

# Bei der CS steigt die Fieberkurve des Misstrauens

Mit der Krise der Bank rücken wieder einmal Credit Default Swaps ins Scheinwerferlicht – kaum ein Finanzinstrument polarisiert mehr



Die Zweifel an der Finanzkraft der Credit Suisse spiegeln sich in den Prämien der Kreditausfallversicherungen. ANDREA ZÄHLER / CH-MEDIA

THOMAS FUSTER

Sie gelten als Warnlichter am Finanzmarkt. Und sie sorgten in den vergangenen Tagen auch bei der Credit Suisse (CS) für grelles Blinken. Gemeint sind die Credit Default Swaps (CDS). Mit solchen Papieren können sich Investoren gegen den Zahlungsausfall eines Kreditnehmers absichern. Das Prinzip ist einfach: Der Käufer des Papiers zahlt eine Prämie an einen Anbieter, beispielsweise eine Bank. Als Gegenleistung erhält er eine Ausgleichszahlung, sollte der Schuldner seine Schuld nicht begleichen können.

## Gefahr in naher Zukunft

Versicherungsgeschäfte wecken selten Emotionen. Bei CDS liegen die Dinge aber anders. So existiert kaum ein Finanzinstrument, das ähnlich polarisiert. Zwei Lager stehen sich gegenüber: Den Fürsprechern gelten CDS als Frühindikator und als willkommene Möglichkeit, um sich vor dem Verlust

von ausgeliehenem Kapital – meist geht es um Anleihen – zu schützen. Sie betonen, dass solche Papiere auch Schuldnern nützen, weil risikoreiche Kreditnehmer nur schwer an Kapital kämen, wenn es keine Absicherungen gäbe.

Die Gegner des Instruments lassen diese Argumente nicht gelten. Für sie sorgen CDS nicht für Sicherheit, sondern für Unsicherheit. Dies deshalb, weil solche Papiere auch losgelöst von den dazugehörigen Anleihen frei gehandelt werden können. Sie eignen sich daher auch für spekulative Zwecke. Das ist dann so, wie wenn jemand eine Feuerversicherung für das Haus des Nachbarn kaufen kann. Ein solcher Käufer dürfte durchaus daran interessiert sein, dass das Haus des Nachbarn bald lichterloh brennt, denn im Schadenfall kriegt er ja Geld. Aus dieser Perspektive wirken CDS nicht als Krisenschutz, sondern als Krisenbeschleuniger.

Auch rund um die Krise der CS wird seit Tagen heftig spekuliert. Und weil bisweilen gar das Szenario eines Konkurses herumgeboten wird, ist auch der

Preis für Absicherungen gegen einen Zahlungsausfall steil gestiegen. Hatte es Anfang Jahr noch bescheidene 57 Basispunkte gekostet, um sich für fünf Jahre vor einem Ausfall einer vorrangigen CS-Anleihe zu schützen, lag diese Prämie diese Woche zeitweise bei fast 380 Punkten. Allein gegenüber dem vergangenen Freitag hatte sich die Prämie um 120 Basispunkte verteuert.

Glücklich schätzen dürfen sich jene, die sich rechtzeitig mit solchen Papieren eingedeckt haben. Sie profitieren von jedem Gerücht über tatsächliche oder angebliche Probleme der CS. Profitiert haben dabei vor allem jene, die kurzfristige CDS besitzen, etwa ein- oder dreijährige Papiere. Deren Preise liegen nämlich noch höher als jene der fünfjährigen Kontrakte. Eine solche Umkehrung ist eher unüblich. Denn Risiken in längerer Frist werden zu meist höher eingeschätzt werden als solche in kurzer Frist. Doch wenn das Misstrauen und die Nervosität besonders gross sind, sieht man die Gefahr vor allem in naher Zukunft.

Was beim Blick auf die CDS der CS auffällt: Die Bedenken gegenüber der Bank sind nicht nur bedeutend grösser als zu Beginn der Corona-Pandemie oder während der 2009 begonnenen Euro-Krise, als der Fortbestand und die Zukunft der Einheitswährung höchst ungewiss schien. Weit übertrufen wird auch das Niveau zu Zeiten der globalen Finanzkrise 2008, als das weltweite Finanzsystem am Rande des Kollapses zu stehen schien. Die am Markt sich spiegelnden Vorbehalte gegenüber der Finanzkraft der CS haben also ein bisher beispielloses Mass angenommen.

Was bedeutet das nun ganz konkret für die Grossbank? Erstens sind explodierende Versicherungskosten gegenüber einem Zahlungsausfall ein gewichtiges Reputationsproblem. Denn hinter einem solchen Kostenanstieg stehen ja wachsende Zweifel, ob die CS ihren finanziellen Verpflichtungen künftig noch nachkommen können. Zweitens verteuern sich bei steigenden CDS auch die Zinsen, welche die Bank bei der Aufnahme neuer Schulden bezahlen muss. Dies wiegt doppelt schwer, weil die Refinanzierungskosten im laufenden Jahr aufgrund diverser Herabstufungen durch Rating-Agenturen sowieso schon stark gestiegen sind.

