

AT1

Das Bundesverwaltungsgericht beurteilt die Abschreibung als rechtswidrig

Par Rashid Bahar le 24 Oktober 2025

In einem Urteil <u>B-2334/2023</u> vom 1. Oktober 2025 hat das Bundesverwaltungsgericht eine Teilentscheidung gefällt, mit der es den Entscheid der FINMA vom 19. März 2023 aufhebt, der die Amortisation von Hybridanleihen, die als zusätzliches Kernkapital (*additional tier* 1; AT1) anerkannt sind, anordnet. Dies ist ein wichtiger Schritt in einer sich abzeichnenden langen juristischen Saga.

Der vorliegende Kommentar weicht aufgrund der Bedeutung und des Umfangs des Urteils ausnahmsweise von der üblichen Praxis hinsichtlich der Textlänge ab. Diese Entscheidung wird zudem Gegenstand einer Diskussion anlässlich des Bank- und Finanzrechtstages 2025 sein.

I. Sachverhalt

Im Rahmen der Massnahmen zur Vermeidung der Insolvenz ordnete die FINMA die Abschreibung der AT1-Kapitalinstrumente an, was die Bank auch tat. Rund 3000 Betroffene legten gegen diesen Entscheid Beschwerde ein, was zu 360 Verfahren vor dem BVGer führte.

Das vorliegende Verfahren betrifft die Beschwerde von drei Anlegern, die in erster Linie die Aufhebung der FINMA-Entscheidung und die Wiederherstellung der vor der Abschreibung der Anleihen bestehenden Situation beantragt haben, mit der Begründung, dass diese weder auf einer vertraglichen noch auf einer gesetzlichen Grundlage beruhe. Die FINMA und die UBS bestritten die Beschwerdelegitimation der Beschwerdeführer und machten in der Sache geltend, dass die vertraglichen Voraussetzungen erfüllt seien und dass die Entscheidung der FINMA auf Art. 26 BankG, Art. 31 FINMAG und Art. 5a der Notverordnung des Bundesrats vom 16. März 2023 (Notverordnung) gestützt sei.

II. Zusammenfassung des Urteils

a. Fehlende vertragliche Grundlage

Nachdem das BVGer nach einer 17-seitigen detaillierten Analyse insbesondere auf der Grundlage von Art. 29a BV und Art. 6 EMRK (Erwägung 3) die Beschwerdelegitimation bejaht hatte, befasste es sich vorab mit der Frage, ob die Amortisation auf einer vertraglichen Grundlage beruhte: Nach einem Hinweis auf die Rechtsnatur dieser hybriden Instrumente, die mit Zustimmung der FINMA zusätzlich zum harten Kernkapital (CET1) in den regulatorischen

Eigenmitteln verbucht und bei Bedarf abgeschrieben werden können, um Verluste auszugleichen und das Kapital zu stärken, interpretiert das BVGer die Bedingungen der Anleihe wie jedes andere vertragliche Instrument (Erwägung 5.3.4) und lässt dabei ihren wirtschaftlichen Zweck oder ihre regulatorische Grundlage in der OFR (Erwägung 5.4.4) ausser Acht.

Auf dieser Grundlage kommt es zu dem Schluss, dass diese Kapitalinstrumente nicht zur Verbesserung der Liquidität ihres Emittenten beitragen, sondern lediglich zu dessen Eigenkapital. Daher ist das BVGer zunächst der Ansicht, dass die Credit Suisse keine staatliche Beihilfe zur Verbesserung ihres Eigenkapitals im Sinne von Klausel 7 (a) (iii) (B) (Erwägung 5.4) und zweitens, dass eine Abschreibung der AT1 und anderer Kapitalinstrumente nicht notwendig war, um eine Insolvenz oder Zahlungsunfähigkeit der Credit Suisse im Sinne von Klausel 7 (a) (iii) (A) erforderlich gewesen wäre, was ausschließt, dass die FINMA auf der Grundlage der Darlehensbedingungen eine Abschreibung verlangen kann (Erwägung 5.5).

