

«Gefährlicher als die UBS»

Der Finanzprofessor Martin Janssen schliesst nicht aus, dass die grösste Schweizer Bank noch mehr Kapital benötigt. Konsequenzen aber habe die Finanzkrise vor allem für unser Vorsorgesystem. Die Pensionskassen seien eine Zeitbombe. *Von Claude Baumann und Dan Cermak (Bild)*

Herr Janssen, die UBS hat Staatshilfe von mehr als 60 Milliarden Franken erhalten. Braucht sie weitere Kapitalzuschüsse?

Angesichts der Entwicklung der Aktienkurse und der Prämien zur Versicherung von Kreditausfällen ist zu schliessen, dass die Anleger noch nicht an die definitive Bereinigung der UBS-Bilanz glauben. Die Bilanzsumme der Bank beläuft sich jetzt auf ungefähr 2000 Milliarden Franken. Die 60 Milliarden Franken, die Bund und Nationalbank beisteuern, machen rund drei Prozent aus. In der Bilanz verbleiben auch nach dieser Transaktion heikle Positionen. Das Eigenkapital der UBS beträgt gerade einmal 50 Milliarden Franken. Das ist, obwohl die UBS eine der am besten kapitalisierten Banken weltweit ist, vergleichsweise wenig in diesen unruhigen Zeiten. Wenn die UBS nochmals 2,5 Prozent ihrer Bilanzsumme, was eigentlich nicht so viel ist, abschreiben muss, hätte sie kein Eigenkapital mehr.

Was dachten Sie, als Sie erfuhren, dass die UBS den Staat um Hilfe angeht?

Mich hat nicht so sehr die Operation überrascht, als vielmehr, dass die UBS an der ausserordentlichen Generalversammlung Anfang Oktober einen optimistischen Geschäftsausblick vermittelte, während sie mit dem Bund über ein Paket verhandelte, das höher ist als das Eigenkapital der Bank.

Meinen Sie, dass UBS-Präsident Peter Kurer zum Zeitpunkt der Generalversammlung schon mit den Behörden verhandelte?

Die Konsolidierungsaktion war sicher schon seit Monaten in Vorbereitung. So etwas Durchdachtes kommt nicht in 14 Tagen zustande. Ich nehme an, dass die Schweizerische Nationalbank, die Eidgenössische Bankkommission und das Finanzdepartement, die ja alle eine Verantwortung für den Finanzplatz tragen, das von langer Hand vorbereitet haben. Nachdem die UBS von Oktober 2007 bis April 2008 mehr als 40 Milliarden Franken hatte abschreiben müssen, räumte die EBK ein, dass sie die Bank zu wenig streng beaufsichtigt hatte. Diesen Fehler wollten die Aufsichtsbehörden kein zweites Mal machen. Ab welchem Zeitpunkt die Grossbanken in den Plan eingeweiht wurden, weiss ich nicht.

Warum stiessen die Milliardensubventionen aus Bern selbst in politisch liberalen Kreisen nicht auf mehr Widerstand?

Dass das inländische Geschäft der UBS geschützt werden musste, steht selbst für liberale Ökonomen ausser Zweifel. Trotz der durchdachten Lösung stört mich aber, dass der Aktionär bei dieser Rettungsaktion nicht stärker zur Kasse gebeten wurde. Damit werden meines Erachtens grundlegende Spielregeln verletzt. Geht es einem Unternehmen schlecht, muss zuerst der Aktionär dafür geradestehen, nicht der Steuerzahler. **Das Hilfspaket ist ein Präzedenzfall in der Schweizer Wirtschaftsgeschichte. Wie beurteilen Sie die Konsequenzen?**

Pro Kopf der Schweizer Bevölkerung hat jeder von uns 10 000 Franken beigesteuert. Hätte man die Leute gefragt, ob sie das wollen, hätten sie es wohl verneint. Im Kollektiv wurde aber das Gegenteil beschlossen. Allerdings wird die Zeche nicht von allen gleichmässig bezahlt, sondern mehrheitlich von den grossen Steuerzahlern, teilweise also auch von den Bankern und anderen Finanzmarktteilnehmern selbst.

