

Auswirkungen des regulatorischen Filters auf die Credit Suisse

Gutachten gemäss Auftrag der PUK CS-Notfusion vom 3. Sept. 2024

Zusammenfassung

Der regulatorische Filter ermöglichte bei seiner Einführung den Übergang von der Sammelbewertung zur Einzelbewertung der Beteiligungen der CS AG (Parent) ohne Rückgang der ausgewiesenen Eigenmittel. Der Filter fiel bei seiner ersten Anrechnung per Ende 2019 allerdings doppelt so hoch aus wie bei seiner Konzeption 2017 von CS und FINMA erwartet. Ohne Anwendung des Filters wäre die Eigenmittelquote (Capital Ratio) der CS AG per Ende 2019 um 3 Prozentpunkte (später um 5 Prozentpunkte) tiefer ausgefallen. Im Zeitablauf nahm das Gewicht des Filters an den ausgewiesenen Eigenmitteln zu, da die anhaltenden Verluste die Marktwerte (Fair Values) der Beteiligungen schmälerten. Ohne den Filter wäre die Capital Ratio von 10% Ende 2019 auf 5% im III. Quartal 2022 gefallen.

Die FINMA erwartete, dass die ausgewiesenen Eigenmittel der CS dank des Filters auch im Zeitablauf robust sein würden gegen Wertveränderungen der Beteiligungen. In den auf die Einführung folgenden Jahren schützte der Filter die Eigenmittel zunächst tatsächlich vor dem weiteren Rückgang der Fair Values. Der Anteil des Filters an den gesamten Eigenmitteln stieg dabei aber bis auf die Hälfte.

Die Voraussetzung des Filters – entsprechende Wertreserven auf unterbewerteten Beteiligungen (mit Fair Value über dem Buchwert) – war aber aufgrund anhaltender Verluste der CS immer weniger gegeben. Die ausgewiesenen Eigenmittel stiessen an ihre gesetzliche Untergrenze. Spätestens ab 2022 konnte der Filter weitere Wertminderungen, die bei der obligatorischen externen Sonderprüfung festgestellt worden waren, kaum mehr auffangen.

Der unvollständige Schutz der Eigenmittel vor Wertminderungen liegt an der Mechanik des Filters. Der Filter schützte die ausgewiesenen Eigenmittel gegenüber rückläufigen Fair Values nur, solange genügend Wertreserven vorhanden sind. Dieser Umstand trug dazu bei, die finanzielle Situation der CS und die Entscheidungssituation für die FINMA erst per Mitte 2022, dann aber rasch, zuzuspitzen.

Der Filter erlaubte es der CS, den Anschein genügender Kapitalisierung bis zum Schluss aufrechtzuerhalten. Er zwang dementsprechend die FINMA nicht zur Anordnung früherer oder grösserer Kapitalerhöhungen. Ob sich die CS ohne den Filter früher hätte rekapitalisieren müssen und dadurch überlebt hätte, lässt sich kaum beurteilen.

Résumé

Lors de son introduction, le filtre a permis de passer d'une évaluation globale des participations de Credit Suisse SA (maison mère) à leur évaluation individuelle, sans diminution des fonds propres déclarés. Cependant, lors de sa première application fin 2019, le filtre s'est révélé deux fois plus élevé que ne l'avaient envisagé Credit Suisse et la FINMA lors de sa conception en 2017. Sans filtre, le ratio de fonds propres de Credit Suisse SA aurait baissé de 3 points de pourcentage à la fin de 2019 (plus tard, de 5 points de pourcentage). Au fil du temps, le poids du filtre sur les fonds propres déclarés a augmenté, les pertes continues ayant fait fondre la valeur de marché (*fair value*) des participations. Sans filtre, le ratio de fonds propres serait passé de 10 % à la fin de 2019 à 5 % au troisième trimestre 2022.

La FINMA s'attendait à ce que, grâce au filtre, les fonds propres déclarés de Credit Suisse restent solides sur la durée face aux fluctuations de valeur des participations. Dans les années qui ont suivi son introduction, le filtre a effectivement protégé dans un premier temps les fonds propres de la baisse continue des *fair values*, mais sa part dans la totalité des fonds propres a augmenté au point de finir par en représenter la moitié.

La condition à l'utilisation du filtre – des réserves de valeur correspondantes sur des participations sous-évaluées (avec une valeur de marché supérieure à la valeur comptable) – était toutefois de moins en moins remplie du fait des pertes constantes essuyées par Credit Suisse. Les fonds propres déclarés ont atteint leur limite inférieure légale. À partir de 2022 au plus tard, le filtre ne pouvait guère plus absorber les nouvelles pertes de valeur constatées par le contrôle spécial externe obligatoire.

Le fait que le filtre ne protège pas complètement les fonds propres des pertes de valeur s'explique par son mode de fonctionnement : le filtre a protégé les fonds propres déclarés face à la diminution des *fair values* seulement tant qu'il y avait des réserves de valeur en quantité suffisante. Cela a contribué à ce que la situation financière de Credit Suisse et le contexte de décision pour la FINMA ne se détériorent qu'à partir de la mi-2022 ; à partir de ce moment-là, la situation s'est alors aggravée très rapidement.

Le filtre a permis à Credit Suisse de maintenir l'apparence d'une capitalisation suffisante jusqu'à la fin. En conséquence, il n'a pas obligé la FINMA à ordonner d'augmentations de capital plus tôt ou de plus grande ampleur. Il n'est guère possible d'évaluer si, sans le filtre, Credit Suisse aurait dû se recapitaliser plus tôt et aurait ainsi survécu.

Sintesi

Dalla sua introduzione, il filtro prudenziale ha permesso di passare dalla valutazione globale alla valutazione singola per le partecipazioni di Credit Suisse SA (banca madre) senza determinare una diminuzione dei fondi propri contabilizzati. Tuttavia, la prima volta in cui il filtro è stato computato a fine 2019, il suo importo era raddoppiato rispetto a quanto atteso da Credit Suisse e dalla FINMA nel 2017, anno in cui il filtro è stato progettato. Senza di esso, a fine 2019 la quota dei fondi propri (*capital ratio*) di Credit Suisse SA sarebbe risultata inferiore di 3 punti percentuali (in seguito di 5 punti percentuali). Nel corso del tempo, la rilevanza del filtro rispetto ai fondi propri contabilizzati è aumentata, poiché le perdite persistenti erodevano i valori di mercato (*fair value*) delle partecipazioni. Senza il filtro la quota dei fondi propri sarebbe scesa dal 10 per cento a fine 2019 al 5 per cento nel terzo trimestre 2022.

La FINMA si aspettava che grazie al filtro i fondi propri contabilizzati di Credit Suisse sarebbero stati in grado di contrastare le variazioni di valore delle partecipazioni. Negli anni successivi alla sua introduzione, il filtro ha effettivamente protetto i fondi propri innanzitutto da un'ulteriore diminuzione dei *fair value*. La quota del filtro sul totale dei fondi propri è però aumentata solo della metà.

Tuttavia, a causa delle persistenti perdite di Credit Suisse, il presupposto per l'applicazione del filtro – riserve di valore su partecipazioni sottovalutate (con *fair value* superiore al valore contabile) – era sempre meno presente. I fondi propri contabilizzati avevano raggiunto il limite inferiore previsto dalla legge. Al più tardi dal 2022 il filtro non è più stato in grado di contrastare ulteriori diminuzioni di valore constatate in occasione della verifica speciale esterna obbligatoria.

La protezione incompleta dei fondi propri da diminuzioni di valore è riconducibile al meccanismo del filtro. Quest'ultimo protegge i fondi propri contabilizzati rispetto a *fair value* in diminuzione fintanto che sono disponibili sufficienti riserve di valore. Questa circostanza ha contribuito ad aggravare, inizialmente nella metà del 2022, ma poi più rapidamente, la situazione finanziaria di Credit Suisse e la situazione decisionale della FINMA.

Il filtro ha permesso a Credit Suisse di continuare a dare sino alla fine l'impressione di disporre di una capitalizzazione sufficiente. Non ha quindi costretto la FINMA a ordinare aumenti di capitale anticipati o più consistenti. È difficile affermare se in assenza del filtro Credit Suisse avrebbe dovuto ricapitalizzarsi prima e se sarebbe quindi sopravvissuto.

Inhaltsverzeichnis

ZUSAMMENFASSUNG	1
1. DER AUFTRAG	3
2. DER REGULATORISCHE FILTER	4
A) DER FILTER: DIE IDEE.....	4
B) HINTERGRUND: DIE BEWERTUNG VON BETEILIGUNGEN DER CS	5
C) DEFINITION DES REGULATORISCHEN FILTERS	6
D) BEDEUTETE DER FILTER EINE ERLEICHTERUNG DER EIGENMITTELANFORDERUNGEN?.....	7
3. DIE MECHANIK DES FILTERS	9
4. WIRKUNG DES FILTERS AUF DIE EIGENMITTEL DER CS AG	10
A) BEI DER EINFÜHRUNG.....	10
B) IM ZEITABLAUF	11
<i>Periode 2019-2021</i>	11
<i>Jahr 2022</i>	12
<i>Umbuchung Ausland—Inland</i>	13
<i>Veränderte Rolle des Filters</i>	14
<i>Die Bewegungsfreiheit der CS</i>	14
<i>Prozykikalität</i>	15
C) DER EINFLUSS DER PRÜFBERICHTE.....	16
5. DER EINFLUSS DES FILTERS AUF DIE HALTUNG DER FINMA	19
A) DIE VORSICHTIGE LINIE DER FINMA	19
B) DAS REGULATORISCHE DILEMMA.....	21
C) DIE ROLLE DES FILTERS.....	21
6. FAZIT	22
7. NACHWORT ZUM THEMA EIGENMITTEL	24
ANHANG	25
ANHANG 1: DIE CS-GRUPPE	25
ANHANG 2: DIE ABHÄNGIGKEIT DES REGULATORISCHEN FILTERS VON WERTVERÄNDERUNGEN: EIN ZAHLENBEISPIEL.....	26
ANHANG 3: ERGEBNISSE DER PRÜFUNG DES FILTERS DURCH BDO	28
ANHANG 4: STELLUNGNAHMEN DER SNB UND DER FINMA	30

1. Der Auftrag

Die FINMA hat 2017 der Credit Suisse einen sogenannten “regulatorischen Filter” (basierend auf Art. 4 Abs. 3 BankG) gewährt. Mit diesem Filter sollten die Auswirkungen einer Änderung der Rechnungslegungsvorschriften (Umstellung der Bewertung von Beteiligungen von Portfoliobewertung auf Einzelbewertung) von der Eigenmittelberechnung getrennt werden.

Der Gutachter hatte den Auftrag, die **ökonomischen** (nicht die juristischen) **Auswirkungen des Filters** zu untersuchen und zu bewerten. Folgende Fragen waren zu beantworten:

- a) Wie war die generelle Wirkungsweise dieses Filters?
- b) Welche konkreten Auswirkungen hatte der Filter auf die Kapitalisierung der Parent Bank Credit Suisse AG?
- c) Wie hätte die Kapitalsituation der Bank (2017-2022/23) ohne regulatorischen Filter ausgesehen?
- d) Welche Auswirkungen hatte der Filter auf die Einhaltung der Vorgaben, insbes. der Kapitalvorgaben, der FINMA für die Credit Suisse AG? Für die Credit Suisse Group AG?

Der vorliegende Bericht versucht, diesen Auftrag umzusetzen. Nicht behandelt werden folgende, ausserhalb des Auftrags liegende Themen:

- Die Vorgeschichte¹ der Einführung des Filters;
- Die Frage, ob die mit der neuen Rechnungslegung (Einzelbewertung) verbundene Verschärfung der Eigenmittelvorschriften (ohne Filter) vorzuziehen gewesen wäre, wie die SNB geltend machte.²

Der Gutachter hatte Zugang zu einer Reihe vertraulicher Unterlagen. Ferner hatte der Gutachter die Gelegenheit, seine Ergebnisse am 2. Okt. 2024 vor der PUK CS zu präsentieren. Erkenntnisse aus der Diskussion sind in den Bericht eingeflossen.

Die FINMA und die SNB hatten Gelegenheit, den Bericht im Hinblick auf sachliche Fehler zu prüfen. Der Gutachter profitierte von einigen sachlichen Präzisierungen. Die verbleibenden inhaltlichen Differenzen hinsichtlich Einschätzung sind in Anhang 4 ausgewiesen.

¹ Das Konzept eines regulatorischen Filters ist keine schweizerische Erfindung. Es stammt aus der internationalen Diskussion, ob Eigenmittel basierend auf (trägen) Buchwerten oder (volatilen) Marktwerten gemessen werden sollen. Die internationale Tendenz weg von der Tradition der Buchwerte in Richtung stärkerer Beachtung der Marktwerte führte deshalb zur Einführung eines “Filters”, der die Bewertung der Eigenmittel von kurzfristigen Marktbewegungen abschirmen sollte. Im Rahmen der Empfehlungen unter Basel III wurde dieser wieder abgeschafft. Siehe dazu: Andreas Fuster and James Vickery, “Regulation and Risk Shuffling in Bank Securities Portfolios”, *Federal Reserve Bank of New York Staff Reports*, no. 851, Juni 2018. Ferner werden Filter gemäss FINMA auch in anderen regulatorischen Zusammenhängen verwendet.

² Stellungnahme der SNB zuhanden der FINMA vom 10. Oktober 2017.

