

Ein Regelungsvorschlag für die Rekapitalisierung von Banken, die „too big to fail“ sind¹

Ein Vorschlag für eine gläubigerfinanzierte Rekapitalisierungsregelung für TBTF-Banken, die von einem Ausfall bedroht sind, soll sicherstellen, dass die Kosten der Abwicklung nicht von den Steuerzahlern, sondern von den Aktionären und den nicht versicherten Gläubigern getragen werden. Der Vorschlag ist unkompliziert, hält die Gläubigerhierarchie ein und kann auf jede in Schwierigkeiten geratene Gesellschaft eines Bankkonzerns angewandt werden. Die Regelung sieht die teilweise Abschreibung von Gläubigerforderungen zur Rekapitalisierung der Bank an einem Wochenende vor. Dabei erhalten die Gläubiger sofortige Gewissheit über ihren maximalen Verlust. Der letztliche Verlust der Gläubiger hängt vom Preis beim anschliessenden Verkauf der Bank ab. Entsprechend kann mithilfe dieser Regelung Moral Hazard auf der Ebene eines ganzen Bankkonzerns auf kosteneffiziente Weise beseitigt werden, die gleichzeitig die Risiken für die Finanzstabilität begrenzt. Diese gläubigerfinanzierte Regelung wird mit anderen Rekapitalisierungsansätzen verglichen, darunter „Bail-in“- und „Single point of entry“-Strategien.

JEL-Klassifizierung: G21, G28.

Während der Finanzkrise waren zahlreiche Finanzinstitute von einem Ausfall bedroht oder wurden tatsächlich insolvent. Die ausgewiesene Eigenkapitalausstattung dieser Institute lag in der Regel über der aufsichtsrechtlichen Mindestanforderung. Die Marktteilnehmer hatten jedoch Zweifel, dass das Eigenkapital ausreichen würde, um mögliche Verluste in der Zukunft zu decken. Die Befürchtung künftiger Zahlungsunfähigkeit führte bei diesen Instituten wegen mangelnder Liquidität zum Ausfall: Einleger und andere Gläubiger verlangten die sofortige Rückzahlung ihres Kapitals, und schliesslich fehlte den Instituten das Geld, um den Forderungen nachzukommen.

Viele der Institute, die von einem Ausfall bedroht waren, wurden vom jeweiligen Staat als „too big to fail“ (TBTF) eingestuft. Das heisst, die Banken waren so gross, so komplex und so stark mit den übrigen Akteuren des Finanzsystems vernetzt, dass die Kosten für die Öffentlichkeit, die ihr Marktaustritt verursachen würde, als zu hoch erachtet wurden. Da es keine alternativen Instrumente zur

¹ Das Feature gibt die Meinung der Autoren wieder, die sich nicht unbedingt mit dem Standpunkt der BIZ bzw. des Basler Ausschusses für Bankenaufsicht deckt. Die Autoren danken Wayne Byres und Neil Esho für ihren Beitrag zu diesem Artikel und Stephen Cecchetti, Claudio Borio und Christian Upper für ihre wertvollen Kommentare und Anmerkungen.

Sicherung ihres Fortbestands gab, führte der Staat selbst die Rekapitalisierung dieser TBTF-Institute durch – mithilfe von Steuermitteln.

Mit Steuermitteln finanzierte Rettungsaktionen belasten die Steuerzahler nicht nur direkt, sondern bergen auch hohes Potenzial für Moral Hazard. Die Erwartung von staatlicher Unterstützung kann zu vermehrter Risikoübernahme führen, die Marktdisziplin senken und Wettbewerbsverzerrungen verursachen. Dies wiederum erhöht die Wahrscheinlichkeit einer finanziellen Notlage. Vor diesem Hintergrund wurden Anstrengungen unternommen, um die Wahrscheinlichkeit eines Ausfalls von TBTF-Instituten zu senken. Zu den ergriffenen Massnahmen gehörten in erster Linie höhere Eigenkapital- und Liquiditätsanforderungen sowie stärkere Aufmerksamkeit seitens der Aufsichtsinstanzen. Diese Massnahmen liefern jedoch keine Antwort auf die Frage, wer die Kosten einer Rekapitalisierung übernimmt, wenn diese Bankinstitute unmittelbar vor einem Ausfall stehen. Wenn nicht die Steuerzahler diese Kosten tragen sollen, dann müssen sie von den Aktionären und den Gläubigern der insolventen Bank übernommen werden. Doch wie könnte eine solche Lösung aussehen?

