AT1-CoCos: endlich langweilig

Veröffentlicht am 10. August 2026

Ayush Babel
Director, Quantitative Research

Prof. Wim Schoutens
Professor at the University of Leuven, Belgium

Wichtige Erkenntnisse

- AT1-Cocos entwickeln sich zu einer ausgereiften Anlageklasse Das Ausbleiben von Marktturbulenzen trotz geopolitischer Spannungen, solide Fundamentaldaten der Banken und ein geordneter Handel deuten darauf hin, dass AT1-Anleihen ihren Ruf als volatiler Nischenmarkt hinter sich gelassen haben.
- Höhere Renditen sind auf die Zinssätze zurückzuführen, nicht auf eine schwächere Kreditqualität. Kreditspreads bewegen sich weiterhin nahe ihren Rekordtiefständen, doch höhere Renditen bei Staatsanleihen haben die Gesamtrenditen angehoben und damit die Ertragsmöglichkeiten verbessert, ohne dass sich die Bonität der Bankkredite verschlechtert hat.
- Das Wachstum dürfte die Renditen von hier aus weiter ankurbeln. Mit Spreads, die bereits nahe ihrem historischen Tiefstand liegen, dürfte ein weiterer Rückgang der Spreads begrenzt sein. Starke technische Faktoren, ein geringes Nettoangebot und solide Bankbilanzen wirken weiterhin stützend, doch künftige Renditen dürften in erster Linie aus Kuponerträgen und weniger aus Kapitalgewinnen stammen.

Additional Tier 1-Anleihen (AT1) sind mittlerweile langweilig geworden, und das ist vielleicht die wichtigste Entwicklungen in dieser Anlageklasse. Die Spreads bewegen sich nahe ihren Allzeittiefs. Das Renditeniveau ist gestiegen, allerdings aus Gründe, die nichts mit der Bonität zu tun haben. Die bisherigen Bankergebnisse sind unauffällig. Das Emissionsgeschäft ist über den Sommer zum Erliegen gekommen. Restricted Tier 1-Anleihen (RT1) entwickeln sich parallel zu den AT1-Anleihen. Das war das Quartal.

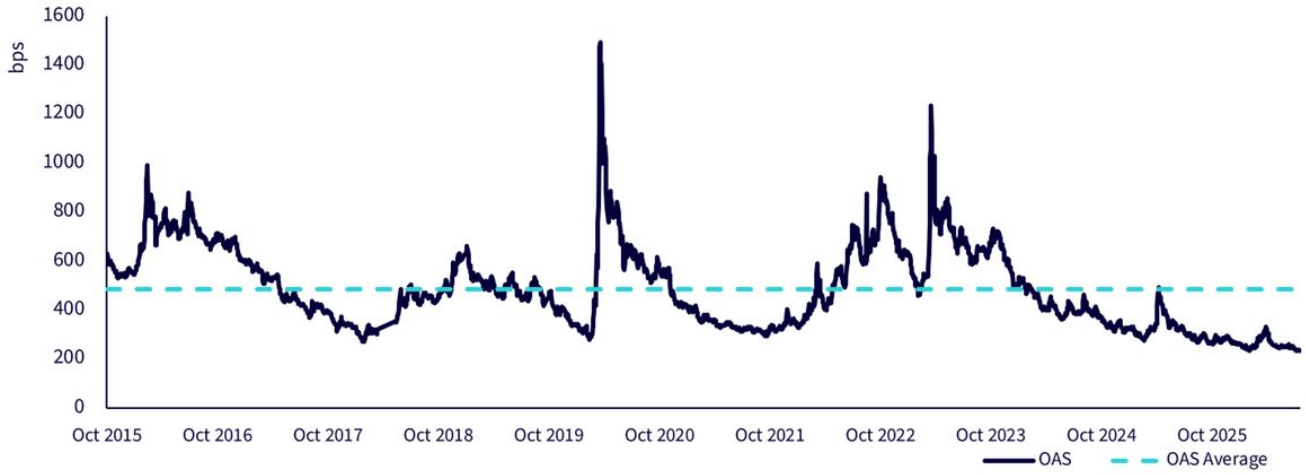
Für die meisten Anlageklassen wäre dies nicht einmal einen Absatz wert, geschweige denn einen Blogbeitrag. Für AT1-Anleihen ist es beides wert, denn den Großteil des Bestehens dieses Marktes über war „Nichts ist passiert“ kein Satz, den irgendjemand hätte schreiben können. Das Interessanteste an AT1-Anleihen im zweiten Quartal ist, wie uninteressant sie geworden sind. Das sieht weniger nach einer Flaute aus, sondern scheint immer mehr zu einer reiferen Anlageklasse zu passen.

