

## **AT1-Anleihen – weder Schutzwall noch Brandbeschleuniger – aber sinnvolles Eigenmittelinstrument und richtig eingesetzt ein probater Feuerlöscher**

*Autoren: Dr. Christof Grabher, Stefan Obermayr - ACM Alpstein Capital Management AG*

In einem Kommentar in der FuW vom 24.3.2026 beschäftigt sich Pirmin Hotz in Zusammenhang mit der UBS-Eigenmitteldebatte mit AT1-Anleihen; sein Schluss ist es, dass diese mehr Brandbeschleuniger als Schutzwall sind. Grundlage seiner Analyse ist die Credit Suisse-Krise und die dort offensichtlich manifestierte Untauglichkeit dieses Eigenkapitalinstrumentes.

Das aktuelle Kapitalregime ist ein Resultat der Finanzkrise 2007 – 2009, die zu massiven staatlichen Unterstützungen von Banken geführt hat. Um das in der Zukunft zu vermeiden, wurden für den „Going Concern“ die Eigenmittelanforderungen deutlich erhöht und für einen möglichen Abwicklungsfall „Gone Concern“ mussten die Banken „bail-in“ fähige, nachrangige Emissionen begeben – deren Umfang ist in den MREL-Vorschriften geregelt. Zur Kapitalgenerierung haben die Banken zwei Möglichkeiten: Thesaurierung von Gewinnen und externe Beschaffung von Eigenkapital durch Kapitalerhöhungen. Nachdem im Zuge der Finanzkrise die Aktienkurse der Banken implodiert sind, war es praktisch unmöglich über die Ausgabe neuer Aktien das Kapital zu erhöhen. So betrug die Price/Book-Quote der UBS kurz vor der Finanzkrise ca. 260 % so stürzte diese Ende 2008 auf 100 % ab und betrug am Tiefpunkt 2021 nur noch 80 % - inzwischen hat sich die Kennzahl wieder auf 125 % erholt (zum Vergleich Deutsche Bank: 150%, 50 %, 20 %, 60%). Um trotzdem Instrumente zu schaffen, die es den Banken ermöglicht vom Kapitalmarkt Eigenkapital zu beschaffen, wurden die Kapitalkategorien AT1-Kapital und T2-Kapital geschaffen. Diese wurden bei den Investoren gut aufgenommen und es konnten in erheblichem Umfang neue Eigenmittel generiert werden. Aktuell haben die europäischen Banken ca. 300 Mrd. EUR an AT1-Emissionen und ca. 100 Mrd. EUR an T2-Emissionen ausstehend. Bei einer CET1-Quote von ca. 14 % und einer RWA-Density von 80 % unterlegt dieses Kapital ein Kreditvolumen von ca. 3.500 Mrd. EUR – das entspricht ungefähr zwei Dritteln aller Kredite der deutschen Banken.

AT1 ist bewusst als Verlustpuffer konzipiert – es ist kein reines Fremdkapital: AT1-Anleihen sind hybride Kapitalinstrumente, die genau dann Verluste absorbieren, wenn eine Bank in Schieflage gerät, aber noch als „going concern“ (fortführungsfähig) gilt. Sie können bei Unterschreiten einer CET1-Quote (meist 5,125 % oder 7 %) automatisch in Eigenkapital umgewandelt oder abgeschrieben werden. In der Schweiz gibt es im Gegensatz zur EU noch eine Non-Viability-Klausel (Art. 29 ERV) – die FINMA kann eine Abschreibung oder Wandlung anordnen, wenn eine Insolvenz verhindert werden soll, oder wenn eine Hilfe der öffentlichen Hand in Anspruch genommen wird. Damit schützen diese Instrumente Einleger und Senior-Gläubiger, indem sie Verluste auf



risikobereite Investoren (institutionelle Anleger) verlagern – statt direkt auf den Steuerzahler.

Wenn man alle Kostenfaktoren einbezieht - steuerlich absetzbare Zinsen bei AT1 und keine Ausschüttung aus versteuerten Gewinnen wie bei Dividenden, keine Verwässerung der Aktionäre und die Kündbarkeit zum Nominalbetrag statt Aktienrückkauf an der Börse – so ist AT1-Kapital eine günstige Alternative zu CET-1 Kapital. Der Vergleich mit den Kosten des vorhandenen UBS-Eigenkapitals ist so nicht haltbar: Der Performancevergleich inklusive Dividenden ist genau aus jener Periode errechnet, in der die Kapitalanforderungen massiv angestiegen sind und die gesamte Bankenbranche aufgrund der Niedrigzinsphase über Price-Book Werte weit unter 100 % verfügte. Eine Kapitalerhöhung im gleichen Umfang wie AT1- Emissionen wäre schlicht gar nicht möglich gewesen.

Bis heute gab es nur vereinzelte Fälle, in denen eine Abschreibung von AT1-Instrumenten erforderlich wurden: 2017 Banca Popular (Spanien - 1,4 Mrd. EUR), 2020 YES Bank (Indien - 1,0 Mrd. EUR) und 2023 die Credit Suisse (Schweiz - 16 Mrd. CHF). Das hängt mit mehreren Faktoren zusammen: Die Eigenkapitalanforderungen sind seit der Finanzkrise erheblich gestiegen und haben die Banken robuster gemacht, die regulatorischen Vorschriften – insbesondere in der 2. Säule – begrenzen die Risiken in allen wichtigen Risikokategorien auch unter Stressbedingungen, die Märkte haben seit der Finanzkrise keine vergleichbaren Stressphasen erlebt und auch die Ansteckungsgefahr ist mit dem Verschwinden des unbesicherten Geldmarktes deutlich geringer wie vor der Finanzkrise.



Nun zum Fall der Credit Suisse: Von aussen betrachtet verfügte die Credit Suisse über eine ausreichende Solvabilität weit über den AT1-Kapitaltriggern. Die Feststellung einer Unterkapitalisierung ist Aufgabe der Wirtschaftsprüfer und der Bankenaufsicht. Warum die FINMA die Eigenkapitalsituation der CS mittels eines regulatorischen Filters jahrelang zu gut dargestellt hat, war wohl der Hoffnung geschuldet, dass sich die Probleme mit der CS im Zeitverlauf schon lösen würden. Das Resultat ist bekannt – die Lage hatte sich entgegen den Hoffnungen immer mehr verschlechtert und am Schluss blieb nur eine Notaktion, um eine Finanzkrise zu verhindern. Hätte man die Eigenmittel realistisch und mit der Sorgfalt einer ordentlichen Aufsichtsbehörde ausgewiesen, so wäre es jedenfalls schon 2021 oder früher erforderlich gewesen, zumindest die Zinszahlung auf die AT1-Instrumente auszusetzen. Damit wäre aufgrund des in den AT1-Bedingungen der CS verankerten Dividendenstoppers auch eine Dividendenzahlung nicht mehr möglich gewesen. Spätestens 2022 wäre nach dem PUK-Bericht auch eine Abschreibung auf die AT1-Instrumente erforderlich gewesen. Diese Massnahmen hätten sicherlich zu einer Disziplinierung des Managements geführt. Ob man die CS dadurch retten hätte können, kann nur spekuliert werden. Jedenfalls wäre es für alle Beteiligten erforderlich gewesen, viel früher schon Sanierungsmassnahmen zu setzen. **Damit hätten die AT1-Instrumente als frühe Feuerlöscher wirken können, Brandbeschleuniger waren sie nie. Das Problem im Fall der CS waren nicht AT1-Instrumente, sondern die Too Big to Fail Problematik – diese kann letztendlich nur politisch gelöst werden.**