

Der CS droht ein Exodus der Schweizer Aktionäre

Der tiefe Ausgabepreis in der laufenden Aktienkapitalerhöhung hat mutmasslich erhebliche Folgen für die Eigentümerstruktur.

Daniel Zulauf

Die Credit Suisse gibt in der laufenden Kapitalerhöhung ein trauriges Bild ab. Dieses wird nicht nur am Verlauf des Aktienkurses deutlich, der seit der Ankündigung der Kapitalbeschaffungsmassnahme Ende Oktober rund 40 Prozent an Wert verloren hat. Noch eine Spur schlimmer sieht der Kursverlauf der Bezugsrechte aus, die seit Montag an der Schweizer Börse unter dem Symbol CSGN1 gehandelt werden. Der Wert dieser Anrechte hat sich in den vier zurückliegenden Handelstagen schon um mehr als 40 Prozent vermindert und zieht den Aktienkurs immer weiter in die Tiefe.

Alle bisherigen Credit-Suisse-Aktionäre haben im Vorfeld der Kapitalerhöhung von ihrer Bank ein Schreiben erhalten, in dem sie gefragt wurden, ob sie ihre Bezugsrechte ausüben oder lieber verkaufen möchten. Noch haben nicht alle Aktionäre geantwortet, denn der Handel mit den Bezugsrechten dauert bis zum 8. Dezember. Aber wie der stark negative Kursverlauf bei einem auffallend intensiven Handel suggeriert, haben schon sehr viele ihrer Bank den Auftrag «verkaufen» erteilt.

Strategie bei Bezugsrechten geht nicht auf

Insgesamt sind 1767 Millionen solcher Bezugsrechte im Umlauf. Die Menge der Bezugsrechte ist identisch mit der Anzahl neuer Aktien, welche die Credit Suisse ihren bestehenden Aktionären zum Preis von 2.52 Franken pro Papier anbietet. Wer neue Credit-Suisse-Aktien zu diesem Preis kaufen möchte, benötigt die entsprechenden Bezugsrechte. Sieben solcher Anrechte geben Anspruch zum Bezug von zwei neuen Aktien.

Zum Zeitpunkt, als die Credit Suisse die Bedingungen der Kapitalerhöhung bekannt gegeben hatte, erschien dieser Bezugspreis von 2.52 Franken pro Titel noch sehr attraktiv. Der Aktienkurs bewegte sich zu jenem Zeitpunkt noch um die 4 Franken. Mit dem günstigen Bezugspreis dürfte die Credit-Suisse-Führung vor allem das Ziel verfolgt haben, möglichst viele bestehende Aktionäre zu einer Teilnahme an der Kapitalerhöhung zu motivieren. Die aktuelle Entwicklung lässt vermuten, dass die Bank dieses mutmassliche Ziel zu verfehlen droht.

Aktionäre haben Anreiz, Bezugsrechte zu verkaufen

Heinz Zimmermann, Finanzprofessor an der Universität Basel, wäre von einem solchen Ausgang nicht überrascht. «Viele Aktionäre könnten das Bezugsrecht als eine Art Dividende interpretieren, eine steuerfreie Notabene.» Zimmermann hatte das Thema Bezugsrechte 1985 in seiner Dissertation an der Universität Bern behandelt und



Schwierige Zeiten für CS-Chef Ulrich Körner: Viele Anlegerinnen und Anleger goutieren die Umstände der aktuellen Kapitalerhöhung nicht.

Bild: Michael Buholzer/Keystone

dabei festgestellt, dass ein solcher Verkaufsanreiz bei Kapitalerhöhungen tatsächlich besteht.

Im Fall der Credit Suisse dürfte die Verlockung zum Verkauf des Anrechtes besonders gross gewesen sein, denn der tiefe Emissionspreis der neuen Aktien führte zwangsläufig zu einem hohen Anfangswert des Bezugsrechtes. Dieser direkte Zusammenhang ist deshalb gegeben, weil der Zweck des Bezugsrechtes darin besteht, die bestehenden Aktionäre vor einer Verwässerung ihrer Stimmrechts- und Gewinnanteile sowie ihrer Kapitalanteile zu schützen. Verzichtet ein bestehender Aktionär darauf, seine Bezugsrechte

auszuüben und in der Kapitalerhöhung mitzuziehen, verschlechtert sich automatisch seine Stellung punkto Stimmkraft und Anteil am künftigen Gewinn. Im Fall der Credit Suisse werden die neuen Aktien überdies zu einem Preis angeboten, der deutlich unter dem Wert liegt, der durch das Eigenkapital der Bank gedeckt sein müsste. Mit anderen Worten findet im Fall der Credit Suisse auch noch eine vermutlich substanzielle Kapitalverwässerung statt.

