# Einfluss steigender Kapitalanforderungen auf die Kapitalkosten

Aufgrund der vom Bundesrat vorgeschlagenen Kapitalanforderungen würden UBS zusätzliche Kapitalkosten von jährlich rund USD 1,7 Milliarden entstehen. Damit würden die Rentabilität und Widerstandsfähigkeit deutlich geschwächt. In der öffentlichen Diskussion wird häufig argumentiert, höhere Kapitalanforderungen erhöhten die Sicherheit der Geldgeber und senkten dadurch die Eigen- und Fremdkapitalkosten. In der Praxis zeigt sich dieser Sicherheitseffekt jedoch nicht: Trotz Verdopplung der Kapitalausstattung über die letzten zehn Jahre sind die prozentualen Eigenkapitalkosten von UBS nicht gesunken. Es braucht eine ausgewogene Regulierungslösung, welche die Wettbewerbsfähigkeit von UBS wahrt.

## Ausgangslage

Am 6. Juni 2025 hat der Bundesrat Änderungen der Kapitalregeln vorgeschlagen. Bestimmte Aktiven – wie ausländische Beteiligungen, Software und latente Steueransprüche – sollen vollständig vom harten Kernkapital abgezogen werden. UBS müsste dadurch rund USD 24 Milliarden mehr hartes Kernkapital vorhalten. In der öffentlichen Diskussion wird häufig mit Verweis auf den oben beschriebenen Sicherheitseffekt fälschlicherweise argumentiert, dass dies zu keinen Mehrkosten für UBS führt.

## Wieso das Thema wichtig ist

**UBS entstünden durch die Erhöhung der Eigenkapitalanforderungen erhebliche, jährlich wiederkehrende Zusatzkosten.** Unabhängige Finanzanalysten schätzen die Eigenkapitalkosten, weil sie für die Bewertung von Bankaktien zentral sind. Für UBS schätzen sie sie seit Jahren auf rund zehn Prozent. Mit zusätzlichen USD 24 Milliarden hartem Kernkapital würden UBS jährlich wiederkehrende zusätzliche Eigenkapitalkosten von rund USD 2,4 Milliarden entstehen. Unter Berücksichtigung der Ersetzung des Fremdkapitals beliefen sich die zusätzlichen Gesamtkosten immer noch auf rund USD 1,7 Milliarden oder mehr als ein Fünftel des Gewinns aus dem Jahr 2025.

**Die Aktienkursentwicklung von UBS reflektiert die möglicherweise eintretenden, hohen Mehrkosten.** Seit der Publikation des Berichts zur Bankenstabilität durch den Bundesrat im April 2024 hat sich der Aktienkurs von UBS im Vergleich zu europäischen und US-Konkurrenten – trotz sehr gutem Geschäftsgang und der raschen, bis anhin erfolgreichen Integration der Credit Suisse – um rund 27 Prozent schlechter entwickelt (Stand Ende Dezember 2025). Gemäss Analystenmeinung ist dies auf die zu erwartenden Kapitalanforderungen und entsprechend geschmälerten Renditeerwartungen zurückzuführen. Die oft genannte Risikoreduktion durch mehr Eigenkapital ist also bei einer bereits gut kapitalisierten Bank wie UBS zu gering, um die niedrigeren Renditeaussichten für die Investoren auszugleichen. Auch die Rating-Agentur Standard & Poor's (S&P) äusserte im Oktober 2025 Bedenken hinsichtlich der Kapitalkosten und der Folgen für die Wettbewerbsfähigkeit: «On a proforma basis, and absent mitigation, the proposed amendments could lead the UBS Group to pile up additional CET1 capital of up to $24 billion (according to the bank's estimate). This might increase UBS's cost of capital and potentially place it at a significant competitive disadvantage both globally and domestically.»