Die Spreads haben sich auf ein Allzeittief verengt

Der optionsbereinigte Spread (Option Adjusted Spread, OAS) verengte sich im Laufe des Quartals wieder in Richtung des Rekordtiefs vom Februar. Zur Erinnerung an den Verlauf des letzten Quartals: Der

Ausbruch des Iran-Konflikts trieb den Index im März kurzzeitig auf über 300 Basispunkte. Die Rückkehr auf das ursprüngliche Niveau dauerte nur wenige Wochen. Der Markt hat einen akuten geopolitischen Schock verkraftet und ist innerhalb eines Quartals nahezu auf seine Tiefststände zurückgekehrt – ohne nachhaltige Schäden für den Primärmarkt und ohne nennenswerte Verkaufszwänge.

Abbildung 1: Historischer AT1 OAS



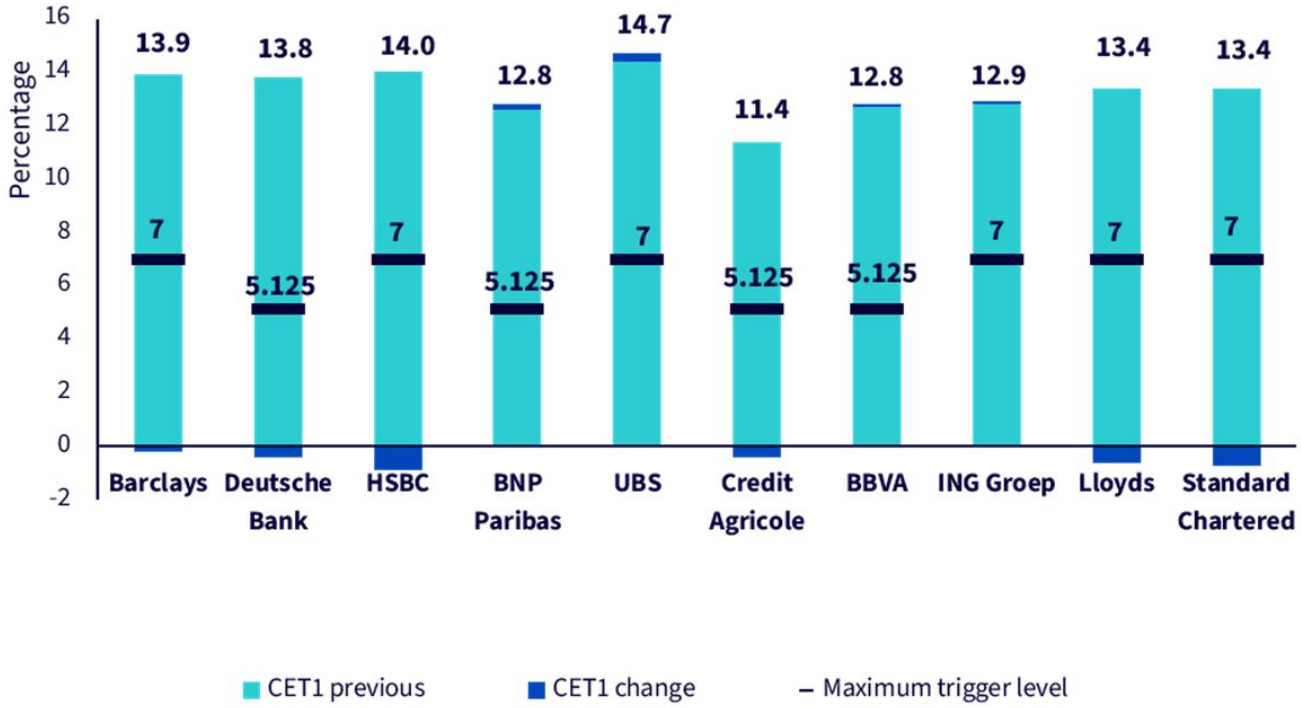
Quelle: WisdomTree, Markit. Zeitraum ab 01 Oktober 2015 bis 20 Jul 2026. Berechnungen umfassen Backtesting-Daten. Beim OAS handelt es sich um den von Markit ausgewiesenen optionsbereinigten Spread (Option-Adjusted Spread), der auf der effektiven, durationsgewichteten Marktwertgewichtung basiert. Die in der OAS-Berechnung einzelner Anleihen verwendeten Kündigungstermine (Workout Dates) werden Ende des Monats zurückgesetzt, falls die Anleihen nicht gekündigt werden. Dieser Berechnungsansatz beeinflusst die OAS-Zahlen für den Index unterjährig bzw. im Monatsverlauf, bis die Kündigungstermine zurückgesetzt werden. Die Strategie wird durch den iBoxx Contingent Convertible Liquid Developed Europe AT1 Index repräsentiert. **Eine direkte Investition in einen Index ist nicht möglich. Die Wertentwicklung in der Vergangenheit ist kein Indikator für künftige Ergebnisse, und der Wert von Anlagen kann sinken.**