2. Der regulatorische Filter

a) Der Filter: Die Idee

In der Diskussion um den regulatorischen Filter spielen verschiedene Begriffe aus der Rechnungslegung eine Rolle. Diese sind im Kasten **Glossar: Wertbegriffe** erläutert.

Glossar: Wertbegriffe (vereinfacht)³

Einstandspreis: Preis, zu dem eine Beteiligung gekauft wurde; auch: Anschaffungswert.

Buchwert: Preis, zu dem eine Beteiligung aktuell in den Büchern der Bank steht. Der Begriff Buchwert wird z.T. auch normativ verwendet für den Wert, zu dem eine Beteiligung nach geltenden Regeln (Niederstwertprinzip) verbucht werden *müsste*. Hier wird jener Wert, um ihn vom neutralen Begriff des Buchwerts zu unterscheiden, vereinfachend als Niederstwert (siehe unten) bezeichnet.

Fair Value: Der bei möglichst objektiver Schätzung erzielbare Preis: wenn vorhanden, der Marktwert; alternativ der bei einem Verkauf mutmasslich erzielbare Erlös; subsidiär der Gegenwartswert künftiger Erträge.

Niederstwert: Der niederste der möglichen Werte einer Beteiligung, d.h. der Betrag zu dem die Beteiligung gemäss Niederstwertprinzip (Art. 960c OR) bewertet werden müsste; bei unterbewerteten Beteiligungen in der Regel der Einstandspreis; bei überbewerteten Beteiligungen der Fair Value.⁴

Carrying Value: Von der CS zum Teil verwendet im Sinne von Buchwert plus regulatorischer Filter (hier nicht verwendet).

Eigenmittel: Die ökonomischen Eigenmittel im Sinne der Differenz zwischen dem Vermögen einer Bank und ihrer Verbindlichkeiten.

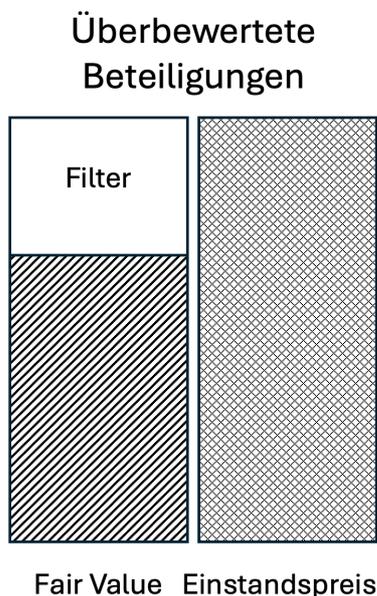
Regulatorische Eigenmittel:
(im folgenden auch "anrechenbare" oder "ausgewiesene" Eigenmittel: Die zur Erfüllung der Mindestanforderungen zählenden Eigenmittel.

³ Siehe dazu: Vogt, Hansueli, "Gesellschaftsrecht", https://www.rwi.uzh.ch/static/elt/ist-vogt/gesellschaftsrecht/rechnungslegung/de/html/buchfuehrungsrecht_vorsichtsprinzip.php, abgerufen am 28. Okt. 2024.

⁴ Anerkannte Standards wie IFRS, US GAAP, Swiss GAAP FER relativieren das Niederstwertprinzip im Interesse einer möglichst "true and fair view".

Die Grundidee des regulatorischen Filters ist in **Grafik 1** dargestellt.

Grafik 1: Einstandspreis, Fair Value und der Filter



Eine Bank habe eine Beteiligung gekauft und diese zum Einstandspreis verbucht. Nach dem Kauf hat die Beteiligung jedoch an Wert verloren. Der Fair Value, d.h. der erzielbare Wert (der Marktwert, bzw. dessen beste Schätzung), (linke, schraffierte Säule) dieser Beteiligung liegt damit unter dem Einstandspreis (rechte Säule).

Gemäss dem Niederstwertprinzip ist die Anlage zum geringeren der beiden Werte, also zum Fair Value, zu verbuchen. Als Folge nehmen die Aktiven der Bank und damit ihre Eigenmittel um den Differenzbetrag ab. Nun erlaubt aber die Aufsichtsbehörde der Bank (aus weiter unten erläuterten Gründen), für die regulatorische Eigenmittelberechnung den Differenzbetrag zu den Eigenmitteln wieder hinzuzuzählen. Für die Eigenmittel zählt damit nach wie vor der ursprüngliche (nicht mehr

realistische) Einstandspreis. Dieser Differenzbetrag heisst in der Terminologie der Aufseher "regulatorischer Filter". Die FINMA hat der Credit Suisse AG (Parent) die Verwendung eines solchen Filters ab Ende 2019 erlaubt.

b) Hintergrund: Die Bewertung von Beteiligungen der CS

Im Zentrum der folgenden Überlegungen steht die CS AG (Parent), da diese gemäss FINMA am schwächsten kapitalisiert war und dadurch das schwächste Glied in der Kette darstellte.⁵ Die CS AG (Parent) verfügte per Ende 2019 (dem Datum der erstmaligen Zulassung des Filters) über Beteiligungen im Buchwert von CHF 87,0 Mia. Davon waren CHF 15,2 Mia. inländische Beteiligungen, v.a. jene der CS (Schweiz) AG, und CHF 71,8 Mia. ausländische Beteiligungen.⁶ Ein Teil der Beteiligungen waren aufgrund von Verlusten in der jüngeren Vergangenheit zu Buchwerten (BW) eingesetzt, die über den Fair Values (FV) lagen. Innerhalb der Verbuchung als Gesamtportfolio wurden diese Überbewertungen aufgewogen durch Unterbewertung auf anderen Beteiligungen, bei denen die Fair Values über den Buchwerten lagen.

Beim Übergang zur Einzelbewertung hätten nach dem geltenden Niederstwertprinzip die unterbewerteten Beteiligungen ($FV > BW$) weiterhin zum bisherigen Buchwert bewertet werden müssen, die bis anhin überbewerteten Beteiligungen ($FV < BW$) aber neu zu den unter den bisherigen Buchwerten liegenden Fair Values. Dies hätte den ausgewiesenen Wert der

⁵ Bericht der FINMA *Lessons Learned aus der CS-Krise* Bern [im folgenden zitiert als *Lessons Learned*], 19. Dezember 2023, S. 7;

⁶ Siehe Tabelle 3, unten.

Beteiligungen – und damit die regulatorischen Eigenmittel – um rund CHF 15 Mia. vermindert.

c) Definition des regulatorischen Filters

Kapitalverluste als Teil der Eigenmittel

Die FINMA erklärte sich bereit, der CS folgende Sonderregelung (nachfolgend “regulatorischer Filter”) zu gewähren:⁷

Die aus der Umstellung von der Sammelbewertung zur Einzelbewertung resultierenden Kapitalverluste gemäss Rechnungslegungsvorschriften dürfen für regulatorische Zwecke dem harten Kernkapital wieder zugerechnet werden.

Notwendige Deckung

Der Filter zählt jedoch nur, soweit er durch **Bewertungsreserven aus unterbewerteten Beteiligungen** (FV>BW) gedeckt ist.⁸ Dadurch wird verhindert, dass durch den Wechsel von der Sammelbewertung zur Einzelbewertung (mit Filter) die ausgewiesenen Eigenmittel sogar steigen. Dieser Sachverhalt ist in Grafik 2 dargestellt: Dem Filter auf einem überbewerteten Beteiligungsportefeuille (rechte Seite), muss eine mindestens gleich hohe Wertreserve auf einem unterbewerteten Portefeuille (linke Seite) gegenüberstehen.

Eigenmittelpflicht

Ferner ist der Betrag des Filters (als fiktives Aktivum) selber auch mit Eigenmitteln zu unterlegen; d.h. er wird den Risk Weighted Assets (RWA) zugerechnet.⁹ Dadurch blieben beim Übergang zur Einzelbewertung nicht nur die Eigenmittel der CS (der Zähler der Capital Ratio), sondern auch die unterlegungspflichtigen Anlagen (der Nenner der Capital Ratio), und damit die Capital Ratio (CET1/RWA) unverändert.¹⁰

Zudem verlangte die FINMA:¹¹

- Die **Offenlegung** der von der Rechnungslegung abweichenden Behandlung im Rahmen der Berichterstattung zu den Eigenmitteln.¹²

⁷ FINMA-Verfügung TBTF2 (Dispositivziffer 46 (a)).

⁸ FINMA-Verfügung TBTF2 (Dispositivziffern 45 und 48).

⁹ Die Risikogewichte für den Filter betragen 200%, mit jährlichen Zuschlägen bis 2028 von 5% (Inland und 20% (Ausland); FINMA-Verfügung TBTF2 (Dispositivziffer 37).

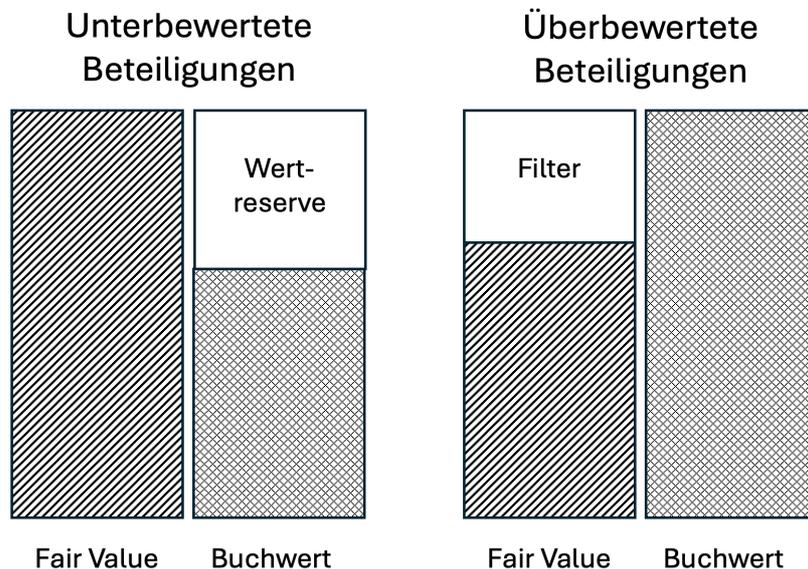
¹⁰ Die SNB kritisierte in ihrer Stellungnahme, dass die FINMA die Gelegenheit zu einer Verschärfung der Eigenmittelanforderungen nicht wahrnehmen wollte, siehe Stellungnahme der SNB zum Verfügungsentwurf vom 10. Okt. 2017.

¹¹ FINMA-Verfügung TBTF2 (Dispositivziffer 47).

¹² In der Praxis bedeutet dies, dass die CS AG (Parent) den Betrag des Filters in ihrer vierteljährlichen Berichterstattung (Regulatory Disclosures) unauffällig im Text aufführte. Wie der jeweilige Betrag zustande kam, gab sie nicht an. Auch wurden die Zahlen nirgends als Zeitreihe veröffentlicht.

- Eine zusätzliche Prüfung der dem Filter zugrundeliegenden Bewertungen der Beteiligungen durch einen von der FINMA eingesetzten Prüfbeauftragten (**Plausibilitätsprüfung**).

Grafik 2: Die Wertreserve als Voraussetzung des Filters



d) Bedeutete der Filter eine Erleichterung der Eigenmittelanforderungen?

Die Antwort auf diese Frage hängt davon ab, womit man die Anforderungen nach Gewährung des Filters vergleicht. Vergleicht man mit den Anforderungen gemäss den bei der Gewährung des Filters (2017), bzw. bei seiner ersten Anwendung (Ende 2018), geltenden Vorschriften, so lautet die Antwort: Ja. Grundsätzlich galten (a) die Einzelbewertung und (b) das Niederstwertprinzip. Wie **Grafik 2** illustriert, hätten ohne Filter die überbewerteten Beteiligungen (rechte Seite) also zu ihrem – unter dem Buchwert liegenden – Fair Value gezählt werden müssen.

Vergleicht man indessen die Anforderungen von 2019 mit den zuvor geltenden Anforderungen, so lautet die Antwort: Nein. In dieser Sicht vermeidet der Filter lediglich eine Verschärfung durch den Übergang zur Einzelbewertung. In der Gesamtbewertung zählten beide in Grafik 2 dargestellten Beteiligungs-Portefeuilles zusammen. Nach dem Niederstwertprinzip waren die im Vergleich zu den Fair Values gesamthaft geringeren Buchwerte einzusetzen. Damit hätte aber auf dem überbewerteten Portfolio (rechte Seite) nur noch der Fair Value zu den regulatorischen Eigenmitteln gezählt.

