

Yvan Lengwiler\* / Kumar Rishabh\*\* / Rolf Watter\*\*\*

# Stärkung der Recovery-Fähigkeit von Schweizer Banken

## AT1 im Rahmen eines umfassenderen politischen Instrumentariums neu denken

### Inhaltsübersicht

- I. Einleitung
- II. Was sind AT1 und was ist ihr Vorteil?
- III. Warum Recovery wichtig ist
- IV. Zielbild für die Ausgestaltung von AT1
  1. Schaffung einer Struktur zur Verlustabsorption im laufenden Geschäftsbetrieb
  2. Rechtzeitige Verlustabsorption bei ausreichend hohem Trigger
  3. Verbesserung der Anreize für Aktionäre und das Management zur rechtzeitigen Vornahme von Recovery-Massnahmen
  4. Stigma
  5. Marktdisziplin
  6. Transparenz und Rechtssicherheit
- V. Die Schwächen der aktuellen AT1-Instrumente
- VI. Recovery-Konzepte in verschiedenen Rechtsordnungen
  1. Europäische Union
  2. Grossbritannien
  3. Schweiz
  4. Eine gemeinsame Lücke
- VII. Unser Vorschlag: Frühzeitige und freiwillige Umwandlung von AT1
  1. Freiwillige Umwandlung in einem frühen Stadium der Recovery
    - 1.1. Erster Grundsatz: Freiwillige Mitwirkung
    - 1.2. Zweiter Grundsatz: Verwässernde Bedingungen für bestehende Aktionäre
    - 1.3. Dritter Grundsatz: Klarheit hinsichtlich des Zeitpunkts, zu dem ein DRO und das Umtauschangebot erfolgen
  2. Ein aufschlussreicher Vorläufer
  3. Ein stufenweiser Stabilisierungsvorgang
    - 3.1. Phase 1: Eintritt in die Recovery-Phase
    - 3.2. Phase 2: Discounted rights offering und freiwillige Umwandlung
  4. Erforderliche Transparenz im Recovery-Plan
  5. Inwiefern werden damit die in Ziff. V festgestellten Defizite behoben?

### VIII. Rechtliche Aspekte

1. Lehren aus der Abschreibung der AT1-Anleihen der CS
  2. Rechtliche Herausforderungen bei wandelbaren AT1
  3. Wichtige rechtliche Aspekte des Vorschlags für Phase 1
    - 3.1. Aussetzung der Couponzahlungen
    - 3.2. Aussetzung von Dividendenzahlungen
    - 3.3. Aktien- und AT1-Rückkäufe
    - 3.4. Einschränkungen der variablen Vergütung
  4. Wesentliche rechtliche Aspekte des Vorschlags für Phase 2
    - 4.1. Quelle der neuen Aktien
    - 4.2. Bezugsrechtsangebot
    - 4.3. Umtauschangebot für AT1-Anleihen und deren Umtausch in Aktien
    - 4.4. Prospekt und ähnliche Anforderungen zur Unterbreitung eines Angebots an AT1-Inhaber
  5. Einbindung von AT1-Inhabern, die das Angebot nicht annehmen
- ### IX. Schlussfolgerung

## I. Einleitung<sup>1</sup>

Ein zentraler Baustein der Bankenregulierung besteht darin, Verluste möglichst frühzeitig zu absorbieren – idealerweise zu einem Zeitpunkt, in dem das operative Geschäft noch intakt ist und private Stabilisierungsoptionen zur Verfügung stehen. Je näher sich ein Institut hingegen dem Punkt nähert, an dem es sich nicht mehr selbst retten kann (Point of Non-Viability, oder «PONV»), desto rascher schwinden Unternehmenswert, Handlungsoptionen und Marktvertrauen. Späte Interventionen sind deshalb weniger wirksam und erheblich kostspieliger.

Vor diesem Hintergrund kommt der Stabilisierungsphase («Recovery») eine Schlüsselrolle zu. Die Stabili-

\* Prof. Dr. YVAN LENGWILER, Ordentlicher Professor an der Universität Basel, pai research GmbH und Swiss Finance Institute.

\*\* Dr. KUMAR RISHABH, pai research GmbH und Universität Lausanne, Universität Basel.

\*\*\* Prof. Dr. ROLF WATTER, LL.M., Titularprofessor an der Universität Zürich, Rechtsanwalt und Partner bei Bär & Karrer AG, Zürich. Die Autoren bedanken sich herzlich für die hervorragende Unterstützung durch Brais Canosa Calo, MSc, Controller am Swiss TPH, Alessandro Di Stefano, MSc, Assistent an der Universität Bern und Fabian Schlegel, MLaw, Rechtsanwalt bei Bär & Karrer AG, Zürich.

<sup>1</sup> Diese Publikation wurde von der UBS Group AG («UBS») in Auftrag gegeben; die UBS bat uns, unsere Ansichten zu Möglichkeiten zur Stärkung der Risikotragfunktion und der Verlustabsorptionsfähigkeit von AT1-Instrumenten sowie zu deren Potenzial als glaubwürdiges Stabilisierungsinstrument darzulegen. Rolf Watter vertritt die UBS zusammen mit Bürokollegen im Verfahren vor Bundesgericht über die Gültigkeit der Anordnung der FINMA zur Abschreibung von AT1-Instrumenten der Credit Suisse Group AG («CS»). Wir haben uns mit Mitarbeitern der UBS beraten, um Einblicke in die praktischen Aspekte der Emission von AT1-Instrumenten zu gewinnen. Die UBS hatte keinen Einfluss auf die Schlussfolgerungen dieser Publikation.

sierungsphase ist zwar Bestandteil der internationalen Bankenregulierung, aber sie erhält in der Forschung, in der regulatorischen Praxis und in der öffentlichen Diskussion nur wenig Aufmerksamkeit. Systemrelevante Banken («SIBs») müssen Recovery-Pläne vorbereiten, aber es bestehen Zweifel, dass sie im Krisenfall tatsächlich rechtzeitig und verlässlich aktiviert werden können. Empirische Evidenz hierzu ist nicht vorhanden und grundlegende Parameter der Pläne sind nicht öffentlich zugänglich. Eine jüngst veröffentlichte Stellungnahme des Financial Stability Board («FSB») fordert entsprechend eine stärkere Fokussierung auf die Umsetzbarkeit von Recovery-Massnahmen.<sup>2</sup>

Die Ereignisse rund um die CS haben diese Problematik sichtbar gemacht: Insbesondere die Rolle von Additional-Tier-1-Instrumenten («AT1»), die zur Verlustabsorption in der Stabilisierungsphase konzipiert wurden, wirft im Zusammenhang mit der Rettung dieser Gruppe grundlegende Fragen auf. Generell führt die heutige Ausgestaltung dieser Instrumente dazu, dass ihre verlustabsorbierende Wirkung häufig erst in einem sehr späten Stadium einsetzt.

Der vorliegende Beitrag setzt hier an. Wir entwickeln eine Strategie zur Reform der AT1, welche ihre Funktion als verlustabsorbierendes Kapital in der Stabilisierungsphase stärkt – in einem Zeitpunkt, in dem die Rettung noch wahrscheinlich ist. Unser Vorschlag erfordert keine Gesetzesänderung und kann von den betroffenen Banken im Rahmen ihrer Recovery-Planung selbst initiiert werden. Hierzu ist allerdings eine grössere Transparenz des Inhalts dieser Pläne notwendig.

Der hier vorgeschlagene Plan basiert auf einer Offerte zu einem freiwilligen Umtausch von AT1-Anleihen in Aktien, deutlich bevor sie den in den Anleihensbedingungen («T&C») genannten «Trigger» von heute 7% des harten Kernkapitals bezogen auf die risikogewichteten Aktiven («CET1/RWA») unterschreiten und zwangsweise umgetauscht oder abgeschrieben werden. Eine solche frühere Aktivierung der AT1 würde sie zu verlustabsorbierendem Kapital machen, vergleichbar zu CET1, und die blossen Option zum Umtausch, also ihre Freiwilligkeit, würde künftig vor Rechtsstreitigkeiten schützen.

## II. Was sind AT1 und was ist ihr Vorteil?

AT1 wurden folgendermassen konzipiert: Anstatt sich auf die Fähigkeit einer Bank zu verlassen, in einer Krisensituation Eigenkapital zu beschaffen, integrieren diese Instrumente das Verlustabsorptionspotenzial direkt

in die Kapitalstruktur. Es handelt sich um unbefristete Wertpapiere mit drei integrierten Stabilisierungsinstrumenten.<sup>3</sup> *Erstens* sind ihre Coupons diskretionär. Eine Bank kann Zinszahlungen aussetzen, um sowohl Liquidität als auch Kapital zu schonen; dies löst zugleich Dividendenblocker aus, die diesen Effekt auch auf Ansprüche der Aktionäre ausdehnen. *Zweitens* absorbieren diese Anleihen Verluste entweder durch einen automatischen Auslöser (den vorerwähnten Trigger), durch eine aufsichtsrechtliche Feststellung der Nicht-Lebensfähigkeit oder die Notwendigkeit von Staatshilfe, entweder durch Abschreibung der Anleihen (die Forderungen aus den AT1 erlöschen ersatzlos, ohne dass eine Rückzahlung erfolgt), oder durch Umwandlung dieser Anleihen in Aktien zu einem in den T&C festgelegten Umtauschverhältnis. Beide Wege schaffen neues CET1 und verbessern die Solvenz, ohne dass in einem angespannten Markt neues hartes Kernkapital beschafft werden müsste. *Drittens* haben die Inhaber der AT1 kein Recht, eine Rückzahlung zu fordern. Sie sind somit keine eigentlichen Gläubiger, obwohl die AT1 auf der Bilanz der Bank als Schuld figurieren.

Der Vorteil der AT1-Instrumente liegt darin, dass sie zu Kosten unter den Eigenkapitalkosten Verluste absorbieren können, ohne dass in einem angespannten Markt Eigenkapital aufgenommen werden muss.<sup>4</sup>

In der Praxis haben AT1 ihr Potenzial zur Unterstützung von Banken in der Recovery allerdings nicht ausgeschöpft. Der übliche Trigger von 7% CET1/RWA liegt weit unter den erforderlichen CET1-Mindestanforderungen für SIBs, womit sie erst dann Verluste auffangen, wenn die Bank bereits nahe am PONV steht.

Dies ist nicht das einzige Problem mit AT1: ein weiteres liegt darin, dass bei ihrer Abschreibung, wenn sie denn erfolgt, keine oder keine wesentliche Verwässerung der bestehenden Aktionäre resultiert. Unter diesen Umständen hat der Verwaltungsrat der Bank («VR») wenig Druck, vor Erreichen des Triggers eine Rekapitalisierung zu initiieren. AT1-Instrumente, die durch Wandlung zu einer spürbaren Verwässerung führen, könnten diesen Druck erzeugen. In der Praxis ist dies derzeit aber nur bedingt der Fall.<sup>5</sup>

AT1 wirken also zu spät und setzen keine optimalen Anreize. Eine Verbesserung der Verlustabsorptionsfähigkeit

<sup>2</sup> FSB, Peer Review of Switzerland, Review report, 29. Februar 2024, abrufbar unter: <https://www.fsb.org/uploads/P290224.pdf> (zuletzt besucht am 15. April 2026), 4.

<sup>3</sup> THOMAS JUTZI, AT1-Abschreibungen zwischen Privatrecht und Aufsichtsrecht, Eine dogmatische Untersuchung im Lichte des Teilentscheids des BVGer, B-2334/2023, 1.10.2025, AJP 3/2026, 242 ff., 244.

<sup>4</sup> Siehe auch CORINNE ZELLWEGGER-GUTKNECHT, Verlustabsorption durch AT1-Anleihen in der Stabilisierung (Recovery), SZW 2/2026, 122 ff., 126.

<sup>5</sup> Dies kommt daher, dass sich die stipulierten Umtauschverhältnisse am Aktienkurs im Zeitpunkt der Begebung ausrichten und damit im Zeitpunkt der Krise zu keiner grossen Verwässerung mehr führen, weil die Aktien dann einen viel tieferen Kurswert haben dürften.

und eine andere Ausrichtung der «Incentives» würde die Finanzmarktstabilität festigen und die Funktion von AT1 als zentralen Teil des Kernkapitals stärken.

Dies sind globale Probleme, sie haben jedoch im Schweizer Kontext eine besondere Relevanz. Der Bundesrat schlägt derzeit vor, die Investitionen der UBS in ausländische Tochtergesellschaften vollständig vom CET1 abzuziehen, weil AT1-Instrumente «in der Stabilisierungsphase nur eingeschränkt verlustabsorbierend» seien.<sup>6</sup> Wir argumentieren, dass mit dem vorliegenden Vorschlag AT1 relativ unkompliziert so reformiert werden können, dass sie ihrer vorgesehenen Rolle besser gerecht werden und auch die Anreizstruktur klar verbessert wird. Damit gäbe es auch keinen Grund, warum sie nicht zur Unterlegung der ausländischen Tochtergesellschaften herangezogen werden könnten.

### III. Warum Recovery wichtig ist

Die Bankenregulierung widmet zwei Aspekten besondere Aufmerksamkeit: der Verringerung der Ausfallwahrscheinlichkeit und der Bewältigung eines Ausfalls, falls dieser eintritt. Kapitalanforderungen, Liquiditätsvorschriften und Stresstests dienen dem ersten Zweck. Abwicklungskonzepte, Bail-in-Hierarchien und Notfallpläne dem zweiten. Zwischen Prävention und Abwicklung liegt die Recovery: die Phase, in der sich eine Bank in Schwierigkeiten befindet, aber operativ noch funktioniert und im rechtlichen Sinne noch solvent ist. Diese Phase hat weit weniger regulatorische und akademische Aufmerksamkeit erhalten als die beiden anderen Enden des Spektrums.

Wir legen im Folgenden die Gründe dar, weshalb die Recovery einen zentraleren Platz in der Regulierungsarchitektur einnehmen sollte.

- **Die Abwicklung zerstört den Unternehmenswert, die Recovery bewahrt ihn**

Die Kluft zwischen dem Wert bei Fortführung und dem Wert bei Einstellung der Geschäftstätigkeit ist gerade bei den global tätigen SIBs, den sog. «G-SIBs»<sup>7</sup>, enorm. Mit jedem Tag, an dem sich eine Bank der Non-Viability nähert, schwindet die Auswahl verfügbarer Optionen. Zugleich wird jede Option von Tag zu Tag teurer – und dies nicht linear: Je grösser die Notlage, desto exponentieller steigen die Kosten.

- **Die Abwicklung einer G-SIB wurde noch nie reibungslos oder ohne staatliche Unterstützung durchgeführt**

Die CS benötigte massive öffentliche Liquiditätshilfen und eine staatliche Garantie für ein Portfolio riskanter Altgeschäfte. Der Staat ermöglichte zudem die Durchführung der Rettungsfusion mit der UBS durch die Aussetzung gewisser Aktionärsrechte.<sup>8</sup> Wenn die Abwicklung in der Praxis immer staatliche Unterstützung erfordert, ist die Stärkung der Recovery der beste Weg, um Risiken für die Steuerzahler zu verringern.