«Die Spreads der CDS werden von Investoren eng verfolgt», sagt Andreas Venditti, Bankenexperte bei Vontobel. Und wenn diese stark steigen, dann werde auch am Interbankenmarkt, also bei Krediten zwischen den Banken, ein höherer Zins verlangt für Ausleihungen an die CS. «Das hat somit handfeste Konsequenzen», betont Venditti. Teurere Kreditausfallversicherungen belasten etwa die Marge und die Wettbewerbsfähigkeit. Denn bei der Konkurrenz von der UBS sind die CDS derzeit rund 2 Prozentpunkte billiger zu haben; Anfang Jahr betrug dieser Unterschied noch 0,2 Prozentpunkte.

Die Situation weckt Erinnerungen an die Deutsche Bank im Jahr 2016. Damals machte man sich am Finanzmarkt grosse Sorgen um die Stabilität des größten Kreditinstituts Deutschlands. Die Preise für fünfjährige CDS kletterten auf über 260 Basispunkte. Das liegt zwar unter dem derzeitigen Niveau der CS. Die Lage der Schweizer Bank ist aber insofern besser, als sie dank grossem Privatkundengeschäft über hohe Einlagen verfügt. Die Deutsche Bank hingegen musste sich vor allem am

Finanzmarkt mit Geld eindecken und litt entsprechend stärker unter den gestiegenen Finanzierungsrisiken.

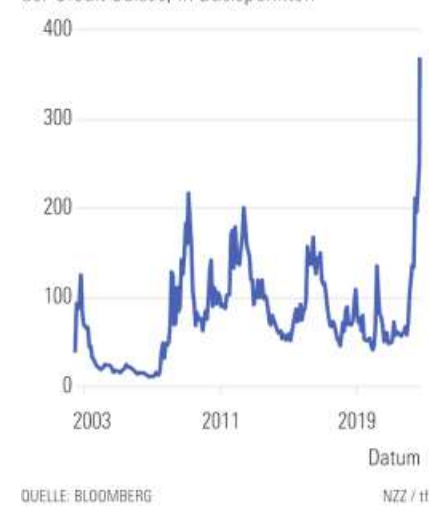
2016 wie heute polarisieren CDS. Diese in den frühen 1990er Jahren am Markt aufgetauchten Kontrakte erlebten vor allem vor der Finanzkrise 2008 einen starken Volumenzuwachs, wie Daten der Bank für Internationalen Zahlungsausgleich zeigen. Viele Beobachter massen dem Instrument in jener Krise eine unrühmliche Rolle als Brandbeschleuniger zu. Diese Kritik wurde erneut laut im Zuge der Euro-Krise, als einige Investoren mit solchen Papieren auf einen Bankrott Griechenlands wetteten und so die Zinsen für Athens Staatsanleihen weiter in die Höhe trieben.

## Die Swaps sind nicht schuld

Tatsache ist aber auch, dass mittels CDS die Kreditrisiken effizienter und breiter verteilt werden, was stabilisierend wirkt. Studien der Deutschen Bundesbank zeigen denn auch, dass sich die CDS-Prämien selbst in der stürmischen Zeit der Finanzkrise nicht von den fundamentalen Faktoren abgekoppelt haben. «Insofern lässt sich die These primär spekulativ getriebener CDS-Prämien nicht belegen», so die Bundesbank. Anders formuliert: Am hohen Fieber ist wohl doch nicht der Fiebermesser schuld; Letzterer zeigt nur das Problem an. Das gilt wohl auch für die CS und deren hohe CDS-Preise.

## Bei der CS schiesst der Preis für Kreditausfallversicherungen hoch

Kurs für fünfjährige Credit Default Swaps (CDS) der Credit Suisse, in Basispunkten



# Die Idee hinter der umstrittenen Einkaufstour der Post

Betriebswirtschaftlich scheint die digitale Offensive des Staatskonzerns riskant, aber vertretbar – Grenzen kann der Post nur das Parlament setzen

STEFAN HÄBERLI, BERN

Warum tut sich Nicole Burth das an? Die Volkswirtin hatte sich bei Adecco, wo sie 15 Jahre arbeitete, zur Schweiz-Chefin hochgearbeitet. Beim börsenkotierten Personalvermittler wäre sie wohl bereit für höhere Weihen gewesen. Doch statt ihre Karriere im internationalen Konzern fortzusetzen, wechselte sie ausgerechnet zu einem Staatsunternehmen. Als sie von einem Headhunter kontaktiert worden sei, sei sie skeptisch gewesen, gab Burth in einem Podcast der Post zu.

## Digitale Entwicklungshilfe

Doch der Post-Chef Roberto Cirillo, dem alles Beamtenhafte abgeht, konnte Burth von seinen Ideen überzeugen. So leitet sie nun seit 2021 den neu geschaffenen Bereich Kommunikations-Services. Sie ist damit die oberste Digitalisiererin der Post. Zugleich ist Burth aber auch so etwas wie die Einkaufsministerin. Ihr Bereich ist es, der für die meisten der umstrittenen Firmenkäufe der Post verantwortlich ist. Damit befindet sich Burth im Zentrum der politischen Diskussion darüber, was ein Staatskonzern darf – und was nicht.