**Der starke Anstieg der Kapitalkosten würde die Rentabilität und Widerstandsfähigkeit von UBS schwächen.** Jeder Franken an Ertrag würde im Vergleich zu Mitbewerbern deutlich teurer. Dies wirkt sich negativ auf die Rentabilität aus. Eine tiefere Rentabilität schwächt auch die Fähigkeit, in einer Krise Kapital zu beschaffen. Banken stehen global im Wettbewerb um Kapital und die vorgeschlagenen Kapitalanforderungen, die mehr als 50% über der internationalen Konkurrenz lägen, würden UBS für Investoren im Vergleich zu anderen Banken deutlich weniger attraktiv machen. Die Kapitalbeschaffung als früh greifende Verteidigungslinie in einer Krise würde erschwert und damit die Widerstandsfähigkeit der Bank geschwächt.

## Die Position von UBS

Eine starke Kapitalisierung ist eine wichtige Voraussetzung für eine erfolgreiche, stabile und attraktive Bank. UBS hat daher die geltenden regulatorischen Kapitalanforderungen jederzeit ohne Konzessionen erfüllt und hat eine harte Kernkapitalquote von rund 14%, die mehr als 2 Prozentpunkte über den regulatorischen Anforderungen für das Jahr 2030 liegt. Steigen die Anforderungen für UBS jedoch übermässig im Vergleich zu globalen Wettbewerbern, werden sie kontraproduktiv, schwächen die Rentabilität und Attraktivität für Investoren und damit auch die Widerstandsfähigkeit der Bank. Es ist daher wichtig, ein Gleichgewicht in der Regulierung zu finden zwischen einer Anhebung der Anforderungen und der Wahrung der Wettbewerbsfähigkeit und damit der Widerstandsfähigkeit von UBS. Die vorliegenden Vorschläge erfüllen nach Auffassung von UBS diese Anforderung nicht.

## Diskussion um Modigliani-Miller: Theorie und Praxis

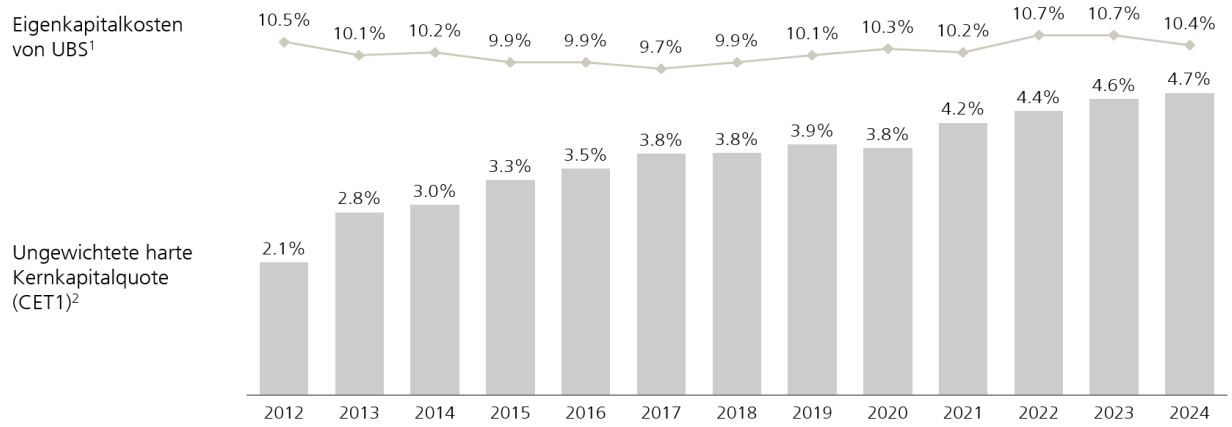
In der öffentlichen Diskussion wird häufig das Modigliani-Miller-Theorem (MM) zitiert, um zu argumentieren, dass eine Erhöhung der Kapitalanforderungen keinen Effekt auf die Gesamtkapitalkosten habe. Gemäss dem Theorem ist der Wert eines Unternehmens unabhängig von der Aufteilung zwischen Fremdkapital und Eigenkapital. Mehr Eigenkapital führe zu tieferen prozentualen Eigen- und Fremdkapitalkosten, weil das Risiko für die Geldgeber sinke. Gleichzeitig würde aber der Anteil an Eigenkapital steigen. Da Eigenkapital teurer ist als Fremdkapital, heben sich gemäss Theorie beide Effekte auf, sodass die Gesamtkapitalkosten unverändert bleiben.