Zur Stützung dieser Schlussfolgerung stellt das BVGer fest, dass die Credit Suisse in einer E-Mail vom 19. März 2023 um 16:24 Uhr erklärt hat, dass die Bedingungen der Anleihe eine Amortisation nicht zulassen (Erwägung 5.4.1). Darüber hinaus ist das Gericht der Ansicht, dass diese Instrumente dazu dienen, das Eigenkapital aufzustocken und nicht zur Lösung von Liquiditätsproblemen, und daher durch einen Eigenkapitalbedarf ausgelöst werden und diesem Bedarf entsprechen müssen (Erwägung 5.4.2 und 5.4.3).

Das BVGer ist jedoch der Ansicht, dass die FINMA die Amortisation der Darlehen nicht aufgrund der Nichteinhaltung der Eigenmittelanforderungen angeordnet hat (Erwägung 5.4.5.6), da die Bank am besagten Wochenende noch die regulatorischen Eigenkapitalanforderungen erfüllte, was vom Bundesrat in der Botschaft vom 29. März 2023 zum Nachtrag zum Voranschlag 2023 und im Bericht der PEK bestätigt wurde (Erwägung 5.4.5.7).

Darüber hinaus waren nach Ansicht des BVGer die Bereitstellung von Liquidität, einschliesslich durch ELA+ (Art. 3 Verordnung) und PLB (Art. 4 Verordnung) einige Tage zuvor (Erwägung 5.4.5.8), sowie die Verlustgarantie gemäss Art. 14a Verordnung zugunsten der UBS, um die Fusion zu ermöglichen (Erwägung 5.4.6), nicht notwendig, um die Eigenmittel der Credit Suisse aufzustocken, sondern zielten darauf ab, der Bank mit zwei Segeln zu ermöglichen, die massiven Liquiditätsabflüsse zu überwinden, bzw. die Übernahme durch die UBS zu erleichtern.

Aus diesem Grund legt das BVGer unter Berufung auf den Grundsatz des Vertrauensschutzes und die Auslegung *contra stipulatorem* die Klausel 7 (a) (iii) (B) eng aus und ist der Ansicht, dass die Bedingungen der Anleihe keine Amortisation begründen können, die nicht durch einen Eigenkapitalbedarf verursacht wurde bzw. zur Lösung eines Problems dieser Art bestimmt war. Aus dem gleichen Grund schloss es auch aus, die Klausel so auszulegen, dass sie den Emittenten vor einer drohenden Insolvenz aufgrund der Unmöglichkeit der Fortführung seiner Geschäfte rettet (Erwägung 5.4.7), und dehnte diese Argumentation auf die Anwendung von Klausel 7 (a) (iii) (A) aus, um sie zusätzlich auszuschließen, da nicht alle hybriden Instrumente, die für den *Going Concern* bestimmt sind, amortisiert wurden.

b. Fehlen einer ausreichenden und gültigen Rechtsgrundlage

Nachdem das BVGer eine vertragliche Grundlage für die Amortisation ausgeschlossen hat, prüft es das Vorliegen einer ausreichenden Rechtsgrundlage (Erwägung 6). Unter Bezugnahme

auf das <u>BGE 137 II 431</u> (Erwägung 2.2.2) kommt es zum Schluss, dass Art. 26 BankG über Schutzmassnahmen nicht anwendbar ist, da die Abschreibung der AT1-Anleihen in erster Linie und unmittelbar die Anleihegläubiger betrifft (Erwägung 6.8). Aus dem gleichen Grund schliesst es auch die Anwendung der Massnahme nach Art. 31 FINMAG aus (Erwägung 6.9). Es befasst sich daher mit Art. 5a der Verordnung. Die Formulierung dieser Bestimmung überzeugt das BVGer jedoch nicht: Es kritisiert sie zunächst, weil sie die Bedingungen, unter denen eine Abschreibung erfolgen muss, nicht ausreichend präzise definiert (Erwägung 6.10.4).

c. Verfassungsmässigkeit von Art. 5a der Verordnung

Anschliessend greift das BVGer die Verfassungsmässigkeit der Bestimmung selbst im Hinblick auf Art. 184 Abs. 3 und 185 Abs. 3 BV an. Erstens beanstandet es diese mit der Begründung, dass die Fusion zwischen der UBS und der Credit Suisse, um es mit den Worten von Bundesrätin Keller-Suter an der Pressekonferenz vom 19. März 2023 zu sagen, eine kommerzielle Transaktion war und daher den Erlass der Verordnung nicht rechtfertigte (Erwägungen 7.6.1 und 7.6.2).