- **Problem der zeitlichen Konsistenz**

Die Behörden versprechen eine geordnete Abwicklung, stehen jedoch unter enormem Druck, im entscheidenden Moment doch eine Rettungsaktion durchzuführen. Ein glaubwürdiges Recovery-Konzept verringert die Wahrscheinlichkeit, dass es jemals zu einer Abwicklung kommt; dies wiederum macht das gesamte TBTF-Regulierungssystem robuster.

- **Die Ansteckungsgefahr hängt davon ab, wann man handelt, und nicht nur davon, wie**

Eine Bank, die sich sichtbar in der Recovery befindet, kann weiterhin ihre Geschäfte tätigen und vielleicht sogar (wenn auch mit Schwierigkeiten) Kapital beschaffen. Sobald sie in den Bereich einer möglichen Resolution oder Abwicklung gerät, bricht das Vertrauen zusammen und die Geschäftspartner ziehen sich zurück. Die Auswirkungen einer späten Intervention sind um ein Vielfaches gravierender als die einer frühzeitigen.

- **Im Falle der Non-Viability brechen Informationsfluss und Koordination zusammen**

In der Recovery verfügt die Bank noch über volle Managementkapazitäten, Marktzugang und Informationsvorteile. Im Rahmen der Abwicklung verliert sie diese in wesentlichen Teilen.<sup>9</sup>

<sup>6</sup> Siehe Eidgenössisches Finanzdepartement, Fragen und Antworten, Umsetzung der Too-Big-To-Fail-Massnahmen, 2025, abrufbar unter: <https://www.efd.admin.ch/dam/de/sd-web/qOkYlTtXISoF/tbtf-faq-de.pdf> (zuletzt besucht am 15. April 2026), 10.

<sup>7</sup> Global systemically important bank(s).

<sup>8</sup> Die Verordnung über zusätzliche Liquiditätshilfe-Darlehen und die Gewährung von Ausfallgarantien des Bundes für Liquiditätshilfe-Darlehen der Schweizerischen Nationalbank an systemrelevante Banken vom 16. März 2023, SR 952.3 («PLB-NVO»), hob u.a. die Notwendigkeit einer Zustimmung der Aktionäre der UBS und der CS auf (Art. 10a Abs. 1 lit. a PLB-NVO). Der Grund dafür war, dass bis zu den Generalversammlungen – die aufgrund der Kotierung beider Unternehmen an der US-Börse erst etwa 2.5 Monate nach Abschluss des Fusionsvertrages hätten durchgeführt werden können – ungewiss geblieben wäre, ob die Fusion stattfinden würde.

<sup>9</sup> Im Schweizer Resolution-System werden AT1-Instrumente und Bail-in-Anleihen bei den G-SIBs (heute nur noch von der UBS) von einer nicht operativen Holdinggesellschaft ausgegeben (die diese Instrumente auf die operativen Tochtergesellschaften spiegelt). Eine Schweizer Sanierung ermöglicht es grundsätzlich, dem im Amt stehenden VR und der Konzernleitung (sowie der Geschäftsleitung der operativen Tochtergesellschaften) ihre Arbeit fortzusetzen; somit wird dieses Problem im Rahmen einer Schweizer Abwicklung teilweise gelöst, doch werden Investoren und Kunden der Bankengruppe die ausfallende Bankengruppe wahrscheinlich als eine Einheit betrachten und wichtige Mitarbeiter werden wohl beginnen, sich nach einem neuen Arbeitgeber umzusehen.

## IV. Zielbild für die Ausgestaltung von AT1

Bevor wir Reformvorschläge unterbreiten, wollen wir zunächst darlegen, was AT1-Instrumente theoretisch leisten sollten. Wie schon ausgeführt, sollten sie es einer Bank erleichtern, sich von einer Krisensituation zu erholen, und gleichzeitig dazu beitragen, die öffentliche Hand davor zu schützen, eine SIB auf Kosten der Steuerzahler retten zu müssen. Um sicherzustellen, dass dies funktioniert, müssen die folgenden Grundsätze beachtet werden:<sup>10</sup>

### 1. Schaffung einer Struktur zur Verlustabsorption im laufenden Geschäftsbetrieb

AT1-Instrumente sollen einer Bank, die sich in finanziellen Schwierigkeiten befindet, die eine Recovery erfordern, eine nahezu automatische Rekapitalisierung ermöglichen. In einer solchen Phase stellt die Inanspruchnahme des Kapitalmarkts eine grosse Herausforderung dar. Es ist weitaus sinnvoller, bereits im Voraus geäußertes Kapital zur Verfügung zu haben, das bei Bedarf abgerufen werden kann.

### 2. Rechtzeitige Verlustabsorption bei ausreichend hohem Trigger

AT1-Instrumente können Verluste im Rahmen der Fortführung des Geschäftsbetriebs nur dann auffangen, wenn sie aktiviert werden, solange die Bank noch in der Lage ist, sich zu erholen. Dies bedeutet, dass AT1-Instrumente frühzeitig (in der Nähe der Mindestkapitalanforderungen) zum Tragen kommen müssen, und nicht erst dann, wenn das Kapital auf bspw. 7% CET1/RWA gesunken ist, wie derzeit vorgesehen.<sup>11</sup>

### 3. Verbesserung der Anreize für Aktionäre und das Management zur rechtzeitigen Vornahme von Recovery-Massnahmen

Wenn eine Bank nur noch über eine geringe Eigenkapitalausstattung verfügt, ziehen es die Aktionäre vor, abzuwarten, anstatt Kapital zu beschaffen, da ein Grossteil des Nutzens aus der Zuführung von frischem Kapital den Gläubigern (inkl. den AT1-Inhabern) und nicht ihnen selbst zugutekommt. Es fehlt ihnen daher der Anreiz, die Bank früh genug zu rekapitalisieren und entsprechenden Druck auf den VR und das Management auszuüben.<sup>12</sup>

Diesem mangelnden Anreiz könnte entgegengetreten werden, indem die Umwandlung von AT1 ausreichend eigenkapitalverwässernd ist. Das ist für Eigenkapitalgeber unattraktiv und vermittelt einen Anreiz, die Bank frühzeitig ohne Inanspruchnahme der AT1 zu rekapitalisieren.

### 4. Stigma

Stigma ist ein grundsätzliches Problem bei diversen aufsichtsrechtlichen Eingriffen. Bspw. kann das Gewähren von Notliquidität (ELA) einen Bankensturm befeuern, weil es offenbart, dass die Nationalbank zum Schluss gekommen ist, dass die Liquidität der Bank ungenügend ist.

Wenn die FINMA die Wandlung (oder Abschreibung) von AT1 anordnet, oder wenn der VR von sich aus die AT1 wandelt oder abschreibt, so ist dies ein Zeichen dafür, dass Personen mit tieferem Einblick in die Bank die Situation als ernst betrachten, und damit wahrscheinlich ernster, als es von aussen sichtbar ist. Dies führt zu einer generell pessimistischeren Bewertung durch die Investoren.

### 5. Marktdisziplin

Nachrangige Anleihen sind einer vorzeitigen Verlustabsorption ausgesetzt. Investoren in diese Instrumente haben daher einen starken Anreiz, die Bonität der Bank zu überwachen. Bei Investoren solcher Papiere handelt es sich in der Regel um professionelle Anleger, die eine solche Überwachung auch effektiv bewerkstelligen können. Die sog. Market Yield Spreads von AT1-Anleihen (oder anderen nachrangigen Instrumenten) können daher als vorausschauendes Signal für die Bonität und die «Gesundheit» der Bank dienen und die Entscheidungsfindung der FINMA beeinflussen bzw. erleichtern. Die FINMA – und u.E. auch die betroffenen Banken – sollte Marktsignale weiterhin in die Entscheidung über eine Rekapitalisierung einfließen lassen.<sup>13</sup>

### 6. Transparenz und Rechtssicherheit

Anleger in AT1-Anleihen müssen in der Lage sein, die Bedingungen und Risiken zu verstehen, unter denen ihre Anleihen abgeschrieben oder in Aktien gewandelt werden können (die sog. «Trigger»). Im heutigen System wird dies mittels Risikoaufklärung in den Platzierungs-

<sup>10</sup> Wir stützen uns hier teilweise auf RODRIGO COELHO/YVAN LENGWILER/KUMAR RISHABH/RASTKO VRBASKI, Strengthening the going-concern role of AT1, FSI Briefs, zur Publikation vorgesehen.

<sup>11</sup> Siehe auch ZELLWEGER-GUTKNECHT (FN 4), 127.

<sup>12</sup> Das Phänomen ist als «debt overhang»-Problem bekannt. Vgl. dazu MARK J. FLANNERY, No Pain, No Gain? Effecting Market Discipline via «Reverse Convertible Debentures», in: Hal S. Scott (Hrsg.), Capital Adequacy beyond Basel: Banking, Securities, and Insu-

rance, New York 2005, 171 ff.; CHARLES W. CALOMIRIS/RICHARD J. HERRING, How to Design a Contingent Convertible Debt Requirement That Helps Solve Our Too-Big-to-Fail Problem, Journal of Applied Corporate Finance, Volume 25(2), 39 ff.; Basel Committee on Banking Supervision, Global systemically important banks: Assessment methodology and the additional loss absorbency requirement, Consultative Document, abrufbar unter <https://www.bis.org/publ/bcbst201.pdf> (zuletzt besucht am 15. April 2026).

<sup>13</sup> Ein Automatismus wäre hingegen gefährlich, weil er zu selbstverstärkenden Erwartungen führen kann.

und Vertragsunterlagen sichergestellt. Ein Trigger liegt einerseits vor, wenn die Kapitalquote einen definierten Wert unterschreitet und andererseits, wenn ein Viability Event erklärt wird, bei dessen Feststellung und Anwendung die FINMA über einen erheblichen technischen Ermessensspielraum verfügt (und weiterhin verfügen muss). Die Platzierungs- und Vertragsunterlagen legen dieses Risiko jeweils dar.

Transparenz für die Investoren allein reicht allerdings nicht aus. Die Entscheidungsträger, die die AT1-Verlustabsorption auslösen müssen, brauchen Gewissheit, dass ihre Befugnis dazu rechtlich klar ist und alle potentiell betroffenen Stakeholder (in concreto vor allem AT1-Inhaber und Aktionäre) wissen, was auf sie zukommen kann. Wenn die Auslösung einer Abschreibung oder Umwandlung die FINMA oder den VR rechtlichen Anfechtungen und Haftungsrisiken aussetzt, werden sie zögern. Dies läuft dem Zweck der AT1 zuwider.

Die Befugnis zum Einsatz von AT1-Anleihen und die Umstände, unter denen sie eingesetzt werden können, müssen deshalb gesetzlich so klar verankert sein, dass die Befürchtung von Rechtsstreitigkeiten keine Ursache für Untätigkeit ist.

## V. Die Schwächen der aktuellen AT1-Instrumente

Die heutigen AT1-Instrumente versagen in den meisten in der vorherigen Ziff. IV genannten Punkten:

Zu *Ziff. IV.1 – AT1 als Going-Concern-Kapital*: Die Abschreibung der AT1-Anleihen der CS erfolgte überraschend spät. Obwohl sich die Bank in einer erheblichen Krise befand, wurden sie nicht aktiviert. Eine Verlustabsorption erfolgte erst spät, sogar erst bei Erreichen des PONV durch die Anweisung der FINMA.

In der EU und im Vereinigten Königreich ist der Spielraum für das Funktionieren von AT1 als Going-Concern-Kapital noch enger. Wenn die Verlustabsorption über den ermessensabhängigen PONV ausgelöst wird, verlangen beide Regulierungen, dass die Eigenkapitalgeber Verluste vor den AT1-Inhabern tragen, was bedeutet, dass der ermessensabhängige Auslöser erst greifen kann, wenn die Aktionäre ihre Investition verlieren, was sie – in der Terminologie des Schweizer Rechts – zu einem «Gone-Concern»-Instrument macht. AT1 können Verluste auf Going-Concern-Basis jedoch weiterhin absorbieren, wenn der mechanische CET1-Auslöser greift. Dies kann selbst unter extremem Stress möglicherweise nie eintreten.<sup>14</sup>

Was *Ziff. IV.2 – eine frühzeitige Verlustabsorption* – betrifft, besteht ein klarer Widerspruch zur heutigen Realität. Gemäss dem Basel Committee on Banking Supervision («BCBS») müssen AT1 einen Auslöser von mindestens 5.125% CET/RWA aufweisen. Doch unterliegen (G-)SIBs wesentlich höheren Kapitalanforderungen. Selbst der bei vielen AT1-Instrumenten übliche Auslöser von 7% ist für diese Banken aufgrund ihrer CET1 Anforderungen sehr niedrig.

Der Fall CS illustriert dies: Die Abschreibung erfolgte nicht aufgrund der mechanischen Trigger, sondern weil die CS nicht mehr selbständig überlebensfähig war bzw. den PONV erreicht hatte und beide Viability Events (drohende Insolvenz sowie Erhalt von Staatshilfe) eingetreten waren. Der VR der CS hätte wegen der Zusage der Staatshilfe am 19. März 2023 die Abschreibung aufgrund der vertraglichen Bestimmungen selbst vornehmen können, ersuchte jedoch die FINMA um den Erlass einer Anordnung. Daher erfolgte die Abschreibung erst, nachdem die FINMA diese angeordnet hatte.<sup>15</sup>

*Ziff. IV.3 – Anreize für eine rechtzeitige Recovery*: Auch diese bestanden nicht. Die AT1-Anleihen der CS waren Abschreibungsinstrumente, die wenig Anreiz für rechtzeitige Korrekturmassnahmen seitens des VR schufen, denn bei einer Abschreibung erlöschen die Verbindlichkeiten und der Verlust fällt vollständig auf die Anleihegläubiger. Die Eigenkapitalgeber sind dadurch bessergestellt: Eine Forderung gegenüber der Bank erlischt, ohne dass ihr Eigentumsanteil verwässert wird. Der VR, der im Namen der Aktionäre handelt, hat in

oder gewandelt werden kann, also erst in der Resolution und auch dann erst nach Abschreibung oder Wandlung des Aktienkapitals, vgl. Art. 59 Abs. 1 lit. a und Art. 34 Abs. 1, sowie Art. 59 Abs. 3 lit. a und lit. b BRRD, ferner RODRIGO COELHO/JATIN TANEJA/RASTKO VRBASKI, Upside Down: when AT1 instrument absorb losses before equity, FSI Briefs No 21 vom 12. September 2023, 8. Nach der Abschreibung der CS AT1 gaben sowohl die EU- als auch die britischen Behörden Erklärungen ab, in denen sie bekräftigten, dass ihre Regulierungen diese Gläubigerhierarchie beibehalten, vgl. <https://www.bankingsupervision.europa.eu/press/pr/date/2023/html/ssm.pr230320~9f0ae34dc5.en.html> sowie <https://www.bankofengland.co.uk/news/2023/march/boe-statement-uk-creditor-hierarchy> (beide zuletzt besucht am 15. April 2026).