Was sind die langfristigen Folgen?

Bei der UBS hat die Aktion direkt drei Folgen: Erstens werden in grossem Umfang «toxische» Aktiven aus der Bilanz entfernt. Zweitens wird die Bank rekapitalisiert und drittens wird die Liquidität der UBS erheblich erhöht. Indirekt wird der Finanzplatz Schweiz gestärkt. Trotzdem darf man die negativen Anreizwirkungen sowie die Umverteilungswirkungen, auch zugunsten des Managements und vieler ausländischer Aktionäre, nicht ausser Acht lassen.

Was hätten Sie getan?

Prinzipiell hätte ich – mindestens parallel dazu – eine Kapitalerhöhung unter Ausschluss des Bezugsrechts zu einem Preis, der unter dem aktuellen Aktienkurs liegt, vorgezogen. Zu diesem tiefen Preis hätte nur der Bund Aktien beziehen können; die alten Aktionäre wären nicht berücksichtigt worden. Die so erworbenen Titel hätten innerhalb einer vernünftigen Frist wieder am Markt verkauft werden müssen.

Der Bund glaubt, mit den illiquiden Papieren vielleicht einen Gewinn zu erzielen, wenn die Märkte wieder steigen. Ist das realistisch?

Mich überrascht diese Behauptung. Glaubt man wirklich, dass der Bund, konkret die Nationalbank, aus anderen als dringenden Gründen Grossinvestor eines Investmentvehikels wird? Wollen die Politiker mit solchen Versprechen das verlorengegangene

Vertrauen wieder aufbauen? Ich fühle mich als Steuerzahler nicht ganz ernst genommen! Ich gehe eher davon aus, dass ein Teil des Zuschusses der Nationalbank nicht zurückkommen und über tiefere Nationalbankgewinne letztlich vom Steuerzahler getragen werden wird.

Müssen Banker belangt werden, die mit ihrem Gebaren das Finanzsystem bedrohen?

In den Top-Positionen der grossen Banken erwarte ich keine Heiligen, sondern ausgezeichnete Ökonomen und Banker, die verantwortungsbewusst handeln und die Gesetze einhalten. Dass sie verantwortungsbewusst gehandelt haben, bestreiten heute viele; ob sie die Gesetze eingehalten haben, wird sich weisen. Jedenfalls müssen sich die Manager vorwerfen lassen, elementare ökonomische Prinzipien missachtet zu haben.

Welche denn?