Die FINMA berücksichtigte beide Sichtweisen. Gegenüber der CS betonte sie im Sinne der erstgenannten Sichtweise die mit dem Filter verbundene Erleichterung.¹³ Gegenüber der

¹³ “Die TBTF-Verfügung sieht für die CSAG ... eine Sonderregelung vor. Während die Beteiligungen gemäss Rechnungslegung der Einzelbewertung unterliegen, wurde der CSAG die Erleichterung gewährt, für die

PUK betonte sie eher die zweite Sicht. Sie wollte die knapp kapitalisierte CS vor einem buchhalterisch bedingten Rückgang der ausgewiesenen Eigenmittel bewahren. Der regulatorische Filter habe die durch die geänderten Rechnungslegungsvorgaben “mechanisch” erfolgte Reduktion der anrechenbaren Eigenmittel der CS AG (Parent) teilweise neutralisiert. Ferner sei der Filter aus ökonomischer Sicht gerechtfertigt gewesen, da durch die individuelle Bewertung aus der Rechnungslegung keine Vermögenswerte vernichtet wurden und damit auch die Werthaltigkeit der Eigenmittel erhalten blieb.¹⁴ Zudem machte die FINMA geltend, der Filter sei Teil eines Gesamtpakets gewesen, das auch Verschärfungen enthielt. Er dürfe daher nicht isoliert beurteilt werden.¹⁵

Die FINMA bestritt auch, dass der Filter im Vergleich mit der UBS einen Wettbewerbsvorteil bedeutet habe. “Für die UBS war der regulatorische Filter nicht erforderlich. Sie war von der Änderung in der Rechnungslegungsverordnung nicht betroffen. Für die UBS und die Credit Suisse kamen dieselben Bestimmungen der Eigenmittelverordnung zur Anwendung.”¹⁶ Die Eigenmittelanforderungen beider Banken hätten auf dem gleichen konzeptionellen Rahmen basiert. Unterschiede habe es nur gegeben z.B. aufgrund des Geschäftsvolumens oder des Marktanteils.¹⁷ Tatsächlich hatte die UBS bereits auf Einzelbewertung umgestellt und brauchte deshalb keinen Filter.¹⁸

Die Argumentation der FINMA zur Frage der Wettbewerbsneutralität überzeugt nicht ganz. Der entscheidende Unterschied zwischen den beiden Banken dürfte darin bestanden haben, dass die UBS, anders als die CS, nicht mit überbewerteten Beteiligungen (im Sinne von Grafik 2, rechte Seite) belastet war. Wenn aber Eigenmittelvorschriften “nur” für jene Banken gelockert werden, die knapp kapitalisiert sind, bedeutet dies einen Nachteil für jene, die Kosten auf sich genommen haben, um die Vorschriften zu erfüllen.

Fazit 1a: Der regulatorische Filter trennte bei seiner Einführung die prudentielle Bewertung der Eigenmittel der CS (Portfoliobewertung) von ihrer buchhalterischen Bewertung (Einzelbewertung) und vermied, dass der Übergang zur Einzelbewertung die Eigenmittelanforderungen für die CS verschärfte.

Fazit 1b: Der Filter bewirkte, dass die Eigenmittelanforderungen an die CS quantitativ gleich blieben, was bedeutet, dass sie gegenüber den (aufgrund der Einzelbewertung strenger) gesetzlichen Anforderungen gelockert wurden.

regulatorische Eigenmittelbetrachtung die Sammelbewertung auf dem Beteiligungsportfolio weiterhin anzuwenden.” FINMA, Brief an die CS vom 13. Jan. 2022; ähnlich in FINMA, *Lessons Learned*, S. 64.

¹⁴ FINMA, Antwort auf die Anfrage der PUK vom 6. Dez. 2023.

¹⁵ FINMA, Antwort auf die Anfrage der PUK vom 2. Sept. 2024.

¹⁶ FINMA, Antwort auf die Anfrage der PUK vom 6. Dez. 2023.

¹⁷ Gemäss FINMA war der Filter für die CS aufgrund ihrer Konzernstruktur – anders als für die UBS – besonders wichtig. Die FINMA wollte die CS nicht bestrafen für eine Struktur des Konzerns, die auch ihrem Wunsch nach einer einfacheren Resolution entgegenkam.

¹⁸ Expertengruppe “Bankenstabilität” (2023): *Reformbedarf nach dem Untergang der Credit Suisse*, S. 71; siehe auch: Brief der FINMA an die PUK vom 10. Jan. 2024.

3. Die Mechanik des Filters

Die FINMA erwartete bei der Einführung des Filters, dass dieser die ausgewiesenen Eigenmittel der CS auch gegen künftige Wertverluste auf den Beteiligungen schützen würde: “[Der Filter] führt mit Blick auf das Gesamtportefeuille der Beteiligungen und die dafür bereit zu haltenden Eigenmittel zu einer als **genügend robust erachteten Absicherung gegen potentielle Wertveränderungen in den Beteiligungen.**”¹⁹ [fett unterlegt vom Autor]. Damit postulierte sie eine zweite Wirkung des Filters. Der Filter ermöglicht nicht nur einen nahtlosen Übergang von der Sammel- zur Einzelbewertung der Beteiligungen, sondern immunisiert die regulatorischen Eigenmittel auch gegen künftige Wertveränderungen.

Dies trifft, wie nachstehend gezeigt wird, schon arithmetisch nicht allgemein zu. (Dass es auch in der Praxis nicht zutrifft, wird weiter unten gezeigt). Der regulatorische Filter unterliegt nämlich **zwei Beschränkungen**. Im einfachen Beispiel eines Portfolios aus einer unterbewerteten Beteiligung (Beteiligung 1) und einer überbewerteten Beteiligung (Beteiligung 2) mit Fair Values FV1 und FV2 und Buchwerten BW1 und BW2 ist er maximal gleich:

- der Differenz FV1-BW1 der unterbewerteten Beteiligung 1 (Deckung)
- der Differenz BW2-FV2 der überbewerteten Beteiligung 2 (Filter)

Das heisst: Für den Filter gilt der kleinere der beiden Beträge. Die Reaktion des Filters auf eine Änderung im Wert der Fair Values, bzw. der Buchwerte, hängt deshalb vom Ausmass der Über- und Unterbewertungen ab. Im Hinblick auf die Entwicklung bei der CS sind zwei Fälle zu unterscheiden. Ein Zahlenbeispiel findet sich in Anhang 2.

Fall (a): Beteiligungen insgesamt unterbewertet

Das Portfolio aus den beiden Beteiligungen 1 und 2 sei (wie in **Grafik 2** dargestellt) insgesamt *unterbewertet*; es gilt also: $FV (=FV1+FV2) > BW (=BW1+BW2)$. Die relevanten Bewertungsreserven (FV1-BW1) sind grösser als der Filter (BW2-FV2).²⁰

In der Gesamtbetrachtung gilt der Niederstwert des Gesamtportefeuilles, hier: Der Buchwert BW. In der Einzelbewertung zählen die einzelnen Niederstwerte BW1 und FV2+Filter. Diese addieren sich zu $BW1+FV2+(BW2-FV2) = BW1+BW2 = BW$.

Das heisst: Die beiden Beteiligungen sind gleich viel wert, unabhängig davon, ob sie gesamthaft oder einzeln (mit Filter) betrachtet werden.

Der Gesamtwert eines unterbewerteten Portfolios hängt nur von den Buchwerten der Beteiligungen ab.

Fall (b): Beteiligungen insgesamt überbewertet

¹⁹ FINMA-Verfügung TBTF2 (Dispositivziffer 34).

²⁰ Dies ist leicht zu sehen, indem man auf beiden Seiten der Ungleichung $BW1+FV2$ subtrahiert.

Das Portfolio aus den beiden Beteiligungen 1 und 2 sei, anders als in Grafik 2, insgesamt *überbewertet*; es gilt also: $FV (=FV1+FV2) < BW (=BW1+BW2)$. Die relevanten Bewertungsreserven ($FV1-BW1$) sind kleiner als der volle Filter ($BW2-FV2$). Als Filter anrechenbar ist nur ($FV1-BW1$).

In der Gesamtbetrachtung gilt der Niederstwert des Gesamtportefeuilles, hier: der Fair Value FV. In der Einzelbewertung zählen wiederum die Niederstwerte BW1 und FV2+Filter. Diese addieren sich hier zu $BW1+FV2+(FV1-BW1) = FV1+ FV2= FV$.

Die beiden Beteiligungen sind wiederum gleich viel wert, unabhängig davon, ob sie gesamthaft oder einzeln (mit Filter) betrachtet werden.

Der Gesamtwert eines überbewerteten Portfolios hängt nur von den Fair Values der Beteiligungen ab.

Es trifft demnach zu, dass dank des Filters (wie oben erwähnt) Sammelbewertung und Einzelbewertung zum selben Ergebnis führen. Nicht in jedem Fall korrekt ist jedoch die erwähnte Aussage der FINMA, der Filter führe zu einer "als genügend robust erachteten Absicherung [der Eigenmittel] gegen potentielle Wertveränderungen in den Beteiligungen." Je nachdem, ob die Fair Values der Beteiligungen insgesamt über oder unter den Buchwerten liegen, reagieren die ausgewiesenen Eigenmittel auf Veränderungen der Buchwerte, bzw. der Fair Values.

Diese Zusammenhänge sind wichtig zum Verständnis der Entwicklung der Eigenmittel der CS in den Jahren 2019 bis 2022.

Fazit 2a (Insgesamt unterbewertete Beteiligungen): Der regulatorische Filter isoliert die ausgewiesenen Eigenmittel gegenüber Änderungen der *Fair Values*, nicht aber der *Buchwerte*. Er "bestraft" die Bank, wenn sie überhöhte Buchwerte abbaut.

Fazit 2b (Insgesamt überbewertete Beteiligungen): Der regulatorische Filter isoliert die ausgewiesenen Eigenmittel gegenüber Änderungen der *Buchwerte*, nicht aber der *Fair Values*. Er "bestraft" die Bank, wenn in den Fair Values enthaltene Bewertungsreserven abnehmen.

4. Wirkung des Filters auf die Eigenmittel der CS AG

a) Bei der Einführung

Tabelle 1 zeigt die Eigenmittel-Situation der CS AG (parent) bis zum ersten Einsatz des Filters bei der Umstellung der CS auf Einzelbewertung per Ende 2019. Im ganzen Verlauf des Jahres 2018 lag die Capital Ratio (hartes Kernkapital CET1) bei 13,6%. Im III. Quartal 2019, d.h. unmittelbar vor Anwendbarkeit des Filters, lag die Capital Ratio bei 12,5%. Die CS verfügte über Eigenmittel (CET1) von CHF 48,3 Mia. und risikogewichtete Aktiven (RWA) von CHF 389,1 Mia.

Auf Ende Jahr wären die Eigenmittel auf CHF 36,3 Mia. zurückgegangen. Doch der erstmalig eingesetzten Filter von CHF 15,3 Mia. liess die Eigenmittel gegenüber dem Vorquartal sogar

leicht ansteigen, während der Betrag der RWA (der Nenner der Capital Ratio) leicht zurückging (obwohl der risikogewichtete Filterbetrag als unterlegungspflichtige Anlage neu dazu kam). Im Ergebnis stieg die Capital Ratio sogar leicht an, von 12,4 auf 13,5%. Ohne den Filter wäre sie auf 10,4% gefallen (bei einem damals geltenden Minimum von 10%). Grob geschätzt – unter Vernachlässigung anderer Einflussfaktoren auf die Eigenmittelquote – wirkte der Filter also einigermaßen neutral.

Tabelle 1: Niveaueffekt der Einführung des regulatorischen Filters

Jahr	2018				2019			
	I	II	III	IV	I	II	III	IV
Quartal (Ende)					vor			nach
CHF Mia.								
CET1	48.4	50.0	49.5	47.6	47.6	48.6	48.4	51.6
Filter	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	15.3
CET1 ohne Filter	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	36.3
Risk Weighted Assets (RWA)	355.9	371.9	360.0	364.1	381.2	377.2	389.1	382.4
Erhöhung RWA aufgrund Filter	-	-	-	-	-	-	-	33.6
RWA ohne Filter	-	-	-	-	-	-	-	348.8
%								
Capital ratio (CET1/RWA)	0.136	0.135	0.138	0.131	0.125	0.129	0.124	0.135
Capital ratio (CET1/RWA) ohne Filter	-	-	-	-	-	-	-	0.104

Allerdings hatte die FINMA aufgrund der von der CS gelieferten Zahlen den Filter betragsmässig unterschätzt. Bei der Erarbeitung der TBTF2-Verfügung 2017 schätzte die FINMA den regulatorischen Filter auf ca. CHF 8 Mia.²¹ Bei der erstmaligen Zulassung per Ende 2019 wies die CS wies aber den Filter von CHF 15,3 Mia. aus (Tabelle 1). Der Filter war damit fast doppelt so hoch wie bei seiner Konzeption von der FINMA erwartet.

Fazit 3: Die Kalibrierung des regulatorischen Filters entsprach zum Zeitpunkt seiner Einführung (2019) ungefähr dem Ziel der Neutralität der Rechnungslegung (Einzel- statt Sammelbewertung der Beteiligungen) in bezug auf die Eigenmittelquote der CS. Allerdings fiel der Filter fast doppelt so hoch aus wie beim Erlass der unterliegenden Verordnung (2017) erwartet.

b) Im Zeitablauf

Periode 2019-2021

Die Entwicklung der Eigenmittel-Kennzahlen der CS AG (Parent) unter dem Einfluss des Filters ist in **Tabelle 2** dargestellt. Ab Ende 2019, dem Zeitpunkt der Einführung des Filters, bis zum III. Quartal 2021 gingen die ausgewiesenen Eigenmittel der CS in Form von hartem Kernkapital (CET1) um insgesamt CHF 4 Mia. zurück. Gleichzeitig baute die CS auch die Risikogewichteten Aktiven (RWA) leicht ab, so dass die Capital Ratio auch ohne Filter (zweitunterste Zeile) einigermaßen konstant blieb. Der Filter machte mit rund CHF 15 Mia. ungefähr einen Drittel

²¹ FINMA, Verordnung TBTF2 vom 20. Okt. 2017 (Dispositivziffer 44); siehe auch: Brief FINMA an CS vom 27. Juli 2022.

der anrechenbaren Eigenmittel aus. Er verhinderte, dass die CS die leicht ansteigender Eigenmittelanforderungen (unterste Zeile) unterschritt (mit der geringfügigen Ausnahme im II. Quartal. 2020).