In den letzten Jahren haben die Behörden grosse Anstrengungen zur Weiterentwicklung von Abwicklungsstrategien unternommen. Zunächst bemühten sie sich vor allem darum, die rechtlichen Befugnisse zu erhalten, um nationale und international tätige TBTF-Finanzinstitute ohne Steuermittel abwickeln zu können. Diesem Kontext zuzurechnen sind überdies die Anforderungen des Basler Ausschusses für Bankenaufsicht bezüglich der Verlustabsorptionsfähigkeit des Eigenkapitals bei akut gefährdetem Fortbestand und die Grundprinzipien für die Ausgestaltung effektiver Abwicklungsstrategien, die vom Financial Stability Board erarbeitet wurden.² Abwicklungsbefugnisse alleine reichen jedoch nicht aus. Unsicherheit bezüglich deren Ausübung könnte nämlich selbst eine Gefahr für die Finanzstabilität darstellen.

Ein Punkt, den es im Zusammenhang mit der Abwicklung von in Schwierigkeiten geratenen TBTF-Banken noch zu klären gilt, sind die Rechte von Gläubigern des Privatsektors: Einleger und Gläubiger müssen Gewähr dafür haben, dass bei dem Versuch, eine TBTF-Bank durch die Übertragung der Verluste auf die Aktionäre und Gläubiger zu rekapitalisieren, die Hierarchie der Forderungen eingehalten wird. Einleger, deren Einlagen vor der Abwicklung versichert waren, müssen auch danach weiterhin geschützt sein. Ebenso müssen die Gläubiger, deren Forderungen vor der Abwicklung vorrangig gegenüber oder gleichrangig mit anderen Forderungen waren, bei der Abwicklung entsprechend behandelt werden. Zusammengefasst heisst dies, dass eine Abwicklungsregelung für eine TBTF-Bank die Forderungshierarchie einhalten muss, die vor dem Zeitpunkt der drohenden Insolvenz bestand.³

In diesem Artikel wird ein Vorschlag für eine unkomplizierte Regelung vorgestellt, die von den nationalen Behörden angewandt werden kann, um die

² Siehe Basler Ausschuss, *Mindestanforderungen zur Sicherstellung der Verlustabsorptionsfähigkeit bei akut gefährdetem Fortbestand*, Januar 2011; Financial Stability Board, *Key attributes of effective resolution regimes for financial institutions*, Oktober 2011.

³ Als Reaktion auf die Ereignisse in Zypern äusserte sich EZB-Präsident Mario Draghi wie folgt: „Warum ist ein Bail-in ein Problem? Ein Bail-in ist an sich kein Problem: Der Grund, warum ein Bail-in unkontrolliert verlaufen kann, ist das Fehlen von im Voraus festgelegten Regeln [...], die allen Parteien bekannt sind.“ (EZB, Pressekonferenz, 4. April 2013, www.ecb.int/press/pressconf/2013/html/is130404.en.html%20).

Zuweisung von Verlusten zu regeln, wenn eine TBTF-Bank rekapitalisiert werden muss. Diese Regelung wird als „gläubigerfinanzierte Rekapitalisierung“ bezeichnet. Sie ermöglicht eine Rekapitalisierung übers Wochenende, ohne dass Steuermittel in Anspruch genommen werden müssen. Dabei stellt eine *temporäre* Holdinggesellschaft sicher, dass die Verluste strikt gemäss der Gläubigerhierarchie zugewiesen werden. Ausserdem ist es der Markt selbst, der den Verlust bestimmt, den die Gläubiger tragen müssen, damit die Bank rekapitalisiert werden kann.

Die vorgeschlagene Regelung beinhaltet Elemente anderer Abwicklungsansätze wie der Abwicklung mittels Bail-in bzw. mittels Holdinggesellschaft (s. weiter unten). Das heisst nicht, dass sie diese anderen Ansätze ersetzen will. Sie stellt vielmehr eine Ergänzung dar, die klare Aussagen zur zentralen Frage der Rekapitalisierung von TBTF-Banken macht, die von einem Ausfall bedroht sind. Wie bei anderen Rekapitalisierungsansätzen müssten auch hier verschiedene operationelle und rechtliche Fragen im Einzelnen geklärt werden, bevor die gläubigerfinanzierte Regelung umgesetzt werden kann. In diesem Artikel wird gezielt auf die Vorteile eingegangen, die die Gesamtstruktur der vorgeschlagenen Regelung mit sich bringt. Darüber hinaus wird ein mehrstufiger Ansatz vorgestellt, der dazu dient, die operationellen und rechtlichen Fragen zu klären.

