedener Aktionärsvertreter (4.5), die Rolle der Finanzskandale (4.6) und die Krisenverschärfung im letzten Jahr 2022/23 vor der Notfusion (4.7).

4.1 Ökonomischer Gewinn und Versagen von Bank-Governance, 2010-2022

Tabelle 1 zeigt die wichtigsten Finanzkennzahlen der (konsolidierten) Credit Suisse Group für den Zeitraum 2010 bis 2012. Die Bilanzsumme verringerte sich in diesem Zwölfjahreszeitraum um 49% von ursprünglich CHF 1'032 Mrd. auf CHF 531 Mrd. In den Spalten (2) und (3) sind die Buchwerte des Eigenkapitals (zum Jahresende) bzw. die Marktwerte des Eigenkapitals angegeben. Im Jahr 2010 überstieg der Marktwert des Eigenkapitals den Buchwert noch um den Faktor 1,3, was die Überzeugung des Kapitalmarkts widerspiegelt, dass die Credit Suisse aus dem investierten Kapital in Zukunft einen Wertgewinn für die Aktionäre ziehen wird, der die Kapitalkosten übersteigt. In den Folgejahren verschlechterte sich dieses Verhältnis stetig. Ende 2021 wurde jeder Schweizer Franken, der in das Eigenkapital der Credit Suisse investiert war, vom Markt mit nur noch 0,54 Franken bewertet.

Tabelle 1: Ökonomischer Gewinn und Prämien der Credit Suisse (in Mrd. CHF) 2010-2022

Jahr	Bilanz- summe	Buchwert Eigen- kapital	Marktwert Eigen- Kapital	Ratio MW/BW	Netto- ein- kommen	Kosten Eigen- Kapital	Ökon. Gewinn (5)-(6)	Leist.- prämien (8)
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
2010	1'032,0	33,3	44,7	1,34	4,7	2,6	2,1	5,0
2011	1'049,2	33,7	26,5	0,79	1,6	2,3	-0,7	3,0
2012	924,3	35,5	29,4	0,83	1,0	2,4	-1,3	3,4
2013	872,8	42,2	43,5	1,03	1,7	2,5	-0,8	3,6
2014	921,5	44,0	40,3	0,92	1,6	3,0	-1,3	3,3
2015	820,8	44,4	42,5	0,96	-3,0	3,1	-6,0	2,9
2016	819,9	41,9	30,5	0,73	-2,7	3,1	-5,8	3,1
2017	796,3	41,9	44,5	1,06	-1,0	2,9	-3,9	3,2
2018	768,9	43,9	27,6	0,63	2,0	2,9	-0,9	3,2
2019	787,3	43,6	33,4	0,77	3,4	3,1	0,3	3,2
2020	805,8	42,7	27,9	0,65	2,7	3,1	-0,4	2,9
2021	755,8	44,0	23,5	0,54	-1,7	3,0	-4,6	1,9
2022	531,4	45,1	11,1	0,25	-7,3	3,1	-10,4	1,0
Durch- schnitt	837,4	41,2	32,7	0,81	0,3	2,8	-2,6	3,1
Summe					3,3	37,0	-33,7	39,8

Anmerkung: Die Eigenkapitalkosten in Spalte (6) werden mit 7 % des Buchwerts des Eigenkapitals berechnet. Die ökonomischen Gewinne in Spalte (7) sind die Differenz zwischen dem Nettoeinkommen (nach Zinsen) in Spalte (5) und den Opportunitätskosten des Eigenkapitals in Spalte (6). Spalte (8) gibt die diskretionären Leistungsprämien (d.h. die variable Vergütung) für die Bankmanager an. Quelle: Compustat-Datenbank.

Der Reingewinn der Credit Suisse Group ist in Spalte (4) aufgeführt, die für fast alle Jahre eine unzureichende Kapitalrentabilität impliziert. Über den Zwölfjahreszeitraum betrug der kumulierte Reingewinn magere CHF 3,3 Mrd. oder CHF 275 Mio. pro Jahr, was mit dem Buchwert des Eigenkapitals von CHF 33,3 Mrd. per Ende 2010 verglichen werden muss. Diese geringen Gewinne liegen unter den in Spalte (5) berechneten Opportunitätskosten des Kapitals. Wir können hier davon ausgehen, dass die Eigenkapitalkosten der Credit Suisse bei rund 7% lagen und wenden diese Rendite auf den Buchwert des Eigenkapitals in Spalte (2) an.⁸ Die Differenz zwischen dem Reingewinn (nach Zinskosten) in Spalte (4) und den Opportunitätskosten des Kapitals wird als „ökonomischer Gewinn“ (Economic Profit)

⁸ Die Opportunitätskosten von 7% ergeben sich aus einem risikolosen Zinssatz von 1%, einem durchschnittlichen (gehebelten) Beta von 1,2 und einer Marktrisikoprämie von 5%. Das Capital Asset Pricing Model (CAPM) impliziert dann Opportunitätskosten von $1\% + 1,2 \times 5\% = 7\%$. Solche Kapitalkosten können jedoch noch höher sein in einigen Banksparten wie dem Investmentbanking da das systematische Risiko hier vermutlich grösser ist.

bezeichnet und ergibt die jährliche finanzielle Performance der Credit Suisse nach Kapitalkosten (Koller, 2020). Der ökonomische Gewinn ist für alle Jahre nach 2010 mit Ausnahme von 2019 negativ und kumuliert sich über die gesamte Zwölfjahresperiode auf einen negativen Wert von CHF -33,7 Mrd.⁹ Bemerkenswert ist weiterhin, dass sich die kumulierten Bonuszahlungen an die Bankmanager im gleichen Zeitraum auf vergleichbare CHF 39,7 Mrd. belaufen.

Wir interpretieren Tabelle 1 dahingehend, dass das Geschäftsmodell der Credit Suisse mindestens zehn Jahre vor dem endgültigen Scheitern der Bank im Jahr 2023 schon unrentabel und nicht zukunftsfähig war. Das Bankmanagement konnte über diesen langen Zeitraum keine nachhaltige Verbesserung der Performance erzielen. Während die Bank das Eigenkapital der Aktionäre dauerhaft in grossem Stil vernichtete, zahlte sie ihren (Top-) Managern weiterhin lukrative Leistungsprämien. Dieser umfangreiche Vermögenstransfer von den Aktionären zu den Bankmanagern deutet auf ein tiefgreifendes Versagen der Bank-Governance hin, bei dem ein mächtiger Bankpräsident (ohne eigenen Finanzhintergrund) schwache Aktionärsvertreter für den Verwaltungsrat auswählte, die zumeist über keinerlei Bank- und Finanzkompetenz verfügten und von denen man erwarten konnte, dass sie die Unternehmenspolitik *nicht* in Frage stellen würden (siehe auch Schütz, 2023, Seite 56-57).

Die Verwaltungsratsmitglieder stellten zwar eine vielfältige Gruppe hochqualifizierter Geschäftsleute dar (aus Bereichen wie Unternehmertum, Innovationsmanagement usw.), doch standen ihre jeweiligen Qualifikationen in keinem erkennbaren Zusammenhang mit den spezifischen Governance- und Kontrollbedürfnissen der Credit Suisse und insbesondere ihres Investmentbanking-Geschäfts. Die Credit Suisse veranschaulicht somit, dass eine grosse Heterogenität und Diversität im Verwaltungsrat, sofern dies vorwiegend als Selbstzweck und ohne gezielte Berücksichtigung der spezifischen Herausforderungen eines Unternehmens verfolgt wird, mit unnötig erhöhten Risiken verbunden sein kann.¹⁰

Im Rahmen des Bewilligungsverfahrens für Verwaltungsräte prüfte die FINMA die fachliche Eignung (Fitness) und die Integrität (Properness) der vorgeschlagenen Kandidaten (FINMA-Bericht, 2023, Seite 48). Dabei ist zu betonen, dass nur bei der Integritätsprüfung seitens der FINMA „eigenständige und detaillierte Abklärungen“ vorgesehen sind. Was die Fitness betrifft, stützt sich die FINMA dagegen als „Basis ihrer Beurteilung“ auf „die entsprechenden Auswahlprozesse und Ausführungen der jeweiligen Bank“.

