

## Meinung

# Brandbeschleuniger AT1-Anleihen

Pirmin Hotz

**BANKENREGULIERUNG – Im Streit über die UBS-Eigenmittel will eine Gruppe Parlamentarier der Bank den stärkeren Einsatz spezieller Schuldscheine erlauben. Doch die haben im CS-Untergang ihre Untauglichkeit bewiesen.**

Wohl im April wird der Bundesrat seine Botschaft zu den neuen Kapitalregeln zuhanden des Parlaments veröffentlichen. Dort kursiert bereits ein sogenannter Kompromissvorschlag ausgehend von Nationalrat und Banker Thomas Matter, der es UBS erlauben würde, ihre ausländischen Tochtergesellschaften mit bis zu 50% über sogenannte AT1-Anleihen zu finanzieren statt mit hartem Eigenkapital, wie der Bundesrat es fordert. Die Idee ist ein praxisuntauglicher Rohrkrepiierer, wie uns die Erfahrung mit Credit Suisse lehrt.

Dem Bericht der Parlamentarischen Untersuchungskommission ist zu entnehmen, dass CS spätestens gegen Ende 2022 auf der Intensivstation lag und – auch wegen der von der Finanzmarktaufsicht (Finma) gewährten Erleichterungen – unterkapitalisiert war. Spätestens zu diesem Zeitpunkt hätten die AT1-Anleihen in Eigenkapital gewandelt werden müssen. Dies bekräftigten sowohl der abstürzende CS-Aktienkurs, als auch ihre explodierenden Kreditrisikoausfallprämien. Zur Überzeugung, dass es CS am Ende an Eigenkapital mangelte, kam auch UBS, sonst hätte sie die Behörden bei der Übernahme ihrer Konkurrentin nicht auf die Abschreibung der AT1-Anleihen gedrängt.

Die entscheidende Frage ist nun die: Warum unterblieb die frühzeitige Abschreibung der AT1-Anleihen, obwohl bei Lichte betrachtet Behörden und CS-Verantwortliche ab Herbst 2022 zum Schluss kommen mussten, dass die Bank dringend zusätzliches Eigenkapital brauchte, um das erodierte Vertrauen der Kunden zu stärken?

### Untaugliche Schönwetterkonstrukte

Die ehrliche Antwort ist wohl die: Eine Abschreibung hätte die Verunsicherung der Investoren und den Bank Run erst recht eskalieren lassen und den Tod von CS befördert. Bankleitung und Behörden mussten

davon ausgehen, dass ein AT1-Event eine Panik an den Märkten auslösen würde – ein klassischer Circulus vitiosus. Deshalb sahen sich Bundesrat, Finma und Nationalbank veranlasst, bis zuletzt gebetsmühlenartig zu verkünden, die Bank habe weder ein Kapital- noch ein Liquiditätsproblem. AT1-Anleihen sind ein Schönwetterkonstrukt. In Krisen mutieren sie zu Brandbeschleunigern. Das muss allen Verantwortlichen bewusst gewesen sein, weshalb die Abschreibung zur Stabilisierung von CS nicht, wie eigentlich vorgesehen, vor ihrem Kollaps, sondern erst danach erfolgte.

Der fragwürdigen Kommunikation von Behörden und Bankleitung in der Phase vor dem CS-Untergang folgend hat das Bundesverwaltungsgericht mit seinem Entscheid vom Oktober 2025 die Abschreibung der AT1-Anleihen als illegitim abgewiesen. Es ist ein logischer Entscheid der Richter in einem ordnungspolitischen Sündenfall, der sich für die Schweizer Steuerzahler als milliarden-schweres Eigentor erweisen dürfte. Deutlich höhere Eigenmittel sind also der einzig wirksame Hebel, um im Falle eines UBS-Untergangs Schaden von den Steuerzahlern abzuwenden. Kein Land der Welt steht bei einer einzigen Bank mit 200% im Verhältnis zum BIP derart im Risiko wie die Schweiz. Es widerspricht auch internationalen Gepflogenheiten, wenn das Eigenkapital der UBS-Auslandtöchter zu Teilen mit Fremdkapital der Muttergesellschaft finanziert wird. Genauso absurd wäre es, wenn eine Privatperson, die bei UBS eine Hypothek beantragt, die erforderlichen Eigenmittel zum Kauf einer Liegenschaft mit einem Kredit einer anderen Bank finanzieren würde (double leverage).