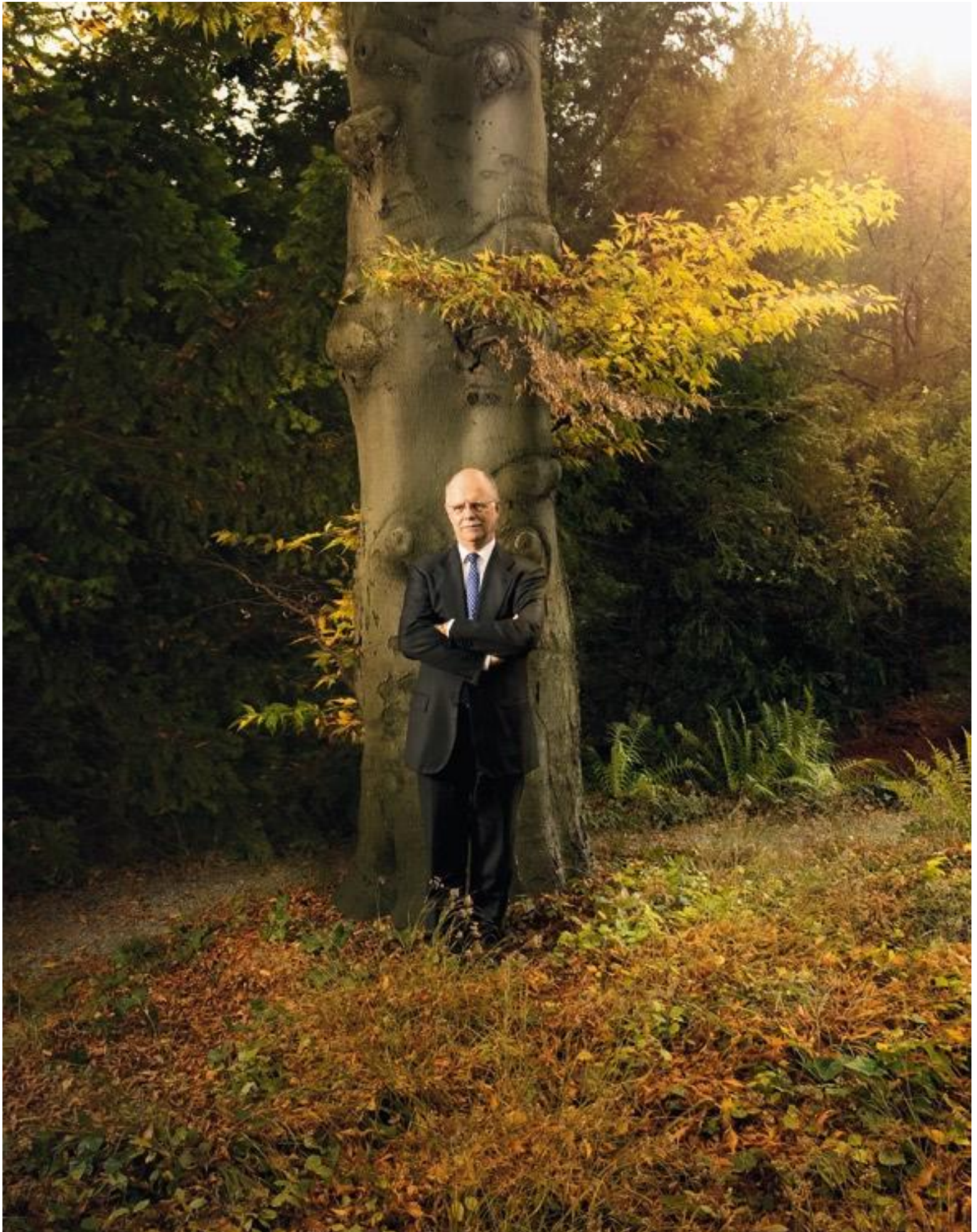
Wenn Obligationen scheinbar risikoloser Schuldner einen höheren Ertrag abwerfen als Staatspapiere, dann stimmt etwas nicht. Es können nicht beide Wertschriften risikolos sein, selbst wenn die Märkte das so erscheinen lassen. Umsichtige Bankleute und Ökonomen sollten in dieser Situation aufhorchen, anstatt diese Konstellation als finanzielles Perpetuum mobile zu deuten und zu übernutzen.

Hat nicht der Staat diese Spekulationswelle ausgelöst, indem er die Zinsen aggressiv senkte und damit eine Politik des billigen Geldes überhaupt erst ermöglichte?

Diese Sicht ist zu einfach. Man kann auch nicht behaupten, dass die Bierproduzenten für den Alkoholismus verantwortlich sind. Exzesse werden immer von einzelnen Personen begangen, wenn die Anreize entsprechend gesetzt sind. Wesentlich dürfte gewesen sein, dass die amerikanische Regierung den Immobilienerwerb direkt und indirekt über grosse Hypothekenfinanzierer unterstützte.

Trägt die Politik eine Schuld an der Krise?

Aus der ökonomischen Theorie und Empirie kennt man die Funktionsweise der Märkte. Man weiss gut, unter welchen Bedingungen die Märkte das zu leisten vermögen, was wir wollen. Man weiss auch, dass es zu möglichst freien Märkten und zu Wettbewerb keine wirklich gute Alternative gibt. Man muss sich aber immer wieder fragen, was «gute Regulation» ist und was «möglichst frei» heisst. Es wäre auf jeden Fall naiv, den



«Wenn von Versagen gesprochen werden muss, liegt die Schuld bei der Politik und nicht beim Markt»: Ökonom Janssen, 60.

Ausweg aus der Finanzmarktkrise nun einfach in «mehr Regulation» zu suchen. Wir brauchen klare Ziele und Regulationsmodelle, das heisst theoretisch fundierte und empirisch gestützte Informationen über die Resultate, die mit verschiedenen Regulationsvarianten erreicht werden können. Wenn von Versagen gesprochen werden muss, liegt die Schuld bei der Politik und nicht beim Markt.