Nach jedem historischen Maßstab sind die aktuellen Niveaus teuer, aber der Markt scheint sich nicht daran zu stören, und das vergangene Quartal gab ihm auch keinen Grund dazu. Die Gesamtrenditen (All-in-Yields) der Anlageklasse sind höher als vor drei Monaten. Man könnte dies leicht als eine Neubewertung des Risikos fehldeuten. Das ist es jedoch nicht. Die Spread-Komponente verharrte das gesamte Quartal über flach nahe den Tiefstständen; die Bewegung ist ausschließlich auf die Basiszinssätze zurückzuführen, da die Renditekurven von Staatsanleihen nach oben tendierten. Die Mark-to-Market-Wertentwicklung in diesem Quartal war eine Frage der Duration, nicht der Kreditqualität. Die aktuellen Spreads deuten darauf hin, dass der Markt keine wesentlich höhere Entschädigung für das Halten von nachrangigem Bankenrisiko verlangt. Für ertragsorientierte Anleger hat sich die Mathematik stillschweigend verbessert: Die Einstiegsrenditen sind besser als im Frühjahr – aus Gründen, die nichts mit den Banken selbst zu tun haben.

Der Bankensektor ist weiterhin in guter Verfassung

Unterdessen läuft die Berichtssaison für das erste Halbjahr 2026. Die meisten Banken haben ihre Ergebnisse bereits veröffentlicht, und das ehrliche Fazit lautet: Es gibt nichts Nennenswertes zu berichten. Die Kapitalquoten liegen weiterhin komfortabel über den Anforderungen. Die Qualität der Vermögenswerte ist stabil. Die Profitabilität wird nach wie vor durch das Zinsumfeld gestützt – aus Gründen, die im letzten Quartal thematisiert wurden: Banken verdienen an der Spanne zwischen den Erträgen auf der Aktivseite und den Zinsen auf Einlagen, und das länger anhaltend hohe Zinsniveau („Higher-for-longer“) hält diese Spanne gesund. Das Fehlen von Ausreißern ist hierbei bereits die eigentliche Erkenntnis. Die Kapazität für Kuponzahlungen ist reichlich vorhanden, der Abstand zu den Auslöseschwellen (Triggern) ist groß. Die gestärkten Bankbilanzen haben zu stabileren Handelsbedingungen für AT1-Papiere beigetragen.