Die vorgeschlagene Rekapitalisierungsregelung im Überblick

Definitionsgemäss muss eine TBTF-Bank, die vor der Insolvenz steht, rekapitalisiert werden, da die Risiken für die Finanzstabilität bei einer Liquidation der Bank als untragbar erachtet werden. Die hier vorgestellte Rekapitalisierungsregelung sieht eine erzwungene Rekapitalisierung einer TBTF-Bank durch *ihre Gläubiger* vor, wenn die Bank unmittelbar vom Ausfall bedroht ist. Eine TBTF-Bank kann so übers Wochenende ohne Einsatz von Steuermitteln rekapitalisiert werden und ihren Geschäftsbetrieb fortsetzen. Zweck der Regelung ist es nicht, die Liquidation einer Nicht-TBTF-Bank, die vor der Insolvenz steht, zu vermeiden. Sie stellt vielmehr eine Alternative dar, die in Bezug auf Verlustzuweisung einer Liquidation ähnelt.⁴

Das Eigentum an der Bank wird auf eine neu geschaffene temporäre Holdinggesellschaft übertragen. Die Bank wird unverzüglich rekapitalisiert, indem in ausreichendem Umfang Gläubigerforderungen über das Wochenende abgeschrieben werden. Die Holdinggesellschaft verkauft daraufhin die rekapitalisierte Bank zu Marktpreisen und verteilt den Verkaufserlös an die Gläubiger, deren Forderungen abgeschrieben wurden. Dabei wird die Hierarchie der Forderungen, so wie sie zum Zeitpunkt der drohenden Insolvenz bestand, strikt eingehalten. Im Zeitraum zwischen der Rekapitalisierung und dem Verkauf der Bank können gegebenenfalls die Mitglieder der Geschäftsleitung und des obersten Verwaltungsorgans, die für den Ausfall der Bank verantwortlich sind, ausgetauscht werden. Versicherte Einlagen sind von der Abschreibung nicht betroffen. Stattdessen wird das jeweilige nationale Einlagensicherungssystem direkt belastet.

⁴ Die Regelung kann grundsätzlich auf jede Bank angewandt werden, die von einem Ausfall bedroht ist. Die Liquidation einer insolventen Bank ist jedoch unter Umständen immer noch die erste Option für die Behörden, sofern sie ohne ernsthafte Folgen für die Finanzstabilität durchgeführt werden kann. Um jedoch den Einsatz von Steuermitteln zu vermeiden, muss eine Regelung bestehen, die eine erzwungene Rekapitalisierung durch die Gläubiger ermöglicht, wenn sich dies als nötig erweist.

Vereinfachte Erläuterung der Regelung: keine versicherten Einlagen

Die Behandlung versicherter Einlagen ist bei jeder Art der Abwicklung einer Bank von grundlegender Bedeutung. Die wesentlichen Merkmale der gläubigerfinanzierten Abwicklungsregelung können jedoch am einfachsten erläutert werden, wenn zunächst davon ausgegangen wird, dass die Bank keine versicherten Einlagen hat. Die Ausführungen im Abschnitt „Erweiterte Erläuterung der Regelung: mit versicherten Einlagen“ befassen sich mit der Behandlung von versicherten Einlagen und stellen eine Erweiterung des hier beschriebenen Ansatzes dar.

Die in den nachstehenden Grafiken und Tabellen dargestellten Bilanzen der Bank sind deren buchhalterische Bilanzen. Wie in der Einleitung erwähnt, wiesen viele Banken, die während der Finanzkrise vom Ausfall bedroht waren, positive bilanzielle Eigenkapitalbeträge aus. Das Problem war, dass das Eigenkapital nicht ausreichte, um die von den Marktteilnehmern erwarteten künftigen Verluste zu decken. Deshalb waren die Märkte nicht bereit, diesen Banken Kredit zu gewähren. Waren staatliche Stellen ebenfalls nicht bereit dazu, führte dies zum Ausfall dieser Banken. Die folgende Darstellung zeigt nicht die tatsächlich eintretenden Verluste der rekapitalisierten Bank, da diese zum Zeitpunkt der Rekapitalisierung nicht bekannt sind. Die Darstellung zeigt jedoch, dass die vorgeschlagene Regelung zu einem Anstieg des Eigenkapitals auf eine Höhe führt, die zur Deckung antizipierter Verluste als ausreichend angesehen wird.