Anschliessend vertritt er unter Berufung auf das gleiche Argument wie in BGE 137 II 431, Erwägung 3.2.1, die Auffassung, dass der Bundesrat gemäss Art. 178 Abs. 3 BV, dass der Bundesrat eine Handlungskompetenz nicht auf der Grundlage der Notstandsklauseln von Art. 184 Abs. 3 und Art. 185 Abs. 3 BV delegieren kann, sondern selbst entscheiden muss, ob die Voraussetzungen für ein Eingreifen erfüllt sind (Erwägungen 7.7, 7.8 und 7.9). Es räumt jedoch ein, dass keine Delegation an die Credit Suisse stattgefunden hat und dass die Bank lediglich eine Rolle als Verwaltungshelferin (*Verwaltungshelfer*) gespielt hat (Erwägung 7.9.4) und daher nicht denselben Grundsätzen unterliegt.

Das BVGer setzt seine Analyse fort und kommt zum Schluss, dass die Entscheidung einer formellen Enteignung entspricht und mangels vollständiger Entschädigung nicht mit der Eigentumsgarantie vereinbar ist (Erwägung 7.10).

Schliesslich beendet es seine Analyse, indem es die Anwendung von Art. 5a der Verordnung durch die FINMA in Frage stellt und sich dabei auf die Unterscheidung stützt, die Art. 28 FKG zwischen der Zustimmung durch die Finanzdelegation und der nachträglichen Genehmigung durch die Bundesversammlung macht, ohne die Frage zu entscheiden (Erwägung 9.2).

Das BVGer kommt daher zum Schluss, dass die Entscheidung der FINMA weder auf einer gesetzlichen noch auf einer vertraglichen Grundlage beruht. Es erspart sich damit die Entscheidung über die Frage, ob der Vorrang der Gläubiger gegenüber dem Eigenkapital, ein unantastbares Prinzip des Konkursrechts, auch im Bankbereich gilt, und zwar bereits vor einem Sanierungs- oder Insolvenzverfahren für Banken.

III. Kommentar

a. Einfache Liquiditätskrise oder Symptom eines Vertrauensverlusts, der eine Eigenkapitalzuführung unumgänglich macht?

Die Entscheidung hat bereits für viel Gesprächsstoff gesorgt. Dennoch bleibt noch viel Unsicherheit bestehen. Die FINMA hat bereits <u>angekündigt</u>, beim Bundesgericht eine Beschwerde einzureichen, und es ist zu erwarten, dass unser oberstes Gericht seine eigene

Meinung vor allem zu der verfassungsrechtlichen Frage bekannt geben wird, wie präzise die gesetzliche Grundlage sein muss, um eine Abschreibung von AT1 zu rechtfertigen, und ob die FINMA die Befugnis hat, die Abschreibung mit der Genehmigung von Krediten im Rahmen des PLB anzuordnen.

Aus der Distanz betrachtet stützt sich das Urteil auf zwei starke Argumente: Erstens sind AT1-Instrumente Kapitalinstrumente, und angesichts einer Liquiditätskrise wird kein Kapital benötigt. Zweitens kann in Ermangelung einer Rechtsgrundlage das Notrecht geltend gemacht werden, um einer Krise zu begegnen, aber dann ist es Aufgabe des Bundesrats, einzugreifen und das weitere Vorgehen zu bestimmen.

Dieser Ansatz ist jedoch nicht vor Kritik gefeit. Im Grunde genommen ist die Entscheidung des BVGer aus einer formalistischen Sichtweise heraus verständlich, bei der die Abschreibung der AT1 und Art. 5a der Verordnung isoliert von den Umständen betrachtet werden, die am Wochenende vom 18./19. März 2023 herrschten, und von dem zu diesem Zeitpunkt ergriffenen Massnahmenpaket.