<sup>15</sup> BBl 2025 515 ff., Die Geschäftsführung der Bundesbehörden im Kontext der CS-Krise, Bericht der Parlamentarischen Untersuchungskommission («PUK-Bericht»), 432 f.: «Am Morgen des 19. März informierte die FINMA den Verwaltungsratspräsidenten der CS schliesslich an einer Telefonbesprechung, an der auch die Verantwortlichen des SIF teilnahmen, dass der Liquiditäts-PONV der CS erreicht sei (siehe Kap. 7.2.5.1). Der entsprechenden Aussage des FINMA-Direktors wurde von den restlichen Gesprächsteilnehmenden nicht widersprochen. Vielmehr teilte der FINMA-Direktor mit, dass die Abschreibung der AT1-Anleihen angeordnet würde, was gemäss Definition erst am Liquiditäts-PONV möglich war. Die Verwaltungsratspräsidentin der FINMA sagte gegenüber der PUK aus, dass die Geschäftsleitung den Liquiditäts-PONV der CS aufgrund der hohen Wahrscheinlichkeit einer unmittelbaren Zahlungsunfähigkeit am Sonntag, 19. März, festgestellt habe. Die FINMA bestätigte gegenüber der PUK, dass zu diesem Zeitpunkt klar gewesen sei, dass sich die CS in einer existenzbedrohenden Situation befinde und die Gefahr einer unmittelbaren Zahlungsunfähigkeit bestehe.»

<sup>14</sup> Dies ergibt sich aus der Regelung der Richtlinie 2014/59/EU des Europäischen Parlaments und des Rates vom 15. Mai 2014 («BRRD»), wonach AT1 erst nach den Aktionären abgeschrieben

diesem Lichte betrachtet wenig Anreize, um frühzeitige Massnahmen zur Verhinderung einer Abschreibung zu ergreifen.<sup>16</sup> Selbst in einem früheren Stadium könnte der VR zögern, AT1-Coupons zu streichen, aus Angst, dass dieses Signal den Verlust des Marktvertrauens in die Bank beschleunigt. Dies war kein spezifisches Problem der CS, sondern eine strukturelle Eigenschaft aller nicht wandelnden AT1.

Wandelbare AT1 könnten die Anreize grundsätzlich besser ausgleichen. Bei der Auslösung erhalten die Inhaber neu ausgegebene Aktien. Ob dies den VR diszipliniert, hängt vom Umwandlungspreis ab, also dem Preis, zu dem der Nennwert der AT1-Anleihe in Aktien gewandelt wird. Ein niedriger Umwandlungspreis führt dazu, dass AT1 in eine grosse Anzahl neuer Aktien umgewandelt werden, was zu einer starken Verwässerung der Aktionäre führt. Diese Verwässerungsgefahr gibt dem VR einen Grund, zu handeln, bevor der Auslöser greift. Ist der Wandlungspreis hingegen hoch angesetzt, werden weniger Aktien ausgegeben, die Verwässerung ist geringer, und der VR hat ebenfalls einen ungenügenden Anreiz, ähnlich wie bei Abschreibungsanleihen.<sup>17</sup>

Was *Ziff. IV.4 – Stigma* – betrifft, haben VR und Management wenig Anreiz, früh tätig zu werden. Jede Wandlung oder Abschreibung von AT1 produziert ein negatives Signal (Stigma), was die Situation der Bank und den Liquiditätsabfluss noch weiter verschlechtern kann.

In Bezug auf *Ziff. IV.5 – Marktdisziplin* – ist die Evidenz nicht eindeutig. COELHO, LENGWILER, RISHABH und VRBASKI zeigen, dass sich die sog. Yield Spreads (Renditeaufschläge) bei AT1 vor dem Untergang der CS kaum zwischen stärkeren und schwächeren Banken unterschieden, was darauf hindeutet, dass die Anleger nicht davon ausgingen, dass diese Instrumente Verluste absorbieren würden.<sup>18</sup> Die Abschreibung der CS AT1 änderte dies vorübergehend: Es entstand eine Diskrepanz, wobei schwächere Banken mit höheren Spreads konfrontiert waren. Doch die Differenzierung schwand innerhalb weniger Monate, und das Muster vor 2023 setzte sich wieder durch. Es scheint somit, dass die Märkte das AT1-Risiko einpreisen können, wenn ein Verlustfall es deutlich macht, diese Bewertung jedoch ohne strukturelle Verstärkung in der Gestaltung des Instruments nicht aufrechterhalten bleibt. DI STEFANO, LENGWILER und RISHABH zeigen, dass auch ein Jahr nach dem Fall der CS die Reaktion der Marktpreise auf vierteljährliche

Gewinnbekanntgaben nachliessen, was auf eine Schwächung der Marktdisziplin hinweist.<sup>19</sup>

Was schliesslich *Ziff. IV.6 – Transparenz und Rechtsklarheit* – betrifft, so deckte der Fall CS eine Transparenzlücke auf. Wie gerade ausgeführt, waren die AT1-Spreads der Schweizer Banken vor dem Fall CS geringer als jene ihrer europäischen oder britischen Pendants, möglicherweise aufgrund der Annahme, dass Schweizer Banken sicherer seien und dass dieselbe Rangfolge zwischen Aktionären und AT1-Inhabern gelte, wie in der EU. Bei letzterem Punkt traf jedoch das Gegenteil zu: Nach Schweizer Recht müssen Aktionäre Verluste nie vor den AT1-Inhabern tragen<sup>20</sup>, wodurch AT1-Anleger weniger Schutz geniessen als in der EU oder im Vereinigten Königreich. Auf diese Risiken wurden die Investoren über die Warnhinweise in den Vertragsgrundlagen ausdrücklich hingewiesen. Nach der Abschreibung stiegen die Schweizer Spreads und näherten sich dem europäischen Niveau an, da die Anleger diese Fehlbewertung korrigierten. Was die rechtliche Klarheit betrifft, ist zu erwähnen, dass die Verfügung der FINMA zur AT1-Abschreibung der CS vor Gericht angefochten wurde, und der Fall noch rechtshängig ist.<sup>21</sup> Bis zu einem definitiven Entscheid bleibt die Unsicherheit über die Rechtmässigkeit des Vorgehens der FINMA somit bestehen.

Diese konzeptionellen Mängel stehen nicht für sich allein. Wie sich AT1-Instrumente unter Stress verhalten, hängt von den Recovery-Konzepten ab, in dem sie eingesetzt werden. Diese Konzepte verdienen eine kurze Darstellung:

## VI. Recovery-Konzepte in verschiedenen Rechtsordnungen

Die Art und Weise, wie Recovery-Pläne die Rekapitalisierung handhaben, variiert je nach Rechtsordnung, doch es zeichnet sich ein gemeinsames Muster ab: Kapitalbeschaffung und freiwillige Umstrukturierung von Verbindlichkeiten erscheinen meist anerkannte Recovery-Optionen zu sein. Die Aufsichtsbehörden verlangen von den Banken, diese Optionen zu dokumentieren, ihre Durchführbarkeit zu bewerten und Hürden zu berücksichtigen. Was keine Rechtsordnung bietet, ist ein standardisierter Weg zur Umsetzung einer dieser beiden Optionen in Krisensituationen. Dieser Abschnitt befasst sich mit dem Rechtsrahmen der EU, des Vereinigten Königreichs und der Schweiz, um aufzuzeigen, welche Vorgaben vorhanden sind, und, was noch entscheidender ist, welche fehlen.

<sup>16</sup> Zu beachten ist natürlich, dass der VR auch Signalwirkungen an Kunden sowie Erfolgswahrscheinlichkeiten und Risiken beachten muss, wenn er einen Entscheid über eine frühere Rekapitalisierung trifft (oder bspw. den Entscheid, Coupons- und Dividendenzahlungen auszusetzen). Zu beachten ist auch, dass ein Verwaltungsrat und das Management aufgrund des Haltens von Aktien und AT1-Instrumenten oft Interessenkonflikten ausgesetzt sein kann (vgl. dazu auch ZELLWEGGER-GUTKNECHT [FN 4], 140 sowie 146).

<sup>17</sup> Vgl. zum Problem bei heutigen Anleihen FN 5 oben.

<sup>18</sup> Siehe FN 10.

<sup>19</sup> ALESSANDRO DI STEFANO/YVAN LENGWILER/KUMAR RISHABH, The credibility of bail-in, BIS Working Paper, zur Publikation vorgesehen.

<sup>20</sup> Siehe dazu auch ZELLWEGGER-GUTKNECHT (FN 4), 125 ff.

<sup>21</sup> Siehe Ziff. VIII.1.

## 1. Europäische Union

Der EU-Rahmen baut auf der Richtlinie über die Sanierung und Abwicklung von Kreditinstituten auf.<sup>22</sup> Art. 5 Abs. 1 i.V.m. Abs. 5 BRRD verpflichtet die EU-Mitgliedstaaten, sicherzustellen, dass Institute Sanierungs- bzw. Recovery-Pläne erstellen und diese laufend aktualisieren, einschliesslich Massnahmen, die ergriffen werden könnten, wenn die Voraussetzungen für ein frühzeitiges Eingreifen gemäss Art. 27 erfüllt sind. Art. 27 bildet die Rechtsgrundlage für die Umschuldung im Rahmen eines frühzeitigen Eingreifens und ermöglicht es der zuständigen Behörde, vom Leitungsorgan zu verlangen, dass «ein Plan für Verhandlungen mit einigen oder allen Gläubigern des Instituts über eine Umschuldung erstellt wird».<sup>23</sup> Die Bestimmung legt keine bestimmte Form für die Vereinbarung fest und schreibt auch nicht vor, wie solche Verhandlungen ablaufen sollen.

Die Delegierte Verordnung 2016/1075 sorgt für mehr Struktur.<sup>24</sup> Art. 9 Abs. 1 schreibt vor, dass jede Recovery-Option mindestens Regelungen für «externe Rekapitalisierungen» und Regelungen für eine «freiwillige Restrukturierung von Verbindlichkeiten» enthalten muss, die darauf ausgelegt sind, keine Ausfall-, Kündigungs- oder Herabstufungsereignisse auszulösen.<sup>25</sup> Enthält ein Recovery-Plan nicht die in Art. 9 Abs. 1 lit. a bis lit. e genannten Massnahmen, muss die Bank nachweisen, dass diese Massnahmen «angemessen geprüft» wurden.<sup>26</sup> Hierbei handelt es sich um eine «Consider-or-Explain»-Vorgabe. Sie zwingt Banken dazu, sich mit der Kapitalbeschaffung und dem Verbindlichkeitsmanagement als Recovery-Optionen auseinanderzusetzen, geht jedoch nicht so weit, einen standardisierten Weg vorzuschreiben, wie dies umgesetzt werden soll.

Die Aufsichtspraxis füllt einen Teil dieser Lücke. Das Konsultationspapier der European Banking Authority («EBA») zur Overall Recovery Capacity («ORC») enthält ein Beispiel, dessen Recovery-Massnahmen sowohl Kapitalbeschaffung durch Ausgabe von Aktien als auch an institutionelle Anleger gerichtete Transaktionen zum Verbindlichkeitsmanagement umfasst.<sup>27</sup> Der Bericht der Europäischen Zentralbank («EZB») aus dem Jahr 2018 über Recovery-Pläne geht in Bezug auf Durchführbar-

keitsstandards noch weiter. Darin heisst es, dass eine blosser Feststellung der Durchführbarkeit ohne jegliche Begründung als unzureichend angesehen wird; Banken müssen Hindernisse vorhersehen und erläutern, wie diese überwunden werden können.<sup>28</sup> Derselbe Bericht stellt hinsichtlich des Ermessensspielraums fest, dass es kein automatisches System zur Umsetzung von Recovery-Optionen gibt, sobald ein Indikator überschritten wird. Ob gehandelt wird und welche Massnahmen ergriffen werden, bleibt im Ermessen der Bank.<sup>29</sup>

Zwei weitere Stellungnahmen der EBA befassen sich damit, wie realistisch diese Optionen in Krisensituationen sind. Im Abschlussbericht der EBA zu den Recovery-Indikatoren wird festgehalten, dass Institute bei der Kapitalbeschaffung am Markt prüfen und bedenken sollten, ob und wann diese realistisch umsetzbar ist, wobei sie berücksichtigen müssen, dass die Kapitalaufnahme schwieriger wird, je näher das Institut an die Grenze der Mindestkapitalanforderungen rückt.<sup>30</sup> Die ORC-Leitlinien verlangen von den Banken, eine Kapitalemission unter Verwendung des Gesamtbetrags der Risikopositionen (total risk exposure amount) zum Zeitpunkt der Umsetzung im Krisenszenario zu modellieren. Dabei gilt für Kapitalauswirkungen ein Zeithorizont von 18 Monaten und für die Liquidität einer von sechs Monaten.<sup>31</sup>

Das Bild, das sich aus dem EU-Rahmenwerk ergibt, ist eines von Vollständigkeit auf dem Papier und Unklarheit in der Umsetzung. Banken müssen Kapitalerhöhungen und die Umstrukturierung von Verbindlichkeiten in ihre Pläne aufnehmen und die Durchführbarkeit unter Stressbedingungen bewerten. Es gibt jedoch keine öffentlich zugänglichen Vorgaben, die eine standardisierte Umsetzung für beides vorgeben.

## 2. Grossbritannien

Die britische Regulierung folgt einer ähnlichen Konzeption, ist jedoch in bestimmten Punkten expliziter. Das Prudential Regulation Authority («PRA»)-Rulebook verlangt von den Banken die Erstellung von Recovery-Plänen, die «eine breite Palette von Recovery-Optionen» mit Bedingungen und Verfahren für eine zeitnahe Umsetzung enthalten.<sup>32</sup> Die Banken müssen nachweisen, dass die Optionen mit hinreichender Wahrscheinlichkeit in Situationen finanzieller Belastungen schnell und effektiv umgesetzt werden können.<sup>33</sup>

<sup>22</sup> In der deutschen Fassung der BRRD werden Recovery-Pläne als Sanierungs- und nicht als Stabilisierungspläne bezeichnet, wohingegen sie in der englischen Fassung – wie in der Schweiz – Recovery Plans genannt werden; die begrifflichen Differenzen zum Schweizer Recht haben jedoch keine inhaltlichen Auswirkungen.

<sup>23</sup> Art. 27 Abs. 1 lit. e BRRD.

<sup>24</sup> Delegierte Verordnung (EU) 2016/1075 der Kommission vom 23. März 2016 («Delegierte Verordnung 2016/1075»).

<sup>25</sup> Art. 9 Abs. 1 lit. b und Art. 9 Abs. 1 lit. e Delegierte Verordnung 2016/1075.

<sup>26</sup> Art. 9 Abs. 2 Delegierte Verordnung 2016/1075.

<sup>27</sup> EBA, Consultation Paper, Draft Guidelines on overall recovery capacity in recovery planning, 14. Dezember 2022, 11 ff. (Anwendungsbeispiel «Institution XYZ»).

<sup>28</sup> EZB, Report on recovery plans, Juli 2018, 12.

<sup>29</sup> EZB (FN 28), 23, Fussnote 28.

<sup>30</sup> EBA, Leitlinien zu Sanierungsplanindikatoren, 9. November 2021, Ziff. 27 lit. c.

<sup>31</sup> EBA, Leitlinien zur Gesamtsanierungskapazität in der Sanierungsplanung, 19. Juli 2023, Ziff. 24 und 30.

<sup>32</sup> PRA, Rulebook, Recovery Plans Part, abrufbar unter: <https://www.prulebook.co.uk/prarules/recovery-plans/27-03-2026> (zuletzt besucht am 15. April 2026), Ziff. 2.9.