Gefährden höhere Eigenmittel die Wettbewerbsfähigkeit von UBS? Erstaunlich ist, wie diese Befürchtung breite Akzeptanz finden konnte, denn es gibt keinerlei wissenschaftliche oder empirische Belege für diese These. Viele Kantonbanken arbeiten seit Jahrzehnten erfolgreich mit hohen Eigenkapitalquoten. Würden hohe Eigenkapitalquoten tatsächlich die Wettbewerbsfähigkeit gefährden, müsste UBS im Umkehrschluss ihre Kredite bevorzugt an Kunden mit wenig Eigenmitteln ausrichten – eine ziemlich skurrile und praxisfremde Vorstellung.

## FINANZ und WIRTSCHAFT

Nie in der Geschichte der Grossbanken waren die Eigenkapitalquoten so tief wie in den letzten zwanzig Jahren. Nach Lesart von UBS müsste dies ein Segen für die Wettbewerbsfähigkeit der Bank und ihre Aktionäre gewesen sein. Ein Blick zurück zeigt das Gegenteil.

«Abschreibung der Anleihen hätte den Bank Run erst recht eskalieren lassen.»

### Aktionäre gingen leer aus

Während der schweizerische Gesamtmarkt (SPI) von 2006 bis 2025 eine kumulierte Rendite von 217% (5,9% p.a.) abgeworfen hat, brachten es die Eigenkapitalgeber von UBS inklusive aller Dividenden gerade einmal auf kumuliert 10% (0,5% p.a.). Tiefe Eigenmittelquoten sind offenkundig keine Garantie für attraktive Renditen der Aktionäre, sondern einzig für angestellte Bonusbezüger der Teppichetage. Während das Eigenkapital der Aktionäre UBS über zwei Jahrzehnten praktisch nichts gekostet hat, mussten AT1-Anleihen jährlich mit 6 bis 9% verzinst werden. Die Aussage, AT1-Anleihen seien günstiger als Eigenkapital, ist deshalb allein aufgrund der empirischen Evidenz stark zu relativieren.

Was haben uns die Fälle UBS und CS gelehrt? Tiefe Eigenkapitalquoten erhöhen die Refinanzierungskosten einer Bank, gefährden ihre Wettbewerbsfähigkeit und Bonität, führen in Krisenzeiten zu einem Vertrauensverlust von Kunden sowie Anlegern und letztlich zu einem Bank Run. Diese Naturgesetze, die offenkundig für alle Unternehmen gelten, predigen Banken auch ihren Kunden, wenn diese einen Kredit beantragen.

Aktuell liegt das harte Eigenkapital von UBS bei 4,4%. Wird die Forderung des Bundesrats umgesetzt, steigt die Quote gegen 6% – im Grunde eine Marginalie. Das innert zehn Jahren ganz einfach durch die Reduktion oder das Aussetzen von Dividendenzahlungen und Aktienrückkäufen erreicht werden. Hätte der Bundesrat, in Einklang mit den renommierten Professoren Anat Admati, Martin Hellwig und Simon Johnson, 20 bis 30% hartes Eigenkapital gefordert, wäre eine Erhöhung von satten 300 statt «nur» 25 bis 40 Mrd. \$ nötig. Als Folge davon erschiene die vom Bundesrat geforderte «Extremlösung» als geradezu moderater Kompromissvorschlag.

Die Schweiz hat innerhalb von nur fünfzehn Jahren den Kollaps ihrer zwei grössten Banken erlebt. Die UBS-Bosse versichern, dass dies niemals mehr passieren wird. Wirklich? Dazu ein Zitat von Albert Einstein: «Die Definition von Wahnsinn ist, immer wieder das Gleiche zu tun und andere Ergebnisse zu erwarten.»

---

**PIRMIN HOTZ** ist Gründer und Inhaber der Dr. Pirmin Hotz Vermögensverwaltungen mit Sitz in Baar.