Von daher wurde anscheinend bei keinem Verwaltungsratskandidaten ein Mangel hinsichtlich der erforderlichen Kompetenz festgestellt. Das Bewilligungsverfahren der FINMA kennt letztlich in Bezug auf die Qualität der Verwaltungsräte keine nähere materielle Prüfung

⁹ Eine kurzfristige Verbesserung des Nettoergebnisses zwischen 2017 und 2019 lässt sich durch drastische Kostensenkungen und eine Reduzierung der Neuinvestitionen erklären. Für kritische Anmerkungen zu dieser Episode verweisen wir auf Schütz (2023), Seite 67: „Waren seine [d.h. Tidjane Thiam, CEO der Credit Suisse] Sparziele anfangs noch vage, so verordnete er jetzt detaillierte Zielvorgaben. Investiert wurde kaum noch – Thiam sparte die Bank kaputt.“

¹⁰ Eine wissenschaftliche Untersuchung (Hau and Thum, 2009) zeigt einen Zusammenhang zwischen Aufsichtsratskompetenz und Bank-Performance bei deutschen Banken. Zahlreiche weitere wissenschaftliche Studien zur Bedeutung der Fachkompetenz in Bankaufsichtsräten werden in Hau *et al.* (2024) resümiert.

und gleicht so gesehen einem „Laissez-faire“. Angesichts dieser gesetzlichen Vorgaben war die Möglichkeit einer Einflussnahme der FINMA auf die Verwaltungsratskompetenz vermutlich nicht gegeben.¹¹

Die enorme Höhe der Managerprämien bei der Credit Suisse macht auch deutlich, dass eine weitgehende Aussetzung der variablen Vergütung einen signifikanten Beitrag zum jährlichen Nettoeinkommen und zu einer positiven Kapitalrentabilität beigetragen hätte. Mit anderen Worten: Die variable Vergütung war von ihrem Umfang her ein entscheidender Kostenfaktor, der den ökonomischen Verlust mit verursachte und damit die negative Finanzentwicklung der Credit Suisse unvermeidbar machte. So waren ironischerweise Leistungsprämien, die auf einer nicht erbrachten Leistung (gemessen am ökonomischen Gewinn) basierten, ursächlich für das langfristige Scheitern der Bank im Finanzmarkt.

Eine ökonomisch sinnvolle und verantwortliche Gestaltung der variablen Vergütung hätte in einem Bonuspool bestanden, der einen gewissen Prozentsatz des ökonomischen Gewinns (d.h. der eigentlichen Wertschöpfung) als Ausschüttung an die Manager vorsieht. Dies hätte angesichts der ökonomischen Verluste automatisch zur Aussetzung der Boni geführt und zugleich der Geschäftsleitung einen starken Anreiz zu einer wirklichen Restrukturierung der Bank gegeben.

Wie Efing, Hau und Rochet (2021) in einer empirischen Untersuchung zur Vergütung von Bankmanagern zeigen, setzen die meisten Banken bei Verlusten die Anreizvergütung aus, was zur Stabilität der Bank beiträgt. Grundsätzlich können Leistungsprämien daher eine sehr nützliche Rolle spielen, wenn sie zur Verteilung des Ertragsrisikos zwischen Aktionären und Mitarbeitern beitragen und dadurch Insolvenzrisiken mildern. Bei der Credit Suisse waren die Leistungsprämien jedoch vom ökonomischen Gewinn entkoppelt und damit faktisch ein existenzgefährdender Kostenfaktor, der keine marktadäquate Kapitalrendite für die Aktionäre erlaubte. Dieser Sachverhalt kann auch die fortschreitende Entwertung des Aktienpreises erklären (siehe Abschnitt 4.2).

Die FINMA hat die enorm hohen „variablen“ Vergütungen selbst als Gefahr für die Stabilität der Bank erkannt, konnte jedoch nach eigener Aussage nicht effektiv einschreiten. Hierzu erklärt die FINMA auf Seite 52 ihres Berichts zur Credit Suisse: „Die FINMA hat in diversen Gesprächen und Schreiben darauf hingewiesen, dass die Gesamtsumme der variablen Vergütungen in schlechten Jahren stärker reduziert werden sollte. Aus regulatorischer Optik fehlt der FINMA jedoch eine robuste gesetzliche Grundlage für eine gerichtliche Durchsetzung von einschneidenden Massnahmen, insbesondere bei [durch die Bank selbst] begründeten und offengelegten Abweichungen [von Grundsätzen der Vergütungsregulierung].“¹²

In der Finanzliteratur finden sich zahlreiche Beispiele, in denen die Anreizvergütung eher Governance- und Managementprobleme widerspiegelt, anstatt zu deren Lösung beizutragen (Bebchuk und Fried, 2003). Die Anreizvergütung bei der Credit Suisse war insgesamt schlecht

¹¹ Siehe insbesondere die Seiten 48-49 im FINMA-Bericht, 2023, „Handeln und Wirkung der FINMA“.

¹² Die FINMA spricht hier nur von „Reduzierung“, was aus Sicht die Aktionäre jedoch eine „Aussetzung“ der variablen Vergütung hätte sein sollen. „Reduzierungen“ wurden in der Folgezeit vorgenommen, ohne dass damit der Fortbestand der Bank gesichert wurde.

kalibriert und von der Wertschöpfung des Unternehmens entkoppelt, denn die andauernden Verluste der Aktionäre liefen parallel zu den beständig hohen Bonusvergütungen für das Management. Eine fundiertere Analyse dieses Aspekts des Missmanagements bei der Credit Suisse erfordert jedoch detaillierte mikroökonomische Lohndaten, die uns nicht zur Verfügung stehen und unser Expertenmandat nicht umfasst.

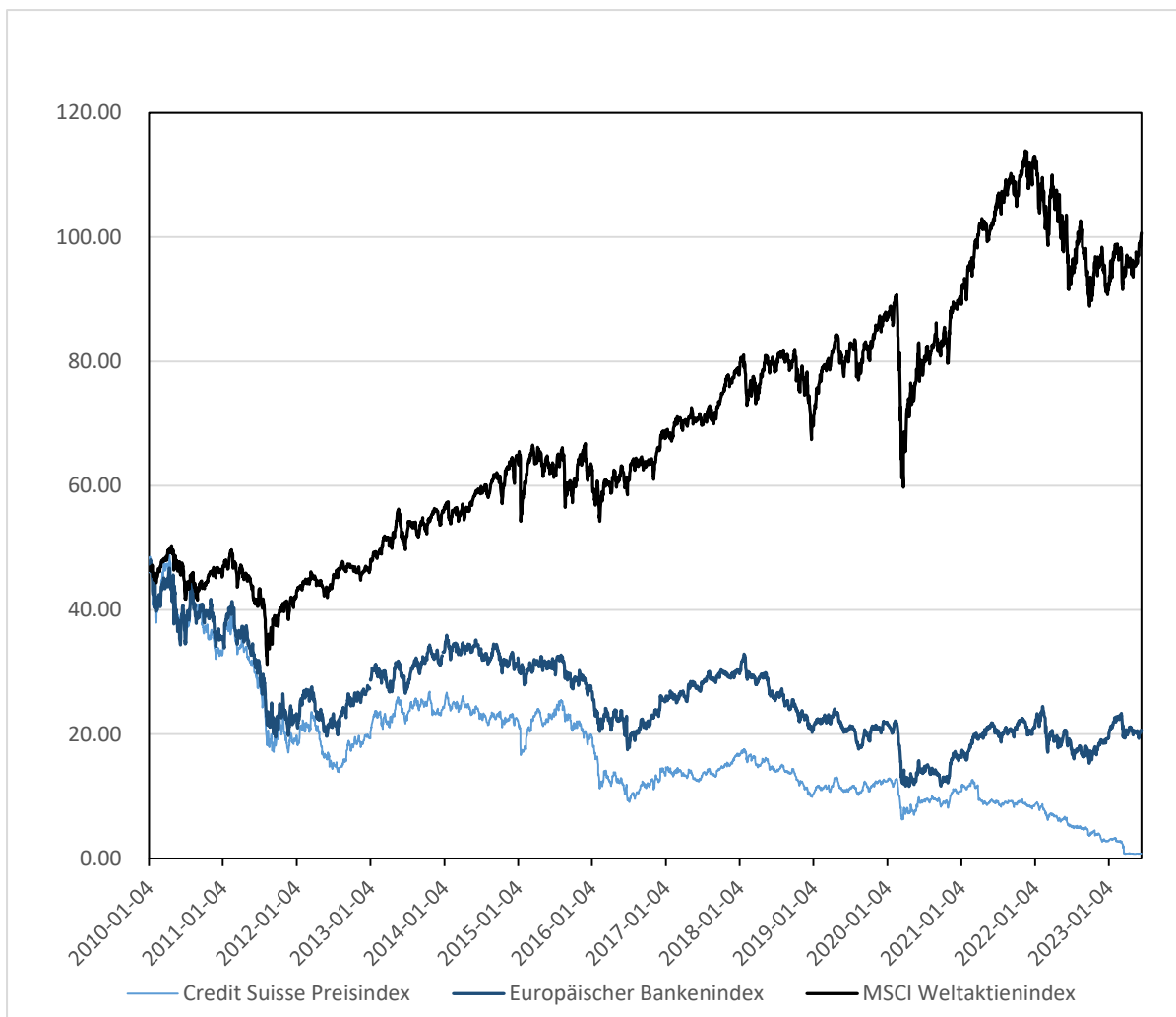
Als Fazit der Analyse in Tabelle 1 halten wir fest, dass die Entkoppelung der variablen Vergütung von der Wertschöpfung der Bank eine existenzielle Bedrohung für den langfristigen Fortbestand der Bank darstellte. Grundsätzlich war diese Finanzsituation schon in den Bilanzen von 2011 bis 2015 klar erkennbar und hat vermutlich stark zum allgemeinen Vertrauensverlust vieler Finanzinvestoren beigetragen, den die Aktienentwicklung abbildet.

