



ZUGERBERG FINANZ
AKTIENGESELLSCHAFT



Licht und Schatten bei den Schweizer Grossbanken

29. Oktober 2014

Die Grossbanken-Resultate sind veröffentlicht. Die UBS und die Credit Suisse (CS) schneiden zwar ordentlich ab, dennoch gibt es in deren Ergebnissen Licht und Schatten. Bei der UBS überwogen die guten Aussagen. Da scheint uns der operative Trend zur Besserung intakt und überzeugend, gerade auch im global immer wichtigeren Bereich «Wealth Management». Seit gestern morgen ist klar, dass die Dividendenstory trotz hoher Rechtsrisiken ungefährdet bleibt. Solange die Kapitalquote nicht unter 13% fällt, werden rund 50% ausgeschüttet. Das führt zu einer geschätzten Dividendenrendite von 5%. In einem Umfeld, in dem man auf sicheren Anlagen praktisch nichts mehr verdient ist das ungeheuer viel. Bei der CS sieht es viel schlechter aus. Die Kapitalausstattung ist tief, sie gilt gar als so knapp kapitalisiert, dass selbst ein Dividendenausfall nicht mehr überraschend wäre. Dafür weist sie jedoch deutlich tiefere Rechtsrisiken aus.

Überraschend hoch waren die Rückstellungen bei der UBS. Von den Rückstellungen für Rechtsrisiken im 3. Quartal 2014 von CHF 1,836 Mrd. stammen CHF 1,688 Mrd. aus dem Investment Banking. Die UBS hält sich aber vollkommen bedeckt, für welche Fälle die Rückstellungen getätigt wurden. Die beiden teuersten ausstehenden Rechtsfälle dürften die Fälle mit den Hypothekarverbriefungen und den Wechselkursmanipulationen sein. Persönlich halte ich den Betrag nicht für sehr hoch, es würde mich sogar überraschen, wenn es inskünftig nicht zu weiteren hohen Rückstellungen im Zusammenhang mit den Rechtsrisiken in der Bankbranche kommen sollte. Diese führen sowohl im vierten Quartal 2014 wie auch in den folgenden Quartalen gewiss zu weiteren Rückstellungen. Aber mit jeder Ungewissheit, die wegfällt, dürfte der



ZUGERBERG FINANZ
AKTIENGESELLSCHAFT

Aktienkurs positiv reagieren. insbesondere, wenn der grösste Fall (Wechselkursmanipulationen) gelöst sein wird. Gleichzeitig ist zu vermerken, dass die CS diesbezüglich von «keiner materiellen Exponierung» gesprochen hat. Interessant ist auch, dass die UBS für den Steuerfall in Frankreich trotz der Kautionszahlung keine Rückstellungen gebildet hat. Gemäss Aussagen des Managements könnte sich dieser Fall noch Jahre hinziehen. All dies gilt es zu berücksichtigen, bevor man eine Unternehmensbewertung macht.

Diese beruht aber in der Regel nicht auf vergangenen Sündenfällen, sondern auf dem Barwert zukünftiger Erträge. Und dieser ist bei UBS erfreulich. Die Performance im Segment Wealth Management war aus Aktionärssicht sehr positiv. Das Nettoneugeldwachstum lag bei +4.2% (p.a.) und die Assets under Management stiegen gegenüber dem Vorjahr um insgesamt 11% (auch dank des stärkeren US-Dollars und Börsengewinnen). Dank der Volatilität der Wechselkurse im September war auch die Bruttomarge gut. Die Marge weist im Gegensatz zur CS einen positiven Trend auf – was wir an dieser Stelle nur aus Aktionärssicht und nicht aus Kundensicht beurteilen wollen, denn ein Teil des Anstiegs der Marge stammt gemäss UBS aus der Umsetzung von neuen Preismodellen.

Hinsichtlich der Transparenz liegt der Vorteil bei der CS: Diese zeigt auf ihrer Website die gesammelten Meinungen, Schätzungen und Prognosen der Analysten sowie die daraus abgeleiteten Konsensdaten zu ihrer Geschäftsentwicklung. Die UBS macht eine vergleichbar detaillierte Erhebung unter ihren Analysten (mittels einem Excel-Spreadsheet mit rund 200 Eingabezeilen), doch macht sie den daraus errechneten Konsens nicht publik. Die auf Bloomberg verfügbaren Konsensdaten für die beiden Grossbanken sind unbrauchbar, weil unklar bleibt, ob sich die Schätzung auf das Ergebnis vor oder nach Rechtsrisiken bezieht. Und das bleibt derzeit ein zentraler Einfluss auf deren adjustierte Ergebnisse.

Herzlich,

Maurice Pedernana
Chefökonom und Geschäftsführender Partner