Zwar waren die regulatorischen Eigenkapitalanforderungen bis zur Bekanntgabe der Übernahme formal erfüllt. Die Kapitalausstattung der Credit Suisse am 19. März 2023 zu betrachten, ignoriert jedoch die Abwärtsspirale, in der sich die Bank zu diesem Zeitpunkt befand: Die Credit Suisse stand nicht nur vor einer Liquiditätskrise, sondern vor allem vor einer Vertrauenskrise. Der Markt befürchtete, dass in mehr oder weniger naher Zukunft weitere böse Überraschungen die Bank schwächen würden, und verlor daher das Vertrauen in sie. Die Auswirkungen auf die Liquidität waren unmittelbar, aber die Krise wirkte sich auch auf das Eigenkapital aus, da die Einleger aus Angst, nicht zurückgezahlt zu werden, ihre Guthaben abzogen und die sicheren und liquiden Vermögenswerte abnahmen. Daher würde sich die Vertrauenskrise früher oder später auf das Eigenkapital auswirken, sofern es nicht gelänge, das Ruder herumzureißen, und der Markt war nicht mehr bereit, ihr die dafür erforderliche Zeit zu geben.

Tatsächlich hätte die Credit Suisse nach Einschätzung der Behörden bereits während des schicksalhaften Wochenendes ohne eine massive Zuführung von Eigenkapital zur Wiederherstellung des Vertrauens nicht überleben können. Damit war die Credit Suisse zu diesem Zeitpunkt bereits zum Scheitern verurteilt, da sie dieses Eigenkapital nicht allein aufbringen konnte. Es war offensichtlich, dass die Bank ihre Geschäftstätigkeit in ihrer damaligen Form nicht fortsetzen konnte : Sie würde entweder verstaatlicht und teilweise liquidiert, mit staatlicher Hilfe von einer anderen Bank übernommen, um die Abwicklung zu ermöglichen, oder gemäss dem Notfallplan unter Beibehaltung der systemrelevanten Aktivitäten liquidiert werden. Mit anderen Worten : Auch wenn die Credit Suisse die regulatorischen Anforderungen erfüllte, verfügte die Bank nicht mehr über genügend Eigenkapital, um den Markt davon zu überzeugen, ihr die Fortführung ihrer Geschäftstätigkeit zu gestatten. Die gewählte Lösung sah eine Kapitalzuführung durch die Fusion mit der UBS vor, wodurch das Eigenkapital der grössten Bank des Landes zur Unterstützung der Geschäftstätigkeit der Credit Suisse und zur Finanzierung ihrer Umstrukturierung zur Verfügung gestellt werden konnte.

Entgegen der Auffassung des BVGer ist es jedoch schwierig, die Worte von Bundesrätin Karin Keller-Sutter wörtlich zu nehmen: Diese Transaktion war nur dem Anschein nach eine kommerzielle Lösung. Es bedurfte immerhin eines Sicherheitspolsters von 25 Milliarden Franken in Form einer Garantie von 9 Milliarden Franken und der Abschreibung von AT1 in

Höhe von 16 Milliarden Franken, um die Bedingungen der Fusion für den Verwaltungsrat der UBS wirtschaftlich akzeptabel zu machen. Von diesem Sicherheitspolster profitierte jedoch nicht nur die UBS, sondern indirekt auch die Credit Suisse und ihre Gläubiger, die wussten, dass die Bilanz der UBS und die Garantie des Bundes letztendlich da waren, um die Verluste zu tragen. Es gelang, den Markt davon zu überzeugen, dass die Bank nach der Fusion mit der UBS über genügend Kapital verfügen würde, um mögliche weitere negative Überraschungen zu bewältigen. Mit anderen Worten: Ohne die Abschreibung der AT1 wäre die Fusion entweder nicht zustande gekommen oder der Bund hätte die Bürgschaftssumme erhöhen müssen, damit das fusionierte Unternehmen bestimmte Verluste der Credit Suisse auffangen konnte.

Im Übrigen hätte die realistische Alternative zur Fusion, die vorübergehende Verstaatlichung der Credit Suisse, eine Abschreibung der AT1 erfordert, um die systemrelevanten Aktivitäten aufrechtzuerhalten und die Verluste aus der Liquidation der anderen Aktivitäten aufzufangen.