4.2 Aktienentwicklung

Der beständige ökonomische Verlust in Tabelle 1, Spalte 7, schlug sich in der langfristigen Aktienentwicklung der Credit Suisse nieder. In Abbildung 2 ist diese (mit reinvestierten Dividendenzahlungen) im Vergleich zu einem Index europäischer Bankaktien (STOXX Europe 600 Banks Total Return Index) und dem Weltaktienmarktindex (MSCI World Total Return Index) dargestellt. Der Wert der Credit-Suisse-Aktie beginnt 2012 hinter dem Index der europäischen Bankaktien zurückzubleiben. Sowohl die Credit-Suisse-Aktie als auch der Index der europäischen Bankaktien entwickelten sich deutlich schlechter als der gesamte (Welt-) Aktienmarkt. Über den Zeitraum von Januar 2010 bis Januar 2022 beträgt die durchschnittliche jährliche Rendite am Weltaktienmarkt 7,7%, während die entsprechende jährliche Anlagerendite der Credit Suisse Aktie (kumuliert mit der Dividende) bei minus 13,4% liegt. Der absolute Wertverlust für die Aktionäre war jedenfalls beträchtlich.

Abbildung 3 konzentriert sich auf den kürzeren Zeitraum von 2020 bis 2023, wobei wir den Vergleichswert der europäischen Banken mit dem Aktienwert der Credit Suisse vom 2. Januar 2020 gleichsetzen. Beide Linien zeigen einen vergleichbaren Wertverlust im ersten Quartal 2020 zum Zeitpunkt des COVID-Ausbruchs.

Abbildung 2: Aktienentwicklung der Credit Suisse, 2010-2023



Anmerkung: Der Aktienkurs der Credit Suisse Group wird mit einem Portfolio von europäischen Bankaktien (STOXX 600 Banks) und dem MSCI World Stock Index verglichen. Zugrunde gelegt wurden hierbei Total-Return-Indizes mit reinvestierten Dividenden. Quellen: Compustat-Datenbank und Refinitiv Datastream.

Der Aktienkurs der Credit Suisse erlebte im März 2021 einen zweiten (grossen) Kursrückgang um 29%. Dieser zweite Kursverlust von rund CHF 8 Mrd. entspricht in etwa den kombinierten Verlusten aus zwei Investmentbanking-Skandalen, nämlich den Fällen Greensill (CHF 2,5 Mrd.) und Archegos (CHF 5,5 Mrd.), die im März 2021 bekannt wurden. Danach vergrösserte sich der Abstand in der Aktienbewertung zwischen der Credit Suisse und dem europäischen Bankenindex (STOXX 600 Banks) bis zur Übernahme durch die UBS im April 2023 weiter. Der kontinuierliche Rückgang des Aktienkurses spiegelt die zunehmende Skepsis des Kapitalmarktes hinsichtlich einer Rückkehr zur Profitabilität der Bank wider.

Abbildung 3: Aktienentwicklung der Credit Suisse, 2020-2023



Anmerkung: Der Aktienkurs der Credit Suisse Group wird hier mit dem europäischen Bankenindex verglichen (der am 2.1.2020 auf denselben Ausgangswert gesetzt wird). Reinvestierte Dividenden sind jeweils mit eingerechnet. Der graue Balken markiert den Monat März 2021, in dem die Skandale um Greensill und Archegos aufgedeckt wurden. Quellen: Compustat und Refinitiv Datastream.

Aus Sicht des Finanzmarkts ist der langfristige Verfall des Aktienkurses der Credit Suisse eine logische Konsequenz der Analyse in Tabelle 1. Da das gesamte Nettoeinkommen (in Spalte 5) in den Jahren 2010-2022 systematisch von den Leistungsprämien an die Manager (in Spalte 8) dominiert und auf ein Durchschnittsniveau von nur CHF 0,3 Mrd. pro Jahr gedrückt wurde, verringerte sich der Unternehmenswert (bei Fortdauer dieses Umstandes) für die Aktionäre erheblich, was sich im stetig abfallenden Aktienkurs widerspiegelt.¹³ Zusätzliche Finanzskandale (wie Greensill und Archegos) haben diese langfristige Entwicklung jedoch noch beschleunigt.

¹³ Bei Kapitalkosten von 7% ergibt sich ein Marktwert von nur CHF 4,3 Mrd.

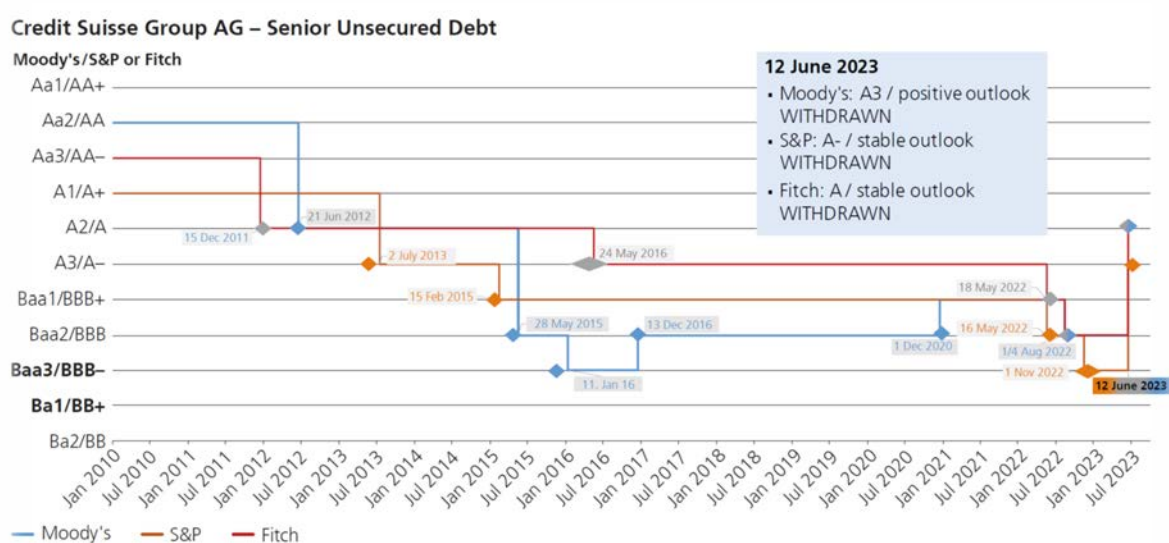
4.3 Entwicklung der Kredit-Ratings

Die Finanzlage eines Unternehmens kann auch im Hinblick auf die Bewertung seiner Schulden durch Kreditratingagenturen untersucht werden. Die drei wichtigsten Agenturen sind Moody, S&P und Fitch. Als „Investment Grade“ gilt ein Rating von BBB oder besser, was in der Regel eine Investierbarkeit der Schuldtitel durch zahlreiche institutionelle Anleger sowie eine günstige Schuldenfinanzierung am Kapitalmarkt erlaubt. Niedrigere Bewertungen gehen mit einem drastischen Anstieg der Refinanzierungskosten einher.