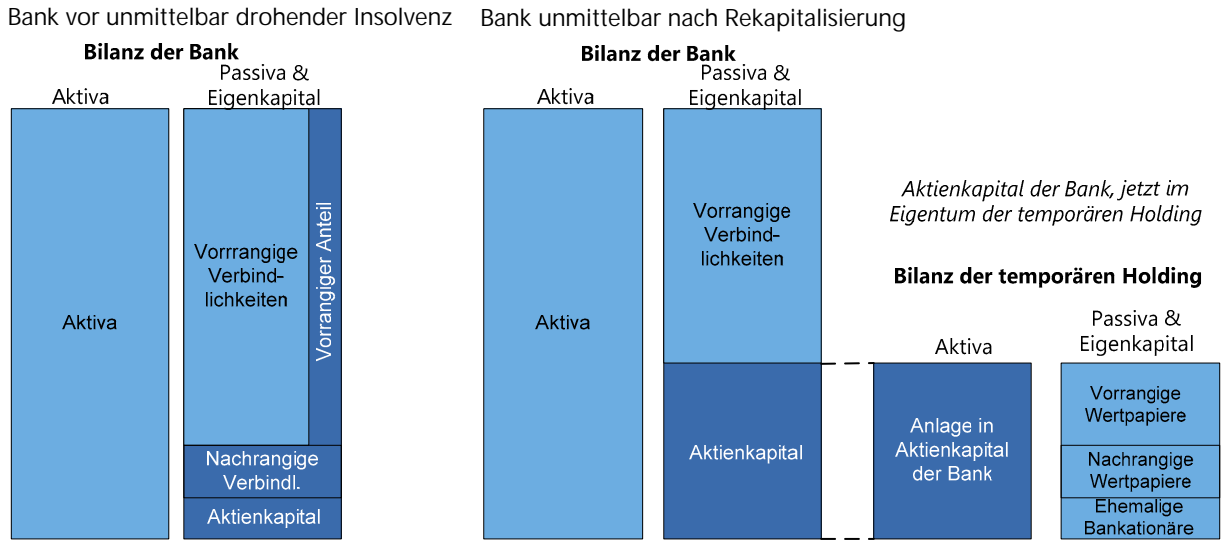
Schritt 1: Rekapitalisierung der Bank über das Wochenende

Ist eine TBTF-Bank unmittelbar vom Ausfall bedroht, leiten die nationalen Behörden am Wochenende eine sofortige Zwangsübertragung des Eigentums auf eine neu geschaffene temporäre Holdinggesellschaft ein (d.h., das Stammkapital der Bank wird zu den Aktiva der Holdinggesellschaft). Als Entschädigung erhalten die ehemaligen Aktionäre der Bank eine Restforderung gegenüber der Holdinggesellschaft. Die Abwicklungsbehörde erhält die Stimmrechte der Holdinggesellschaft.

Um die Bank über das Wochenende zu rekapitalisieren, schreibt die Abwicklungsbehörde gleichzeitig alle nachrangigen Verbindlichkeiten zusammen mit einem Teil der vorrangigen nicht versicherten Verbindlichkeiten ab. Da sich das Eigenkapital aus der Differenz zwischen Aktiva und Verbindlichkeiten ergibt, führt die Reduzierung der Verbindlichkeiten zu einem entsprechenden Anstieg des Eigenkapitals (Grafik 1, Balkendiagramme links und Mitte). Zu diesem Zeitpunkt hat noch keine Anpassung der Aktiva der Bank stattgefunden. Deshalb hat sich die Bilanzsumme nicht verändert, sondern lediglich der Anteil der Verbindlichkeiten und des Eigenkapitals.

Die Abwicklungsbehörde bestimmt den Anteil der vorrangigen Verbindlichkeiten, der abgeschrieben wird. Ihre Entscheidung sollte auf einer grosszügigen Einschätzung des Eigenkapitalbetrags beruhen, der geschaffen werden muss, damit die Bank sämtliche eventuell noch zu erwartenden Verluste in voller Höhe tragen kann. Das heisst, die Behörden müssen sich selbst und die Marktteilnehmer davon überzeugen, dass die Bank ausreichend kapitalisiert bleibt, wenn die Verluste tatsächlich eintreten. Wie weiter unten erläutert wird, können die Behörden eine grosszügige Schätzung abgeben, da der Umfang der Abschreibungen letztlich nicht den Verlust der Gläubiger bestimmt.