Tabelle 2: Eigenmittelentwicklung bei der CS mit und ohne regulatorischen Filter

Jahr	2019	2020				2021				2022			
Quartal (Ende)	IV	I	II	III	IV	I	II	III	IV	I	II	III	IV
CHF Mia.													
CET1	51.6	51.5	47.5	47.6	49.7	46.5	47.7	47.5	36.8	38.1	37.2	27.6	32.3
Filter	15.3	15.3	12.9	12.9	14.7	16.4	15.3	15.3	10.1	13.4	15.9	15.7	14.5
CET1 ohne Filter	36.3	36.2	34.6	34.7	35.0	30.1	32.4	32.2	26.7	24.7	21.3	11.9	17.8
Anteil Filter	0.30	0.30	0.27	0.27	0.30	0.35	0.32	0.32	0.27	0.35	0.43	0.57	0.45
Risk Weighted Assets (RWA)	382.4	394.1	381.7	365.9	357.9	379.6	359.1	353.9	313.7	322.7	324.9	282.8	263.8
Erhöhung RWA aufgrund Filter	33.6	33.6	31.1	31.1	35.2	40.0	39.8	39.8	26.0	37.5	43.7	38.5	35.7
RWA ohne Filter	348.8	360.5	350.6	334.8	322.7	339.6	319.3	314.1	287.7	285.2	281.2	244.3	228.1
%													
Capital ratio (CET1/RWA)	0.135	0.131	0.124	0.130	0.139	0.122	0.133	0.134	0.117	0.118	0.114	0.097	0.122
Capital ratio (CET1/RWA) ohne Filter	0.104	0.100	0.099	0.104	0.108	0.089	0.101	0.102	0.093	0.087	0.076	0.049	0.078
Minimum CET1 ratio Anforderung	0.101	0.100	0.100	0.100	0.100	0.105	0.106	0.106	0.106	0.106	0.103	0.093	0.094

Quelle: CS subsidiaries, Regulatory Disclosures: CS AG (parent), Key prudential metrics; CS Pillar III Disclosures

Jahr 2022

Die Eigenmittel der CS gingen im folgenden Jahr, 2022, aufgrund anhaltender Verluste weiter zurück. Gleichzeitig stieg der Filter stieg wieder etwas an und konnte den Rückgang der Eigenmittel teilweise abfedern.²² Die bedeutet gleichzeitig, dass ein zunehmender Teil der Eigenmittel aus dem Filter bestand. Hatte dieser bei der Einführung 2019 noch knapp ein Drittel der Eigenmittel (inkl. Filter) betragen, lag sein Anteil im III. Quartal 2022 über der Hälfte.

Im IV. Quartal 2021 musste die CS eine schon in den Vorjahren aufgelaufene Wertberichtigung verbuchen. Diese ging auf einen externen Prüfungsbericht zurück (siehe unten). Die Wertberichtigung führte zu einem Rückgang der ausgewiesenen Eigenmittel um insgesamt gut CHF 10 Mia. Davon entfielen je rund die Hälfte auf echte Eigenmittel einerseits und den Filter andererseits. Die CS konnte den Rückgang der echten Eigenmittel also nicht mit einem höheren Filter kompensieren. Im Gegenteil ging auch der Filter zurück. Dies deutet darauf hin, dass die Wertreserven in den unterbewerteten Beteiligungen – welche die Basis des Filters bilden – vermutlich ebenfalls geschrumpft waren.

Im III. Quartal 2022 fielen die Eigenmittel (ohne Filter) aufgrund der anhaltenden Verluste um insgesamt knapp CHF 10 Mia. auf gut die Hälfte. Ein Teil des Rückgangs entfiel auf die unterbewerteten Beteiligungen (welche die Bewertungsreserven für den Filter enthalten). Sowohl die Fair Values als auch die Buchwerte jener Beteiligungen gingen zwischen dem II. und dem III. Quartal 2022 um je rund CHF 6 Mia. zurück (siehe **Tabelle 3**, unterste Zeile).

Der Beitrag der Beteiligungen mit Wertreserven (d.h. der unterbewerteten Beteiligungen) an den Filter blieb damit unverändert. Den gleichzeitigen Rückgang der Eigenmittel ohne

²² Die Gründe für den Anstieg des Filterbetrags in den ersten beiden Quartalen 2022 gehen aus den verfügbaren Unterlagen nicht hervor.

Filter um CHF 10 Mia. konnte der Filter daher nicht mehr kompensieren. Dies deutet darauf hin, dass die noch vorhandenen Wertreserven auf den unterbewerteten Beteiligungen die Überbewertung der übrigen Beteiligungen nicht mehr zu decken vermochten.

Tabelle 3: Beteiligungen mit Wertreserven (FV>BW) im II. und III. Quartal 2022

in CHF Mia. Beteiligung	Q2 2022			Q3 2022		
	Buchwert	Fair Value	Beitrag an den Filter	Buchwert	Fair Value	Beitrag an den Filter
Credit Suisse Schweiz AG	11.5	19.5	7.9	11.5	20.7	9.2
Ausländische Beteiligungen	27.2	35.1	8.0	21.3	27.8	6.5
Summe	38.7	54.6	15.9	32.8	48.5	15.7

Quelle: FINMA

Dank dem Filter konnte die CS bis zum Schluss dennoch genügende Eigenmittel ausweisen. Ohne Filter wäre die CS schon ab 2020 leicht und bis im Herbst 2022 klar unterkapitalisiert gewesen. Mit einer Capital Ratio von 5% hätte sie noch die Hälfte des geforderten Minimums erreicht.²³

Umbuchung Ausland—Inland

Da die CS Wertverluste auf ihren Beteiligungen spätestens ab Mitte 2022²⁴ nicht mehr mit einer Erhöhung des Filters kompensieren konnte, nahm sie als letzte Rettung vor einem Unterschreiten des Eigenmittelminimums Zuflucht zu einer buchhalterischen Massnahme. Sie buchte – mit Billigung der FINMA²⁵ – per III. Quartal 2022 einen Teil des Filters im Betrag von CHF 7,9 Mia. vom Ausland zu Inland um (**Tabelle 4**).²⁶ Sie begründete diesen Schritt mit dem Umstand, dass die noch vorhandenen Bewertungsreserven vor allem im Fair Value der CS (Schweiz) AG lagen.²⁷

Mit der Umbuchung von Ausland zu Inland erreichte die CS keine Vergrösserung des Filters. Deshalb konnte sie auch die Eigenmittel (den Zähler der Capital Ratio) durch die Umbuchung nicht erhöhen. Jedoch konnte sie den Nenner der Capital Ratio, die risikogewichteten Anlagen (RWA), verkleinern, und damit die Capital Ratio vergrössern. Sie benutzte dabei den Umstand, dass bei der Ermittlung der risikogewichteten Anlagen (RWA) inländische Anlagen

²³ Die sprunghafte Verbesserung im IV. Quartal 2022 ist Folge einer Kapitalerhöhung von CHF 4 Mia. (FINMA *Lessons Learned*) S. 58.

²⁴ Der genaue Zeitpunkt geht aus den vorliegenden Zahlen nicht hervor; “spätestens Mitte 2022” scheint aber eine plausible Schätzung.

²⁵ FINMA, Auskünfte an PUK zu Anfrage 2024_09_02, S. 4. Für das Entgegenkommen der FINMA musste die CS in die Kapitalerhöhung um CHF 4 Mia. per November 2022 einwilligen.

²⁶ Diese Umbuchungen sind in Tabelle 3 (oben) nicht sichtbar, da dort nur Beteiligungen mit positiven Wertreserven enthalten sind.

²⁷ Dies passt zur Vermutung im Text, dass zu jenem Zeitpunkt der Filter durch die Wertreserven auf den unterbewerteten Beteiligungen determiniert war (Fall b) und nicht mehr, wie zu Beginn, durch die Differenz zwischen Buchwert und Fair Value der überbewerteten Beteiligungen (Fall a).

tieferer Gewichte haben als ausländische.²⁸ Die Umbuchung verbesserte die CET1-Capital-Ratio um 0.19 Prozentpunkte.²⁹

Tabelle 4: Die Beteiligungen der CS nach In- und Ausland (2019-2022)

Jahr	2019	2020				2021				2022			
Quartal (Ende)	IV	I	II	III	IV	I	II	III	IV	I	II	III	IV
CHF Mia.													
Beteiligungen CH	15.2	14.5	14.5	14.5	14.5	14.5	14.5	14.5	14.5	14.5	14.5	23.6	23.6
Beteiligungen Ausland	71.8	72.4	65.7	64.7	65.1	62.5	61.6	61.8	47.9	47.9	47.0	24.9	26.5
Beteiligungen insgesamt	87.0	86.9	80.2	79.2	79.6	77.0	76.1	76.3	62.4	62.4	61.5	48.5	50.1

Quelle: CS Regulatory Reporting

Veränderte Rolle des Filters

Ab 2021, aber spätestens Mitte 2022 änderte sich wie erwähnt die Rolle des Filters. Der Filter hing nicht mehr von der Differenz zwischen dem Buchwert und dem tieferen Fair Value der überbewerteten Beteiligungen ab, sondern nur noch von den Wertreserven (FV-BW) in den unterbewerteten Beteiligungen. In der oben verwendeten Terminologie ausgedrückt: Spätestens zu diesem Zeitpunkt griff Fall (b) Platz (insgesamt negative Wertreserven). Damit reagierten die ausgewiesenen Eigenmittel nicht mehr auf Änderungen der Buchwerte, sondern auf jene der Fair Values. Die Eigenmittel waren daher ab Mitte 2022 voll den Wertschwankungen, meist: Wertverlusten, auf den Beteiligungen ausgesetzt, und zwar sowohl jenen auf den überbewerteten, als auch jenen auf den unterbewerteten Beteiligungen.

Die Erwartung der FINMA, der Filter biete eine genügend robuste Absicherung [der Eigenmittel] gegen potentielle Wertveränderungen in den Beteiligungen (siehe oben), bestätigt sich, wenn "robust" im Zeitablauf gemeint ist, also auch empirisch nicht. Der Filter schützte die Eigenmittel bei seiner Einführung. Als aber die Netto-Wertreserven in den Beteiligungen insgesamt aufgebraucht waren, konnte der Filter weitere Verluste nicht abfedern.

Die Bewegungsfreiheit der CS

Die FINMA sah den regulatorischen Filter nicht nur als Schutz der ausgewiesenen Eigenmittel, sondern (mindestens im nachhinein³⁰) auch als Hilfe an die CS zu Restrukturierungen. "Mit dieser Sonderregelung trug die FINMA nicht nur der speziellen Rechtsstruktur der CS Rechnung, sondern unterstützte damit auch die damals laufende Restrukturierung der Investment Bank."³¹

Die CS benutzte den Filter indessen weniger zu Restrukturierungen, sondern eher zum Aufschub notwendiger Massnahmen, wie die FINMA im Rückblick feststellte:

²⁸ Beim Filter waren dies 240, bzw. 280 Prozent: FINMA-Verfügung TBTF2, Dispositivziffer 37.

²⁹ FINMA: Auskünfte an PUK zu Anfrage 2024_09_02, S. 4. Die FINMA schreibt "Prozent", meint aber vermutlich Prozentpunkte.

³⁰ FINMA *Lessons Learned*, S. 63-64

³¹ FINMA *Lessons Learned*, S. 64.

- “Im Endeffekt gestattete [der regulatorische Filter] der Parent Bank, Abschreibungen auf Beteiligungen aufzuschieben”.³²
- “in den Jahren 2019–2021 reduzierte die CS mit Aktienrückkaufsprogrammen verlustabsorbierende Substanz. Dies alles führte dazu, dass der organische Aufbau von Kapital eingeschränkt wurde und schliesslich Kapitalerhöhungen für den Aufbau herangezogen werden mussten.”³³

Zweifelhaft ist, ob der Filter überhaupt ein taugliches Mittel war, um Restrukturierungen zu erleichtern. Versteht man Restrukturierungen im vorliegenden Zusammenhang als den Verkauf überbewerteter Beteiligungen, so fällt die Eigenmittelbilanz negativ aus. Der Verkauf einer solchen Beteiligung zum Fair Value ergibt einen Erlös, der unter ihrem Buchwert liegt. Ein aufgeschobener Verlust wird dadurch realisiert und der bisher in der Beteiligung enthaltene Filterbetrag eliminiert. Die Möglichkeiten der CS, Verluste durch einen Abbau des Filters zu “finanzieren”, waren demnach beschränkt, da der Filter gleichzeitig zur Erfüllung der Eigenmittelanforderungen benötigt wurde.

Prozyklichkeit

Die FINMA schreibt den Eigenmittelvorschriften, bzw. dem regulatorischen Filter (und den ihm zugrundeliegenden Marktwerte) an verschiedener Stelle eine “pro-zyklische” Wirkung zu: “Die 2017 eingeführte regulatorische Behandlung von Beteiligungen wirkte in der Krise prozyklisch.”³⁴ “Zusätzlich entfaltete die Bewertung der Beteiligungen mittels Marktwertmodellen eine prozyklische Wirkung bei Restrukturierungen.”³⁵

An anderer Stelle scheint eher das Versagen des Filters pro-zyklisch: “In der Krise wirkten die Rechnungslegungsvorschriften sowie die Eigenmittelregulierung pro-zyklisch, da Verluste und Geschäftsreduktionen die Beteiligungswerte und die Kapitalausstattung schmälerten.”³⁶

Auch die Umbuchung des Filters vom Ausland zum Inland wurde unter anderem als Gegenmassnahme zu pro-zyklischen Effekten begründet: “Diese regulatorische Anpassung wurde aus folgenden Gründen gewährt: Sie stand im Zusammenhang mit der strategischen Anpassung der CS, welche aufgrund der Bewertungsdynamik einen ausgesprochen pro-zyklischen Effekt hatte. Dieser Effekt konnte mit der Massnahme etwas abgefedert werden.”³⁷

Dieser wiederholte Hinweis der FINMA auf eine spezielle antizyklische Wirkung im Zusammenhang mit dem regulatorischen Filter verwirrt. Bankenregulierung, namentlich Eigenmittelvorschriften, wirken grundsätzlich prozyklisch. Banken werden dann, wenn es ihnen schlecht geht, “bestraft” durch den Zwang, Kapital aufzunehmen oder die vorhandenen Risiken einzuschränken. Deshalb hat der Basler Ausschuss für Bankenaufsicht als Gegenmassnahme

³² FINMA *Lessons Learned*, S. 64.