**Das MM-Theorem basiert auf Annahmen, die in der Realität nicht zutreffen z.B. dass keine Unternehmenssteuern existieren, Märkte vollständig effizient sind und die Finanzierungsstruktur das Geschäft nicht beeinflusst.** In der Wissenschaft ist strittig, inwiefern das Theorem angesichts solcher «Laborbedingungen» in der Praxis für Banken gilt. Grosse Unterschiede in den Kapitalkostenschätzungen in verschiedenen Studien zeigen, dass die Resultate stark von zugrundeliegenden Annahmen abhängen. Der Bundesrat stützte sich bei seiner Einschätzung, die Folgekosten erhöhter Kapitalanforderungen wären gering, auf ein Gutachten von Professor em. Heinz Zimmermann, das zusammen mit den Bundesratsvorschlägen zur Bankenstabilität im Juni 2025 publiziert wurde. Zusätzliche USD 10 Milliarden Eigenkapital führen demgemäss zu geschätzten Mehrkosten von USD 320 Millionen. Wenige Monate später veröffentlichte Professor Zimmermann eine andere Schätzung, die um ein Zehnfaches tiefer lag – unter anderem, weil ein noch stärkerer kostenreduzierender Sicherheitseffekt unterlegt wurde. UBS erachtet es als höchst problematisch, dass solche Studien als massgebliche Basis für die Abschätzung der Kostenfolgen von den Behörden verwendet werden, ohne dass auf die hohe Abhängigkeit von Annahmen und der damit zusammenhängenden wesentlichen Verzerrungen hingewiesen wird.

**In der am Finanzmarkt beobachtbaren Praxis sinken die Eigen- und Fremdkapitalkosten für UBS nicht durch höhere Eigenmittel.** Die Eigen- und Fremdkapitalkosten der UBS werden von den Investoren festgelegt. Die prozentualen Eigenkapitalkosten von UBS sind in den letzten mehr als zehn Jahren in etwa konstant bei rund 10% geblieben, obwohl sich die Kapitalausstattung, gemessen an der ungewichteten harten Kernkapitalquote, mehr als verdoppelt hat (siehe Abbildung 1). Beim Fremdkapital reagieren rund 90% der Verbindlichkeiten von UBS kaum auf Veränderungen der Kreditwürdigkeit. Diese bestehen hauptsächlich aus Einlagen (ca. 50%), deren Zinsen sich vornehmlich am Leitzins der Schweizerischen Nationalbank orientieren. Die restlichen 10% Fremdkapital haben bereits sehr tiefe Finanzierungskosten und die Kreditratings von UBS gehören zu den höchsten unter den globalen Wettbewerbern – ein weiteres Sinken der Zinsaufschläge ist gemäss den vom Bundesrat beauftragten Experten Alvarez & Marsal selbst bei diesen Instrumenten unwahrscheinlich.

**Ohne den MM-Effekt steigen auch in den Studien von Professor Zimmermann die Kapitalkosten deutlich stärker** – vergleichbar mit den Berechnungen von UBS: bis zu USD 800 Millionen pro 10 Milliarden zusätzlichem hartem Kernkapital.

### Abbildung 1: Entwicklung der UBS-Eigenkapitalkosten[1] und ungewichtete harte Kernkapitalquote[2]




**1** Die Konsensschätzung vom Januar wird vor der Veröffentlichung der Ergebnisse für das jeweilige Jahr herangezogen, beispielsweise stammt die FY24 Schätzung aus dem Konsens vom Januar 2025; **2** Die alte SRB-Berechnungsmethodik wurde für die Jahre 2012 und 2013 verwendet, ab 2014 die neue SRB-Berechnungsmethodik.