

Pokerspiel mit der UBS-Anleihe

Für den Bund stellt sich die Frage, ob er mit der UBS-Wandelanleihe spekulieren soll

Im Herbst 2008 half der Bund der UBS mit 6 Mrd. Franken. Ab Juni kann die Anleihe in UBS-Aktien gewandelt werden. Soll der Bund spekulieren oder auf Nummer sicher gehen?

DANIEL IMWINKELRIED

Immer drängender wird die Frage, was die Eidgenossenschaft mit einer ihrer grössten Finanzanlagen anfangen soll: Um die krisengeschüttelte UBS zu stärken, zeichnete der Bund im vergangenen Oktober unter der Regie von Bundesrätin Eveline Widmer-Schlumpf und SNB-Präsident Jean-Pierre Roth eine Wandelanleihe der Bank von 6 Mrd. Franken. Anfang Juni kann der Bund die Anleihe frühestens in UBS-Aktien wandeln, so die Konditionen des Papiers. Der Bund würde mit einem Anteil von 9,3 Prozent zum grössten Aktionär und könnte profitieren, falls die Bank zur alten Form aufläuft.

750 Mio. Zinsen pro Jahr

Es geht also um viel Geld. Wertvoller für den Bund ist eigentlich nur noch seine Swisscom-Beteiligung von rund 8 Mrd. Franken. Kein Wunder, zerbrechen sich Bundespolitiker und Angestellte der Finanzverwaltung den Kopf darüber, was für die Schweiz die beste Anlagestrategie wäre. Eindeutig ist: Das UBS-Papier ist für die Eidgenossenschaft hochrentabel, weil es 750 Mio. Franken Zins pro Jahr abwirft. Da die Obligation eine Laufzeit von 30 Monaten hat, könnte die Schweiz damit über 1,8 Mrd. Franken



HILFSPAKET Die Architekten des UBS-Rettungspaketes: Finanzverwalter Peter Siegenthaler, Finma-Präsident Eugen Haltiner, SNB-Präsident Jean-Pierre Roth, Bundespräsident Pascal Couchepin und Bundesrätin Eveline Widmer-Schlumpf (von links).

einnehmen. Spätestens im Juni 2011 muss der Bund allerdings die Anleihe in Aktien wandeln. Diese würde er dann wohl sofort verkaufen. Dabei käme die Eidgenossenschaft ohne Verlust davon, wenn der Kurs der UBS-Aktie bei mindestens 14 Franken liegen würde. Gestern stand er bei Fr. 14.75.

Andererseits könnte der Bund die Anleihe bereits jetzt abtossen und sich so aus der konfliktträchtigen Verstrickung mit der UBS lösen. Damit würde der Bund zwar einen Verlust erleiden, doch die UBS-Angelegenheit wäre wenigstens abgehakt.

Doch ganz so banal wird sich der Bund wahrscheinlich nicht aus der Af-

färe stehlen. Dies ganz nach dem Motto: Wenn man für die UBS schon die Kohlen aus dem Feuer holen musste, soll auch etwas herauspringen. Ausgefeilt ist der Plan von SVP-Nationalrat Hans Kaufmann. Er schlägt vor, die UBS-Aktien möglichst bald zu übernehmen. Dann soll der Bund eine so genannte Optionsanleihe mit längerer Laufzeit basteln und diese Investoren anbieten. Da die Anleger damit das Recht erhielten, UBS-Aktien für Fr. 18.21 vom Bund zu kaufen, würden sie sich wohl mit einem Anleihezins von 1 Prozent zufrieden geben. Das hiesse: Der Bund könnte sich in diesen schwierigen Zeiten billig Geld beschaffen. Er bliebe aber auf den UBS-Aktien sitzen, wenn diese auf dem gegenwärtigen Kurs weiterdampften.

Nationalrat Kaufmann will Klarheit

Die Kunst für die Eidgenössische Finanzverwaltung besteht aber darin, für die Emission einer Anleihe den richtigen Zeitpunkt zu erwischen. Rund um die Welt legen Regierungen Obligationen auf, um ihre riesigen Budgetdefizite zu finanzieren. Die Gefahr ist daher gross, dass die Zinsen stark steigen, was zur Eile mahnt. «Je früher sich die Fragen um die UBS-Anleihe klären, desto besser», glaubt Kaufmann.