Abbildung 2: Kapitalpuffer der zehn größten Emittenten von AT1-CoCo-Anleihen



Quelle: WisdomTree, Markit, Bloomberg Finance L.P., Finanzergebnisse der jeweiligen Emittenten. Stand: 30. Juni 2026. Die CET1-Veränderung gibt die Wertänderung der CET1-Quoten anhand der zum 30. Juni 2026 verfügbaren Daten (in der Regel Berichterstattung für das 1. Quartal 2026) im Vergleich zu den letzten zum 31. März 2026 verfügbaren Daten (in der Regel Berichterstattung für das 4. Quartal 2025) wieder. Eine unveränderte Angabe kann darauf hindeuten, dass der Berichtszeitraum noch nicht abgeschlossen ist. Die CET1-Quote ist die auf Vollausbaubasis ausgewiesene Kernkapitalquote (Common Equity Tier 1), die bei Bloomberg Finance L.P. sowie in den jüngsten Finanzergebnissen des Emittenten verfügbar ist, sofern sie nicht bei Bloomberg Finance L.P. ausgewiesen ist. Der maximale Auslösewert entspricht dem höchsten Auslösewert, der bei allen CoCo-Emissionen eines bestimmten Emittenten beobachtet wurde. Die Strategie wird durch den iBoxx Contingent Convertible Liquid Developed Europe AT1 Index Die Strategie wird durch den iBoxx Contingent Convertible Liquid Developed Europe AT1 Index repräsentiert. **Eine direkte Investition in einen Index ist nicht möglich. Die Wertentwicklung in der Vergangenheit ist kein Indikator für künftige Ergebnisse, und der Wert von Anlagen kann sinken.**

Die Neuemissionen haben sich im Hinblick auf den Sommer stark verlangsamt, wie es gewöhnlich der Fall ist. Der saisonale Effekt ist jedoch nur die halbe Wahrheit. Die meisten Emittenten haben ihre Kündigungstermine für 2026 bereits zu Beginn des Jahres zu Konditionen abgewickelt, mit denen sie zufrieden waren, und haben es nicht eilig, an den Markt zurückzukehren. Niemand ist gezwungen, neue Papiere zu begeben.

Fazit: Der Carry könnte künftige Renditen beflügeln

Es lohnt sich, einen Schritt zurückzutreten und sich zu fragen, warum dieses Quartal so ruhig verlaufen ist – die Antwort darauf ist kein Zufall. Dieser Markt hat ein Jahrzehnt damit verbracht, in aller Öffentlichkeit dazuzulernen. Der Kuponschrecken bei der Deutschen Bank im Jahr 2016 hat ihm die Bedeutung ausschüttungsfähiger Mittel vor Augen geführt. Der März 2020 hat ihn gelehrt, was Liquidität bedeutet. Die Abschreibung der Credit Suisse im März 2023 war das bedeutendste Belastungsereignis in der Geschichte dieser Anlageklasse: Instrumente im Wert von rund 17 Milliarden US-Dollar wurden auf null gesetzt, die gesamte Anlageklasse wurde mit einer existenziellen Frage konfrontiert, und die Behörden in der EU und im Vereinigten Königreich gaben eine klare Antwort darauf, wo AT1-Anleihen in der Gläubigerhierarchie einzuordnen sind. Jedes dieser Ereignisse hat zu einem besseren Verständnis am Markt für die Funktionsweise dieser Anlageklasse geführt. Die Jahre seither waren ein Prozess der Normalisierung. Emittenten haben Anleihen fristgerecht gekündigt, und der Markt hat gelernt, Verlängerungsrisiken (Extension Risk) einzupreisen, anstatt in Panik zu geraten. UBS selbst ist nur wenige Monate nach der Übernahme der Credit Suisse zur Emission von AT1-Anleihen zurückgekehrt. Die Investorenbasis hat sich institutionalisiert und verbreitert. Neuemissionen sind mittlerweile Routineübungen und keine Großereignisse mehr.