<sup>33</sup> PRA (FN 32), Ziff. 2.11.

Die Aufsichtsrichtlinie SS9/17 der PRA ergänzt dies um konkrete Erwartungen hinsichtlich der Beschränkungen im Emissionsmarkt: Sie verlangt von den Banken, bei der Bewertung der Recovery-Fähigkeit Massnahmen von Wettbewerbern zu berücksichtigen, und zu beurteilen, ob ihre Fähigkeit zur Ausgabe von Eigenkapital in einer marktweiten Krisensituation beeinträchtigt sein wird.<sup>34</sup> Ferner heisst es darin, dass vorbereitende Massnahmen Schritte zur Erhöhung des Umfangs einer etwaigen Kapitalmission umfassen könnten.<sup>35</sup>

Das Quartalsbulletin 2016 der Bank of England bietet die klarste öffentliche Kategorisierung. Es führt «die Ausgabe von Eigen- oder Fremdkapital» als Recovery-Option auf und nennt separat Massnahmen zum Verbindlichkeitsmanagement, wobei als Beispiel der «Umtausch von Fremdkapital in Kernkapital» angeführt wird.<sup>36</sup>

### 3. Schweiz

Die Schweizer Regulierung verlangt für SIBs in der Bankenverordnung die Erstellung eines Stabilisierungsplans.<sup>37</sup> Im Recovery-Plan werden Massnahmen dargelegt, die die Bank in einer Krise stabilisieren würden, damit sie den Geschäftsbetrieb ohne staatliche Mittel fortsetzen kann. Unter Recovery sind nach Schweizer Recht Massnahmen von SIBs zu verstehen, die darauf abzielen, dass die Bank so schnell wie möglich und aus eigener Kraft aus einer Krise herauskommt.<sup>38</sup>

Bei der Genehmigung des Recovery-Plans durch die FINMA geht es vor allem darum, sicherzustellen, dass die Überlegungen der Bank nachvollziehbar und gut durchdacht sind und dass für grössere Transaktionen (bspw. den Verkauf von Tochtergesellschaften) tragfähige Szenarien vorliegen. Die Verpflichtung zur Erstellung von Recovery-Plänen dient daher in erster Linie dazu, den VR der Bank zu veranlassen, Krisensituationen und Lösungen rechtzeitig zu analysieren und zu bewerten.<sup>39</sup>

Das Gesetz bzw. die Verordnung sieht keine expliziten Massnahmen vor, die die Banken bei der Erstellung ihrer Recovery-Pläne vorzusehen haben. Da die Recovery-Pläne nicht öffentlich zugänglich sind, lässt sich

nicht feststellen, welche inhaltlichen Anforderungen die FINMA an diese Pläne stellt, ob bspw. eine bestimmte Struktur für die Kapitalbeschaffung vorgeschrieben ist. Ein Teil des Problems besteht auch darin, dass Schweizer SIBs Rechts- oder Eigentümerstrukturen aufweisen, die sich stark voneinander unterscheiden; abgesehen von der UBS ist keine von ihnen eine börsenkotierte Bank, was Vergleiche erschwert, da die Lösungen zwangsläufig unterschiedlich ausfallen müssen.<sup>40</sup>

Die Rolle der FINMA bei der Ausarbeitung und Umsetzung von Recovery-Plänen ist begrenzt, wie die Behörde selbst einräumt. Die FINMA stellt fest: «Der Recovery-Plan liegt in der Verantwortung der Bank. Die FINMA prüft, ob der Plan die Anforderungen von Gesetz und Verordnung insgesamt erfüllt, ohne dessen Umsetzbarkeit zu bestätigen.»<sup>41</sup>

Der Peer Review Bericht des FSB<sup>42</sup> bestätigte diese Einschätzung mit deutlichen Worten:

*«Based on the Credit Suisse experience, there should be more focus on the recovery phase for the larger remaining G-SIB to ensure that relevant options can be implemented in a timely and credible manner. Granting FINMA more powers to assess and require any changes to recovery plans would increase their effectiveness, and FINMA should develop a dedicated horizontal recovery plan policy or guidance to codify requirements for the key elements of the recovery plan.»*

Zwei Punkte fallen besonders auf. *Erstens* ist das FSB der Ansicht, dass die Recovery-Planung in der Schweiz nicht genügend regulatorische Aufmerksamkeit erhalten hat und dass sicherzustellen ist, dass die vorgesehenen Recovery-Optionen rechtzeitig und tatsächlich umgesetzt werden können. Das FSB sieht ein System, in dem die Pläne zwar existieren, bezweifelt jedoch, dass die darin enthaltenen Optionen in der Praxis umgesetzt werden können. *Zweitens* stellt es fest, dass es der FINMA an Möglichkeiten mangle, in die Gestaltung der Recovery-Pläne einzugreifen.<sup>43</sup>

<sup>34</sup> PRA, Supervisory Statement SS9/17, Recovery Planning, March 2026, Ziff. 2.42.

<sup>35</sup> PRA (FN 34), Ziff. 2.43.

<sup>36</sup> Bank of England, Recovery Planning: preparing for stress, Quarterly Bulletin, 4. Quartal 2016, abrufbar unter <https://www.bankofengland.co.uk/-/media/boe/files/quarterly-bulletin/2016/recovery-plan-preparing-for-stress.pdf> (zuletzt besucht am 15. April 2026), Tabelle A.

<sup>37</sup> Art. 64 Abs. 1 der Verordnung über die Banken und Sparkassen vom 30. April 2014, SR 952.02 («BankV») sowie in Bezug auf G-SIBs Art. 64 Abs. 5 und Art. 65a BankV.

<sup>38</sup> BBl 2024 1023 ff., Bericht des Bundesrates zur Bankenstabilität einschliesslich Evaluation gemäss Artikel 52 des Bankengesetzes, 10. April 2024 («Bericht des Bundesrates zur Bankenstabilität»), 26.

<sup>39</sup> Bericht des Bundesrates zur Bankenstabilität (FN 38), 175.

<sup>40</sup> Die ZKB ist nicht einmal eine juristische Person des Privatrechts, sondern eine selbständige öffentlich-rechtliche Anstalt, Raiffeisen ein Genossenschaftsverband und die PostFinance AG eine Aktiengesellschaft mit nur einem Aktionär (Post AG).

<sup>41</sup> <https://www.finma.ch/de/durchsetzung/recovery-und-resolution-n/publikationen/resolution-berichterstattung-a/archiv/resolution-berichterstattung-2023/> (zuletzt besucht am 15. April 2026).

<sup>42</sup> FSB (FN 2), 4.

<sup>43</sup> Gemäss Art. 64 Abs. 1 BankV muss die FINMA den Recovery-Plan genehmigen und ist befugt, Massnahmen zu erlassen, wenn der Recovery-Plan die Anforderungen nicht erfüllt. Eine G-SIB muss darüber hinaus dokumentieren, welche Massnahmen sie vorbereitet oder umgesetzt hat, um die Kriterien für die Sanier- und Liquidierbarkeit im In- und Ausland zu erfüllen (Art. 64 Abs. 5 und Art. 65a Abs. 2 BankV). Art. 65b BankV sieht bei aus Sicht der FINMA unzulänglichen Recovery-Plänen explizit vor, dass sie Kapitalzuschläge und Liquiditätsmassnahmen verfügen kann. Im Jahr 2025 genehmigte die FINMA bspw. die Recovery-Pläne aller inlandorientierten SIBs, vgl. [https://www.finma.ch/de/-/media/finma/dokumente/dokumentcenter/8news/medienmitteilungen/2025/08/20250828-mm-notfall-und-stabilisierungsplaene.pdf?sc\\_lang=de&hash=F54448758F87527739B472D897530EDB](https://www.finma.ch/de/-/media/finma/dokumente/dokumentcenter/8news/medienmitteilungen/2025/08/20250828-mm-notfall-und-stabilisierungsplaene.pdf?sc_lang=de&hash=F54448758F87527739B472D897530EDB) (zuletzt besucht am 15. April

Diese Ansicht teilt auch der Bundesrat, der feststellt, dass «im Bereich der Stabilisierungsplanung und -umsetzung [...] jedoch noch Verbesserungspotenzial [besteht]. Die Umsetzung und die Wirkung dieses Elements des TBTF-Dispositivs in der Krise sind – zumindest im konkreten Fall der Credit Suisse – kritisch zu beurteilen. Die von der Bank ergriffenen Stabilisierungsmassnahmen reichten bei weitem nicht aus.»<sup>44</sup> Entsprechend hat der Bundesrat Massnahmen zur Stärkung der Recovery und Frühintervention vorgeschlagen.<sup>45</sup>

#### 4. Eine gemeinsame Lücke

Aus allen drei Regulierungen ergibt sich ein ähnliches Muster: Kapitalbeschaffung und Umschuldung werden als Recovery-Optionen anerkannt. Die Aufsichtsbehörden verlangen von den Banken, dies zu dokumentieren, die Durchführbarkeit zu bewerten und Hindernisse zu prüfen. Keine der Behörden verlangt jedoch einen standardisierten Plan für die Durchführung einer Kapitalbeschaffung oder eines freiwilligen Debt-to-Equity-Swaps in einer Krisensituation. Soweit detaillierte öffentliche Leitlinien zu den Umwandlungsmechanismen existieren, beziehen sie sich fast ausschliesslich auf die Abwicklung, nicht jedoch auf die Recovery. Die Leitlinien der EBA zu Umwandlungsquoten für Schulden in Eigenkapital richten sich bspw. an Abwicklungsbehörden und stützen sich auf Art. 50 BRRD.<sup>46</sup> Für die Recovery-Phase, in der diese Instrumente am wertvollsten wären, fehlt ein vergleichbarer operativer Rahmen.

## VII. Unser Vorschlag: Frühzeitige und freiwillige Umwandlung von AT1

### 1. Freiwillige Umwandlung in einem frühen Stadium der Recovery

Eine Reform der AT1-Trigger oder eine Neudefinition der Auslösekennzahlen würde einen langwierigen politischen Prozess erfordern und grundsätzlich<sup>47</sup> auch eine Rückzahlung bestehender AT1 (und Neuemission von Instrumenten, welche die neuen Anforderungen erfüllen) erlauben. Alleine die von der UBS ausgegebenen Instrumente haben einen Buchwert von USD 12.9 Mrd.<sup>48</sup> Doch vieles wäre sofort und innerhalb des derzeitigen Konzepts umsetzbar. Wie in Ziff. VI hervorgehoben, erkennen viele Recovery-Pläne bereits die Kapitalbeschaffung und das Verbindlichkeitsmanagement als Stabilisierungsmechanismen an. Unser Vorschlag sieht einen solchen Mechanismus vor: ein frühzeitiges, freiwilliges Umtauschangebot an AT1-Inhaber für neu auszugebende Aktien, das gleichzeitig mit einem sog. *discounted rights offering* («DRO») zugunsten der Aktionäre (oder der Käufer von Bezugsrechten) erfolgt.<sup>49</sup> Beide Komponenten dienen der Stärkung der CET1-Quote. Unser Vorschlag basiert auf den folgenden drei Grundsätzen:

#### 1.1. Erster Grundsatz: Freiwillige Mitwirkung

Anstatt die AT1-Anleihen so einzusetzen, dass diese gemäss den T&C unter gewissen Voraussetzungen zwangsweise abgeschrieben oder in Eigenkapital gewandelt werden, schlagen wir ein frühzeitiges und freiwilliges Umtauschangebot an die AT1-Inhaber vor, bei dem diese als Gegenleistung neu ausgegebene Aktien erhalten. Das Angebot erfolgt in Verbindung mit einem DRO, wenn bestimmte im Recovery-Plan festgelegte CET1-Kriterien nicht mehr erfüllt sind oder andere Indikatoren (z.B. CDS-Raten) eine Gefahr für die Bank anzeigen (wir bezeichnen dies im Folgenden als «Phase 2»).

Die genauen Konditionen der Offerten (z.B. ob es eine Mindestannahmequote gibt, ob alle AT1 betroffen sind oder nur ein Teil, die Fristen für eine Annahme, Restriktionen für gewisse Anleger) können entweder im Recovery-Plan definiert werden oder dem Entscheid des VR in der konkreten Situation überlassen werden.

2026), während die Prüfung des Recovery-Plans der UBS durch die FINMA aufgrund der laufenden Integration der CS ausgesetzt wurde, vgl. [https://www.finma.ch/de/~media/finma/dokumente/dokumentencenter/8news/medienmitteilungen/2025/09/20250925-mm-resolution-ubs.pdf?sc\\_lang=de&hash=F6D42830E65D82023B5820AEF7A634B0](https://www.finma.ch/de/~media/finma/dokumente/dokumentencenter/8news/medienmitteilungen/2025/09/20250925-mm-resolution-ubs.pdf?sc_lang=de&hash=F6D42830E65D82023B5820AEF7A634B0) (zuletzt besucht am 15. April 2026).

<sup>44</sup> Bericht des Bundesrates zur Bankenstabilität (FN 38), 33.

<sup>45</sup> Vgl. Eckwerte des Bundesrates zur Änderung des Bankengesetzes, Umsetzung der Massnahmen aus dem Bericht des Bundesrates zur Bankenstabilität und dem Bericht der parlamentarischen Untersuchungskommission, 6. Juni 2025, abrufbar unter: <https://cms.news.admin.ch/dam/de/der-schweizerische-bundesrat/cYxquSiwptQM/tbtf-eckwerte-de.pdf> (zuletzt besucht am 15. April 2026).

<sup>46</sup> EBA, Leitlinien betreffend die Quote für die Umwandlung von Verbindlichkeiten in Eigenkapital beim Bail-in-Verfahren, 11. Juli 2017, abrufbar unter [https://www.eba.europa.eu/documents/10180/1903962/8ebb915e-0c01-40ac-81a0-470a6465b59c/Guidelines%20on%20the%20rate%20of%20conversion%20\(EBA-GL-2017-03\)\\_DE.pdf](https://www.eba.europa.eu/documents/10180/1903962/8ebb915e-0c01-40ac-81a0-470a6465b59c/Guidelines%20on%20the%20rate%20of%20conversion%20(EBA-GL-2017-03)_DE.pdf) (zuletzt besucht am 15. April 2026).

<sup>47</sup> Je nach Übergangsregelung einer neuen Bestimmung.

<sup>48</sup> UBS Annual Report 2025, 162. Alle von der UBS begebenen AT1-Instrumente finden Sie hier: <https://www.ubs.com/global/en/investor-relations/investors/bondholder-information/capital-instruments/capital-instruments-content.html> (zuletzt besucht am 15. April 2026).

<sup>49</sup> Siehe zu den Einzelheiten Ziff. VII.3.

### 1.2. Zweiter Grundsatz: Verwässernde Bedingungen für bestehende Aktionäre

Rationale AT1-Inhaber sollten nur dann am Umtauschangebot teilnehmen, wenn die Aktionäre (a) über das DRO CET1 bereitstellen<sup>50</sup> und (b) wissen, dass sie im Rahmen des an AT1-Inhaber gerichteten Umtauschangebots verwässert werden. Wir sind der Ansicht, dass dieses Ziel am besten dadurch erreicht wird, dass im Recovery-Plan festgelegt wird, dass der Preis, zu dem die Aktien im Rahmen des Umtauschangebots ausgegeben werden, mit dem Angebotspreis im DRO übereinstimmt.