«Der Bund kann in Interessenkonflikt geraten»

Als der Bund im vergangenen Herbst der UBS mit 6 Mrd. Franken zu Hilfe eilte, geschah dies faktisch ohne Mitbestimmung des Parlaments. Formal nichts zu sagen hat das Parlament auch, wenn es darum geht, wie der Bund mit der UBS-Pflichtwandelanleihe verfährt, in die er Steuergelder investiert hat. Trotzdem blicken Finanzpolitiker mit Interesse den kommenden Wochen entgegen: Im Juni könnte der Bund beginnen, die Wandelanleihe in Aktien umzuwandeln. «Erholt sich der UBS-Aktienkurs weiter, wäre der Zeitpunkt dafür vielleicht gar nicht schlecht», sagt Philipp Stähelin, CVP-Ständerat (TG) und Präsident der Finanzkommission. Und er ergänzt:

«Aktien liessen sich viel einfacher verkaufen als die Wandelanleihe selber, die in Tranchen von 100 Millionen Franken aufgeteilt ist.» Dass es oberstes Ziel des Bundes sein müsse, das Engagement bei der UBS zu beenden, findet auch FDP-Ständerat Hans Altherr (AR): «Ich würde es aber begrüßen, wenn der Bund erst gar keine Aktien der UBS halten würde, sondern anfinde, direkt Tranchen der Wandelanleihe zu verkaufen.» Gleicher Meinung ist SVP-Ständerat Hannes Germann (SH): «Gelingt das, wäre das ein gutes Signal für die UBS.» Keinen Grund, die Wandelanleihe jetzt in Aktien umzuwandeln, sieht auch Nationalrat Daniel Vischer (Grüne/ZH). Die in den USA hängige Zivil-

klage gegen die UBS spreche gar dagegen: «Der Bund könnte in einen Interessenkonflikt geraten, sollte er Adressat für Rechtshilfe und gleichzeitig Mitinhaber der betroffenen Firma sein.» «Grundsätzlich» gegen eine Beteiligung des Staates an der UBS ist SP-Nationalrätin Hildegard Fässler (SG). Der Bund müsse jetzt zwar darauf achten, sein Engagement nicht mit einem Verlust zu beenden. Aber: «Der Bund darf auch nicht wie ein Spekulant handeln und möglichst viel Gewinn heraus schlagen wollen», sagt Fässler. Durchaus auf einen Gewinn setzt CVP-Ständerat Stähelin: «Angesichts der Wirtschaftskrise könnte der Staat das Geld gut gebrauchen.» (WAF)

Gisler



MARKUS GISLER

Banken erleichtert und doch im Stress

GUTE NACHRICHT FÜR DIE BANKEN auch von der Zinsfront. Der Markt stuft das Risiko eines Bankenkollapses deutlich geringer ein als noch im März. Das Thermometer dafür sind die Prämien für Credit Default Swaps (CDS), jene Papiere, mit welchen Kredite versichert werden können. Die UBS muss aktuell noch rund 150 Basispunkte oder 1,5 Prozent des zu versichernden Kredits als Prämie bezahlen. Das ist weniger als die Hälfte dessen, was die Bank noch im März hinblättern musste. Die Credit Suisse, die noch immer etwas sicherer als ihre Konkurrentin eingestuft wird, bezahlt einen «Prämiensatz» von knapp 120 Basispunkten oder 1,2 Prozent. Im März musste die CS noch 2,6 Prozent für die Absicherungen von Krediten aufwenden.