Abbildung 5 zeigt das Kredit Rating der Credit Suisse durch die drei genannten Ratingagenturen im Zeitraum 2010-2023. Über die lange Zeitspanne von Juni 2016 bis Mai 2022 sind die Bewertungen durchweg stabil und auf Investment-Grade-Niveau. Selbst die wichtigen Finanzskandale der Credit Suisse im April 2021 um Greensill und Archegos bewirkten keine Abstufung der Credit Suisse-Schuldtitel. Erst im Mai 2022 kam es zu einer ersten Abwertung der Kredit-Ratings, die sich erst nach Übernahme der Credit Suisse durch die UBS im Juni 2023 wieder verbessert haben.

Insgesamt zeigt sich, dass Kredit-Ratings nur einen sehr beschränkten Aussagewert hinsichtlich der langfristigen Finanzlage der Credit Suisse hatten. Insbesondere die strukturellen Governance- und Wertschöpfungsprobleme der Credit Suisse spiegeln sich in den Ratings nicht wider. Letztlich sind Kredit-Ratings keine verlässliche Grundlage für regulatorisches Handeln. Eine umfangreiche wissenschaftliche Literatur hat den oft zweifelhaften Informationswert von Kredit-Ratings thematisiert und kommt ebenfalls zu einer skeptischen Bewertung (vgl. Efig und Hau, 2015).

Abbildung 4: Entwicklung der Kredit-Ratings der Credit Suisse, 2020-2023



Quelle: Die vorliegende Graphik ist dem FINMA-Bericht (2023), Seite 32, entnommen.

4.4 Kapitalerhöhungen und Kapitalausschüttungen

Dieser Abschnitt betrachtet die Kapitalmassnahmen der Credit Suisse im Zeitraum 2011-2022. Tabelle 2 rapportiert dazu die jährliche Bilanzsumme, den Buchwert des Eigenkapitals, das Nettoeinkommen, die Dividendenzahlungen und die Rückkäufe von eigenen Aktien in den Spalten 1 bis 6. In Spalte 7 summieren wir die verschiedenen Kapitalmassnahmen zu einem Nettowert in jedem Jahr.

Die Nettokapitalmassnahmen (Spalte 7) waren in allen Jahren geringfügig im Vergleich zum Buchwert des Eigenkapitals (Spalte 2) und bestanden hauptsächlich (ausser in den Jahren 2015 und 2022) aus Kapitalausschüttungen in Form von Dividenden von 3% (oder weniger) des Buchwertes des Eigenkapitals.

Im Jahr 2015 fand eine grössere Eigenkapitalerhöhung von CHF 6 Mrd. statt, die in ihrem Wert den Dividendenauszahlungen der Jahre 2012-2016 entspricht. So konterkarieren sich positive und negative Kapitalmassnahmen in dieser Zeitspanne. Insgesamt ist der Zeitraum 2011-2022 jedoch nicht durch externe Kapitalaufnahme (nach Bereinigung durch Ausschüttungen) charakterisiert und widerspricht damit auch nicht dem in Abschnitt 3 geschilderten Ratchet-Effekt, wonach Banken generell eine Nettokapitalaufnahme am Kapitalmarkt zu vermeiden suchen. Die letzte Eigenkapitalerhöhung von CHF 4 Mrd. Ende 2022 war schon nicht mehr freiwillig, sondern durch gleich hohe Verluste im 3. Quartal 2022 erzwungen (FINMA-Bericht, 2023, Seite 34).

Bemerkenswert ist weiterhin, dass trotz der erheblichen Verluste in den Jahren 2015-2017 jeweils hohe Dividendenauszahlungen beibehalten wurden von etwa 3% der Bilanzsumme. Dies diente vermutlich dazu, eine hinreichende Dividendenrendite am Kapitalmarkt ausweisen zu können, was dann nach 2019 nicht mehr möglich war.

Insgesamt bleibt festzuhalten, dass die Credit-Suisse-Aktie im Zeitraum 2011-2022 durch eine extrem schwache kumulierte (um Aktienemissionen und Aktienrückkäufe bereinigte) Dividendenausschüttung von nur etwa CHF 1 Mrd. gekennzeichnet ist. Es besteht hier ebenfalls ein drastisches Missverhältnis zu den gleichzeitigen kumulierten Leistungsprämien von CHF 35 Mrd. an die Bankmanager (siehe Tabelle 1, Spalte 8). Die sehr bescheidenen Nettoausschüttungen an die Aktionäre erlaubten es der Credit Suisse lange Zeit die regulativen Mindestkapitalanforderungen (basierend auf Buchwerten) trotz fehlender Kapitalrendite zu erfüllen. An dem langfristigen Wertverlust der Credit-Suisse-Aktie und dem Niedergang der Bank änderte dies freilich nichts.

Tabelle 2: Kapitalmassnahmen der Credit Suisse, 2011-2022, in CHF Mrd.

Year	Bilanz- summe	Buchwert Eigen- kapital	Netto- ein- kommen	Dividenden	Aktien- rück- käufe	Aktien- emissionen	Netto- kapital- massnahmen	(8) in % von BW (2) (8)
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
2011	1 049.2	33.7	1.64	0.92	0.00	0.00	0.92	0.03
2012	924.3	35.5	1.04	0.97	0.00	0.00	0.97	0.03
2013	872.8	42.2	1.72	1.11	0.00	0.00	1.11	0.03
2014	921.5	44.0	1.64	1.12	0.00	0.00	1.12	0.03
2015	820.8	44.4	-2.96	1.37	0.00	6.00	-4.63	-0.10
2016	819.9	41.9	-2.71	1.46	0.00	0.00	1.46	0.03
2017	796.3	41.9	-0.98	0.64	0.00	0.00	0.64	0.02
2018	768.9	43.9	2.02	0.67	0.00	0.00	0.67	0.02
2019	787.3	43.6	3.42	0.68	1.00	0.00	1.68	0.04
2020	805.8	42.7	2.67	0.24	0.33	0.00	0.57	0.01
2021	755.8	44.0	-1.65	0.26	0.31	0.00	0.56	0.01
2022	531.4	45.1	-7.29	0.00	0.00	4.00	-4.00	-0.09
Durch- schnitt	837.4	41.2	0.25	0.79	0.14	0.83	0.09	0.00
Summe			3.25	9.43	1.63	10.00	1.06	

Quellen: Compustat-Datenbank und Refinitiv Datastream für die bilanziellen Werte in den Spalten (1) bis (3). Für die Spalten (4) bis (7) siehe FINMA-Bericht (2023), Seite 25. Als Eigenkapitalerhöhungen wurden nur solche von ordentlichem Kapital einbezogen. Nettokapitalmassnahmen in Spalte (7) sind die um Aktienemissionen und Aktienrückkäufe bereinigten Dividendenausschüttungen.

4.5 Bewertung der Credit Suisse durch andere Akteure

Die Mehrheit der Stimmrechte auf der Hauptversammlung der Aktionäre wird von institutionellen Anlegern kontrolliert wie z.B. grossen Aktienfonds oder Rentenfonds. Anstatt aktiv in die Unternehmenspolitik einzugreifen, bleiben solche Akteure meist passiv und stimmen tendenziell im Einklang mit den Vorschlägen des Managements. Allgemein fehlt es institutionellen Anlegern sowohl an hinreichenden Anreizen als auch an Ressourcen für eine effektive Ausübung der Aktionärskontrolle (Bebchuk, Cohen, and Hirst, 2017).