Die Behauptung der Kritiker, die Post kaufe planlos Firmen zusammen, trifft nicht zu. Der Bereich Kommunikations-Services verfolgt eine klare Strategie. Im Wesentlichen geht es darum, die Digitalisierung in jenen Bereichen der Schweiz voranzutreiben, in denen Nachholbedarf besteht. Das sind aus Sicht der Post vor allem drei Bereiche:

■ **KMU:** Rund um die 2020 von der Post übernommene IT-Firma Klara Business soll ein sogenanntes Ökosystem für KMU entstehen. Bausteine dafür sind etwa ein Kassensystem, eine Software für die Kundenpflege oder das Rechnungswesen. Das System soll Schritt für Schritt ausgebaut werden. Es soll ein umfassendes, aber einfaches und sicheres «Betriebssystem» für KMU entstehen. Statt die verschiedenen Bausteine selber zusammenstellen zu müssen, sollen die Firmen alles aus einer Hand bekommen.

■ **Behörden:** 2021 hat die Post das Unternehmen Dialog Verwaltungs-Data gekauft. Bekannt ist die Firma vor allem für ihre Gemeindefoftware. Auch für Behörden will die Post ein Ökosystem aufbauen. Die Prozesse bei Bund, Kantonen und Gemeinden sollen digitali-



Nicole Burth  
Leiterin Kommunikations-Services

siert und die Kommunikation zwischen Bürgern und Staat vereinfacht werden. Auch die umstrittene E-Voting-Lösung der Post gehört zu diesem Bereich.

■ **Gesundheitswesen:** Die Post und die Swisscom haben bisher je eigene technologische Lösungen für das elektronische Patientendossier (EPD) betrieben. Mit dem Kauf der überregionalen EPD-Anbieterin Axsana hat sich das geändert. Axsana hatte bisher eine Swisscom-Lösung eingesetzt. Nun nutzt Axsana die Plattform der Post. Die Swisscom hat sich aus dem EPD zurückgezogen. Damit wird das ohnehin komplizierte EPD-Projekt zumindest aus technologischer Sicht einfacher. Seit diesem Jahr bietet die Post zudem eine digitale Gesundheitsplattform für Spitäler, Arztpraxen und andere Leistungserbringer im Gesundheitswesen an.

Obwohl die «Einkaufstour» der Post in den betroffenen Branchen und in der Politik für einigen Wirbel gesorgt hat, ist Nicole Burths Einheit noch klein. Erst kürzlich ist sie dem Status eines KMU entwichen. Per Ende 2021 hatte der Bereich knapp 250 Mitarbeiter. Bis Ende 2022 dürften es laut Burth wohl um die 700 sein. Zudem kann der Bereich auf das Personal und die Ressourcen der Informatikabteilung der Post zugreifen. Dort arbeiten derzeit rund 1300 Mitarbeiter.

## Weite Auslegung des Gesetzes

Aus betriebswirtschaftlicher Perspektive scheint der Vorstoss der Post in digitale Geschäftsfelder riskant, aber vertretbar. Weil der Erlös im Kerngeschäft mit der stetig abnehmenden Briefmenge sinkt, braucht der Konzern neue Einnahmequellen. Aus volkswirtschaftlicher Sicht ist allerdings fraglich, warum ein Staatskonzern in Märkte eingreifen soll, in denen sich zahlreiche privatwirtschaftliche Akteure tummeln. Die digitale Offensive ist auch juristisch umstritten. Wo der Staatskonzern tätig werden darf, ist im Postorganisationsgesetz festgehalten. Genannt werden als Haupttätigkeiten die Beförderung von Postsendungen,

Finanzdienstleistungen und der Personentransport. Von digitalen Dienstleistungen für KMU, Behörden und das Gesundheitswesen steht im Gesetz nichts. Wie legitimiert die Post ihren Vorstoss in die digitale Welt? In einem Gutachten im Auftrag des Konzerns argumentiert Andreas Stöckli, Professor für Staats- und Verwaltungsrecht an der Universität Freiburg, etwa so: Ein Gesetzesartikel erlaube der Post auch Nebentätigkeiten («damit zusammenhängende Dienstleistungen»). Gewisse Postdienste, die bisher physisch angeboten wurden, dürfen laut Stöckli in die digitale Welt übergeführt werden. Die digitale Informationsübermittlung sei grundsätzlich vereinbar mit dem Gesetzesartikel.

Es fragt sich allerdings, was die Post gemäss dieser Interpretation nicht darf. In der physischen Welt sind ihr Grenzen gesetzt. So darf die Post kaum ein Pharma- oder Industrieunternehmen gründen. In der Welt der Bits und Bytes wäre hingegen fast alles erlaubt. Dass dies im Sinne des Gesetzgebers ist, darf bezweifelt werden. Da der Bundesrat die Strategie der Post gutgeheissen hat, wäre es am Parlament, den Bewegungsradius der Post einzuschränken. Nicole Burth wird derweil Ökosysteme bauen. Das ist ihre Aufgabe als Managerin.