DOCH NICHT NUR die Kreditabsicherungen sind günstiger geworden, vor allem sind die Banken wieder kapitalmarktfähig. So haben UBS, CS und Swiss Re in den letzten Wochen grosse Anleihen ausgegeben, vor allem in Euro. Das bedeutet, dass sich die Banken auch wieder zu einigermassen akzeptablen Konditionen refinanzieren können. Die UBS muss aktuell 290 Basispunkte über dem Referenzzinssatz (Libor) bezahlen, Credit Suisse bekommt das Geld etwa 0,4 bis 0,5 Prozent günstiger. Swiss Re, deren Aktien im März nach den angekündigten Verlusten in den Keller geschickt wurden und sich in den letzten Wochen aber wieder stark erholt haben, hat eine Anleihe von einer Milliarde Franken mit einer Laufzeit bis 2012 ausgegeben. Sie muss dafür 3,9 Prozent über Libor bezahlen. Für eine zweite Anleihe in der Höhe von 600 Millionen Euro und einer fünfjährigen Laufzeit bezahlt sie 4,3 Prozent über dem Referenzzins.

DIE ERLEICHTERUNGEN gehen so weit, dass sich die Banken vereinzelt auch wieder im Interbankengeschäft mit kurzfristigen Krediten aushelfen. Kapitalmarkt-spezialisten bestätigen, dass sich die Lage deutlich beruhigt hat. Dieser positiven Stimmung aber steht entgegen, dass der Internationale Währungsfonds nun auch von der EU fordert, die europäischen Banken müssten sich einem ähnlichen Stresstest unterziehen, wie ihn die US-Notenbank mit den amerikanischen Banken durchgeführt hat. Mit dem Stresstest haben die US-Behörden zu simulieren versucht, wie viel Eigenkapital die US-Banken noch benötigen, um allfällige weitere Abschreibungen verkraften zu können. Auf 75 Milliarden Dollar wurde die Unterdeckung veranschlagt, ein bescheidener Betrag, deren geringer Umfang viele Fachleute überrascht hat.

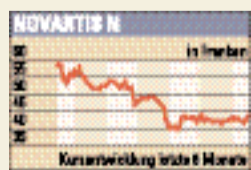
DIE FORDERUNG DES IWF hat gestern die Aktien der UBS zum ersten Mal seit Wochen wieder substanziell geschwächt. Um teilweise über acht Prozent wurden sie zurückgestuft. Der Grund für den im Vergleich zu anderen Bankaktien starken Abschwung der UBS-Aktien liegt in der relativ tiefen Eigenkapitalquote der Bank. Die so genannte Kernkapitalquote liegt bei der UBS nach dem ersten Quartal knapp über 10 Prozent, bei der Credit Suisse aber auf stolzen 14 Prozent. Der geforderte Stresstest könnte im schlimmsten Fall bei der UBS dazu führen, dass die Bank nochmals unter Druck ihr Eigenkapital aufstocken muss, was eine nochmalige Beteiligung des Staates zur Folge haben könnte. Dies sind noch sehr frühe Überlegungen, aber die Börse reagierte entsprechend nervös auf die Forderung des IWF.

DAS ALLES ZEIGT auf, dass die Gretchenfrage dieses Frühlings immer noch nicht gelöst ist: Handelt es sich beim gegenwärtigen Aufschwung um eine so genannte Bullenfälle, was bedeuten würde, dass die Optimisten auf dem falschen Fuss erwisch werden, weil die Finanzkrise noch nicht ausgestanden ist und weitere grosse Abschreibungen unausweichlich sind. Oder aber ist die Finanzkrise tatsächlich vorbei? Eine klare Antwort ist offensichtlich nicht möglich. wirtschaft@azag.ch

Börse

US-Konsumenten zeigen Wall Street die rote Karte

Enttäuschende US-Detailhandelszahlen setzten am Mittwoch den Aktienkursen zu. Der Dow Jones Index notierte zwei Stunden nach der Eröffnung knapp 2 Prozent im Minus. Im April gingen die Detailhandelsumsätze ohne Autoverkäufe im Vergleich zum Vormonat um 0,5 Prozent zurück. Innert Jahresfrist betrug das Minus über 10 Prozent. Analysten hatten mit einem leichten Anstieg von 0,2 Prozent gerechnet. SMI und SPI verloren dank festeren Pharmawerten weit-



aus weniger und gingen mit Verlusten von je 1,3 Prozent auf 5277,37 bzw. 4538,87 Punkten aus dem Markt.