Verschiebungen werden im März klar

Professor Zimmermann stellt deshalb die These in den Raum,

dass die Credit Suisse mit einem höheren Ausgabepreis für die neuen Aktien ein besseres Gesamtergebnis hätte erzielen können. Nicht nur hätten die Aktionäre einen geringeren Anreiz zum Verkauf ihrer Bezugsrechte gehabt, vielmehr wären sie durch den höheren Emissionspreis auch weniger im Kapital verwässert worden. Spätestens im März 2023, wenn die Bank ihren neuen Geschäftsbericht publiziert, wird man sehen können, welche Verschiebungen durch die Kapitalerhöhung in der Eigentümerschaft entstanden sind.

Bei der letzten grossen Kapitalerhöhung der Credit

Suisse im Jahr 2016, in der die Bank aus dem Verkauf von rund einem Viertel neuer Aktien ebenfalls vier Milliarden Franken löste, zeigten nicht zuletzt Schweizer Privatanleger und Schweizer Pensionskassen eine weit unterproportionale Beteiligung. Möglicherweise ist das Gewicht ausländischer Aktionäre in der Credit Suisse derzeit auch aus diesem Grund am Steigen. Der Hauptgrund bleibt freilich der Einstieg der Saudi National Bank, die sich im Rahmen einer Privatplatzierung mit einem Anteil von 9,9 Prozent als neue Grossaktionärin der Schweizer Bank in Stellung gebracht hat.

Swisscom erleidet Niederlage

Glasfaser-Streit Das Bundesgericht unterstützt die vorsorglichen Massnahmen, die von der Wettbewerbskommission (Weko) gegen die Swisscom verfügt worden sind. Diese waren im Oktober 2021 vom Bundesverwaltungsgericht bestätigt worden. In seinem Urteil hat das Bundesgericht nun festgehalten, dass die Massnahmen der Weko nicht willkürlich seien.

Seit 2020 hatte die Swisscom beim Ausbau des Glasfasernetzes auf die Punkt-zu-Multipunkt-Technologie (P2MP) gesetzt. Diese hätte einen schnelleren, schweizweit flächendeckenden Ausbau mit Glasfaser ermöglicht. Die Konkurrenten der Swisscom hatten sich dagegen zur Wehr gesetzt, weil die P2MP-Technologie den Wettbewerb behindere. Auf Intervention der Weko hin konnte die Swisscom die P2MP-Anschlüsse mit wenigen Ausnahmen nicht in Betrieb nehmen und musste auch deren Vermarktung einstellen. «Per Ende September 2022 sind knapp 400 000 Anschlüsse betroffen», heisst es in der Mitteilung der Swisscom. Ein endgültiger Entscheid der Weko steht noch aus: Vom Bundesgericht bestätigt wurden vorsorgliche Massnahmen. Die definitive Verfügung der Weko wird für das nächste Jahr erwartet. Unabhängig vom Ausgang des Rechtsstreits hat die Swisscom bereits im Oktober entschieden, auf eine von der Weko zugelassene Technologie zurückzugreifen. (wap)

Trübe Konjunkturprognosen

Barometer Die Aussichten bleiben düster. Das Barometer der Konjunkturforschungsstelle der ETH (KOF) ist auch im November leicht gefallen. Der Wert liegt nun bei 89,5 Punkten (-1,4).

Das Konjunkturbarometer schliesst damit zum fünften Mal in Folge tiefer ab. Auch im Gastgewerbe und beim privaten Konsum sehen die Konjunkturforscher Verschlechterungen. Im produzierenden und verarbeitenden Gewerbe sind die Signale unterschiedlich. Negative Meldungen sendet etwa die Metallindustrie aus, positive Entwicklungen sieht die KOF dagegen in der Textilindustrie.

Das KOF-Konjunkturbarometer lässt Prognosen über die Entwicklung der Wirtschaft zu. Der langjährige Mittelwert liegt dabei bei 100 Punkten. Nachdem der Wert zu Beginn der Pandemie kräftig abgesackt war, legte er danach ebenso wuchtig zu. Seit dem Ausbruch des Ukraine-Kriegs haben sich die Aussichten aber deutlich eingetrübt.

Derweil gibt es auch von der Lohnfront schlechte Neuigkeiten: Laut der neusten Schätzung des Bundesamts für Statistik zur Lohnentwicklung steigen die Löhne in diesem Jahr nur um 1,1 Prozent. Im ersten Quartal war das BFS noch von einem Wachstum der Nominallohne um 1,9 Prozent und im zweiten Quartal um 2 Prozent ausgegangen. (mg/wap)