### 1.3. Dritter Grundsatz: Klarheit hinsichtlich des Zeitpunkts, zu dem ein DRO und das Umtauschangebot erfolgen

Die obgenannten Schlüsselparameter, die im Recovery-Plan festzulegen sind – insbesondere hinsichtlich des Zeitpunkts, zu dem ein DRO und ein Umtauschangebot erfolgen müssen –, müssen klar sein und veröffentlicht werden, damit Aktionäre und AT1-Anleger wissen, unter welchen Umständen sie ergriffen werden bzw. wann eine frühe Rekapitalisierung konkret erfolgt.

## 2. Ein aufschlussreicher Vorläufer

Ein Vorläufer für unsere Vorschläge findet sich in den französischen Hybridkapitalinstrumenten aus der Zeit vor Basel III. BNP Paribas gab im Oktober 2005 sog. «undated deeply subordinated non-cumulative notes» aus, die nach den damals geltenden französischen Bankvorschriften als Tier-1-Kapital qualifizierten.<sup>51</sup> Im Gegensatz zu modernen Basel III AT1 enthielten diese Anleihen jedoch keinen automatischen CET1-Trigger. Ihr Verlustabsorptionsmechanismus funktionierte stufenweise. Bei Eintritt eines «Capital Deficiency Events» – definiert entweder als Verstoss gegen die Mindestkapitalquote oder als Feststellung der Aufsichtsbehörde, dass ein solcher Verstoss unmittelbar bevorstehe – war der VR verpflichtet, innert drei Monaten eine ausserordentliche Generalversammlung («GV») einzuberufen, um eine Kapitalerhöhung oder andere Massnahmen vorzuschlagen, die zur Behebung des Mangels notwendig oder

sinnvoll erschienen. Eine zwangsweise Verlustabsorption, bei der zunächst aufgelaufene, noch nicht gezahlte Zinsen und anschliessend der Nennbetrag der Anleihen reduziert wurden, erfolgte nur, wenn die ausserordentliche GV keine ausreichenden Massnahmen beschloss, wenn eine Kapitalerhöhung nicht ausreichend gezeichnet wurde oder wenn der Capital Deficiency Event am letzten Tag des Geschäftshalbjahres, in dem er eingetreten war, fortbestand.

Drei Aspekte dieser Konzeption verdienen Beachtung. *Erstens* hatte der Capital Deficiency Event einen doppelten Auslöser: Er wurde entweder ausgelöst, wenn die Kapitalquote unter das aufsichtsrechtliche Minimum fiel, oder wenn die Aufsichtsbehörde nach eigenem Ermessen feststellte, dass ein solcher Verstoss in naher Zukunft eintreten würde. Damit wurde eine feste Mindestkapitalquote mit einer vorausschauenden aufsichtsrechtlichen Beurteilung kombiniert. *Zweitens* wurde der feste Auslöser relativ zum geltenden regulatorischen Minimum definiert und nicht als fester Prozentsatz. Das bedeutete, dass sich der Auslöser mit den regulatorischen Anforderungen veränderte und niemals unter diese fallen konnte. Moderne AT1-Instrumente hingegen weisen feste Auslöser von 5.125% oder 7% CET1/RWA auf, die für G-SIBs deutlich unter den tatsächlichen regulatorischen Anforderungen liegen. *Drittens* sah die Abfolge vor, dass die Kapitalbeschaffung vor der Abschreibung erfolgen sollte. Der Prospekt ist eindeutig: «*the first remedy to the Capital Deficiency Event will be the share capital increase or the implementation of any other measures adopted by the extraordinary shareholders' meeting.*» Das Instrument schuf damit ein zeitlich begrenztes Fenster für die Rekapitalisierung, bevor eine zwangsweise Verlustabsorption erfolgen würde.

Wir schlagen nicht vor, diese Instrumente wiederzubeleben. Ihre Ausgestaltung gab den bestehenden Aktionären – ähnlich wie moderne AT1-Instrumente – keinen Grund, eine Kapitalerhöhung zu unterstützen: Scheiterte die ausserordentliche GV, wurden die Verluste von den Anleihen aufgefangen, und die Eigenkapitalgeber wurden dadurch nicht schlechter gestellt. Zwei Komponenten dieser Instrumente sind jedoch beachtenswert: die Verpflichtung, vor einer zwangsweisen Verlusttragung eine schrittweise Rekapitalisierung anzustreben, sowie das festgelegte Zeitfenster für freiwillige Massnahmen. Unser Vorschlag fügt eine dritte Komponente hinzu: Die AT1-Inhaber selbst werden zur zweiten Quelle der Rekapitalisierung. Ihnen werden neue Aktien im Tausch gegen ihre Anleihen angeboten; dies zu Bedingungen, die attraktiv genug sind, um ihre Beteiligung sicherzustellen.

## 3. Ein stufenweiser Stabilisierungsvorgang

Unser Vorschlag passt diese stufenweise Logik an das aktuelle Recovery-Konzept an. Anstatt uns auf vertragliche

<sup>50</sup> Denkbar wäre, dass eine Mindestausübungsquote der Bezugsrechte im DRO vorgesehen würde, ohne deren Erfüllung die AT1-Inhaber nicht am Angebot partizipieren sollen. U.E. kann dies sichergestellt werden, indem die Frist, in der der Umtausch von AT1-Instrumenten angeboten wird, erst nach dem Abschluss des DRO endet, die AT1-Inhaber also ihren Entscheid unter Kenntnisnahme des Erfolges oder Misserfolges des DRO treffen können. Auch ein DRO, das nur teilweise erfolgreich ist, kann dennoch attraktiv sein, weil die AT1-Inhaber unter der Offerte mehr Aktien erhalten, als gestützt auf die T&C (und ein nicht erfolgreiches DRO erhöht natürlich das Risiko stark, dass es unter den T&C zu einer Wandelung bzw. Abschreibung kommt).

<sup>51</sup> ISIN FR0010239368. Crédit Agricole, Société Générale und Natixis hatten Instrumente mit derselben Struktur ausgegeben.

Auslöser zu verlassen, die zu spät greifen, befürworten wir die freiwillige Umwandlung von AT1-Instrumenten innerhalb der im Recovery-Plan selbst definierten Parameter, mit festgelegten Eintrittsbedingungen, Kapitalerhaltungsmassnahmen und einem Umwandlungsangebot an die AT1-Inhaber.

### 3.1. Phase 1: Eintritt in die Recovery-Phase

Die Recovery sollte auf drei verschiedene Arten ausgelöst werden können:

*Erstens* sollte die Bank selbst die Möglichkeit haben, in die Recovery-Phase einzutreten, wenn sie zum Schluss kommt, dass das Überleben der Bank gefährdet ist und dieser drastische Schritt die beste Vorgehensweise darstellt.

*Zweitens* sollte die Recovery-Phase automatisch ausgelöst werden, wenn entweder die CET1- oder die Tier1-Kapital-Quote der Bank für eine zu bestimmende Zeit unter das gesetzlich erforderliche Mindestmass fällt. Eine Schwäche dieses Ansatzes liegt darin, dass diese Kapitalquoten rückblickende Indikatoren sind, die nur vierteljährlich veröffentlicht werden. Die Bedingungen der AT1-Anleihen von Schweizer Emittenten sehen immerhin vor, dass die FINMA einen Ad-hoc-Zwischenabschluss verlangen kann, wenn Anzeichen für schwerwiegende Probleme vorliegen.

*Drittens* soll die FINMA die Recovery-Phase mit Begründung anordnen können. Sie wird dabei auf eine Reihe von Indikatoren, inklusive Marktindikatoren (z.B. CDS Spreads), abstellen, die in ihrer Gesamtheit ein bedeutendes Problem signalisieren.

In der derzeitigen Praxis beschreiben die Recovery-Pläne Schritte zur Einleitung einer Turnaround-Strategie einer angeschlagenen Bank. Ein solcher Turnaround erfordert in der Regel den Einsatz von erheblichem Kapital. Die Recovery-Pläne sollten daher für diese erste Phase Massnahmen nach folgendem Muster vorschreiben, um das Eigenkapital und die Liquidität der Bank zu schützen:

- Couponzahlungen an Inhaber von AT1 (und möglicherweise T2-Anleihen) werden ausgesetzt, und der VR muss den Aktionären empfehlen, die Ausschüttung von Dividenden nicht zu genehmigen;<sup>52</sup>
- Aktienrückkäufe sowie der Kauf oder die Rückzahlung von AT1-Anleihen durch die Bank sind nicht mehr möglich;<sup>53</sup>
- möglicherweise sollten auch Bonuszahlungen eingeschränkt werden.<sup>54</sup>

<sup>52</sup> Siehe nachfolgend Ziff. VIII.3.1 und Ziff. VIII.3.2 zur Umsetzung durch die UBS in den T&C ihrer aktuellen AT1.

<sup>53</sup> Siehe Ziff. VIII.3.3 für die Umsetzung durch UBS in den T&C ihrer aktuellen AT1.

<sup>54</sup> Siehe dazu nachfolgend Ziff. VIII.3.4.

### 3.2. Phase 2: Discounted rights offering und freiwillige Umwandlung

Reichen diese Massnahmen aus Phase 1 nicht aus und stellen sie die Kapitalbasis nicht innerhalb eines im Recovery-Plan festzulegenden Zeitrahmens wieder her, wird Phase 2 aktiviert. Sie besteht, wie bereits in Ziff. VII.1 erwähnt, aus einer Rekapitalisierung der Bank (a) durch die Aktionäre (oder durch die Käufer von Bezugsrechten) über das DRO und (b) durch ein gleichzeitiges Angebot an AT1-Inhaber, ihre AT1-Anleihen *freiwillig* gegen neu ausgegebene Aktien umzutauschen.<sup>55</sup>

Ein solcher Swap verbessert die CET1-Quote der Bank, hat aber keinen Einfluss auf die Tier1-Quote, da lediglich ein Tausch zwischen zwei Komponenten des Tier1-Kapitals (AT1 zu CET1) stattfindet. Es dürfte deshalb oft notwendig sein, nach Abschluss der Operation neue AT1-Anleihen zu emittieren.<sup>56</sup> Die Tatsache, dass AT1-Inhaber im Gegensatz zu Aktionären vergleichsweise gut behandelt werden (Aktionäre werden zugunsten von AT1-Inhabern verwässert), sollte die Ausgabe neuer AT1 erleichtern.

Anders gesagt können AT1-Inhaber ihre Anleihen gegen neu auszugebende Aktien umtauschen, wobei der Umtauschpreis dem Angebotspreis im DRO entspricht. Als «Zähler» für die Berechnung der Anzahl Aktien, die ein AT1-Inhaber bei Annahme erhält, kann entweder der Nennwert der AT1-Anleihen (u.E. ohne aufgelaufene Zinsen) oder ein Wert dienen, der deutlich über ihrem (gefallenen) Marktwert liegt. Das Umtauschverhältnis wird identisch sein für alle unterschiedlichen Ausgaben der AT1-Anleihen der Bank. Damit wird sichergestellt, dass eine Verwässerung der bestehenden Aktionäre resultiert (eine höhere Umwandlungszahl bedeutet mehr Aktien pro AT1). Dies schafft wie schon ausgeführt einen stärkeren Anreiz für die Aktionäre, die Bank vorzeitig zu rekapitalisieren (und/oder den VR anzuhalten, schon in einer früheren Phase Gegensteuer zu geben).

## 4. Erforderliche Transparenz im Recovery-Plan

Der Recovery-Plan sollte die wesentlichen Bestandteile im Einklang mit den in Ziff. VII.1 beschriebenen Grundsätzen festlegen. Der Plan hat anzugeben (i) un-

<sup>55</sup> Ein sequenzieller Ansatz, bei dem zunächst das DRO erfolgt und der AT1-Umtausch nur dann eingeleitet wird, wenn das DRO scheitert, würde die Verwässerungsgefahr verstärken, aber ein zusätzliches Risiko schaffen. Ein öffentlich gescheitertes DRO signalisiert, dass die eigenen Aktionäre die Bank nicht rekapitalisieren werden. AT1-Inhaber sähen sich dann mit einem Umtauschangebot in Eigenkapital konfrontiert, das die bestehenden Eigentümer abgelehnt haben. Eine parallele Struktur vermeidet diese Problematik: Die Aktionäre sehen die Umtauschbedingungen und kennen die Verwässerung, die folgt, wenn sie nicht zeichnen. Der Umtausch hängt nicht von einem vorherigen öffentlichen Scheitern ab.

<sup>56</sup> Denkbar ist auch, dass je nach konkreter Situation im Tauschangebot nicht nur Aktien, sondern auch neue AT1 angeboten werden.

ter welchen Umständen Phase 2 ausgelöst wird (bspw. wenn das erforderliche Mindestkapital nicht innerhalb eines festgelegten Zeitraums wiederhergestellt wird), (ii) den Mindestbetrag des Kapitals, der erzielt werden muss, und (iii) welche Auflagen im DRO<sup>57</sup> berücksichtigt werden müssen, etwa ein Mindestdiscount.<sup>58</sup> Nicht alles kann im Voraus festgelegt werden, da der VR eine gewisse Flexibilität benötigt, um Umfang, Kennzahlen und Ausgabepreis auf der Grundlage der Marktbedingungen zum Zeitpunkt der Ankündigung des DRO und des Umtauschangebotes festzulegen. Ausschlaggebend ist, dass die so definierten Bedingungen sicherstellen, dass das DRO sein Ziel erreicht, was weitgehend von der Höhe des Discounts abhängt. Wie der dritte Grundsatz verlangt, müssen diese Parameter veröffentlicht werden, damit Aktionäre und AT1-Anleger deren Auswirkungen im Voraus einschätzen können.

## 5. Inwiefern werden damit die in Ziff. V festgestellten Defizite behoben?

Die *Ziffern IV.1 und IV.2* – frühzeitige Auslösung – werden direkt adressiert: AT1 können unter unserem Vorschlag eine Rekapitalisierung in einem Zeitpunkt ermöglichen, in dem dies sinnvoll ist, lange bevor der 7% CET1-Trigger erreicht wird. Dies kann umgesetzt werden, ohne die Bedingungen bestehender AT1-Anleihen abändern zu müssen, da AT1-Inhaber lediglich ein Angebot erhalten, das sie annehmen oder ablehnen können. Ist das Angebot attraktiv genug, erhält die Bank neues hartes Kernkapital und kann (zusammen mit dem neuen Kapital aus dem DRO) die Recovery finanzieren, indem AT1-Anleihen aus der Bilanz verschwinden und das CET1 entsprechend steigt.

Da AT1-Inhaber im Wesentlichen lediglich eine Option zur Beteiligung erhalten, sollte unser Vorschlag die Emissionskosten von AT1-Anleihen für Banken nicht erhöhen. Gleichzeitig erlaubt unser Vorschlag, das Potenzial von AT1 zu nutzen, Kapital bereitzustellen, wenn es benötigt wird, und bewahrt ihre im Vergleich zu CET1 vorteilhaften Finanzierungskosten.