Die von den Abschreibungen betroffenen Anleger erhalten Forderungen gegenüber der temporären Holdinggesellschaft (in Form von Titeln), deren Umfang und Rang ihren abgeschriebenen Forderungen gegenüber der Bank entsprechen



(Grafik 1, rechtes Balkendiagramm, „Vorrangige Wertpapiere“ und „Nachrangige Wertpapiere“).

Die Auswirkungen von Schritt 1 lassen sich anhand eines Zahlenbeispiels erläutern. Angenommen, die Bilanz der Bank unmittelbar vor dem Zeitpunkt drohender Insolvenz (Grafik 1, linkes Balkendiagramm) sieht wie folgt aus:

Bilanz der Bank vor unmittelbar drohender Insolvenz

Aktiva: \$ 100	Vorrangige Verbindlichkeiten: \$ 91
	Nachrangige Verbindlichkeiten: \$ 5
	Eigenkapital: \$ 4

Obleich die Bank ein bilanzielles Eigenkapital von \$ 4 ausweist, haben die Marktteilnehmer angesichts des Risikogehalts der Bankaktiva Zweifel, dass dieser Betrag ausreicht, um potenzielle Verluste zu decken. Um diese Zweifel im Zuge der Rekapitalisierung auszuräumen, gehen die Behörden davon aus, dass die Bank Eigenkapital in Höhe von \$ 16 braucht, um ihren Geschäftsbetrieb fortführen zu können. Um dieses Eigenkapitalniveau zu erreichen, werden \$ 7 an vorrangigen Verbindlichkeiten und sämtliche nachrangigen Verbindlichkeiten (\$ 5) abgeschrieben. Nach diesen Abschreibungen (Grafik 1, mittleres Balkendiagramm) ergibt sich für die Bilanz der Bank folgendes Bild:

Bilanz der Bank unmittelbar nach der Rekapitalisierung

Aktiva: \$ 100	Vorrangige Verbindlichkeiten: \$ 84
	Eigenkapital: \$ 16

Schritt 1 umfasst auch die Übertragung des Eigentums der Bank auf eine neu geschaffene Holdinggesellschaft und die Ausgabe von Titeln der Holdinggesellschaft an vorrangige und nachrangige Anleger und ehemalige Aktionäre der Bank im Umfang der angefallenen Abschreibungen. Deshalb sieht die Bilanz der Holdinggesellschaft nach Schritt 1 wie folgt aus:

Bilanz der Holdinggesellschaft unmittelbar nach Rekapitalisierung

Aktiva (Eigenkapital der Bank): \$ 16	Vorrangige Titel: \$ 7
	Nachrangige Titel: \$ 5
	Ehemalige Aktionäre der Bank: \$ 4

Schritt 2: Die Bank nimmt ihren Geschäftsbetrieb nach dem Wochenende wieder auf

Am Ende des Wochenendes teilen die Behörden mit, dass die Bank durch die Rekapitalisierung über ausreichend Kapital verfügt, um die Inhaber der in der Bilanz verbliebenen Verbindlichkeiten zu schützen. Am Montagmorgen wird die Bank von den Behörden wieder eröffnet. Die Bank kann nun staatlicherseits mit der notwendigen und entsprechenden Liquidität unterstützt werden, da sie jetzt gut kapitalisiert ist, d.h. über ausreichend Eigenkapital verfügt, um potenzielle Verluste künftig tragen zu können. Mitglieder der Geschäftsleitung und des obersten Verwaltungsorgans können gegebenenfalls ersetzt werden. Überbewertete Aktiva und unterbewertete Passiva können bei Bedarf neu bewertet werden (Neubewertungen sind in den Grafiken nicht dargestellt).

Schritt 3: Verkauf der rekapitalisierten Bank

Die temporäre Holdinggesellschaft muss die Bank in den Monaten nach der Rekapitalisierung verkaufen. Nach dem Verkauf wird die Holdinggesellschaft liquidiert und der Verkaufserlös auf die ehemaligen Anleger der Bank gemäss der Hierarchie ihrer Forderungen aufgeteilt.