Letztendlich muss sich das Bundesgericht die Frage stellen, ob die Inhaber von AT1-Anleihen subjektiv und nach dem Grundsatz des Vertrauens nicht damit gerechnet haben, dass ihre Anleihen in solchen Szenarien abgeschrieben werden. Tatsächlich gab es keine Überraschung: Der Kurs der AT1-Anleihen am Vorabend des Wochenendes vom 18./19. März 2023 spiegelte das Risiko einer Abschreibung wider. Wenn es eine Überraschung gab, dann nicht aufgrund des Amortisationsprinzips, sondern aufgrund der Tatsache, dass die Aktionäre der Credit Suisse – zumindest relativ gesehen – von der Fusion profitierten, während die Inhaber von AT1-Anleihen ihre Investitionen vollständig abschreiben mussten.

b. Welche Grenzen gelten für die Befugnis des Bundesrats, sich auf das Notrecht zu berufen?

Der formalistische Ansatz des BVGer spiegelt sich auch in seiner Prüfung von Art. 5a der Verordnung wider. Es besteht kein Zweifel, dass diese Bestimmung, wenn man sie wörtlich nimmt, der FINMA einen grossen Ermessensspielraum einräumt. Sie ist jedoch im Zusammenhang mit der Verordnung als Ganzes zu sehen. In dieser Hinsicht unterscheidet sich der vorliegende Fall von dem Fall BGE 137 II 431, in dem der Bundesrat passiv blieb und weder eine Verordnung noch einen Beschluss erliess, sondern in voller Kenntnis der Sachlage die FINMA eingreifen liess, um die UBS in ihrem Konflikt mit den amerikanischen Behörden zu retten und die Finanzstabilität des Landes zu wahren. Im Fall der Credit Suisse hat der Bundesrat hingegen ausdrücklich seine verfassungsmässigen und politischen Verantwortlichkeiten gemäss Art. 184 Abs. 3 und Art. 185 Abs. 3 BV wahrgenommen und entschieden, dass es notwendig sei, per Verordnung zu handeln.

Mit dem Erlass der Verordnung hat der Bundesrat in Übereinstimmung mit dem durch das FINMAG und das BankG geschaffenen Finanzmarktaufsichtssystem entschieden, dass es Aufgabe der FINMA ist, zu beurteilen, ob es im vorliegenden Fall es notwendig, angemessen und verhältnismässig sei, die AT1 im Falle der Inanspruchnahme des PLB zu amortisieren, da diese Behörde, die mit den Feinheiten der finanziellen Lage der Credit Suisse besser vertraut sei, für die Anwendung der Norm besser geeignet sei. Somit legt die Bestimmung die Grundzüge ihrer Anwendung fest: Die Amortisation kann angeordnet werden, wenn eine Ausfallrisikogarantie genehmigt wird. Darüber hinaus stützt sie sich implizit auf die Tatsache, dass die FINMA in der Ausübung ihres Ermessensspielraums nicht frei ist: Sie muss dafür sorgen, dass ihr Handeln den Zielen des FINMAG entspricht und die Grundsätze des Verwaltungsrechts, insbesondere den Grundsatz der Verhältnismässigkeit, einhält.

Mit anderen Worten: Der Bundesrat hat die Kompetenz zum Erlass von Notrecht nicht delegiert, sondern lediglich die normalerweise geltende Regelung im Rahmen der Verordnung wiedergegeben. Da es nach Ansicht des BVGer nicht zulässig ist, einer unabhängigen Behörde, die zur dezentralen Verwaltung gehört, Ermessensbefugnisse zu übertragen, stellt es eine neue Anforderung, die sich weder aus dem Wortlaut der Bundesverfassung noch aus der Rechtsprechung, auf die es sich stützt, ergibt. Diese Schlussfolgerung drängt sich jedoch nicht von selbst auf, zumal ausserhalb des Notstandsrechts diese Behörde für die Entscheidung über die Abschreibung von AT1 zuständig ist. Hätte sich der Bundesrat diese Zuständigkeit angemaßt, wäre diese Entscheidung wahrscheinlich mit der Begründung kritisiert worden, dass er sich eine Zuständigkeit angemaßt hätte, die das Gesetz normalerweise der FINMA überträgt. Daher gibt es in diesem Punkt einen Streitpunkt, über den das Bundesgericht entscheiden muss.

c. Welche Folgen hat die Aufhebung der FINMA-Entscheidung?