Falls die Unternehmenspolitik einer Bank nachteilig für die Aktionäre ist, wie bei der Managervergütung der Credit Suisse, so werden institutionelle Anleger eine Aktie eher verkaufen, anstatt öffentlich Kritik am Management zu üben. Institutionelle Kritik spiegelt sich soweit nicht im Stimmverhalten auf der Aktionärsversammlung wider, sondern im fallenden Aktienkurs. Zudem haben institutionelle Anleger zahlreiche andere Finanzmarktbeziehungen mit einer Grossbank wie der Credit Suisse, und werden allein aufgrund solcher Interessenkonflikte eine öffentliche Kritik am Management einer Grossbank scheuen.

So ist es nicht verwunderlich, dass scharfe Kritik an der Vergütungspolitik der Credit Suisse vor allem von kleineren und unabhängigen Aktionärsvertretern erfolgte, deren Stimmverhalten jedoch nicht ausschlaggebend sein konnte.¹⁴ So kommentierte z.B. die Genfer Stiftung Ethos als Vertreter Schweizer Pensionskassen am 18. April 2017 den Vergütungsplan der Credit Suisse: „Ethos has taken good note of Credit Suisse’s voluntary decision to reduce by 40% the variable remuneration of the executive management and to keep the board’s fees unchanged. In Ethos’ view, the remunerations are still too high in light of the CHF 2.7 billion loss posted by Credit Suisse in 2016” (Ethos, 2017).

Am 28. April 2017 berichtete das Schweizer Radio und Fernsehen (SRF), bei der Zustimmung zum Vergütungsbericht 2016 (mit 58% Ja) hätten trotz der deutlichen Kritik, die verschiedene Stimmrechtsvertreter, darunter die Stiftung Ethos, übten, letztlich “die Grossinvestoren-Vertreter der Credit Suisse die Überhand” behalten (SRF, 28.4.2017).

Als Ende 2017 der Aktienkurs der Credit Suisse seit der Amtsübernahme von Tidjane Thiam um fast 40% abgefallen war, gerieten das gesamte Geschäftsmodell und seine inhärenten Interessenkonflikte in die Kritik. Der Schweizer Hedgefonds RBR Capital Advisors versuchte im Oktober 2017 eine Kontrollübernahme mit einem Plan zur Aufspaltung der Credit Suisse in drei getrennte Aktivitätsbereiche, gewann jedoch nicht genug Unterstützung bei den Investoren (Financial Times, 17.10.2017). Damit wurde die Gelegenheit zu einer grundlegenden Restrukturierung verpasst, die den späteren Finanzskandal um „Greensill“ vermutlich verhindert hätte.

¹⁴ Abstimmungen auf der Hauptversammlung zum Vergütungsbericht sind nur konsultativ. Zu erkennen war eine abnehmende Zustimmung mit zuletzt nur noch 50,6% im Jahr 2022 (FINMA-Bericht, 2023, Seite 53).

4.6 Folgen der Skandale um Greensill und Archegos

Abgesehen von den unmittelbaren beträchtlichen finanziellen Verlusten signalisierten beide Finanzskandale im März 2021 um „Greensill“ und „Archegos“ dem Kapitalmarkt, dass das Risikomanagement und die Compliance-Praktiken der Credit Suisse gefährlich lax waren und dass jederzeit weitere Skandale folgen könnten. Die beiden genannten Skandale trugen offensichtlich dazu bei, dass der Marktwert des Investmentbankgeschäfts noch mehr erodierte und der Aktienkurs der Credit Suisse somit weiter geschwächt wurde. Eine detaillierte Analyse des Falles Archegos liefert ein Expertenbericht (Paul Weiss Report, 2021), der die vielen Aspekte des Versagens im Risikomanagement der Credit Suisse dokumentiert.

Der Greensill-Skandal deckte auch auf, dass das Universalbankmodell der Credit Suisse unter Interessenkonflikten zwischen ihren Investmentbanking- und Vermögensverwaltungsaktivitäten litt. Die Credit Suisse nutzte ihre Investmentbanking-Beziehung zu Greensill, um ihren vermögenden Kunden fragwürdige, hochriskante Anlageprodukte im Wert von rund 10 Milliarden Franken zu verkaufen. Der Reputationsschaden für das Vermögensverwaltungsgeschäft war daher beträchtlich.

Der allgemeine Interessenkonflikt zwischen Investmentbanking und Handelstätigkeit einerseits und dem kundenbasierten Beratungs- und Vermögensverwaltungsgeschäft andererseits wird in der Bankenliteratur seit langem diskutiert (Saunders und Walter, 2013). Jüngste quantitative Belege für die Relevanz eines solchen Interessenkonflikts liefern Fecht, Hackethal und Karabulut (2018) für das deutsche Bankwesen. Die Autoren zeigten, dass Universalbanken mit Handelsaktivitäten im Allgemeinen dazu neigen, Wertpapiere aus dem eigenen Portfolio mit schlechten Prognosen an Privatkunden zu verkaufen. Das Geschäftsmodell der Universalbanken ist somit anfällig für Interessenkonflikte, und es besteht eine höhere Wahrscheinlichkeit, dass Treuepflichten gegenüber Bankkunden verletzt werden.

Für die Schweiz als einem globalen Zentrum der Vermögensverwaltung stellt ein führendes Bankinstitut, das seine treuhänderischen Pflichten gegenüber den Kunden verletzt, ein beträchtliches Reputationsrisiko dar. Das Scheitern einer solchen Bank zeigt, dass der Kapitalmarkt (und weniger eine wirksame Bankenaufsicht) solche ethischen Verstöße langfristig wirksam sanktioniert.

4.7 Letztes Jahr und der Übernahmevertrag

Nach den Skandalen von Archegos und Greensill rekrutierte die Credit Suisse Antonio Horta-Osorio, den ehemaligen CEO der Lloyds Banking Group, um die Kultur der Bank zu reformieren.¹⁵ Horta-Osorio musste jedoch im Januar 2022 zurücktreten, nachdem er gegen die Covid-19-Regeln verstossen hatte. Der Aktienkurs der Credit Suisse fiel um weitere 30% zwischen Februar und April, nachdem die Investmentbanking-Abteilung der Credit Suisse Verluste von mehr als USD 1 Mrd. bekannt gab. Mit Axel Lehmann übernahm im Februar 2022 ein neuer Verwaltungsratspräsident die Verantwortung. Lehmann verfolgte das Ziel, die Investmentbank abzuspalten.¹⁶

Der Vorsitzende des Prüfungsausschusses, Richard Meddings, übernahm den Vorsitz des Risikoausschusses. Die FINMA forderte die Bank auf, ihre Governance-Struktur zu verbessern. Die Situation bei der Credit Suisse Investment Bank blieb problematisch mit einem Verlust von CHF 428 Mio. im ersten Quartal 2022 – dem dritten Quartalsverlust in Folge. Die Bank stellte mehrere Anträge auf regulatorische Erleichterungen, unternahm aber laut FINM-Bericht (2023, Seite 32) „keine substanziellen Massnahmen zur nachhaltigen Verbesserung der Situation aus eigener Kraft“. Im Juli 2022 wurde CEO Thomas Gottstein durch Ulrich Körner ersetzt und die Credit Suisse kündigte eine weitere Strategieüberprüfung an, begleitet von einem Kostensenkungsprogramm.

Herabstufungen der Credit Suisse durch die Ratingagenturen im Mai 2022 verschlechterten die Refinanzierungsbedingungen am Kapitalmarkt für Anleihen. Hinzu kam ein Reinverlust aus dem ersten Halbjahr von CF 1,9 Mrd.¹⁷ So verschlechterte sich die Finanzlage der Credit Suisse stetig, begleitet von weiteren Rating-Herabstufungen im August 2022.

Im dritten Quartal 2022 erlitt the Credit Suisse einen Reinverlust von CHF 4 Mrd., der eine Eigenkapitalerhöhung in gleicher Höhe verlangte.¹⁸ Dies war ein schwieriges Unterfangen, da sich die Märkte auf einem historischen Tiefstand befanden und das Kurs-Buchwert-Verhältnis des Eigenkapitals weniger als ein Fünftel (0,2) betrug. In dieser kritischen Situation rächte sich nun die jahrelange Vernachlässigung von Aktionärsinteressen und der damit verbundene Vertrauensverlust. Nach der Reuters-Meldung vom 23. September 2022, dass „die Credit Suisse Investoren für eine Kapitalerhöhung sondiert“ (Reuters, 2022), fiel der Aktienkurs um weitere 20% (siehe Ratchet-Effekt, Abschnitt 3.2). Schliesslich wurde die Saudi National Bank zum grössten Aktionär der Credit Suisse, nachdem sie 10 % der Bank für CHF 1,5 Mrd. erworben hatte.