Raus aus Finanzaktien, Zyklikern und Luxus, rein in defensive Papiere wie Novartis (+3,3 Prozent), Roche (GS +2,7), Actelion (+1,4), Nestlé (+1,2) und Swisscom (+1,1) lautete die Devise der letzten zwei Börsentage. Gewinn wurden bei Swiss Re (-11,9), UBS (-10,1), Julius Bär (-8,8), «Zürich» (-7,2), ABB (-6,1), Holcim (-5,5) und CS (-5,5) realisiert. Der Quartalsverlust von Bulgari, der ungefähr viermal so hoch war wie erwartet, setzte Richemont (-5,6) und Swatch (Inh. -4,5) zu. (NSI)

Langfrist-Zinsen steigen

Wirtschaftsoptimismus lässt Anleihezinssätze nach oben schnellen

Tiefzinspolitik der Nationalbank hin oder her: Seit kurzem lassen sich auf den Obligationenmärkten steigende Zinssätze beobachten – ein positives Indiz für die Wirtschaftslage.

NIKLAUS MÄDER

Die langfristigen Zinssätze von Obligationen haben in den letzten Tagen angezogen. Notierte die Rendite der Referenzanlagen – 10-jährigen Bundesanleihen – Ende April bei 2,18 Prozent, lag sie gestern bei 2,39 Prozent.

Analysten sehen vor allem die optimistischere Konjunkturschätzung als Grund für den Anstieg: Wegen der positiveren Wirtschaftserwartungen ist gegenwärtig eine Rally an den Aktienmärkten zu beobachten. Das heisst, Aktien sind gefragt. Entsprechend verlieren Obligationen an Attraktivität, ihr Wert sinkt. Ein geringerer Wert einer Anleihe geht bei summenmässig konstanter Zinszahlung aber mit einer höheren prozentualen Rendite einher.

Jan Acket, Chefökonom der Privatbank Julius Bär, ist jedoch gegenüber der gegenwärtigen Entwicklung an den Kapitalmärkten skeptisch eingestellt: «Die Ist-Zahlen der Unternehmen sind nach wie vor nicht gut, zudem herrscht eine schlechte Konsumentenstimmung.» Man solle in den aktuellen Kurs- und Zinsanstieg nicht zu viel hineininterpretieren, mahnt Acket deshalb an.

Amerikaner fürchten Inflation

Neben dem Konjunkturoptimismus weist der Zinsanstieg gemäss Acket auch auf Inflationserwartungen des Marktes hin. Acket selbst teilt die Erwartung des Marktes nicht, für ihn liegt die Gefahr zurzeit vielmehr in einer Geldentwertung.

ZKB-Analyst Remo Hartmann findet Indizien für ein erhöhtes langfristiges Inflationsrisiko vor allem im amerikanischen Raum. Dort habe die Zinsdifferenz zwischen den 10-jährigen und den 30-jährigen Staatsanleihen in den letzten Wochen deutlich zugelegt. Anscheinend

befürchten die Anleger, dass der Staat seinen immensen Schuldenberg, der durch Hunderte von Milliarden schwere Hilfspakete für angeschlagene Banken noch gewachsen ist, dereinst mittels der Geldpresse aus der Welt schaffen wird.

Keine Entwarnung bei Krediten

Während der Basiszinssatz jüngst gestiegen ist, haben sich die Risikozuschläge auf Unternehmensanleihen verkleinert. Auch dies beurteilen Analysten als ein Resultat der optimistischeren Wirtschaftseinschätzung. Acket sieht in diesem Bereich zudem eine Normalisierung der Lage: Bis vor kurzem habe es bei den Risikozuschlägen im Obligationenbereich Übertreibungen gegeben, nun habe sich die Situation entspannt. Entwarnung bei der Finanzierung will Acket den Unternehmen aber nicht geben. Der Rückgang der Zuschläge gelte nur im Bereich der Anleihen. Bei der Kreditvergabe würden die Zuschläge gar noch weiter zunehmen, so Acket.