³³ FINMA *Lessons Learned*, S. 24.

³⁴ FINMA *Lessons Learned*, S. 8

³⁵ FINMA *Lessons Learned*, S. 64.

³⁶ FINMA *Lessons Learned*, S. 58, ähnlich S. 60.

³⁷ FINMA an PUK, 2. Sept. 2024.

einen antizyklischen Puffer in die Eigenmittelempfehlungen ausgenommen. In der Schweiz ist dieser in Art. 131a ERV geregelt.³⁸

Das Argument für oder gegen eine Aufsichts-Massnahme als “prozyklisch” ist aus diesen Gründen dubios. Es könnte gegen praktisch jede Vorschrift, die den Banken in schlechten Zeiten Anpassungen auferlegt, vorgebracht werden.

Fazit 4a: Die von der FINMA 2019 getroffene Annahme, der regulatorische Filter bilde eine robuste Absicherung gegen Wertverluste auf den Beteiligungen, galt allenfalls bis ungefähr Mitte 2022. Während die Eigenmittel (ohne Filter) tendenziell abnahmen, blieb der Betrag des Filters im Zeitablauf einigermaßen stabil. Dies bedeutete allerdings einen (bis auf 57%) zunehmenden Anteil des Filters an den gesamten Eigenmitteln. Ohne den Filter wäre die CS schon kurz nach seiner Einführung unterkapitalisiert gewesen.

Fazit 4b: Mit dem Rückgang der Fair Values der Beteiligungen wurden die ausgewiesenen Eigenmittel immer stärker von den Fair Values anstatt von den Buchwerten der Beteiligungen der CS abhängig. Vermutlich waren die Wertreserven auf den Beteiligungen (netto) ab 2022 durch den Filter voll absorbiert. Damit schlug jeder weitere Rückgang der Fair Values voll auf die Eigenmittel durch.

c) Der Einfluss der Prüfberichte

Die FINMA machte die Anwendung des Filters bei seiner Einführung abhängig vom Einholen einer Zweitmeinung zum Wert der Beteiligungen.³⁹ Sie beauftragte deshalb die Prüfgesellschaft BDO AG zweimal – per Ende 2019 und per Mitte 2021 –, die Bewertung der Beteiligungen durch die CS zu überprüfen. BDO fand in beiden Fällen eine substantielle Überschätzung der Fair Values durch die CS. Die Originalzahlen sind in Anhang 3 wiedergegeben. **Tabelle 5** gibt eine Zusammenfassung.

Gemäss CS lagen die Fair Values per **Ende 2019** mit insgesamt USD 76 Mia. über den Buchwerten von USD 71 Mia. Es bestand demnach in diesen Beteiligungen noch eine Bewertungsreserve von (umgerechnet) gut CHF 5 Mia., was die Anwendung des vollen Filters erlaubte. Per **Mitte 2021** enthielten die von BDO berücksichtigten Beteiligungen insgesamt keine Wertreserve mehr. Dies deutet darauf hin, dass das oben als Fall (b) bezeichnete Szenario mindestens näherrückte.⁴⁰ Innerhalb des Beteiligungsportefeuilles bestanden aber durchaus noch Unterbewertungen, die einen Filter auf den überbewerteten Beteiligungen ermöglichten.

³⁸ Der Puffer wurde im Sinne einer antizyklischen Massnahme während der Covid-Krise ausgesetzt (“FINMA unterstützt das Liquiditätspaket des Bundesrats und rollt weitere Massnahmen aus”, Medienmitteilung vom 20. März 2020).

³⁹ TBTF2-Verordnung der FINMA.

⁴⁰ Die CS gab gegenüber der FINMA die aggregierten Fair Values ihres gesamten Beteiligungsportfolios insgesamt mit CHF 79.7 Mia. an, bei einem bilanzierten Buchwert von CHF 61.6 Mia. Es bestand somit aus Sicht der CS noch eine Wertreserve von CHF 18,1 Mia. (was den aktuellen Filter um CHF 6 Mrd. übertraf), siehe Brief der FINMA an die CS vom 27. Okt. 2020.

Bei der Überprüfung durch BDO fand diese beträchtliche Schätzungsdifferenzen. Sie schätzte die Fair Values der geprüften Beteiligungen per Ende 2019⁴¹ um USD 12 Mia. und per Mitte 2021⁴² um USD 14 Mia. tiefer als die CS. Dabei gab sie Fehlerbreiten von jeweils beidseitig gut USD 3 Mia. an.

Tabelle 5: Bewertung ausgewählter Beteiligungen der CS durch BDO

USD Mia	Buchwert	Fair Value	Wertreserve	Schätzungsdifferenz		Bandbreite	
	BW	FV	FV-BW	absolut	in % FV	von	bis
Ende 2019	70.59	76.19	5.59	-12.44	-0.16	-9.63	-16.23
Mitte 2021	65.84	65.17	-0.67	-14.00	-0.21	-10.52	-17.80

BDO formulierte ihre Zweifel an den Bewertungen der CS schon in ihrem **ersten Prüfbericht** per **Ende 2019** pointiert mit Hinweis auf die Einschätzung des Marktes: “Aus unserer Sicht ist bemerkenswert, dass der von der CS AG ermittelte Fair Value von vier Rechtseinheiten (CSSAG, CS USA, CSI und CSSEL) in Höhe von USD 64.8 Mrd. ... nahezu doppelt so hoch ist wie der Börsenwert der CS Gruppe (USD 32.9 Mrd.) insgesamt.”⁴³ Diese Schätzungen von BDO stellten die Zulässigkeit des Filters in dem von der CS verwendeten Umfang schon von Beginn weg in Frage.

Die **FINMA** reagierte auf die Schätzung von BDO per **Ende 2019** wie folgt:⁴⁴

- Sie anerkannte die Schätzungen von BDO und bezifferte gegenüber der CS den Fair Value-Überschuss über den Buchwert, d.h. den zulässigen Filter, auf CHF 6.1 Mia., d.h. um CHF 9.2 Mia. tiefer als der von CS geltend gemachte Betrag für den regulatorischen Filter von CHF 15.3 Mia.⁴⁵
- Sie hielt einleitend fest: “Leitfaden für die FINMA ist stets das aus regulatorischer Sicht anzuwendende Vorsichtsprinzip.” Gemäss Vorsichtsprinzip wäre die Verwendung des grössten Wertabzugs (von CHF 15,7 Mia.) in der Schätzungsspanne von BDO vertretbar gewesen. Ein Filter wäre dann nicht mehr zulässig gewesen.⁴⁶ Die FINMA räumte jedoch ein, es handle sich um eine erstmalige Anwendung des Filters und wandte *in dubio*⁴⁷ den geringstmöglichen Wertabzug an. Damit wäre aufgrund der Zahlen von BDO noch ein regulatorischer Filter von CHF 9,1 Mia. (anstelle des verwendeten Filters von CHF 12,9 Mia.) zulässig gewesen.

⁴¹ BDO1, 4. Juni 2020.

⁴² BDO2, 3. Nov. 2021.

⁴³ BDO1, 4. Juni 2020, S. 35.

⁴⁴ Brief der FINMA an CS vom 27. Juli 2020.

⁴⁵ Die FINMA hielt gegenüber der CS fest: “Die Beurteilung der Bewertung der Beteiligungen durch die BDO zeigt, dass die von der CS berechneten Fair Values für die Berücksichtigung im Rahmen der regulatorischen Eigenmittelberechnung aus prudentieller Sicht zu hoch angesetzt sind und damit der per 31. Dezember 2019 im regulatorischen Filter in Anspruch genommene Betrag (CHF 15.3 Mia.) nicht ausreichend durch nachhaltig wertbeständige Mehrwerte im Beteiligungsportfolio gedeckt ist.” (Brief FINMA an CS vom 27. Okt. 2020).

⁴⁶ Diese Aussage gilt approximativ, da zur genauen Berechnung des Filters die Wertkorrekturen auf den einzelnen Beteiligungen berücksichtigt werden müssen.

⁴⁷ Die FINMA machte geltend, dass “bei der Bemessung die Erstmaligkeit der Sonderprüfung und der grossen [gemeint: die grosse] Spannweite bei der Bestimmung von solchen Fair Values im Sinne der Verhältnismässigkeit berücksichtigt werden.” Brief der FINMA an CS vom 27. Juli 2020.

- Sie limitierte die anrechenbaren Fair Values auf CHF 70,4 Mia. per II. Quartal 2020.
- Sie stellte in Aussicht, die Berechnung des regulatorischen Filters per Mitte 2019 nochmals prüfen zu lassen.

Die **CS** reagierte wie folgt:

- Obwohl die FINMA einen Filter von CHF 9,1 als zulässig bezeichnet hatte, verwendete die CS weiterhin einen Filter von zunächst CHF 15,3 Mia. und vorübergehend (im II. und III. Quartal 2020) von CHF 12,9 Mia. aufgrund der reduzierten Fair Values.⁴⁸
- Die CS stellte die Schätzmethoden von BDO in Frage.⁴⁹
- Ansonsten scheint die CS aus dem Bericht von BDO keine grösseren Konsequenzen gezogen zu haben, wie die Prüfer später feststellten.⁵⁰

Im **zweiten Prüfbericht**, per **Mitte 2021**, fand BDO den von der CS ausgewiesenen Fair Value der Beteiligungen um USD 14 Mia. (umgerechnet um CHF 12,5 Mia.) überhöht.⁵¹ BDO machte ausdrücklich darauf aufmerksam, dass der Filter (gemäss CS per Mitte 2021 von CHF 15,3 Mia.) zu diesem Zeitpunkt vermutlich beeinträchtigt war.⁵² Die Capital Ratio der CS AG hätte bei entsprechenden Wertberichtigungen noch 5-7% betragen und damit das gesetzliche Minimum unterschritten.

Die **FINMA** reagierte auf die Schätzungen von BDO per **Mitte 2021** wie folgt:⁵³

- Sie bezeichnete den von BDO geschätzten Anpassungsbedarf von umgerechnet CHF 12.9 Mia. im Sinne eines "mid-point" als grundsätzlich angemessen.
- Sie korrigierte die Schätzung des Fair Value der Beteiligungen von BDO in zwei Punkten um zusammengerechnet CHF 2,8 Mia. nach oben.⁵⁴
- Sie reduzierte die Anrechenbarkeit der Beteiligungen für den regulatorischen Filter.⁵⁵

⁴⁸ CS Regulatory Disclosures, IV. Quartal 2019.

⁴⁹ Brief FINMA an CS vom 27. Juli 2020.

⁵⁰ "Als Reaktion auf unsere Feststellungen aus dem Bericht 2020 hat die CS AG nur geringfügige Veränderungen in den zur Beteiligungsbewertung genutzten Methoden vorgenommen. Die CS AG führt diesbezüglich an, dass bei der Beteiligungsbewertung eine Vielzahl verschiedener fachlicher Meinungen und Einflussfaktoren zu berücksichtigen sind. Wir erachten den Grossteil unserer Feststellungen weiterhin als fundiert und angemessen." (BDO2, S. 11)

⁵¹ BDO2, S. 30.

⁵² "Wie in Kapitel 4.2 dargelegt, sind wir aufgrund diverser Feststellungen der Meinung, dass die ermittelten Fair Values der ausgewählten Beteiligungen per 30. Juni 2021 insgesamt zu hoch sind. Ein Ansatz von tieferen Fair Values führt zu einer geringeren Verrechnungsmöglichkeit, die dazu führen kann, dass eine Verrechnung der Bewertungsverluste aufgrund der Einzelbewertung nicht mehr vollständig möglich ist." (BDO2, S. 68)

⁵³ Der Bericht von BDO per Mitte 2021 wurde der FINMA am 3. Nov. 2021 eingereicht. Die FINMA teilte ihre Schlüsse daraus der CS mit Brief vom 13. Jan. 2022 mit.

⁵⁴ Die FINMA stellte sich, anders als 2020, nicht mehr uneingeschränkt hinter die Prüfgesellschaft: "Bei den Elementen mit subjektiver Einschätzung stützen wir die Sichtweise des unabhängigen Prüfers. Hingegen hat die FINMA im Rahmen eines vorsichtigen Ansatzes insbesondere jene Elemente mit möglicher Fehlinterpretation oder Unsicherheiten zu Gunsten der Bank ausgelegt." (Brief FINMA an CS vom 13. Jan. 2022).

⁵⁵ "Aufgrund der Resultate dieser Überprüfung [durch BDO] reduzierte die FINMA die Anrechenbarkeit der Beteiligungen vom regulatorischen Kernkapital mehrmals. Sie stellte damit sicher, dass die durch den regulatorischen Filter gewährte Erleichterung auf weniger optimistischen Bewertungen basierte und damit die Werthaltigkeit bewahrte." (FINMA, *Lessons learned*, Seite 64).