Am Samstag, den 1. Oktober 2022, twitterte der australische Journalist David Taylor: „Glaubwürdige Quellen sagen mir, dass eine grosse internationale Investmentbank am Abgrund steht.“ Obwohl Taylor die Credit Suisse nicht explizit erwähnte, dachten viele

¹⁵ Laut Marlene Amstad, der Chefin der FINMA: „Die Credit Suisse hatte ein kulturelles Problem, das sich in einem Mangel an Verantwortlichkeit niederschlug“, Bloomberg News Daily, 26. März 2023.

¹⁶ Siehe FINMA-Bericht, Seite 31-32.

¹⁷ Ibid, Seite 33.

¹⁸ Ibid, Seite 35.

Anleger, dass diese gemeint war, und der Aktienkurs der Credit Suisse fiel am Montag, den 3. Oktober 2022, um weitere 11%. Zudem zogen Bankkunden in den nächsten Tagen mehr als CHF 100 Mrd. an Einlagen ab.¹⁹ Diese Episode veranschaulicht den zunehmenden Kontrollverlust hinsichtlich der Finanzlage der Credit Suisse.

Die FINMA hat im Oktober 2022 einen Krisenstab geschaffen, der sich täglich mit anderen Partnerbehörden wie den Abwicklungsbehörden in den USA und Grossbritannien austauschte. Zudem hat die FINMA bei der Überwachung der Liquiditäts- und Eigenkapitalsituation der Credit Suisse eng mit der SNB zusammengearbeitet und den Druck auf die Credit Suisse erhöht, um die Arbeiten im Zusammenhang mit einem möglichen Verkauf der Gruppe voranzutreiben.

Die Credit Suisse konnte Anfang Januar 2023 langfristige Anleihen über rund CHF 4 Mrd. am Markt platzieren und damit ihre Liquiditätsposition trotz Verlusten von CHF 7,3 Mrd. stabilisieren. Dennoch ist das letzte Jahr vor der Übernahme durch eine stetige Verschlechterung der Finanzlage gekennzeichnet mit wechselndem Spitzenmanagement und zunehmender Anfälligkeit für Marktentwicklungen ausserhalb der Kontrolle der Bank.

Die labile Finanzlage der Credit Suisse offenbarte sich dann noch stärker im März 2023. Am 8. März 2023 gab die Silicon Valley Bank (SVB) in den USA bekannt, dass sie versuche, ihre Bilanz zu restrukturieren. Am nächsten Tag kündigte die Credit Suisse an, die Veröffentlichung ihres Geschäftsberichts 2022 zu verschieben, nachdem die US-Börsenaufsicht hinsichtlich der Qualität der Kontrollen für die Jahresabschlüsse 2019 und 2020 interveniert hatte. Nachdem es der SVB nicht gelungen war, Kapital zu beschaffen, wurde sie von den kalifornischen Behörden geschlossen. Zwei Tage später wurde eine weitere US-Bank, die Signature Bank, von den New Yorker Behörden ebenfalls geschlossen.

Tabelle 3: Einlagenabflüsse der Credit Suisse im März 2023 (in Mrd. CHF)

Datum	13. März	14. März	15. März	16. März	17. März
Einlagenabflüsse (in Mrd. CHF)	1.6	2.7	13.2	17.1	10.1

Quelle: FINMA-Bericht (2023), Seite 37.

Obwohl die Pleiten dieser amerikanischen Banken nichts mit der Situation bei der Credit Suisse zu tun hatten, trugen dennoch beide Vorfälle zu einem allgemeinen Klima des Misstrauens unter den Bankkunden bei, welches für die Credit Suisse verhängnisvoll wurde.

¹⁹ Für das vierte Quartal 2022 dokumentiert der FINMA-Bericht (2023, Seite 34) Kundenabflüsse von CHF 138 Mrd.

Am 9. März 2023 gab die Credit Suisse bekannt, die Veröffentlichung ihres Geschäftsberichts für das Jahr 2022 aufgrund einer Intervention der US-Börsenaufsicht zu verschieben. Am 14. März 2023 meldete die Credit Suisse dann „wesentliche Schwachstellen“ in ihrer Finanzberichterstattung für die Jahre 2021 und 2022. Am selben Tag wurde der Vorsitzende der Saudischen Nationalbank gefragt, ob er bereit wäre, der Credit Suisse weitere Mittel zuzuführen, und er antwortete „auf keinen Fall“. Unmittelbar danach fiel der Aktienkurs der Credit Suisse um weitere 30 %, und der Abzug von Einlagen setzte sich fort und beschleunigte sich sogar, wie aus Tabelle 3 hervorgeht.

Am 15. März veröffentlichten die FINMA und die SNB eine gemeinsame Medienmitteilung, in der sie erklärten, dass die Credit Suisse zwar alle regulatorischen Anforderungen der schweizerischen Regulierung erfülle, die SNB aber aufgrund ihrer Liquiditätsprobleme bereit sei, ausserordentliche Liquiditätshilfe zu leisten. In Übereinstimmung mit dem schweizerischen Recht und der gängigen Doktrin des „lender of last resort“, müsse die Zentralbank bereit sein, einer Bank, die sich in Liquiditätsproblemen befindet, in Notfällen Liquiditätshilfe zu leisten, sofern sie über genügend Sicherheiten von guter Qualität verfügt.²⁰

Problematisch an dieser Mitteilung war, dass prinzipiell jedes Liquiditätsproblem schnell in den Verdacht der Zahlungsunfähigkeit ausarten kann. Wie Rochet und Vives (2004) zeigen, tritt Panik unter den Bankkunden nicht zufällig auf, sondern diese spiegelt den Vertrauensverlust eines grossen Teils der Einleger in die Geschäftsleitung der Bank wider. Illiquide Banken stehen in der Regel kurz vor der Insolvenz.

Die Mechanismen des Ableitens einer Liquiditätskrise in die Insolvenz sind vielseitig und rechtfertigen ein zeitnahe staatliches Eingreifen. Selbst wenn die Bank anfänglich solvent ist, zwingen Liquiditätsabflüsse eine Bank häufig dazu, Vermögenswerte unter dem Marktpreis zu verkaufen, was zur Insolvenz führen kann. Zweitens treiben Rating-Herabstufungen die Refinanzierungskosten in die Höhe und verschlechtern zusätzlich die Ertragslage. Drittens zwingt gestiegenes Kreditrisiko eine Bank dazu, ihren Handelspartnern in den Derivatmärkten zusätzliche Sicherheiten (in Form von Wertpapieren) bereitzustellen. Dadurch verknappen sich solche (guten) Sicherheiten, die der Zentralbank im Falle einer Liquiditätshilfe zur Verfügung gestellt werden könnten, und verschärfen somit das Kreditrisiko für die Zentralbank.

Am 16. März erliess der Bundesrat eine Notverordnung zur Sicherstellung der Liquidität, die eine Notfallliquiditätshilfe (ELA+) der Schweizerischen Nationalbank (SNB) und Ausfallgarantien des Bundes an die SNB ermöglichte. Am folgenden Tag stellte die SNB der Credit Suisse eine Kreditlinie von 48 Milliarden Franken zur Verfügung, die sie gegen gute Sicherheiten in Anspruch nehmen konnte. Gleichzeitig wurde auf die Geschäftsleitung der Credit Suisse Druck ausgeübt, so berichtete u.a. die Financial Times. Demnach drängten die

²⁰ Die Doktrin des „lender of last resort“ geht auf Walter Bagehot (1873) zurück. Für eine moderne Analyse von Bank-Runs, siehe Diamond and Dybvig (1983).