Schliesslich handelt es sich bei der Entscheidung des BVGer nur um eine Teilentscheidung. Ein Teil des Verfahrens bleibt bewusst offen: Die Frage der Auswirkungen der Aufhebung der FINMA-Entscheidung wird nicht entschieden. Die Beschwerdeführer beantragen nämlich, die FINMA zu verurteilen, sie in die Lage zu versetzen, in der sie sich ohne die Amortisation befunden hätten (Erwägung C.b.). Ohne auf die Frage einzugehen, ob eine Beschwerde eine solche Wirkung haben kann, die über die Reform oder die Aufhebung hinausgeht, ist es jedoch nicht offensichtlich, dass das BVGer, die FINMA oder übrigens auch die UBS die amortisierten Darlehen wiederbeleben können.

Daher stellt sich die Frage nach einem anderen Rechtsbehelf im Rahmen des Verfahrens vor dem BVGer oder in einem neuen Verfahren: Haftung oder ungerechtfertigte Bereicherung. Eine Haftung der UBS scheint heikel, da sie auf der Grundlage eines vollstreckbaren Entscheids ohne Verschulden gehandelt hat. Wenn man sich auf die ungerechtfertigte Bereicherung beruft, muss man sich die Frage stellen, ob die UBS ungerechtfertigt bereichert wurde: Die UBS – als Nachfolgerin der Credit Suisse – wurde zwar von diesen Darlehen befreit. Sie wird jedoch einwenden, dass sich dieser Vorteil in den Fusionsbedingungen widerspiegelte und dass sie im Falle einer Wiederaufnahme der Darlehen diese Belastung in ihrer Bilanz als Übernehmerin zu tragen hätte.

Somit müsste die Frage möglicherweise im Hinblick auf die Haftung der FINMA und/oder des Bundes entschieden werden. Das geeignete Verfahren ist jedoch nicht eine Beschwerde gegen den Entscheid beim BVGer, sondern die im KAG festgelegten Rechtsmittel. Ohne der Debatte über den Sachverhalt vorzugreifen, muss zudem berücksichtigt werden, dass die Höhe des Schadens nicht unbedingt dem Nennwert der abgeschriebenen AT1 entspricht, die vor dem schicksalhaften Wochenende zu etwa 30 % des Nennwerts gehandelt wurden. Dieser Preis spiegelt jedoch nicht unbedingt den Wert der AT1 wider, da der Markt bereits auf verschiedene Eventualitäten spekulierte, darunter auch eine Übernahme durch einen Käufer. So ist es nicht ausgeschlossen, dass die Instrumente nach dem Wochenende keinen Wert mehr gehabt hätten, wenn die Fusion nicht zustande gekommen wäre.

IV. Schlussfolgerung

Zusammenfassend lässt sich sagen, dass die Entscheidung des BVGer zu begrüßen ist, da sie ein Beweis für die Unabhängigkeit der Justiz ist. Im Grunde genommen ist das Rennen jedoch

noch nicht gelaufen. Das Bundesgericht könnte die Entscheidung sowohl in Bezug auf die Auslegung der Darlehensbedingungen als auch in Bezug auf die Gültigkeit der Rechtsgrundlage aufheben. Selbst wenn die Entscheidung bestätigt werden sollte, wird die Frage nach den konkreten Folgen der Entscheidung wahrscheinlich noch einige Jahre offen bleiben. Zum jetzigen Zeitpunkt und mit dem Vorteil der Rückschau unterstreicht dieser Fall die Schwierigkeiten, in dringenden Fällen zu intervenieren, und wenn es eine Lehre aus diesem Urteil zu ziehen gibt, dann die, dass die gesetzlichen Bestimmungen verstärkt und präzisiert werden müssen, um künftige Kontroversen zu vermeiden. Es ist jedoch schwierig, alle künftigen Krisen vorherzusehen, sodass die durch dieses Urteil aufgeworfenen Fragen weiterhin aktuell bleiben werden.

Reproduction autorisée avec la référence suivante: Rashid Bahar, Das Bundesverwaltungsgericht beurteilt die Abschreibung als rechtswidrig, publié le 24 Oktober 2025 par le Centre de droit bancaire et financier, https://cdbf.ch/de/1439/