Was *Ziff. IV.3* – Anreize für eine rechtzeitige Recovery – betrifft, ist entscheidend, dass der Recovery-Plan die Kernkomponenten des DRO sowie die Art und Weise der Beteiligung der AT1-Inhaber definiert, d.h. deutlich macht, dass eine Verwässerung eintritt und wie hoch sie sein kann – wesentlich höher als unter den T&C. Dies dürfte Aktionäre dazu bewegen, bereits vor der Einlei-

tung der Phase 1, aber spätestens vor Phase 2 Massnahmen in Betracht zu ziehen.

Darüber hinaus ist eine gescheiterte Kapitalbeschaffung (inkl. einer unvollständigen Ausübung der Bezugsrechte im DRO) in der Recovery ein Beleg dafür, dass die Bank den Zugang zum Kapitalmarkt verloren hat. Die FINMA kann dies als Begründung für drastischere Massnahmen heranziehen. Da dies nicht im Interesse der Aktionäre ist, werden diese zunächst versuchen, die Recovery rechtzeitig zu vermeiden, oder, wenn dies nicht funktioniert, zumindest die Kapitalzuführung und das Angebot an die AT1-Inhaber zum Erfolg zu führen.

Was *Ziff. IV.5* – Marktdisziplin – betrifft, so erfordert diese, dass wesentliche Aspekte des Recovery-Plans, einschliesslich die Möglichkeit der Umschuldung, u.a. mittels eines Umtauschangebots von AT1-Anleihen, im Voraus veröffentlicht werden. Diese Veröffentlichung nimmt dem VR die Möglichkeit, im entscheidenden Moment auf die Unterbreitung des Umtauschangebots zu verzichten, und bietet dem Markt klare Anhaltspunkte für die Bewertung der AT1.

Was schliesslich *Ziff. IV.6* – Transparenz und Rechtssicherheit – anbelangt, bietet wiederum der freiwillige Charakter wirksame Schutzvorkehrungen. Ein AT1-Inhaber kann sich nicht beschweren, wenn er ein Angebot angenommen, und ebenso wenig, wenn er es abgelehnt hat.

## VIII. Rechtliche Aspekte

### 1. Lehren aus der Abschreibung der AT1-Anleihen der CS

Nach massiven Liquiditätsabflüssen bei der CS wurde sie von der FINMA am 19. März 2023 angewiesen, den vertraglichen Abschreibemechanismus ihrer AT1-Anleihen anzuwenden, was zu deren vollständigen Abschreibung führte.<sup>59</sup> Die Massnahme, die auch die bedingten Vergütungsinstrumente in Form von AT1-Instrumenten erfasste, löste eine Vielzahl von Gerichtsverfahren aus, darunter Beschwerdeverfahren gegen die Anordnung der FINMA, Zivilklagen gegen die CS (und die UBS als deren Rechtsnachfolgerin) sowie gegen deren VR und Topmanagement und schliesslich Staatshaftungsklagen gegen die Schweiz wegen Enteignung.

Im Teilentscheid vom 1. Oktober 2025 hob das Bundesverwaltungsgericht («BVGer») die Verfügung der FINMA auf und setzte die mit diesem Pilotverfahren verbunde-

<sup>57</sup> Siehe für die wichtigsten Parameter Ziff. VIII.4.

<sup>58</sup> Solche Abschläge liegen in der Regel in einer Spanne von 25 – 40% gegenüber dem zum Zeitpunkt der Ankündigung geltenden Aktienkurs. Der Recovery-Plan könnte vorsehen, dass der Abschlag mindestens X% gegenüber dem volume-weighted average price («VWAP») vor der Ankündigung des DRO betragen muss.

<sup>59</sup> Urteil des BVGer B-2334/2023 vom 1. Oktober 2025 E. 5.4.5.5: «[...] die FINMA die CSG AG somit anweist, ihre vertragsrechtlichen Möglichkeiten betreffend die AT1-Instrumente vollständig auszuschöpfen, was beinhaltet, dass das gesamte zusätzliche Kernkapital resp. sämtliche AT1-Instrumente vollständig abzuschreiben und zu löschen sind [...]»

nen Verfahren<sup>60</sup> bis zur Überprüfung durch das Bundesgericht («BGer») aus. Das Urteil des BVGer stützt sich auf zwei wesentliche Feststellungen. *Erstens* kam es zum Schluss, dass die vertraglichen Voraussetzungen für ein Viability Event nicht erfüllt gewesen seien. Dabei berief sich das Gericht unter anderem auf die Aussage von zwei CS-Geschäftsleitungsmitgliedern<sup>61</sup> und schloss gestützt darauf auf ein gemeinsames Verständnis von CS und den Klägern, dass kein solches Ereignis eingetreten sei; in diesem Zusammenhang verneinte das BVGer zugleich, dass die CS am betreffenden Wochenende (18./19. März 2023) den PONV erreicht hätte.<sup>62</sup> *Zweitens* stellte das BVGer fest, dass das Eingreifen der FINMA sowohl nach der Bankengesetzgebung als auch nach der vom Bundesrat erlassenen Notverordnung<sup>63</sup> keine ausreichende Rechtsgrundlage gehabt habe.<sup>64</sup>

Diese Entscheidung wirft zentrale Fragen auf. AT1-Instrumente sind standardisiert und bedürfen vor deren Ausgabe der behördlichen Genehmigung, was nahelegt, dass ihre Auslegung objektiven Grundsätzen folgen muss und nicht subjektiven Einschätzungen (von Teilen) des Managements einer Bank.<sup>65</sup>

Die endgültigen Auswirkungen auf den Schweizer AT1-Markt werden von der Entscheidung des BGer abhängen. Eine Bestätigung der Argumentation des BVGer würde die Zuverlässigkeit vertraglicher Verlustabsorptionsmechanismen untergraben, während eine Aufhebung

die Autorität aufsichtsrechtlicher Eingriffe in Krisensituationen stärken würde.<sup>66</sup> In beiden Fällen unterstreicht der Rechtsstreit die Notwendigkeit, das Zusammenspiel zwischen vertraglich festgelegten Auslösemechanismen und öffentlich-rechtlichen Interventionsbefugnissen zu klären.

Der hier vorgeschlagene freiwillige Umtauschmechanismus bietet einen Ansatz, der auf der Zustimmung der Inhaber statt auf regulatorischen Massnahmen beruht und somit rechtliche Unsicherheiten verringert, wenn nicht gar weitgehend beseitigt.<sup>67</sup>

## 2. Rechtliche Herausforderungen bei wandelbaren AT1

Tritt ein Trigger- oder Viability Event ein, erhalten die Inhaber von wandelbaren AT1 – die in der Schweiz nach der CS-Krise an Bedeutung gewonnen haben<sup>68</sup> – eine bestimmte Anzahl von Aktien des Emittenten, berechnet auf der Grundlage eines im Voraus festgelegten Umtauschpreises (der Preis wird derzeit in der Regel in der Nähe des Aktienkurses zum Zeitpunkt der Emission der Instrumente festgelegt).<sup>69</sup> Diese Aktien dürften meist aus *Wandlungskapital* stammen, das von den Aktionären gemäss Art. 13 BankG<sup>70</sup> genehmigt wurde.<sup>71</sup> Der Hauptvorteil des Wandlungskapitals besteht darin, dass weder ein Wirtschaftsprüfer noch – nach herrschender Lehre – die Benennung der AT1-Inhaber erforderlich ist (etwaige Unsicherheiten in Bezug auf Letzteres könnten ohnehin durch die Einschaltung eines Treuhänders umgangen werden).<sup>72</sup> Hinsichtlich der Prospektspflicht stellen

<sup>60</sup> Insgesamt forderten über 2'700 ehemalige Inhaber von AT1- und Contingent Capital Awards («CCA»)-Instrumenten, vertreten durch mehr als 30 Anwaltskanzleien, die Aufhebung und/oder Annullierung der Anordnung der FINMA.

<sup>61</sup> In der E-Mail argumentierten zwei Mitglieder der CS-Geschäftsleitung, dass die Abschreibung oder Umwandlung von Going-Concern-Instrumenten (oder Gone-Concern-Instrumenten) keine kapitalverbessernde Wirkung habe – zumindest nicht direkt. Das BVGer stellte gestützt darauf fest, dass die Voraussetzungen für eine Abschreibung der AT1 nicht erfüllt seien, und argumentierte (hauptsächlich auf der Grundlage der genannten E-Mail), dass kein Viability Event eingetreten sei. Das BVGer stellte ferner fest, dass die CS zum Zeitpunkt der Abschreibung ausreichend kapitalisiert gewesen sei und die vom Bundesrat und der Schweizerischen Nationalbank gewährten Massnahmen ausschliesslich der Sicherung der Liquidität dienten und daher keine direkten Auswirkungen auf die Eigenkapitalbasis der CS gehabt hätten. Das BVGer liess bei seiner Auslegung von Ziff. 7(a)(iii)(B) der CS T&C ausser Acht, dass (i) die massive Liquiditätshilfe im dreistelligen Milliardenbereich und (ii) die Verlustgarantie des Bundes für die «bad assets» der CS in Höhe von CHF 9 Mrd. beides staatliche Unterstützungsmassnahmen zur Verbesserung der Kapitaladäquanz («capital adequacy») der CS im Sinne der AT1 T&C waren. Dies, weil die Liquiditätshilfe unmittelbar bewirkte, dass die CS zu Fortführungswerten (als Going-Concern) weitergeführt werden konnte und damit die Wertvernichtung einer Bewertung zu Liquidationswerten, welche unmittelbar auf das Kapital durchgeschlagen hätte, vermieden werden konnte. Siehe dazu auch ZELLWEGER-GUTKNECHT (FN 4), 133 ff.

<sup>62</sup> Dies, obwohl die PUK in einer sehr gründlichen Untersuchung zum gegenteiligen Schluss gekommen war, vgl. PUK-Bericht (FN 15), 430 ff., 432.

<sup>63</sup> Siehe FN 8.

<sup>64</sup> Siehe zur gegenteiligen Ansicht JUTZI (FN 3), 249 und 257 ff.

<sup>65</sup> G.L.M. FABIEN LIÉGEAIS/ADRIEN ALBERINI, Analyse de l'arrêt du TAF sur les AT1 de Credit Suisse, SZW 2/2026, 150 ff., 155; JUTZI (FN 3), 252; ZELLWEGER-GUTKNECHT (FN 4), 140.

<sup>66</sup> Vgl. dazu auch HOLGER ALICH, Der AT1 Pfeiler bröckelt, Handelszeitung vom 23. April 2026, 17.

<sup>67</sup> Vgl. Ziff. VII.5 in fine.

<sup>68</sup> Zuvor handelte es sich bei den meisten begebenen AT1 um reine Abschreibungsinstrumente.

<sup>69</sup> Wir verwenden nachfolgend als Beispiele AT1-Instrumente, die von der UBS nach der CS-Krise ausgegeben wurden, da in der Schweiz nach der Fusion zwischen der CS und der UBS keine anderen G-SIBs verbleiben. Die aktuellen T&C der UBS sehen eine Verwässerungsschutzanpassung des Wandlungspreises im Falle eines vorhergehenden DRO vor (siehe Ziff. 8(d)(i)(D) T&C).

<sup>70</sup> Bundesgesetz über die Banken und Sparkassen vom 8. November 1934, SR 652.0 («BankG»).

<sup>71</sup> Der Beschluss zur Schaffung von Wandlungskapital erfordert eine 50-prozentige Mehrheit der in einer GV vertretenen Aktien. Obwohl nicht vorgeschrieben, ist es möglich, ein solches Wandlungskapital zu begrenzen (Art. 13 Abs. 2 BankG; siehe bspw. Art. 4b der Statuten der UBS, gemäss welchem die Ausgabe von bis zu 700 Mio. Aktien zulässig ist).

<sup>72</sup> In der Literatur wird in Bezug auf das bedingte Kapital argumentiert (und dieses Argument dürfte auch gelten, wenn Aktien aus Kapital gemäss Art. 13 BankG stammen), dass die Schaffung von Aktien durch Aufrechnung dem bedingten Kapital innewohnt und dass Aktionäre, die dem bedingten Kapital zustimmen, damit rechnen müssen. Diese Ansichten kommen zum Schluss, dass daher kein Bedarf an zusätzlichen Transparenzanforderungen besteht und die gesetzliche Pflicht zur Offenlegung der Gläubigeridentitäten nicht gilt, siehe THOMAS REUTTER/ANNINA HAMMER, Lediglich «Punktuellen Anpassungen und Präzisierungen der Bestimmungen zum bedingten Kapital»? Bedingt zutreffend!, SZW 3/2021, 302 ff., 306 f.

Art. 37 Abs. 1 lit. c und Art. 38 Abs. 1 lit. b FIDLEG<sup>73</sup> klar, dass kein Prospekt erstellt werden muss, wenn Aktien im Zusammenhang mit der Umwandlung eines von derselben Gruppe begebenen Finanzinstruments (wie AT1) ausgegeben werden. Dies gilt sowohl für den Emissionsprospekt, da Aktien zugeteilt werden, als auch für den Kotierungsprospekt.