Schweizer Behörden, die Bank solle mit der UBS fusionieren, ohne in diesem Zusammenhang die Aktionäre zu konsultieren (SWI suisseinfo.ch, 2023).²¹

Am 19. März teilte die FINMA in einer Pressemitteilung mit, die Credit Suisse wäre zwar aus regulatorischer Sicht noch solvent, doch es „bestand die Gefahr einer Zahlungsunfähigkeit der Bank [...] Die Behörden mussten Massnahmen ergreifen, um schweren Schaden für den Schweizer und internationalen Finanzmarkt abzuwenden.“²²

Am Wochenende vom 18. und 19. März 2023 verhandelte die UBS mit der Credit Suisse und den Schweizer Behörden über die vollständige Übernahme der Credit Suisse, deren Aktionäre CHF 3 Mrd. in UBS-Aktien erhielten. Zum Vergleich: Die Marktkapitalisierung betrug am Freitag, den 17. März 2023, noch CHF 7,4 Mrd. Die UBS hatte Zugang zu einer Liquiditätsgarantie der Schweizerischen Nationalbank in Höhe von CHF 100 Mrd. und einer Garantie des Schweizer Staates in Höhe von CHF 9 Mrd., nachdem die ersten Verluste in Höhe von CHF 5 Mrd. von der UBS aufgefangen würden. Schliesslich wurden die von der Credit Suisse emittierten AT1-Anleihen im Umfang von CHF 17 Mrd. (als Bail-in) vollständig abgeschrieben.

Diese staatlich geförderte Bankenübernahme war bemerkenswert effektiv. Insgesamt hatte sie überwiegend positive Auswirkungen auf die Finanzmärkte.²³ Die globale Finanzstabilität wurde nicht beeinträchtigt, und ausländische Behörden unterstützten die Bankenübernahme.

²¹ Hierzu die Darstellung der Financial Times vom 23. März 2023 (SWI suisseinfo.ch, 2023): „Am Mittwoch [15. März] hatte das ‚Trio‘ aus Schweizer Nationalbank (SNB), Eidgenössischer Finanzmarktaufsicht (Finma) und Eidgenössischem Finanzdepartement (EFD) den an einer Konferenz in Saudi-Arabien weilenden Credit-Suisse-Chef Axel Lehmann und den Verwaltungsratspräsidenten Ulrich Körner zu einem Gespräch gebeten. In der gleichen Sitzung, in der dieses ‚Trio‘ die 50 Milliarden Franken bewilligten, überbrachten sie eine weitere Botschaft: ‚Ihr werdet mit der UBS fusionieren und das am Sonntagabend vor der Eröffnung des Asiengeschäfts bekannt geben. Das ist nicht optional‘, erinnert sich eine mit dem Gespräch vertraute Person.“

²² Siehe <https://www.finma.ch/de/news/2023/03/20230319-mm-cs-ubs/>.

²³ Der Wert anderer europäischen AT1-Anleihen sank nur vorübergehend. Die europäischen Behörden machten deutlich, dass sie anders handeln würden, wenn eine ähnliche Situation in der Europäischen Union eintreten würde, was das Vertrauen auf diesen Märkten wiederherstellte. Für den Schweizer Markt bleibt jedoch die Frage offen, da diese Wertpapiere auch von einigen anderen Schweizer Banken wie der Züricher Kantonalbank verwendet werden. Einige Anleger von AT1-Anleihen der Credit Suisse haben gegen die FINMA geklagt. Sie haben jedoch wenig Aussicht auf Erfolg, da die Möglichkeit der Abschreibung Teil der Vertragsbedingungen ist.

5. Fazit

Der Untergang der Credit Suisse ist nicht die Geschichte einer Titanic, die plötzlich auf einen Eisberg trifft und binnen kurzer Zeit Schiffbruch erleidet. Vielmehr war das steuerlose Schiff Credit Suisse seit mehr als 10 Jahren (wie sein Aktienkurs) am stetigen Absinken. Das Management der Bank war nicht in der Lage, diesen Prozess zu stoppen, und profitierte stattdessen von enorm hohen Bonuszahlungen, die selbst ursächlich waren für eine unzureichende Kapitalmarktrendite nahe null. Die Unternehmensleitung und der Verwaltungsrat haben den existenzbedrohenden Charakter fehlender Wertschöpfung (d.h. des andauernden ökonomischen Verlusts) seit 2012 in Verbindung mit einer unangemessen Managervergütung so lange toleriert bis der Vertrauensverlust am Kapitalmarkt irreparabel war. Die Bank-Runs im Oktober 2022 und März 2023 waren somit nur das letzte und vermutlich unvermeidliche Kapitel in der Geschichte einer Bank, die in einem langen Prozess das Vertrauen des Kapitalmarkts verloren hatte.²⁴

Das Scheitern der Credit Suisse hatte einige weitere strukturellen Ursachen wie zum Beispiel das in dem fraglichen Zeitraum schwierige Geschäftsumfeld für europäische Banken und das Versagen des Risikomanagements. Laut unserer Analyse waren jedoch die von der Wertschöpfung der Bank entkoppelten Leistungsprämien an Bankmanager der ausschlaggebende Faktor für die Entwicklung der Finanzlage der Bank. Die sogenannte „variable“ Vergütung war im Zeitraum 2011-2022 mit CHF 35 Mrd. etwa 35 Mal höher als die Nettoausschüttungen an die Aktionäre von nur CHF 1 Mrd. (siehe Tabellen 1 und 2). Dieses Missverhältnis verdeutlicht zugleich das strukturelle Governance-Problem der Credit Suisse, welches darin bestand, das Aktionärsinteresse an einer hinreichenden Kapitalrendite systematisch zu ignorieren. Das langfristige Überleben der Bank am Kapitalmarkt war unter diesen Umständen unwahrscheinlich.

Ursächlich für den Vertrauensverlust des Finanzmarktes war vermutlich auch das Fehlen von Bank- und Finanzkompetenz im Verwaltungsrat und dessen Unfähigkeit, ein angemessenes (und der Wertschöpfung angepasstes) Anreizsystem zu definieren und durchzusetzen. Zudem war die Bankenaufsichtsbehörde FINMA nicht in der Lage oder sah sich nicht befugt, das strukturelle Governance-Problem der Credit Suisse frühzeitig anzugehen.²⁵ Das verstärkte regulative Eingreifen der FINMA in den Jahren 2021 und 2022 erfolgte erst zu einem

²⁴ Diese Interpretation stimmt mit Admati, Hellwig und Portes (2023) überein, die darauf hinweisen, dass Bank-Runs (in den Fällen der SVB und der Credit Suisse) auf „tiefere Probleme zurückzuführen sind, die die Solvenz der Banken betreffen. *Das Versagen von Bankmanagern und Aufsichtsbehörden, diese Probleme anzugehen, muss der Ausgangspunkt für jede politische Diskussion sein.*“

²⁵ Auch der FINMA-Bericht (2023, Seite 45) unterstreicht das Versagen des Managements der Credit Suisse und stellt fest, dass die „Corporate Governance in mehrfacher Hinsicht mangelhaft war: Die Zuständigkeiten waren nicht klar definiert und wurden oft nicht durchgesetzt. Die mangelhafte Führungskultur und der schwache „tone from the top“ führten über einen langen Zeitraum zu einer schlechten Risikokultur. Diese war auch geprägt von Mängeln im Bereich der Interessenkonflikte und mangelnder Transparenz gegenüber der FINMA. Die Organe der CS waren über Jahre hinweg nicht in der Lage, die wiederholt festgestellten Mängel in der Organisation der Bank nachhaltig zu beheben.“ Im gleichen Bericht weist die FINMA jede Verantwortung für die Sicherung der Qualität der Verwaltungsräte zurück, obwohl sie alle Verwaltungsratsbenennungen (scheinbar nur formal) zu genehmigen hatte.

Zeitpunkt, als das Vertrauenskapital am Kapitalmarkt weitgehend aufgebraucht war und die Krise der Bank daher zunehmend unkontrollierbar wurde.

Dabei hatten sich die in der Bilanzanalyse in Abschnitt 4.1 dargestellten Probleme bereits in den Jahren 2015 oder 2016 angedeutet. Diese strukturellen Probleme wurden auch von einigen Finanzakteuren zeitnah erkannt, wie in Abschnitt 4.5 verdeutlicht. Dies blieb seinerzeit ohne Konsequenzen für die Unternehmenspolitik und die Bank geriet folglich in zunehmend größere Schwierigkeiten. Die formale Einhaltung regulativer Anforderungen durch die Credit Suisse gab der Finanzaufsicht tatsächlich wenig Handlungsspielraum zu einem frühzeitigen Eingreifen.