- Sie konzentrierte sich im Brief an die CS auf die Berechnung des regulatorischen Filters, erwähnte aber nicht, dass – berechnet aufgrund der von BDO angemahnten Wertkorrekturen – auch der Betrag der Eigenmittel vor Addition des Filters bereits per Mitte 2021 zu hoch ausgewiesen war.
- Sie mahnte – mindestens im vorliegenden Brief – nicht an, dass die Capital Ratio der CS AG (Parent) ohne den nach Wertberichtigungen vermutlich nicht mehr gedeckten Filter bereits per Mitte 2021 mit grösster Wahrscheinlichkeit deutlich unter dem gesetzlichen Minimum lag. Später relativierte sie auf Anfrage der PUK: “Die dargestellte ‘CET1 Ratio ohne regulatorische Anpassungen’ hat aufsichtsrechtlich ... wenig Relevanz. Sie ignoriert die vorhandene Werthaltigkeit des regulatorischen Filters.”⁵⁶
- Sie übte Druck auf die CS aus, die von BDO gefundenen Wertkorrekturen zu übernehmen. Tatsächlich übernahm die CS die Limitierung der Fair Values auf CHF 55,5 Mia. im IV. Quartal 2021 (siehe unten).

Die CS reagierte auf den Bericht von CBO wie folgt:

- Der Bericht von BDO ging im Nov. 2021 an die FINMA und die Konsequenzen daraus teilte die FINMA der CS im Januar 2022 mit. Vom II. zum III. Quartal 2022 passte die CS den Fair Value ihrer ausländischen Beteiligungen um CHF 14,2 Mia. nach unten an.⁵⁷ Spätestens zu diesem Zeitpunkt reichten die in den Beteiligungen vorhandenen Wertreserven nicht mehr aus, um den Filter zu erhöhen. Die CS belies sich auf gut CHF 15 Mia. und buchte einen Rückgang der Eigenmittel.⁵⁸

Fazit 5: Die FINMA verlangte als Voraussetzung des regulatorischen Filters die Spezialprüfung der Fair Values nach Einführung des regulatorischen Filters. Die Prüfgesellschaft fand (per Ende 2019 und Mitte 2021) einen beträchtlichen Wertberichtigungsbedarf auf den Beteiligungen der CS und vermutete eine Beeinträchtigung des Filters. Die CS nahm entsprechende Berichtigungen aber kaum vor. Die FINMA stützte die Bewertung durch die Prüfgesellschaft, zwang die CS aber, soweit aus den vorliegenden Unterlagen ersichtlich, erst per IV. Quartal 2021 zu Wertberichtigungen in einem Ausmass, das der Filter nicht mehr aufzufangen vermochte.

5. Der Einfluss des Filters auf die Haltung der FINMA

a) Die vorsichtige Linie der FINMA

Im Sinne einer rein prudentiell begründeten **harten** Haltung hätte die FINMA den Filter als solchen wohl am liebsten gar nie eingeführt. Die FINMA bezeichnete die Gewährung des

⁵⁶ Brief der FINMA an PUK vom 11. März 2024.

⁵⁷ FINMA, Auskünfte an PUK zu Anfrage 2024_09_02, S. 5

⁵⁸ Siehe oben, Tabelle 2.

Filters später (2024) als Teil eines Gesamtpakets, das – dank Abschaffung anderer Erleichterungen – insgesamt zu einer stärkeren Eigenkapitalbasis der CS hätte führen sollen.⁵⁹ So vereinbarte sie bei der Einführung mit der CS eine bis 2028 steigende Eigenmittelunterlegung der Filterbeträge, um den Filter wenigstens längerfristig teilweise auszuhöhlen. Auch bei konkreten Entscheidungen zum Thema Eigenmittel blieb sie in Einzelfällen hart (z.B. indem sie im Juni 2022 eine Ersatzemission für ein zurückgekauftes AT-1-Instrument und im Herbst eine Kapitalerhöhung von CHF 4 Mia. durchsetzte⁶⁰).

Gleichzeitig folgte die FINMA einer teilweise eher weichen Linie, sowohl bezüglich Filter als auch bezüglich der Wertberichtigungen, und zwar mit folgenden Argumenten:

- **Vorgeschichte:** Die FINMA betonte, dass der Filter bestehende Erleichterungen ablöste. Die Gewährung von Erleichterungen der Eigenmittelpflicht war der FINMA bis 2017 sogar vorgeschrieben (im damaligen Art. 125 ERV).⁶¹ Schon vor 2019 erlaubte die FINMA der CS Parent Bank, Abschreibungen auf Beteiligungen aufzuschieben, soweit der Marktwert anderer Beteiligungen über deren Buchwerten lag.
- **Restrukturierung der CS:** Zunächst begründete sie den Filter mit dem Ziel, die Eigenmittelanforderungen nicht durch den Wechsel der Buchungspraxis zu verschärfen. An verschiedener Stelle begründete die FINMA den Filter auch als Erleichterung von Restrukturierungen (z.B. profitable, aber riskante Anlagen verkaufen) und den (in der Praxis nicht stattgefundenen) Aufbau von Eigenmitteln. “Mit dieser Sonderregelung trug die FINMA nicht nur der speziellen Rechtsstruktur der CS Rechnung, sondern unterstützte damit auch die damals laufende Restrukturierung der Investment Bank.”⁶² Auch später (2022) erlaubte sie der CS, “aufgrund der Restrukturierung die Eigenmittelvorgaben temporär zu unterschreiten. Die CS wollte von dieser Möglichkeit aber nicht Gebrauch machen.”⁶³
- **Rechtliche Vorsicht:** Anscheinend vermied es die FINMA, scharf gegen die CS vorzugehen aufgrund einer Schätzung (von BDO 2020 und 2021), die (a) noch nicht durch eine Zweitmeinung erhärtet war und (b) auch eine gewisse Fehlerbreite aufwies.
- **Angst vor prozyklischer Wirkung:** Die FINMA argumentierte im nachhinein, die Eigenmittelvorschriften hätten ohne den Filter prozyklisch gewirkt (siehe oben).

Zwei mögliche Gründe für eine weiche Linie erwähnte die FINMA nicht:

- **Liquiditätshilfe:** Einer offiziell unterkapitalisierten Bank hätte die Nationalbank (ohne Notrecht) keine Liquiditätshilfe mehr leisten dürfen. Dies hätte es der FINMA erschwert, einen Sanierungsplan umzusetzen.

⁵⁹ “Die Gewährung des regulatorischen Filters erfolgte, um im Rahmen eines Gesamtpakets, welches auch die Abschaffung von Art. 125 ERV umfasste, eine deutliche Verschärfung und höhere Transparenz der prudentiellen Kapitalanforderungen der Credit Suisse AG Parent Bank zu erreichen. Dank dem regulatorischen Filter konnte die Eigenmittelunterlegung für Beteiligungen auf eine transparente und solidere Basis gestellt werden, was dazu geführt hat, dass die CS die regulatorischen Eigenmittel der Parent Bank massgeblich stärken musste.”
FINMA: Auskünfte zum Auskunftsbegehren der PUK vom 2. September 2024.

⁶⁰ FINMA *Lessons Learned*, S. 33.

⁶¹ FINMA *Lessons Learned*, S. 62.

⁶² FINMA *Lessons Learned*, S. 64

⁶³ FINMA *Lessons Learned*, S. 64.

- **Markt-Psychologie:** Möglicherweise fürchtete die FINMA, das Eingeständnis, die CS sei unterkapitalisiert, könnte die Märkte so stark verunsichern, dass die notwendige Kapitalerhöhung erst recht schwierig geworden wäre.

b) Das regulatorische Dilemma

Der letztgenannte Punkt illustriert ein Dilemma der Aufsichtsbehörde. Einerseits riskierte die FINMA, mit einer nachgiebigen Haltung, eine Sanierung oder ein Ende der CS hinauszuzögern und deren Verluste noch weiter anwachsen zu lassen. Andererseits drohte eine harte Haltung, die Probleme der CS gegen aussen besser sichtbar zu machen und das Vertrauen der Märkte zu untergraben⁶⁴ und Investoren abzuschrecken.⁶⁵ Hierzu gehört auch die Befürchtung der FINMA, mit strengen Auflagen die Restrukturierung der CS zu erschweren. Die FINMA selbst macht ein solches Dilemma anscheinend nicht geltend.⁶⁶

Das Dilemma der Aufsicht ist jedoch besonders schwierig, wenn diese einer **systemrelevanten Bank** wie der CS gegenübersteht. Ein hartes Vorgehen setzt eine Kaskade möglicher Interventionen voraus, deren *ultima ratio* im Entzug der Bewilligung besteht. Genau dies ist aber bei einer systemrelevanten Bank kaum möglich, zumal wenn kein hieb- und stichfester Plan zur Auflösung der Bank vorliegt. Die FINMA beurteilte die Vorbereitungsmaßnahmen der CS zur *Resolvability* erst per Ende 2022 als ausreichend.⁶⁷ Dies mag erklären, weshalb die FINMA auf der einen Seite eine grössere Zahl von Einzelmaßnahmen ergriff, auf der anderen Seite die CS bezüglich deren Eigenmittel beinahe schonte.

c) Die Rolle des Filters

Der Filter ersparte der CS und der FINMA bei seiner Einführung 2019 einen Rückgang der anrechenbaren Eigenmittel beim Übergang zur Einzelbewertung. Anschliessend verschaffte der Filter nicht nur der CS Zeit, sondern auch der FINMA. Sie konnte dadurch die von BDO festgestellten Überbewertungen eineinhalb Jahre später nochmals überprüfen und erst dann gegenüber der CS durchsetzen lassen. Eine sofortige Durchsetzung der Schätzungen hätte den Filter beeinträchtigt und dazu geführt, dass die CS die Eigenmittelvorschriften schon ab 2019 nur noch knapp und ab dem 1. Q. 2021 zunehmend nicht mehr erfüllt hätte. Der Filter half also der FINMA, vorerst eine rechtlich abgestützte, aber eher weiche Linie zu verfolgen. Die FINMA verteidigte sich denn auch später mit dem Argument: "Die Credit Suisse war ... in Anwendung der ERV stets ausreichend kapitalisiert."⁶⁸

⁶⁴ Kapitalerhöhungen bei Banken werden in der Regel als schlechtes Zeichen gewertet; Hui Li, Hong Liu, Antonios Siganos, Mingming Zhou, 2016. Bank regulation, financial crisis, and the announcement effects of seasoned equity offerings of US commercial banks, *Journal of Financial Stability*, 25:37-46.

⁶⁵ Frisches Kapital für eine überschuldete Bank kommt zunächst deren Gläubigern, anstatt den Kapitalgebern zugute; Myers, S. C. 1977. Determinants of Corporate Borrowing. *Journal of Financial Economics* 5:147–75.

⁶⁶ Die Frage, bei welchem Kapitalisierungsgrad eine Bank optimalerweise rekapitalisiert wird, scheint wissenschaftlich kaum untersucht.

⁶⁷ <https://www.finma.ch/durchsetzung/resolution/resolution-berichterstattung/archiv/resolution-berichterstattung-2023/> (abgerufen am 15. Sept. 2024)

⁶⁸ FINMA: Antwort auf die Anfrage der PUK vom 6. Dezember 2023

Gleichzeitig schwächte der Filter die Position der FINMA. Die dank dem Filter noch als genügend ausgewiesenen Eigenmittel der CS gaben ihr wenig Handhabe zu härterem Eingreifen. Die FINMA hinterfragte allerdings den Filter auch dann nicht grundsätzlich, als die Märkte bereits deutliche Alarmsignale aussandten. Konkret: Als BDO erwähnte, die Börsenkapitalisierung der Gruppe liege unter dem Buchwert der Beteiligungen, oder als die Ersatzemission einer AT1-Anleihe einen Coupon von 9.75 Prozent erfordert. Während die Märkte also den Filter durchschauten, verteidigte die FINMA die mit Filter ausgewiesenen Zahlen gegen aussen (bis über den Untergang der CS hinaus).

Der regulatorische Filter führte jedoch dazu, dass die ausgewiesenen Eigenmittel immer weniger mit den (gemäss den Prüfgesellschaften rückläufigen) effektiv vorhandenen Eigenmitteln übereinstimmten. Der Filter verlor im Laufe von 2022 seine Grundlage in Form von Wertreserven in unterbewerteten Beteiligungen. Anhaltende Verluste hätten einen höheren Filter erfordert; dieser wäre aber nicht mehr gedeckt gewesen. Das absehbare Wegbrechen des Filters gab der FINMA die Handhabe – oder setzte sie unter Druck – die CS zur Kapitalerhöhung im November 2022 zu zwingen.⁶⁹ Der Betrag von CHF 4 Mia. reichte aus, um die ausgewiesenen Eigenmittel der CS – inklusive, aber nicht exklusive Filter – wieder über das gesetzliche Minimum zu heben (siehe Tabelle 2). Gegen weitere Verluste konnte er aber die ausgewiesenen Eigenmittel nicht mehr schützen.