Weiter wäre es möglich, die erforderlichen Aktien für AT1-Inhaber durch bedingtes Kapital gemäss Art. 653 ff. OR<sup>74</sup> oder ein Kapitalband gemäss Art. 653s ff. OR auszugeben.<sup>75</sup> Diese Optionen sind für Emittenten jedoch weniger attraktiv, vor allem weil bei der Einführung eine 2/3-Mehrheit der vertretenen Aktionärsstimmen notwendig ist sowie die Festlegung einer summenmässigen Obergrenze der maximal auszugebenden Aktien; auch bedarf es bei der Nutzung dieser Möglichkeiten den Beizug eines Wirtschaftsprüfers. Ob *Vorratskapital* im Sinne von Art. 12 BankG ebenfalls für die erforderlichen Aktien verwendet werden könnte, ist umstritten.<sup>76</sup>

Anzumerken ist, dass sich je nach anwendbarem Recht, dem der AT1-Inhaber untersteht, auch Fragen ergeben können, ob lokale Vorschriften der Aushändigung von Aktien der Schweizer Emittentin an den Inhaber entgegenstehen.<sup>77</sup>

### 3. Wichtige rechtliche Aspekte des Vorschlags für Phase 1

#### 3.1. Aussetzung der Couponzahlungen

Bei derzeit begebenen AT1 liegen die Couponzahlungen im Ermessen des Emittenten.<sup>78</sup> In Bezug auf UBS-AT1 verbieten die T&C die Zahlung von Zinsen unter anderem, wenn die Bank nicht alle geltenden Mindestkapitalanforderungen erfüllt oder unmittelbar nach der Zinszahlung nicht mehr erfüllen würde.<sup>79</sup> Infolgedessen

verbieten die T&C Couponzahlungen bereits während des oben als Phase 1 bezeichneten Zeitraums. Gleiches gilt für Art. 27 revERV, der im derzeit laufenden Konsultationsverfahren zu den vorgeschlagenen Änderungen der ERV unumstritten zu sein scheint.<sup>80</sup>

#### 3.2. Aussetzung von Dividendenzahlungen

Die UBS T&C sehen ferner vor, dass die UBS im Falle einer Einstellung der Couponzahlungen den Aktionären nicht empfehlen darf, Dividenden oder sonstige Ausschüttungen zu genehmigen.<sup>81</sup> Dementsprechend verbieten die T&C Dividendenzahlungen nicht gänzlich, da die Aktionäre zumindest theoretisch einen Dividendenantrag auf die Traktandenliste der GV setzen<sup>82</sup> und eine Zahlung dann mit einfachem Mehr der vertretenen Stimmen beschliessen könnten.<sup>83</sup>

#### 3.3. Aktien- und AT1-Rückkäufe

Gemäss Ziff. 5(i)(iii)(B) T&C ist es der UBS untersagt, Aktien zurückzukaufen, falls sie aus irgendeinem Grund die Couponzahlungen einstellt.<sup>84</sup> Eine ähnliche Be-

*minimum capital adequacy requirements [...] on a consolidated (Finanzgruppe) basis [...].*

<sup>80</sup> Siehe z.B. Schweizerische Bankiervereinigung, Stellungnahme zur Änderung der Eigenmittelverordnung und Reaktion auf die Eckwerte des Bundesrats zu den Massnahmen auf Gesetzesstufe, 26. September 2025, abrufbar unter: [https://www.swissbanking.ch/\\_Resources/Persistent/f/4/2/e/f42e4f3f887b4b3bf10bf633f550e23ddc2d0696/Stellungnahme%20zur%20C3%84nderung%20der%20Eigenmittelverordnung%20und%20Reaktion%20auf%20die%20Eckwerte%20des%20Bundesrats%20zu%20den%20Massnahmen%20auf%20Gesetzesstufe%20%28DE%29.pdf](https://www.swissbanking.ch/_Resources/Persistent/f/4/2/e/f42e4f3f887b4b3bf10bf633f550e23ddc2d0696/Stellungnahme%20zur%20C3%84nderung%20der%20Eigenmittelverordnung%20und%20Reaktion%20auf%20die%20Eckwerte%20des%20Bundesrats%20zu%20den%20Massnahmen%20auf%20Gesetzesstufe%20%28DE%29.pdf) (zuletzt besucht am 15. April 2026) («SBV-Stellungnahme»), 13, in der vorgeschlagenen wurde, den Vorschlag des Bundesrats zu Art. 27 Abs. 5 lit. c revERV (der lautete: «*Sie [FINMA] ordnet die Einstellung von Ausschüttungen an die Kapitalgeberinnen und Kapitalgeber an, wenn die Voraussetzungen nach Absatz 1 Buchstabe f nicht mehr erfüllt sind [...].*») wie folgt zu ändern: «*Unterschreitet die Bank ihre CET1-Mindestanforderung bzw. für systemrelevante Banken nach Art. 124 ERV die TBTF-Mindestanforderung, auf konsolidierter Ebene, muss sie Ausschüttungen an Kapitalgeberinnen und Kapitalgeber einstellen, darf keine AT1-Instrumente zurückzahlen oder zurückkaufen, keine Dividendenzahlungen und keine Aktienrückkäufe vornehmen, bis ihre CET1-Quote wieder über ihrer CET1-Mindestanforderung liegt. In begründeten Fällen kann die FINMA die Einstellung früher anordnen; sind die Voraussetzungen wieder erfüllt, so genehmigt sie – ausser in begründeten Fällen – die Wiederaufnahme der Ausschüttungen; ein begründeter Fall liegt insbesondere vor, wenn sich eine dramatisch verschlechterte Kapitalsituation der Bank abzeichnet.*»

<sup>81</sup> Siehe Ziff. 5(i)(iii)(A) T&C: «*[...] recommend to Shareholders that any dividend or other distribution in cash or in kind (other than in the form of Ordinary Shares) be paid or made on any Ordinary Shares [...].*»

<sup>82</sup> Für börsenkotierte Banken beträgt die relevante Schwelle für die Einbringung eines Traktandums zur Abstimmung durch die Aktionäre an einer ordentlichen GV 0.5% (Art. 699b Abs. 1 Ziff. 1 OR); die Schwelle zur Einberufung einer ausserordentlichen GV beträgt 5% (Art. 699 Abs. 3 Ziff. 1 OR).

<sup>83</sup> Die SBV-Stellungnahme erweitert den vom Bundesrat vorgeschlagenen Wortlaut und schlägt ausdrücklich vor, dass die FINMA das Recht hat, ein Dividendenverbot zu verhängen.

<sup>84</sup> «*If, on any Interest Payment Date, any payment of interest scheduled to be made on such date is not made in full pursuant to sub-*

<sup>73</sup> Bundesgesetz über die Finanzdienstleistungen vom 15. Juni 2018, SR 950.1 («FIDLEG»).

<sup>74</sup> Bundesgesetz betreffend die Ergänzung des Schweizerischen Zivilgesetzbuches (Fünfter Teil: Obligationenrecht) vom 30. März 1911, SR 220 («OR»). Die UBS hat die Möglichkeit, unter diesem Titel bis zu 380 Mio. Aktien auszugeben (siehe Art. 4a Abs. 2 der Statuten).

<sup>75</sup> Die UBS verfügt derzeit über kein Kapitalband.

<sup>76</sup> Siehe zur Begründung der Anwendbarkeit des Vorratskapitals gemäss Art. 12 BankG OLIVIER BAUM, *Hybride Anleihen (hybrid bonds)*, Diss. Zürich 2022 (= SSW 358), N 1300 ff.; siehe auch RENÉ BÖSCH/BENJAMIN LEISINGER, *Contingent Convertible Bonds – CoCos*, SZW 1/2012, 2 ff., 20. Demgegenüber sprechen sich BSK BankG-REUTTER/RAUN, Art. 12 N 5, gegen eine solche Verwendung aus.

<sup>77</sup> Wie Aktien übertragen werden können, ist in Ziff. 8 T&C beschrieben. US-Inhaber von AT1 erhalten (zur Einhaltung der US-Wertpapiergesetze) sog. «*restricted securities*» (Ziff. 8(k) T&C).

<sup>78</sup> JUTZI (FN 3), 244; Siehe auch Ziff. 5(i)(i) T&C: «*The Issuer may, in its sole discretion, elect to cancel all or part of any payment of interest on the Notes [...] that is otherwise scheduled to be paid on an Interest Payment Date. This subclause (i)(i) is without prejudice to the provisions of subclause (i)(ii) of this Condition 5 [...].*»

<sup>79</sup> Siehe Ziff. 5(i)(ii)(B) T&C: «*[...] is not, or will not immediately after the relevant payment of interest be, in compliance with all applicable*

schränkung gilt für den Rückkauf von AT1-Instrumenten: Ziff. 6(f) T&C sieht vor, dass die UBS AT1-Instrumente nur in dem Umfang (zurück-)kaufen darf, in dem ein solcher Kauf den zum Zeitpunkt des Kaufs geltenden bankrechtlichen Vorschriften entspricht. Folglich sind Rückkäufe von AT1-Instrumenten während Phase 1 bereits gemäss den T&C ausgeschlossen.

Im Rahmen des obgenannten Konsultationsverfahrens beantragt die Schweizerische Bankiervereinigung eine Änderung der ERV, um festzuhalten, dass die FINMA solche Rückkäufe während des hier als «Phase 1» bezeichneten Zeitraums unterbindet.<sup>85</sup> Es stellt sich somit die Frage, ob ein freiwilliges Umtauschangebot davon erfasst wäre. Dies dürfte nicht der Fall sein, da sich infolge eines solchen Angebots das CET1 automatisch erhöhen würde. Das Umtauschangebot, welches sich rechtlich vom Rückkaufsangebot unterscheidet, ist damit mit dem Bankenaufsichtsrecht vereinbar.

### 3.4. Einschränkungen der variablen Vergütung

Sollte der Recovery-Plan vorsehen, dass die variable Vergütung in irgendeiner Weise begrenzt wird, sobald die CET1-Quote unter das regulatorisch vorgeschriebene Niveau fällt (bspw. keine variable Vergütung, reduzierte Vergütung, keine LTIP-Zuteilungen und/oder nur ein Teil der STIP, Auszahlung der STIP nur in einer bestimmten Form, wie z.B. in Form von CCAs, wie sie an Führungskräfte von CS gezahlt wurden), müssten solche Beschränkungen in die Arbeitsverträge des Top-Management aufgenommen werden, d.h. sie müssen bei Einführung solcher Massnahmen mit dem Management vereinbart werden.<sup>86</sup>

Das vorrangige Ziel einer Begrenzung variabler Vergütungen wäre es, Anreize für das Management zu schaffen, das erforderliche CET1-Kapital so schnell und nachhaltig wie möglich aufzubauen (oder die risikogewichteten Aktiven zu verringern). Demgegenüber kann die Tatsache, dass niedrigere Bonuszahlungen auch das Eigenkapital erhöhen, kein Hauptziel sein (sondern, wenn überhaupt, ein wünschenswerter Nebeneffekt).

Bei der Ausgestaltung einer solchen Begrenzung der Boni in Phase 1 sollte berücksichtigt werden, inwiefern die variable Vergütung bereits durch die Ursachen der unzureichenden Kapitalausstattung beeinflusst wird – normalerweise wäre zu erwarten, dass kurzfristige Boni stark betroffen sind (vorausgesetzt, die Bonuszahlungen

richten sich auch in Zukunft nach der Gesamtleistung der Bank) und dass die langfristigen Anreizprogramme ebenfalls zu deutlich geringeren Auszahlungen führen (und/oder zu einem erheblich geringeren Wert beim Vesting aufgrund eines sinkenden Aktienkurses).

## 4. Wesentliche rechtliche Aspekte des Vorschlags für Phase 2

### 4.1. Quelle der neuen Aktien

Die Quelle der neuen Aktien für das DRO und das Angebot an AT1-Inhaber, ihre AT1 in Aktien umzutauschen, dürfte ein *Vorratskapital* gemäss Art. 12 BankG sein.<sup>87</sup>

Vorratskapital kann mit einer ⅔-Mehrheit der an einer GV vertretenen Aktienstimmen eingeführt werden (Art. 704 Abs. 1 Ziff. 5 OR). Im Gegensatz zu Wandlungskapital gemäss Art. 13 BankG (siehe Ziff. VIII.2) muss das Vorratskapital in den Statuten umfangmässig begrenzt werden. Art. 12 Abs. 2 BankG erlaubt es, vorzusehen, dass die Bezugsrechte der Aktionäre entzogen werden (was im vorliegenden Vorschlag nicht für das DRO, sondern für den Umtausch von AT1 in Aktien erforderlich wäre). Es ist wahrscheinlich, dass eine Bank wie die UBS in ihren Statuten, sobald sie ein solches Kapital einführt, festhalten würde, dass eine Möglichkeit zum Ausschluss von Bezugsrechten dieser Umtausch ist und dass Aktien an AT1-Inhaber zum gleichen Ausgabepreis wie dem im DRO festgelegten Preis ausgegeben werden können.

### 4.2. Bezugsrechtsangebot

Ein DRO besteht aus einem Aktienangebot zu einem Preis, der (deutlich) unter dem vor der Ankündigung geltenden Marktpreis (und auch unter dem TERP) liegt, mit handelbaren Bezugsrechten für bestehende Aktionäre, die es ihnen ermöglichen, während einer bestimmten Ausübungsfrist neue Aktien in einem festgelegten Verhältnis zum Angebotspreis zu zeichnen. Da der Zeichnungspreis niedrig ist, haben die Bezugsrechte einen Wert und können daher während der Bezugsrechtshandelsfrist von Aktionären, die an der Kapitalerhöhung nicht teilnehmen möchten, veräussert werden. Im Gegenzug sind etwa Shortseller gezwungen, solche Bezugsrechte zu kaufen, um ihre Position glattzustellen.

Um vollständige Transaktionssicherheit zu gewährleisten, werden Bezugsrechtsemissionen in der Regel von einem Bankenkonsortium garantiert.<sup>88</sup> Zu beachten gilt

*clause (i)(i) or subclause (i)(ii) of this Condition 5, UBS Group AG shall not, directly or indirectly, [...] redeem, purchase or otherwise acquire any Ordinary Shares other than as a Permitted Transaction [...].»*

<sup>85</sup> Siehe FN 80.

<sup>86</sup> Alternativ könnte der Emittent eine Änderungskündigung aussprechen, falls die CET1-Quote unter das aufsichtsrechtlich vorgeschriebene Niveau fällt; diese würde jedoch in der Regel erst nach Ablauf der Kündigungsfrist wirksam werden.

<sup>87</sup> Es ist zu beachten, dass sich diese Bestimmung in ihrer derzeitigen Fassung teilweise auf die Regeln zum alten genehmigten Kapital bezieht, das nicht mehr existiert.

<sup>88</sup> Angesichts der Kotierung der UBS-Aktien an der NYSE und zur Gewährleistung der Gleichbehandlung der bestehenden Aktionäre

es ferner, dass solche öffentlichen Angebote umfangreiche Dokumentationen erfordern (SIX-Emissions- und Kotierungsprospekte, im Falle von UBS auch die Einreichung bei der Securities and Exchange Commission) und eine Vorlaufzeit von ca. 12 Wochen haben.

Ein künftiges DRO würde wahrscheinlich in sehr ähnlicher Weise durchgeführt werden wie dasjenige, das die CS im Herbst 2022 lanciert hatte.<sup>89</sup> Rückblickend war die Hauptschwäche der CS-Kapitalerhöhung nicht die Art der Durchführung, sondern ihr unzureichender Umfang. Insgesamt wurden CHF 2.24 Mrd. aufgenommen. Gleichzeitig erfolgte eine Platzierung bei institutionellen Anlegern, darunter die Saudi National Bank, durch die CHF 1.76 Mrd. aufgenommen wurden.<sup>90</sup> Die unvollständige Ausübung der Bezugsrechte von 98.2% deutet auf eine begrenzte Nachfrage seitens der Anleger hin.<sup>91</sup>

#### 4.3. Umtauschangebot für AT1-Anleihen und deren Umtausch in Aktien

Die Durchführbarkeit eines solchen Angebots ergibt sich aus dem geltenden Recht und den T&C: Wenn Inhaber ihre AT1 im Rahmen eines Angebots zum Umtausch gegen neu ausgegebene Aktien andienen, können die neuen Aktien nicht durch die Verrechnung einer Forderung gemäss Art. 634a OR wie bei einem üblichen Debt-Equity-Swap geschaffen werden, da die AT1-Inhaber zum Zeitpunkt der Andienung wegen des fehlenden Rechts auf Rückzahlung keine solche Forderung gegenüber dem Emittenten haben. Das Angebot, AT1-Anleihen im Tausch gegen Aktien anzudienen, würde technisch gesehen eine besondere Form eines «Rückkaufs» gegen eine Aktienemission darstellen; dementsprechend würde die Schaffung der an AT1-Inhaber ausgegebenen Aktien eine Sacheinlage darstellen, wobei der übertragene Vermögenswert die AT1-Anleihen wären. Eine solche Übertragung fällt unserer Ansicht nach unter die T&C bezüglich (Rück-)Kauf<sup>92</sup> und ist vorbehaltlich der Genehmigung

müsste die Transaktion als öffentliches Angebot in der Schweiz und in den USA sowie als Privatplatzierung bei institutionellen Anlegern ausserhalb der Schweiz und der USA strukturiert werden.