Inwiefern?

Indem die Politik nicht für die notwendige Transparenz in der Bilanz und in den Ausserbilanzvehikeln der UBS sowie für angemessene Anreizmechanismen des Topmanagements gesorgt hat.

Warum hat man nichts unternommen?

Ich sage nicht, dass man nichts unternommen hat. Aber man hat den ökonomischen Mechanismen, insbesondere dem Wettbewerb und den Lohnanreizen, zu wenig vertraut. Und man hat sich das scheinbar Undenkbare, die Illiquidität wichtiger Märkte, zu wenig vorgestellt. Die Aufsichtsbehörden hätten ob der behaupteten 25 Prozent und mehr Kapitalertrag pro Jahr wachsender sein müssen. Entweder übernahmen die Banken zu viele Risiken, oder der Wettbewerb im Bankgewerbe war zu tief oder beides. Von links bis rechts im politischen Spektrum hat man festgestellt,

dass die Anreizmechanismen im System ungesund sind. Wenn man bei einer Transaktion zwar weiss, dass sie ins Auge gehen kann, dass man selber aber nur mögliche positive Konsequenzen trägt, wird fast jeder schwach.

Kann die UBS eingehen?

Ich glaube nicht, dass die UBS eine unsichere Bank ist; sie gehört zu den am besten kapitalisierten Banken weltweit. Aber die UBS wird in allen Geschäftsbereichen von der Konkurrenz hart bedrängt werden: In der Vermögensverwaltung ist das Vertrauen noch nicht wiederhergestellt; das Investmentbanking ist trotz hoher Wertschöpfungsmöglichkeiten auf längere Zeit kaum erfolgversprechend; und im Kreditgeschäft können sich Konkurrenten der UBS billiger refinanzieren. Die Marktgesetze werden die UBS zwingen, ihre Bilanz zu verkürzen. Die Bank wird am Ende des Prozesses eine kleinere Bank sein als heute oder, was ich nicht hoffe, irgendwann ganz oder in Teilen übernommen werden.

Die Finanzkrise hat sich zu einer Hypothek für die gesamte Börse entwickelt. Was für Konsequenzen hat das für unser Vorsorgesystem, das stark von der Entwicklung an den Aktienmärkten abhängt?

Wenn eine Pensionskasse auf korrekten technischen Grundlagen über ihre Verpflichtungen und über die Märkte aufbaut,

hat sie auch mit der Möglichkeit rückläufiger Märkte gerechnet und Massnahmen getroffen. Bei der Pensionskasse der Stadt Zürich, beispielsweise, wurden schon vor Jahren Interventionsgrenzen definiert, mit denen das Risiko gesteuert wird, um nicht ohne Gegenmassnahmen in eine Unterdeckung zu geraten.

Viele Vorsorgeeinrichtungen hatten kaum so ein goldenes Händchen.

Ich würde nicht von einem goldenen Händchen sprechen, sondern von einer guten Geschäftsführung. Das wirkliche Problem liegt in falschen technischen Grundlagen: Man rechnet mit einer zu tiefen Lebenserwartung und mit zu hohen Zinsen. Der Kapitalstock der Zweiten Säule liegt im Moment bei rund 550 Milliarden Franken. Versprochen werden aber über 100 Milliarden Franken mehr. Man rechnet mit falschen Zahlen, damit alles viel besser aussieht, als es tatsächlich ist. Seit mindestens zehn Jahren weiss man, dass unser Vorsorgesystem nicht mehr im Lot ist. Da wächst eine enorme Blase heran.

Ohne dass ein Politiker diese Bedrohung aufgreift. Warum nicht?