Fazit 6: Die FINMA lavierte in der Eigenmittelfrage zwischen einer weichen und einer harten Haltung. Eine weiche Haltung versprach der FINMA eine Chance auf Restrukturierungen und auf eine Verbesserung der Lage der CS. Eine Sonderbehandlung in der Art des Filters war auch durch die Vorgeschichte mit obligatorischen Erleichterungen vorgezeichnet. Eine konsequent harte Haltung (mit starker Einschränkung des regulatorischen Filters) hätte die CS schon ab Anfang 2021 in Konflikt mit den Eigenmittelanforderungen gebracht. Unklar scheint jedoch, ob eine harte Haltung das Vertrauen der Märkte gestärkt oder in jener Phase bereits geschwächt hätte. Die FINMA steckte hier möglicherweise in einem Dilemma. Ab 2022 drohten tiefere Bewertungen verschiedener Beteiligungen, den regulatorischen Filter auszuhöhlen, und stellten die auf längerfristige Erholung der CS basierte Haltung der FINMA in Frage.

6. Fazit

Der regulatorische Filter war ein pragmatisches Mittel gegen eine Tieferbewertung der Eigenmittel der CS AG (Parent) als Folge der geänderten Rechnungslegungsvorschriften. Er schuf aber eine Scheinsicherheit; je tiefer die Fair Values der Beteiligungen der CS sanken, desto schwächer schützte der Filter. Er ersparte zwar der CS eine frühere oder massivere Intervention der FINMA. Doch aufgrund seiner Konstruktion versagte er, als ihn die CS AG aufgrund von Wertverlusten am nötigsten gehabt hätte. Er erleichterte es der CS, bis zuletzt den Anschein der ausreichenden Kapitalisierung zu wahren, als die Märkte den Filter bereits

⁶⁹ Auch diese Kapitalerhöhung war ein "Gegengeschäft" für die Zustimmung der FINMA zur teilweisen Umbuchung des Filters von Ausland zu Inland (zwecks tieferer Eigenmittelbelastung); siehe oben. Gleichzeitig hätte die FINMA der CS auch erlaubt, die Eigenmittelanforderungen temporär zu unterschreiten. FINMA, Lessons Learned, S. 64.

durchschaut hatten. Anscheinend fühlte sich auch die FINMA an die ausgewiesenen Eigenmittelzahlen (inklusive Filter) gebunden. Auch im Rückblick betonte sie, die CS sei stets regelkonform kapitalisiert gewesen.

Die Erwartungen der FINMA in bezug auf den Filter erfüllten sich nur teilweise. Der Filter erreichte, wie erwähnt, die Neutralität der geänderten Rechnungslegung auf die Eigenmittelberechnung per Ende 2019. Er fiel aber mit CHF 15 Mia. fast doppelt so hoch aus wie 2017 prognostiziert. Einen Schutz der ausgewiesenen Eigenmittel gegen Wertverluste auf den Beteiligungen bot der Filter nur zu Beginn. Ab 2022 schlugen Verluste zunehmend auf die ausgewiesenen Eigenmittel durch. Ab jenem Zeitpunkt half der Filter auch nicht gegen "Prozyklizität" (Zwang zu Kapitalerhöhung in schlechten Zeiten). Ferner erschwerte er eine Restrukturierung im Sinne des Verkaufs verlusttragender Beteiligungen.

Die FINMA hätte aus rein prudentieller Sicht gerne auf den Filter verzichtet. Sie wurde ihn im Zuge der schwindenden Wertreserven in den CS-Beteiligungen aber erst los, als die CS die mit der Erosion des Filters verbundene Verschärfung der Eigenmittelanforderungen und den Ausweis ungenügender Eigenmittel nicht mehr verkraften konnte.

Bezüglich der gemäss Auftrag zu beantworteten Fragen kommt das vorliegende Gutachten zu folgenden Antworten:

a) Wie war die generelle Wirkungsweise dieses Filters?

Der regulatorische Filter war definiert als Differenz zwischen dem Buchwert und dem (tieferen) Marktwert (Fair Value) jener Beteiligungen, welche die CS zu hohen Preisen gekauft hatte. Die FINMA erlaubte es der CS, die Verluste auf den Beteiligungen als Filter den Eigenmitteln wieder zuzurechnen. Dies war gleichbedeutend mit einer Fortführung der Sammelbewertung der Beteiligungen, anstelle der geltenden Einzelbewertung. Der Filter ermöglichte damit per Ende 2019 einen "fugenlosen" Übergang von der Sammelbewertung zur Einzelbewertung ohne Änderung der ausgewiesenen Eigenmittel und der Capital Ratio der Credit Suisse AG (Parent). Die Erwartung der FINMA, der Filter schütze die Eigenmittel auch vor künftigen Verlusten der CS, erfüllte der Filter jedoch nicht. Der Filter setzte eine Deckung durch Bewertungsreserven auf unterbewerteten Beteiligungen (mit Marktwerten über den Buchwerten) voraus. Dadurch stiess der Filterbetrag an eine Obergrenze und konnte in der Eigenmittelberechnung keine zusätzlichen Verluste kompensieren.

b) Welche konkreten Auswirkungen hatte der Filter auf die Kapitalisierung der Parent Bank Credit Suisse AG?

Auf die Eigenmittel im ökonomischen Sinn hatte der Filter keinen direkten Einfluss. Der Filter betraf lediglich die Berechnung der *ausgewiesenen* Eigenmittel (und der risikogewichteten Anlagen). Die ausgewiesene Capital Ratio der CS lag dank Filter zunächst 3, später 5 Prozentpunkte höher als ohne Filter. Nur dank des Filters erfüllte die CS nach 2019 die Eigenmittelvorschriften noch.

c) Wie hätte die Kapitalsituation der Bank (2017-2022/23) ohne regulatorischen Filter ausgesehen?

Ohne den regulatorischen Filter hätte die CS AG (Parent) ab Ende 2019 (erstmalige Einzelbewertung und Verwendung des Filters) die Eigenmittelvorgaben nur knapp erfüllt. Ab 2021 wären die Eigenmittel leicht, ab 2022 deutlich unter den Vorgaben gelegen. Im dritten Quartal 2022 bestanden die Eigenmittel der CS AG (Parent) zu 57

Prozent aus dem Filter, lagen aber dennoch nur ganz knapp (0,4 Prozentpunkte) über dem Minimum.

d) Welche Auswirkungen hatte der Filter auf die Einhaltung der Vorgaben, insbes. der Kapitalvorgaben, der FINMA für die Credit Suisse AG? Für die Credit Suisse Group AG?

Dank des Filters konnte die CS AG (Parent) die Vorgaben formell bis zuletzt knapp erfüllen. Sie nahm dabei auch zu Massnahmen Zuflucht wie beispielsweise zu einer Umbuchung des Filters von Ausland zu Inland, um die Bemessungsgrundlage der Eigenmittelanforderungen (die risikogewichteten Anlagen) zu verkleinern. Auf die Eigenmittelsituation der CS Group hatte der Filter keinen Einfluss.

Wäre die CS ohne den regulatorischen Filter nicht untergegangen?

Diese Frage lässt sich innerhalb des vorliegenden Mandats und mittels der vorhandenen Daten nicht eindeutig beantworten. Ohne den Filter hätte die CS AG (Parent) ab 2021 ein Eigenmittelfizit aufgewiesen. Ob eine wiederholte Rekapitalisierung im erforderlichen Umfang aufgrund der anhaltenden Verluste rechtzeitig möglich gewesen wäre, scheint ungewiss. Möglicherweise hätte die CS überlebt – oder aber sie wäre früher untergegangen.

7. Nachwort zum Thema Eigenmittel

Die Erfahrungen mit dem regulatorischen Filter werfen auch ein Licht auf die Frage der Eigenmittelvorschriften:

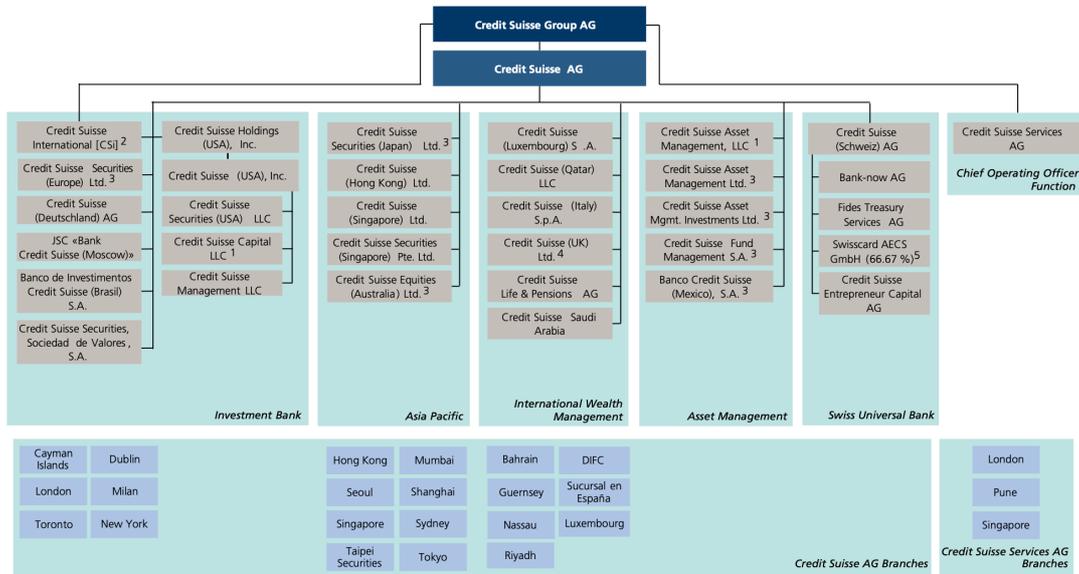
- 1) Die Behauptung, die CS sei nicht an zu **geringen Eigenmitteln** gescheitert, ist zu hinterfragen. Ohne den regulatorischen Filter und erst recht bei strengerer Bewertung der Beteiligungen war die CS seit 2019 knapp und ab 2021 unterkapitalisiert.
- 2) Der Umstand, dass die ausgewiesenen Eigenmittel dank des regulatorischen Filters bis zuletzt knapp über dem erforderlichen Minimum lagen, wirft eher die Frage auf, ob die Eigenmittelerfordernisse nicht überhaupt **von Anfang an zu tief** angesetzt waren.
- 3) Eigenmittel müssen nicht nur gegen Verluste, sondern auch gegen **Überbewertungen** schützen.
- 4) Die FINMA ist beim Durchsetzen der Eigenmittelanforderungen gegenüber einer schwach kapitalisierten Bank im **Dilemma**: Einerseits muss sie eine Rekapitalisierung verlangen, andererseits riskiert eine entsprechende Ankündigung, das Vertrauen der Geldgeber der Bank zu schwächen.
- 5) Eigenmittelerfordernisse sollten deshalb hoch genug angesetzt sein, damit die FINMA bei einer regulatorischen Unterkapitalisierung noch intervenieren kann, bevor die **ökonomische Solvenz** fraglich ist.
- 6) Eine Eigenmittelvorschrift ist nur so gut wie die mit ihrer Verletzung verbundenen **Sanktionen**. Sanktionen, die den Weiterbestand einer **systemrelevanten Bank** gefährden würden, sind nicht glaubwürdig.

Anhang

Anhang 1: Die CS-Gruppe

Abbildung: Struktur der CS per Ende 2021⁷⁰

Principal Legal Entities Overview – Credit Suisse Group AG



Information as of June 3, 2021. This Principal Legal Entities Overview shows information for selected entities and branches only. Note: This chart reflects voting interests only. All entities are 100% owned unless indicated otherwise. DIFC = Dubai International Financial Centre. ¹ Indirectly held by Credit Suisse (USA), Inc. ² CSI: Credit Suisse AG [Bank] directly and indirectly owns 97.59% of total voting and Credit Suisse Group AG owns 2.41% of total voting. ³ Indirectly held by Credit Suisse AG [Bank]. ⁴ Credit Suisse AG directly owns 75.34% and indirectly owns 24.66% of total voting. ⁵ 33.33% of total voting held by third party.

Quelle Grafik: credit-suisse.com (mittlerweile von der Website gelöscht).

⁷⁰ Übernommen aus dem Bericht der FINMA *Lessons Learned*, S. 22.

Anhang 2: Die Abhängigkeit des regulatorischen Filters von Wertveränderungen: Ein Zahlenbeispiel

Die folgenden Tabellen zeigen die Abhängigkeit des Filters in den beiden möglichen Fällen (a) eines insgesamt unterbewerteten Portfolios ($BW < FV$) und (b) eines insgesamt überbewerteten Portfolios ($BW > FV$). Ausgangsbasis sind die Buchwerte und Fair Values im jeweils fett umrandeten Bereich.

Fall (a)

In Fall (a) hat das insgesamt unterbewertete Portfolio einen Niederstwert von 100 (grau unterlegt), entsprechend der Summe der Buchwerte. Einzeln bewertet haben die beiden Beteiligungen einen Niederstwert von 75, der Summe der beiden Niederstwerte. Der regulatorische Filter entspricht der Differenz zwischen Buchwert und Fair Value auf Beteiligung 2 und beträgt 25. Zusammen mit den beiden Niederstwerten der Einzelbeteiligungen ergibt die Hinzunahme des Filters einen Wert von insgesamt 100 (grau unterlegt). Dies ist genau gleich viel wie der Wert des Portefeuilles als ganzes. Ein Übergang von der Gesamtbewertung zur Einzelbewertung hat keinen Einfluss auf die Berechnung der regulatorischen Eigenmittel.