<sup>89</sup> Siehe die CS-Pressemitteilung vom 24. November 2022.

<sup>90</sup> CS-Pressemitteilung (FN 89). Die Aktien wurden zu CHF 3.82 pro Aktie angeboten. Diese Pressemitteilung nennt auch das Konsortium, das die Aktien platzierte (und zeichnete), sowie den detaillierten Zeitplan. Weitere Informationen sind in der CS-Pressemitteilung vom 31. Oktober 2022 enthalten.

<sup>91</sup> Die für jede CS-Aktie ausgegebenen Bezugsrechte ermöglichten es dem Inhaber von 7 Bezugsrechten, zwei CS-Aktien zu einem Ausgabepreis von CHF 2.52 pro Aktie zu erwerben (ein Discount von 32% gegenüber dem TERP). Die CS verfügte zu diesem Zeitpunkt nicht über ausreichend genehmigtes Kapital, und die Ankündigung des Angebots stand unter dem Vorbehalt einer späteren Zustimmung der Aktionäre, siehe dazu die CS-Pressemitteilung vom 31. Oktober 2022: «*The issuance of the new shares is conditional upon approval by the Extraordinary General Meeting of the capital increases to create the shares which is expected to be held on November 23, 2022.*»

<sup>92</sup> Siehe Ziff. 6(f) T&C.

durch die FINMA (sofern eine solche Genehmigung erforderlich ist) oder die Übernahmekommission<sup>93</sup> zulässig, solange noch kein Trigger erreicht, oder ein Viability Event oder die Zahlungsunfähigkeit eingetreten ist. Auf diese Weise zurückgekaufte AT1 können von der UBS gehalten, neu ausgegeben, weiterverkauft oder annulliert werden.<sup>94</sup>

Aus buchhalterischer Sicht stellen die angebotenen AT1 für einige logische Sekunden nach der Ausgabe der Aktien einen Vermögenswert in der (Einzel-)Bilanz der UBS Group AG dar. Mit ihrer anschliessenden Vernichtung würden diese AT1-Anleihen dann sowohl auf der Aktiv- als auch auf der Passivseite der Bilanz «verschwinden». Sollte kein Haircut erfolgen (also die AT1 zum Nominalwert getauscht werden<sup>95</sup>), entspräche der Gesamtemissionspreis dem Nennbetrag. Dies erscheint aber auch bei Anwendung eines Haircuts als zulässig, da eine entsprechende Verbindlichkeit entfällt.

Um Art. 634 Abs. 4 OR zu entsprechen, der die Nennung aller Personen in den Statuten vorschreibt, die Vermögenswerte im Rahmen einer Sacheinlage übertragen, wird ein Umtausch in der Praxis durch die Inanspruchnahme eines Treuhänders erfolgen, der alle eingereichten AT1-Anleihen aggregiert und dann die Einlage vornimmt (und in den Statuten genannt wird).

#### 4.4. Prospekt und ähnliche Anforderungen zur Unterbreitung eines Angebots an AT1-Inhaber

Obwohl den AT1-Inhabern technisch gesehen UBS-Aktien angeboten werden, was grundsätzlich die Erstellung eines Prospekts erfordern würde, kann sich die UBS auf die in Art. 37 Abs. 1 lit. b FIDLEG enthaltene Ausnahme berufen, die das Angebot von Aktien abdeckt, die im Rahmen eines Swaps gegen Finanzinstrumente desselben Emittenten ausgegeben werden. Von dieser Ausnahmeregelung nicht erfasst ist die Kotierung der neu geschaffenen Aktien; da jedoch aller Wahrscheinlichkeit nach ohnehin ein Prospekt für das DRO erstellt werden muss (vorausgesetzt, dass neue Aktien im Umfang von mehr als 20% des bestehenden Aktienkapitals angeboten werden, was bedeutet, dass die Ausnahme in Art. 38 Abs. 1 lit. a FIDLEG nicht greift), stellt die Prospektspflicht für die Kotierung kein wesentliches Hindernis dar.

<sup>93</sup> Es ist davon auszugehen, dass gewisse Übernahmeregeln, die bei Rückkäufen von Aktien oder Wandelanleihen zur Anwendung kommen (siehe dazu bspw. die Verfügung 721/01 der Übernahmekommission [«UEK»] vom 1. März 2019) von der UEK analog angewendet werden. Praktisch dürfte dies aber keine Probleme bereiten.

<sup>94</sup> Siehe Ziff. 6(a) und 6(f) T&C.

<sup>95</sup> Siehe Ziff. VII.3 oben.

## 5. Einbindung von AT1-Inhabern, die das Angebot nicht annehmen

Das Zusammenspiel von Ziff. 13 T&C und Art. 1170 Abs. 1 Ziff. 9 OR bietet grundsätzlich auch einen Mechanismus, durch den zwei Drittel der Inhaber eines von der UBS begebenen AT1 (einschliesslich des für die Anleiensgläubiger handelnden Treuhänders in Bezug auf die angedienten Anleihen<sup>96</sup>) einer Zwangsumwandlung aller in einer bestimmten Tranche ausgegebenen AT1 in Aktien zustimmen können.<sup>97</sup> Durch ein solches Vorgehen könnten AT1-Inhaber mit der notwendigen Anzahl Titeln verhindern, dass «Trittbrettfahrer» von der Umwandlung und der Stabilisierung der Bank profitieren, ohne sich von ihrer Anleihe zu trennen. Damit ein solcher Beschluss für alle AT1-Inhaber verbindlich ist (einschliesslich derjenigen, die nicht an der Versammlung teilnehmen oder gegen den Beschluss stimmen), muss der «Gemeinschaftsbeschluss» der Gläubigerversammlung gerichtlich genehmigt werden; im Falle der von der UBS Group AG begebenen AT1 ist das Obergericht des Kantons Zürich dafür zuständig (siehe Art. 1176 Abs. 1 OR).<sup>98</sup>

Die wichtigsten Regeln, die für einen solchen Beschluss gelten, sind:

- Gleichbehandlung gemäss Art. 1174 Abs. 1 OR;<sup>99</sup>
- Information der Gläubiger über die finanzielle Lage des Schuldners (vgl. Art. 1175 OR).<sup>100</sup>

Daraus folgt – unter der Annahme, dass zwei Drittel der AT1-Instrumente im Rahmen des Angebots zum Umtausch von AT1-Instrumenten in Aktien angedient würden –, dass die UBS vorbehaltlich der gerichtlichen

Genehmigung<sup>101</sup> die verbleibenden (weniger als ein Drittel) AT1-Inhaber zwingen könnte, den angebotenen Umtausch ebenfalls zu akzeptieren, praktisch zum selben Umtauschverhältnis, wie es im freiwilligen Angebot zur Anwendung kommt. Da mehr als zwei Drittel der AT1-Inhaber (d.h. diejenigen, die ihre Instrumente angedient haben) die Bedingungen des Umtauschgebots als fair und in ihrem Interesse erachteten, erscheint es wahrscheinlich, dass das zuständige Gericht den Beschluss der Gemeinschaft genehmigen würde.

De lege ferenda wäre die Schaffung einer Spezialregelung im Bankengesetz zu prüfen, welche eine einzige Versammlung aller Anleiensgläubiger aus allen AT1-Emissionen der Bank vorsehen würde, mit einem tieferen Zustimmungsquorum. Anstelle einer gerichtlichen Genehmigung sollte die Genehmigungsbefugnis der FINMA übertragen werden.

## IX. Schlussfolgerung

Der hier unterbreitete Vorschlag zielt hauptsächlich darauf ab, dass AT1-Anleihen Verluste bereits bei höheren CET1-Quoten, als in den T&Cs vorgesehen, absorbieren. Im Gegenzug erhalten die das Angebot annehmenden AT1-Inhaber dafür (wesentlich) mehr Aktien als dies (bei wandelnden AT1) beim Auslösen eines Triggers der Fall wäre.<sup>102</sup> Die Umsetzung dieses Vorschlags würde die Funktion der AT1-Instrumente als echtes Going-Concern-Kapital erheblich stärken.

Eine Umwandlung bei höheren CET1-Quoten könnte zunächst Bedenken aufwerfen, dass AT1-Inhaber von Schweizer Banken im Vergleich zu AT1-Anlegern bei Banken mit niedrigeren CET1-Umwandlungsschwellen früher Verluste hinnehmen müssten, womit sie für die emittierende Bank teurer werden könnten. Andererseits fahren aber AT1-Inhaber, die am Umtauschangebot teilnehmen, erheblich besser als nichtteilnehmende AT1-Investoren. Teilnehmende Inhaber werden auch zu einem Zeitpunkt Aktionäre, in welchem die Bank noch eine hohe Wahrscheinlichkeit auf eine erfolgreiche Recovery hat. Weil die Teilnahme der AT1-Inhaber an der Umwandlung freiwillig ist, stellt der hier unterbreitete Vorschlag eine zusätzliche Option dar, die den AT1-

<sup>96</sup> Via eine solche Person (die auch bei Umtauschgebotsen im Übernahmerecht eingeschaltet wird) kann u.E. sichergestellt werden, dass die angebotenen AT1 ihre Stimmrechte im *Gemeinschaftsbeschluss* der Gläubigergemeinschaft der zwangsweisen Umwandlung der AT1-Instrumente von AT1-Inhabern, die das Angebot nicht angenommen haben, behalten. Dies kann erreicht werden, indem die UBS einen unabhängigen Dritten als Treuhänder bestellt (vgl. auch Ziff. VIII.4.3 a.E.) und die das Umtauschangebot annehmenden AT1-Inhaber diesem Treuhänder eine Vollmacht erteilen, um für ihre AT1 in der Versammlung abzustimmen (die unmittelbar vor dem Zeitpunkt des Rückkaufs der angebotenen Anteile stattfinden würde, sofern mehr als 2/3 der Anteile angeboten werden).

<sup>97</sup> Gemäss Art. 1170 Abs. 1 Ziff. 9 OR bezieht sich die Zweidrittelfgrenze auf die jeweilige AT1-Emission, nicht auf den Gesamtbetrag des von der Bank ausgegebenen AT1-Kapitals.

<sup>98</sup> Bei den von der UBS AG ausgegebenen AT1 ist sowohl das Obergericht des Kantons Zürich als auch das Appellationsgericht des Kantons Basel-Stadt zuständig.

<sup>99</sup> CHRISTOPH LANG/URS KLÖTI, in: Jolanta Kren Kostkiewicz/Stephan Wolf/Marc Amstutz/Roland Fankhauser (Hrsg.), OR Kommentar zum Schweizerischen Obligationenrecht, 4. Aufl., Zürich 2022, Art. 1174 N 1 ff.; vgl. auch RENÉ BÖSCH/BENJAMIN LEISINGER, in: Isabelle Wildhaber/Daniel Häusermann/Heinrich Honsell (Hrsg.), Kurzkomentar Obligationenrecht, 2. Aufl., Basel 2026 («KUKO-OR»), Art. 1170–1182 N 11 (unter Bezugnahme auf Art. 1175 OR, wahrscheinlich irrtümlich).

<sup>100</sup> KUKO OR-BÖSCH/LEISINGER (FN 99), Art. 1170–1182 N 12.

<sup>101</sup> Das Gericht darf seine Zustimmung nur verweigern, wenn einer der in Art. 1177 OR genannten Gründe vorliegt, nämlich: (i) wenn die Vorschriften über die Einberufung und das Zustandekommen der Beschlüsse der Gläubigerversammlung verletzt worden sind; (ii) wenn der zur Abwendung einer Notlage des Schuldners gefasste Beschluss sich als nicht notwendig herausstellt; (iii) wenn die gemeinsamen Interessen der Anleiensgläubiger nicht genügend gewahrt sind; oder (iv) wenn der Beschluss auf unredliche Weise zustande gekommen ist.

<sup>102</sup> Bei AT1-Anleihen, die abgeschrieben werden, ist der Unterschied natürlich noch grösser.

Inhabern eingeräumt wird, womit ein Einfluss auf den Preis positiv sein müsste.

Der Vorschlag verbessert zudem die Anreize für Aktionäre, frühzeitig zu handeln. Der Eintritt der Phase 2 ist für sie unattraktiv, da ihre Beteiligung verwässert wird. Angemessene Anreize sind das beste Instrument, um die finanzielle Stabilität der Bank zu stärken.

Schliesslich verringert der freiwillige Charakter des Umtauschgebotes von AT1 in Aktien die rechtlichen Risiken, die im Fall CS zutage traten, erheblich.

AT1 wurden nach der globalen Finanzkrise als Instrument eingeführt, das die Finanzmarktstabilität stützen sollte: Ihr ursprünglicher Zweck ist, einer Bank in Stresssituationen fast automatisch Kapital zur Verfügung zu stellen. Im Fall CS wurden sie zwar eingesetzt, aber später als ursprünglich angedacht. Unser Vorschlag zielt darauf ab, die Wirksamkeit der AT1 so zu reformieren, dass sie ihrem Anspruch wieder besser gerecht werden können.

Anzeige

Obst Moritz

## Re-thinking the EU's Approach to Sustainable Finance

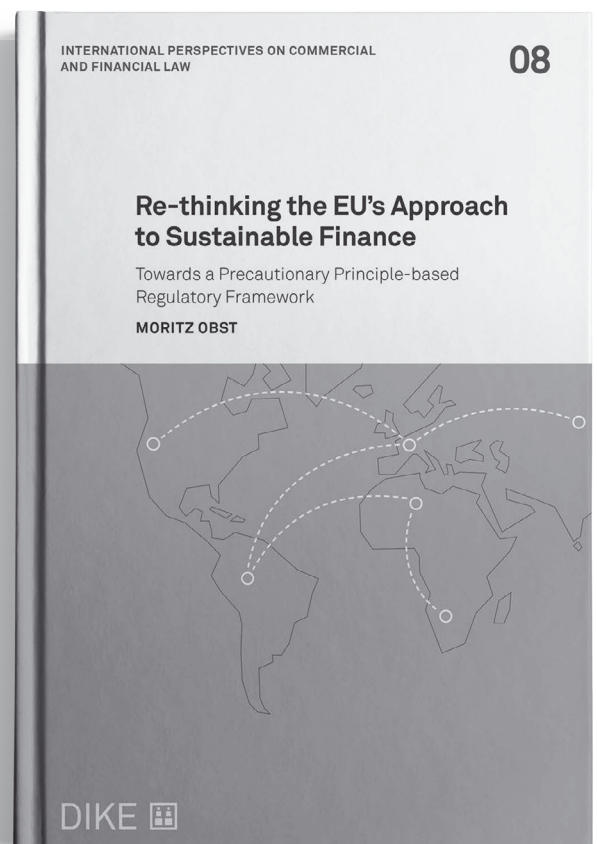
### **Towards a Precautionary Principle-based Regulatory Framework**

This book rethinks sustainable finance regulation through the precautionary principle, proposing a framework that enhances regulatory intervention. It calls for more directive measures to steer capital into green investment to ensure that sustainable finance effectively drives the green transition.

International Perspectives on Commercial and Financial Law (IPCFL), volume 8  
2025, 375 pages, hardcover  
ISBN 978-3-03891-762-5  
CHF 112.–



[www.dike.ch/7625](http://www.dike.ch/7625)



**DIKE**