Weil es unangenehm ist. Weil man die Renten kürzen müsste. Der Mindestumwandlungssatz, mit dem das angesparte Kapital in eine Rente umgerechnet wird, soll von heute 6,8 Prozent bis zum 1. Januar 2011 auf

Martin C. Janssen

Der 60-jährige Zürcher lehrt als ausserordentlicher Professor für Finanzmarktökonomie am Bankeninstitut der Universität Zürich. Gleichzeitig führt er eine kleine Unternehmensgruppe, die er gegründet hat. Janssen zählt zu den führenden Pensionskassenexperten der Schweiz. Seit langem warnt er davor, dass viele Vorsorgeeinrichtungen ihre Verpflichtungen zu tief einschätzen und das System langfristig gefährden. Janssen studierte und doktorierte an der Universität Zürich und absolvierte eine Postgraduate-Ausbildung im amerikanischen Rochester. Von 1972 bis 2000 nahm er diverse Lehraufträge wahr, seit 2000 ist er in seiner heutigen Funktion tätig. 1986 gründete er die Ecofin-Gruppe. Mit ihren knapp 50 Beschäftigten berät sie Vorsorgeeinrichtungen wie die Pensionskasse der Stadt Zürich oder jene der SBB und erstellt Software für Banken. Zudem führt sie zwei Sammelstiftungen. Sie betreut Vermögensmandate von gegen 100 Milliarden Franken. Janssen hat eine 18-jährige Tochter und lebt mit seiner Partnerin im Zürcher Vorort Küsnacht. (cb)

6,4 Prozent gesenkt werden. Obwohl man genau weiss, dass 6,4 Prozent schon heute viel zu hoch sind. Da brennt die Lunte einer Zeitbombe, die – gemessen am betroffenen Kapital – vermutlich gefährlicher ist als das ganze Problem der UBS. Und trotzdem unternehmen die Politiker praktisch nichts.

Was ist zu tun?

Ich bin überzeugt, dass wir die freie Wahl intelligent regulierter, straff geführter Pensionskassen brauchen. Die Lösung müsste flexibler, fairer und kostengünstiger sein. Wichtig ist die Einsicht, dass es keine sicheren Renten auf der Basis eines durch die Politik gesetzten Zinssatzes geben kann und geben darf, der deutlich über dem Marktzins liegt. Die Rentner sollen wählen können: Entweder haben sie auf der Basis des risikolosen Marktzins eine sichere, dafür tiefere Rente, oder sie gehen höhere Risiken ein, mit der Aussicht auf eine höhere Rente.

Welche Lehren kann die Bankbranche aus dieser Finanzkrise ziehen?

Im Finanzsektor braucht es wieder mehr Ehrlichkeit und Anstand. In den letzten Jahren wurden vielen privaten, ja selbst institutionellen Anlegern Anlageprodukte aufgeschwatzt, welche die Verkäufer selber nie gekauft hätten. Das hätte nicht geschehen dürfen. Das Geschäftsmodell der Banken muss wieder vermehrt in den Dienst des

Kunden gerückt werden. Die Unwissenheit des Kunden darf nicht ausgenützt werden. Im Spital darf ein Patient auch nicht schlecht behandelt werden, nur weil er seine Krankheit nicht benennen kann.

Letztlich trägt der Kunde die Verantwortung.

Selbstverständlich, aber nochmals: Der Arzt, der Rechtsanwalt und der Banker haben, wie andere Berater auch, wegen ihrer Stellung und Ausbildung eine Verantwortung gegenüber dem Kunden. Es soll ihm nichts verkauft werden, was der Verkäufer mit seinem Wissen in der Situation des Käufers nicht kaufen würde. Das ist zentral. Ebenso wie der Banker auf den Anstand des Arztes bauen darf, muss sich der Anleger auf das Wissen und den Anstand des Bankberaters verlassen können. Und der Anleger muss sich ebenfalls darauf verlassen können, dass die Aufsichtsbehörden für genügend Transparenz auch in täglichen Bankgeschäften sorgen, damit unnötig teure oder komplexe Finanzprodukte und -dienstleistungen erst gar nicht angeboten werden. Ich hoffe, dass bei der Bereinigung der Krise nicht nur die grossen strategischen Probleme bereinigt werden. Die Banker, die unnötige Finanzoperationen zu Lasten der Kunden vornehmen und sich dafür noch fürstlich belohnen, sollten am Ende der Krise nicht mehr im Bankgewerbe tätig sein. ○