Das Scheitern der Credit Suisse zeigt, dass die nach der Finanzkrise von 2007-2008 verabschiedeten neuen Bankenvorschriften, insbesondere die höheren Kapital- und Liquiditätspuffer, noch immer nicht ausreichen, um Grossbanken sicher zu machen und staatliche Eingriffe auszuschliessen. Die zusätzlichen Kapitalpuffer konnten eine Bank ohne Kapitalrentabilität und mit vielen Management- und Governance-Problemen letztendlich nicht schützen. Dennoch erwies sich das zusätzliche bail-in-fähige Kapital als sehr nützlich und verringerte die erforderlichen Verpflichtungen und Risiken für die Schweizerische Eidgenossenschaft, als diese im März 2023 mit Notfallmassnahmen eingreifen musste.

Bibliographie

Admati, Anat, Peter Demarzo, Martin Hellwig, und Paul Pfleiderer, 2018. The Leverage Ratchet Effect. *The Journal of Finance*, Vol. 73(1), 145-98. Verfügbar unter: <http://www.jstor.org/stable/26653273>.

Admati, Anat, Martin Hellwig, und Richard Portes, 2023. Credit Suisse: Too Big to Manage, Too Big to Resolve, or Simply Too Big. VoxEU article. Verfügbar unter: <https://cepr.org/voxeu/columns/credit-suisse-too-big-manage-too-big-resolve-or-simply-too-big>.

Ammann, M., N. Käfer, und T. Wiest, 2023. Need for reform in the regulation of "too big to fail" banks, Discussion paper, University of St. Gallen.

Bagehot, Walter (1873). *Lombard Street: A Description of the Money Market* (1 ed.). New York: Scribner, Armstrong & Co.

Bebchuk, L., A. Cohen, and S. Hirst, 2017. The Agency Problems of Institutional Investors. *Journal of Economic Perspectives*, Vol. 31(9), 89-112.

Bebchuk, L., und J. M. Fried, 2003. Executive Compensation as an Agency Problem. *The Journal of Economic Perspectives*, Vol. 17(3), 71-92. Dewatripont, M., J.C. Rochet, und J. Tirole, 2010. *Balancing the Banks: Global Lessons from the Financial Crisis*, Princeton University Press.

Diamond, D., und P. Dybvig, 1983. Bank Runs, Deposit Insurance, and Liquidity. *Journal of Political Economy*, Vol. 91(3), 401-419.

Dietrich, A., und G. Wanzenried, 2014. The determinants of commercial banking profitability in low-, middle-, and high-income countries. *The Quarterly Review of Economics and Finance*, 54(3), 337-354. Verfügbar unter: <https://doi.org/10.1016/j.qref.2014.03.001>

Di Vito, L., N.M. Fuentes, und J.M. Leite, 2023. Understanding the profitability gap between euro area and US global systemically important banks, ECB Occasional Working Paper No 2023/327. Verfügbar unter: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=4545495

Efing, M., und H. Hau, 2015. Structured Debt Ratings: Evidence on Conflicts of Interest. *Journal of Financial Economics*, Vol. 116, 46-60.

Efing, M., H. Hau, P. Kampkötter, und Jean-Charles Rochet, 2023. Banker Bonuses as a Risk Sharing Contract. *Review of Financial Studies*, Vol. 36(1), 235-280.

Eggen M., H. Gersbach, E. Hüpkes, E. Jaisli, Y. Lengwiler, R. de Planta, R. Sigg, und B. Weder di Mauro, 2023. The need for reform after the demise of Credit Suisse. Verfügbar unter: https://www.too-big-to-fail.ch/en_US/report/

Ethos, 2017. Voting recommendations for the forthcoming AGM. Verfügbar unter: <https://ethos-forum.ch/en/credit-suisse-ethos-maintains-its-proxy-voting-recommendations-for-the-forthcoming-agm>

Fecht, F., A. Hackethal, und Y. Karabulut, 2018. Is Proprietary Trading Detrimental to Retail Investors? *The Journal of Finance*, Vol. 73(3), 1323-1361.

FINMA Report, 2023. Lessons Learned from the CS Crisis, December 2023. Verfügbar unter: <https://www.finma.ch/fr/documentation/publications-finma/rapports/bericht-zur-credit-suisse-krise/>

Freixas, X., und J.C. Rochet (2023). *Microeconomics of Banking*, MIT Press, 3rd edition.

Financial Times, 2017. Credit Suisse targeted for break-up by activist hedge fund. 17. Oktober 2017. Verfügbar unter: <https://www.ft.com/content/c1a1b33e-b287-11e7-a398-73d59db9e399>.

Gambacorta, L., T. Oliviero, und H.S. Shin, 2020. Low Price-To-Book Ratios and Bank Dividend Payout Policies. BIS working paper no 907.

Goetz, M., L. Laeven, und R. Levine, 2020. Do Bank Insiders Impede Equity Issuances? NBER working paper no 27442.

Hau, H., T.-O. Radach, und M. Thum, 2024. Ist Unzureichende Aufsichtsratskompetenz ein Risikofaktor für Banken? Ifo-Schnelldienst, Publikation geplant am 17.07.2024.

Hau, H., und M. Thum, 2009. Subprime Crisis and Board (In)Competence: Private versus Public Banks in Germany. *Economic Policy*, Vol. 24(60), 701-752.

Koller, T., M. Goedhart, und D. Wessels. 2020, *Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies*, 7th edition, John Wiley & Sons.

KPMG LLP, UK, 2021. European banks' profitability: plus ça change? Verfügbar unter: <https://assets.kpmg.com/content/dam/kpmg/uk/pdf/2021/07/kpmg-european-banks-profitability-report.pdf>.

Miller, D., 2023. An Introductory Guide to Event Study Methods. *Journal of Economic Perspective*, Vol. 37(2), 203-230.

Odak, D., 2022. *A Political Economy of Banking Supervision*. Springer Verlag.

Pastor, L., and P. Veronesi, 2009. Learning in Financial Markets. *Annual Review of Financial Markets*, Vol. 1, 361-381.

Paul Weiss Report, 2021. Credit Suisse Group Special Committee of the Board of Directors Report on Archegos Capital Management, July 29, 2021. Verfügbar unter: <https://www.credit-suisse.com/about-us/en/reports-research/archegos-info-kit.html>.

Reuters, 2022, Exclusive: Credit Suisse sounds out investors about capital hike, by Oliver Hirt, 23. September 2022. Verfügbar unter: <https://www.reuters.com/business/finance/exclusive-credit-suisse-sounds-out-investors-about-capital-hike-sources-2022-09-22/>.

Rochet, J.C., und X. Vives, 2004. Coordination failures and the lender of last resort: was Bagehot right after all? *Journal of the European Economic Association*, Vol. 2(6), 1116-1147.

Saunders, A., und I. Walter, 2013. Reworking the Global Financial Architecture: Is Universal Banking the Best Way Forward? *The Journal of Financial Perspective*. Vol. 1(1), 1-15.

Schütz, D., 2023. Zu Hart am Wind. Warum die Credit Suisse untergehen musste. Ringier Axel Springer Schweiz AG, Zürich.

Schweizer Radio und Fernsehen (SRF), 2017. Aktionäre lesen CS-Spitze die Leviten, 28. April 2017. Verfügbar unter: <https://www.srf.ch/news/wirtschaft/gv-der-credit-suisse-aktionaere-lesen-cs-spitze-die-leviten>.

SWI swissinfo.ch, 2023. Wie das Schweizer Trio die UBS zur Rettung der Credit Suisse zwang [Übersetzung eines Artikels der Financial Times vom 24. März 2023]. Verfügbar unter: <https://www.swissinfo.ch/ger/wirtschaft/wie-das-schweizer-trio-die-ubs-zur-rettung-der-credit-suisse-zwang/48380044>.

The Economic Times, 2023. How Swiss Authorities Bungled Credit Suisse Oversight. English Edition, December 19, 2023.