Tabelle 5a: Funktion des regulatorischen Filters bei unterbewertetem Portfolio ($BW < FV$)

(a) Niederstwert Portfolio = Summe der Buchwerte			Einzeln			Portfolio
			Beteiligung 1	Beteiligung 2	Summe	
			(1)	(2)	(3) = (1)+(2)	(4)
(A)	Buchwert		50	50		100
(B)	Fair Value		100	25		125
(C)	Niederstwert		50	25	75	100
(D)	max Filter	(A)-(B)		25	25	
(E)	FV+Filter		50	50	100	

In Fall (a) haben Änderungen in den Fair Values keinen Einfluss auf die Eigenmittel. Solche im FV von Beteiligung 2 werden vom Filter aufgefangen. Änderungen im FV von Beteiligung 1 beeinflussen weder den Filter noch den Niederstwert von Beteiligung 1.⁷¹ Die Eigenmittel hängen jedoch von den Buchwerten ab. Eine Senkung des BW von Beteiligung 1 verringert die Eigenmittel direkt. Senkung des BW von Beteiligung 2 (bis maximal auf 25) würde den Filter schmälern und ebenfalls die Eigenmittelberechnung durchschlagen.

Die Eigenmittel hängen bei insgesamt unterbewerteten Beteiligungen ab von deren Buchwerten.

⁷¹ Dies gilt bis zu einer Untergrenze für den FV1 von 75; dort würde die Summe der FV unter jene der BW fallen. Die Berechnung mit $FV < BW$ wird in Fall (b) behandelt.

Fall (b)

Ein anderes Ergebnis liefert Fall (b). Das überbewertete Portfolio hat einen Niederstwert von 125 (grau unterlegt), entsprechend der Summe der Fair Values. Die beiden Beteiligungen haben einzeln bewertet einen Niederstwert von 100, der Summe der beiden einzelnen Niederstwerte. Der regulatorische Filter entspricht hier der Differenz zwischen Fair Value und Buchwert auf Beteiligung 1 und beträgt wiederum 25. Wiederum sind die Buchwerte der Einzelbeteiligungen plus Filter gleich dem Wert des Portfolios.

Tabelle 5b: Funktion des regulatorischen Filters bei überbewertetem Portfolio (BW>FV)

(b) Niederstwert Portfolio = Summe der Fair Values						
			Einzel			Portfolio
			Beteiligung 1	Beteiligung 2	Summe	
			(1)	(2)	(3) = (1)+(2)	(4)
(A)	Buchwert		75	75		150
(B)	Fair Value		100	25		125
(C)	Niederstwert		75	25	100	125
(D)	max Filter	(B)-(A)	25		25	
(E)	FV+Filter		75	50	125	

Ein Rückgang im Fair Value von Beteiligung 2 kann von dem (hier durch Beteiligung 1 limitierten) Filter nicht aufgefangen werden; er verringert daher die regulatorischen Eigenmittel verringern. Ein Rückgang im Fair Value von Beteiligung 1 verkleinert den zulässigen Filter und schlägt ebenfalls auf die Eigenmittelberechnung durch.

Die Eigenmittel hängen bei insgesamt überbewerteten Beteiligungen ab von deren Fair Values.

Anhang 3: Ergebnisse der Prüfung des Filters durch BDO

BDO1: Analyisierte Beteiligungen per Ende 2019

Fair Value Ermittlung -- Überblick USD Mio. (USD/CHF = 1.03)				Plausibilisierung BDO					
	Buchwert (BW)	Fair Value (FV)	FV-BW	Differenz quantifizierte Effekte		Bandbreite			
				in USD Nio	in % des FV	von	in %	bis	in %
CS Schweiz	14'989	22'305	7'316	- 2'074	-9%	- 1'030	-5%	- 2'575	-12%
CS USA	23'201	25'718	2'517	- 6'233	-24%	- 5'500	-21%	- 8'000	-31%
CSI /CSSEL	30'600	22'162	- 8'438	- 4'852	-22%	- 4'000	-18%	- 5'500	-25%
CSAM IHAG	464	3'367	2'903	817	24%	900	27%	200	6%
Banco Invest.	1'333	1'965	632	- 195	-10%	- 150	-8%	- 300	-15%
CS Australia	6	668	662	102	15%	150	22%	50	-7%
Summe	70'593	76'185	5'592	12'436	-16%	-9630	-13%	-16225	-21%

BDO2: Analyisierte Beteiligungen per Mitte 2021

Fair Value Ermittlung -- Überblick USD Mio. (USD/CHF = 0.92)				Plausibilisierung BDO					
	Buchwert (BW)	Fair Value (FV)	FV-BW	Differenz quantifizierte Effekte		Bandbreite			
				in USD Nio	in % des FV	von	in %	bis	in %
CS Schweiz	14'182	20'806	6'625	- 2'990	14%	- 1'500	-7%	- 3'500	-17%
CS USA	24'705	23'290	- 1'415	- 6'859	-29%	- 6'000	-26%	- 8'000	-34%
CSI /CSSEL	25'508	15'683	- 9'825	- 3'294	-21%	- 2'500	-16%	- 4'000	-26%
CSAM IHAG	448	3'718	3'270	746	-20%	250	-7%	2'000	-54%
Banco Invest.	994	890	- 104	- 147	-17%	- 100	-11%	- 250	-28%
CS Australia	6	783	777	34	4%	100	13%	50	-6%
Summe	65'843	65'170	671	14'002	-21%	10'250	-16%	17'800	-27%

Anhang 4: Stellungnahmen der SNB und der FINMA

Die PUK unterbreitete die Vorversion des vorliegenden Gutachtens der SNB und der FINMA zur Stellungnahme. Beide Institutionen machten von der Gelegenheit Gebrauch. Die beiden Stellungnahmen erlaubten dem Gutachter, kleinere Unstimmigkeiten oder Unklarheiten zu beseitigen. An den Aussagen des Gutachtens hält er fest.

SNB

Die SNB erhebt keine materiellen Einwände gegen den Bericht. Sie erinnert lediglich daran, dass sie nicht auf alle Quellen des Autors (namentlich nicht auf die Prüfberichte von BDO) Zugriff hatte.

Im einzelnen regt die SNB an, dass die Terminologie bezüglich Fair Value und Marktwert, bzw. Einstandspreis und Buchwert zu präzisieren sei. Dies ist in der vorliegenden Version geschehen. Ferner stellte die SNB eine Unklarheit in der Präsentation der Zahlen in Tabelle 3 fest. In der vorliegenden Version wurde deshalb verdeutlicht, dass in der Tabelle nur unterbewertete Beteiligungen enthalten sind. Schliesslich wurde eine inhaltlich unkorrekte, aber für die Aussagen des Berichts unwesentliche Bemerkung zum Eigenmittelregime 2018 beseitigt.

FINMA

Die FINMA erhebt keine Einwände gegen den im Gutachten dargestellten Mechanismus des Filters und dessen Wirkungsweise. Vielmehr bestreitet sie die Interpretation der Fakten durch den Gutachter.

Sie kritisiert die folgenden Punkte des Gutachtens:

- (1) Es stellt teilweise Fakten (z.B. die Handlungen der FINMA auf die BDO-Berichte oder Zahlen in den Tabellen zur Eigenmittelentwicklung) falsch dar.*
- (2) Es unterstellt dem regulatorischen Filter eine geplante Wirkungsweise, welche dieser nie hatte, um schliesslich zu argumentieren, die geplante Wirkungsweise sei nicht erzielt worden.*
- (3) Zu geringe Berücksichtigung der Entstehungsgeschichte der Kapitalanforderungen an die Parent Bank und der ökonomischen Substanz des regulatorischen Filters.*
- (4) Das Gutachten äussert sich zu Themen, zu denen der Gutachter weder ausreichende Unterlagen noch Kenntnis hat.*
- (5) Es hat tendenziöse Aussagen, einschliesslich Mutmassungen über Absichten hinter Handlungen der FINMA, von denen der Gutachter keine detaillierte Kenntnis hat.*
- (6) Das Gutachten führt zu falschen Schlüssen (oder kann zu solchen führen).*

Die verschiedenen Anliegen der FINMA aus ihrer umfangreichen Stellungnahme lassen sich wie folgt gliedern:

A. Thematische Ausrichtung

Die FINMA vermisst eine Darstellung der Vorgeschichte des Filters. Eine Darstellung oder Analyse der Entstehungsgeschichte der Kapitalanforderungen (Punkt (3)) mag wichtig

sein zur Beurteilung der Rolle der FINMA. Sie gehörte aber nicht zum Auftrag des Gutachters, und sie ist auch nicht relevant zum Verständnis der Wirkungsweise des Filters.

B. Faktische Fehler im Gutachten (siehe (1))

- i. Eine unkorrekte Bemerkung zum Eigenmittelregime der CS bis 2018 und die dazugehörigen Zahlen bezüglich 1. Q. 2018 wurden auch von der SNB angemahnt und sind korrigiert. Der Fehler hat keine Bedeutung für den Inhalt des Gutachtens.
- ii. Ein Eigenmittelziel betraf nicht die CS AG (Parent), sondern die Gruppe. Die entsprechende Passage einschliesslich der Fussnote ist gestrichen. Sie war als Beispiel für die teilweise "harte" Linie der FINMA gemeint.
- iii. Eine Zahl für den Filter nach dem Bericht von BDO wurde im Text gemäss Tabelle 5 korrigiert.

C. Formulierungsvorschläge

An vielen Stellen kritisiert die FINMA die Wortwahl im Gutachten und schlägt Alternativen vor. Soweit in den bestehenden Formulierungen im Gutachten keine materiellen Fehler erkennbar sind, wurden diese belassen (zu den übrigen, siehe A.)

Die Terminologie von Einstandswert, Buchwert, etc. wurde revidiert (siehe auch Rückmeldung SNB).

D. Interpretationen der Funktion des Filters und der damit verbundenen Rolle der FINMA (siehe (4), (5) und (6)).

- i. Die "Unterstellung" der beabsichtigten Wirkung (siehe (2)) beruht auf einer im Gutachten zitierten expliziten Aussage der FINMA selbst. Im übrigen ist die Wirkung des Filters anhand des Mechanismus im Gutachten klar und umfassend dargestellt.
- ii. Der Filter habe der Transparenz gedient. Diese Aussage ist schwer nachvollziehbar. Die Eigenmittelsituation anderer Banken wie der UBS waren eindeutig transparenter.
- iii. Regulatorische Filter werden gemäss FINMA auch in anderen Zusammenhängen verwendet (in Fussnote ergänzt).
- iv. Die FINMA reduzierte nach dem ersten Prüfbericht von BDO die anrechenbaren Fair Values, was vorübergehend zu einem Rückgang des Filters führte (im Text ergänzt).
- v. Die FINMA macht geltend, dass Massnahmen der CS wie die Vornahme von Abschreibungen oder eine Tieferbewertung der Wertreserven und der damit verbundene Rückgang des Filters jeweils voll der Initiative der FINMA zuzuschreiben waren. Ebenfalls scheint die FINMA das relevante Datum jeweils bei der ersten Erwähnung oder Anmahnung einer Massnahme, und nicht bei deren (teils deutlich späteren) Durchsetzung, zu setzen. Damit entwirft sie ein positiveres Bild ihrer Tätigkeit als das Gutachten. Jenes geht davon aus, dass die CS Abschreibungen zum Teil auch "der Not gehorchend" oder unter dem

Einfluss der Prüfgesellschaften vornahm. Hier besteht ein Interpretationsspielraum, der aufgrund der dem Gutachter vorliegenden Unterlagen allein nicht zu schliessen ist.

- vi. Der Gutachter betrachte isoliert die Reaktionen der FINMA auf den Filter. Diese seien aber in einem weiteren Zusammenhang zu sehen. Dies mag zutreffen; die Einordnung des Gutachtens in den weiteren Zusammenhang obliegt jedoch der PUK.
- vii. Der Vorwurf, der Gutachter äussere sich zu Themen sozusagen *ultra vires* hat insofern einen wahren Kern, als irgendwann der Schritt von den einzelnen Fakten zu einer verbindenden Interpretation stattfinden muss. Dieser Schritt wurde aber im Gutachten stets aufgrund der vorhandenen Informationen vollzogen. Ferner ist im Text klar unterschieden zwischen Fakten und deren Interpretation durch den Gutachter. Vermutungen sind als solche formuliert.

Die Stellungnahme der FINMA insgesamt widerspiegelt in den meisten Punkten ihre auch öffentlich mehrfach wiederholte⁷² Position:

- (1.) Der regulatorische Filter besass immer “eine ökonomische Werthaltigkeit” und ist daher nur eine buchhalterische Grösse.
- (2.) Die CS AG (Parent) war stets ausreichend kapitalisiert.

Im Gutachten wird diesen beiden Aussagen – bezogen auf die Buchwerte der Beteiligungen der CS AG (Parent) *inklusive Filter* – nicht widersprochen. Das Gutachten erinnert lediglich daran, dass der regulatorische Filter die Situation der CS AG (Parent) im Vergleich zu der anderer Banken, bzw. gemessen an den *de facto* verschärften Anforderungen (Niederstwertprinzip plus Einzelbewertung), günstiger erscheinen liess.

Die FINMA nimmt zu diesem Ergebnis nicht explizit Stellung. Sie kritisiert das Gutachten vielmehr sogar dort, wo es um Verständnis für die schwierige Position der FINMA (regulatorisches Dilemma, strategische Schwäche gegenüber systemrelevanter Bank) wirbt.

Zusammenfassend erkennt der Gutachter keinen Grund, sein Gutachten aufgrund der Kritik durch die FINMA wesentlich abzuändern.

⁷² Zum Beispiel in FINMA: *Lessons Learned*, zuletzt auch im Gespräch der FINMA-Präsidentin in *NZZ Standpunkte*.
<https://www.nzz.ch/podcasts/wie-wird-die-ubs-keine-neue-credit-suisse-marlene-amstad-ld.1853629>