Das ist der Kontext, in dem das zweite Quartal betrachtet werden sollte. Eine Anlageklasse, die sich einst durch eine einzige Schlagzeile drastisch neubewertete, hat den Ausbruch eines Krieges verkraftet, weitete sich um 80 Basispunkte aus und kehrte wieder auf ihre Tiefststände zurück. Danach verbrachte sie drei Monate damit, praktisch nichts zu tun. Genau so sieht es aus, wenn sich eine Anlageklasse etabliert: berechenbare Kündigungen, berechenbare Kupons, ein verstandener regulatorischer Rahmen und eine Volatilität, die in andere Märkte abgewandert ist.

Doch „Langeweile auf Tiefständen“ ist ein asymmetrisches Unterfangen. Da die Spreads nahe ihren Rekordtiefs liegen, gibt es weit mehr Raum für eine Ausweitung als für eine Einengung. Die Kursgewinnphase dieses Zyklus scheint weitgehend ausgeschöpft zu sein. Von nun an dürfte das Carry der primäre Renditetreiber sein, sofern die Spreads nahe dem aktuellen Niveau verharren.

Fazit: Die Spreads sind niedrig, die Renditen sind aufgrund der Zinsen gestiegen, die Fundamentaldaten zeigen sich solide und das Angebot ist ruhig. Im Laufe des Quartals gab es keine größeren Störungen am AT1-Markt, und genau diese Stabilität ist für sich genommen bemerkenswert. AT1-Anleihen haben jahrelang darum gekämpft, das Recht zu erlangen, unaufgeregt zu sein – und in diesem Quartal haben sie davon Gebrauch gemacht.

AT1-CoCo-Bonds sind nachrangige Instrumente und bergen im Vergleich zu herkömmlichen Unternehmensanleihen zusätzliche Risiken. Dazu gehören unter bestimmten Umständen der mögliche

Entfall von Kuponzahlungen, die Umwandlung in Eigenkapital oder eine Herabschreibung des Nennwerts. Ihr Wert kann sowohl fallen als auch steigen, und Anleger können ihr eingesetztes Kapital teilweise oder vollständig verlieren.

Wichtige Informationen

Dieses Material wurde von WisdomTree und seinen verbundenen Unternehmen erstellt und soll nicht für Prognosen, Research oder Anlageberatungen herangezogen werden. Zudem stellt es weder eine Empfehlung noch ein Angebot oder eine Aufforderung zum Kauf bzw. Verkauf von Wertpapieren oder zur Übernahme einer Anlagestrategie dar. Die geäußerten Meinungen wurden am Herstellungsdatum getätigt und können sich je nach den nachfolgenden Bedingungen ändern. Die in diesem Material enthaltenen Informationen und Meinungen wurden aus proprietären und nicht proprietären Quellen abgeleitet. Daher übernehmen WisdomTree und seine verbundenen Unternehmen sowie deren Mitarbeiter, Führungskräfte oder Vertreter weder die Haftung für ihre Richtigkeit oder Zuverlässigkeit noch die Verantwortung für anderweitig auftretende Fehler und Auslassungen (einschließlich Verantwortlichkeiten gegenüber einer Person aufgrund von Fahrlässigkeit). Die Verwendung der in diesem Material enthaltenen Informationen erfolgt nach eigenem Ermessen des Lesers. Wertsteigerungen in der Vergangenheit lassen keinen Schluss auf zukünftige Ergebnisse zu.