Grafik 2 stellt einen Verkauf dar, bei dem Investoren die Bank für einen Betrag erwerben, der tiefer ist als der Wert des in der Bilanz ausgewiesenen Eigenkapitals. In diesem Betrag zeigt sich, wie die Investoren die noch nicht in der Bilanz ausgewiesenen künftigen Gewinne und Verluste der Bank einschätzen. Die Differenz zwischen der von den Investoren gezahlten Summe und dem Eigenkapital der Bank ist der Verlust, den die ehemaligen Aktionäre und die Gläubiger der Bank, deren Forderungen abgeschrieben wurden, tragen müssen.

Zur Erläuterung der Auswirkungen von Schritt 3 wird das Zahlenbeispiel weitergeführt. Angenommen, die Investoren zahlen nur \$ 10, um sämtliche Aktien der Bank zu erwerben. Dies ist weniger als der bilanzielle Wert des Eigenkapitals der Bank in Höhe von \$ 16.

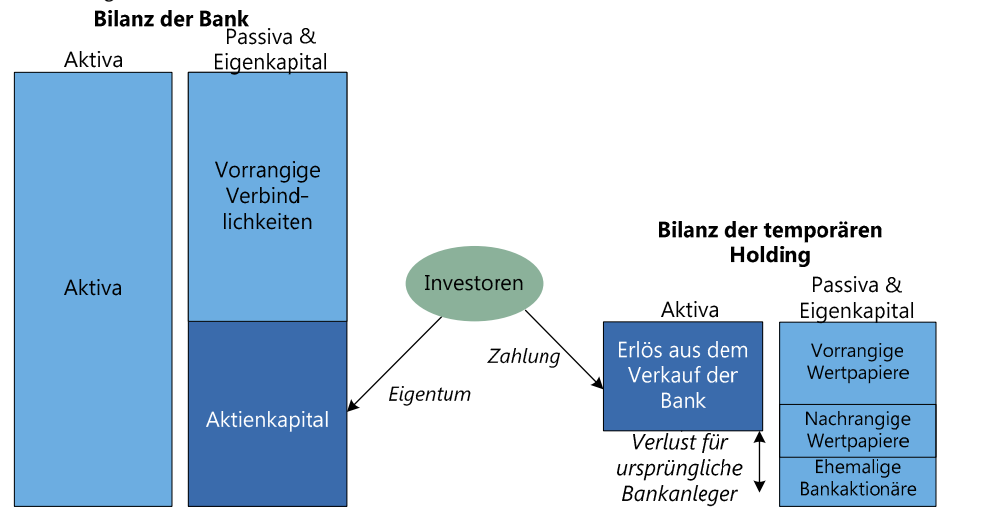
Die Holdinggesellschaft wird daraufhin liquidiert, und ihre Vermögenswerte – der aus dem Bankverkauf erzielte Erlös von \$ 10 – werden auf ihre Gläubiger und Aktionäre unter strikter Einhaltung der Forderungshierarchie aufgeteilt. Die Vermögenswerte reichen jedoch nicht aus, um alle Forderungen zu begleichen. Im vorliegenden Beispiel erhalten die Inhaber vorrangiger Titel \$ 7 (d.h., ihre Forderungen werden vollumfänglich beglichen). Die verbleibenden \$ 3 werden auf die Inhaber von nachrangigen Titeln aufgeteilt (d.h., sie erhalten nur \$ 3 von ihren Forderungen in Höhe von \$ 5). Die ehemaligen Aktionäre der Bank erhalten nichts.⁵ Das Ergebnis ist aus der folgenden Bilanz ersichtlich:

⁵ Vorrangige Gläubiger hätten nur dann einen Verlust erlitten, wenn der Preis, den die neuen Investoren für die Bank gezahlt hätten, niedriger gewesen wäre als die Forderungen der vorrangigen Gläubiger gegenüber der Holdinggesellschaft.

Funktionsweise des Mechanismus ohne versicherte Einlagen:
Verkauf der Bank

Grafik 2

Verkauf durch die Holdinggesellschaft und Verteilung des Erlöses an die Gläubiger, streng nach Forderungshierarchie



Bilanz der Holdinggesellschaft unmittelbar nach Verkauf der Bank

Aktiva (Barmittel aus dem Verkauf der Bank) \$ 10	Vorrangige Titel: \$ 7 (Auszahlung \$ 7)
	Nachrangige Titel: \$ 5 (Auszahlung \$ 3)
	Ehemalige Aktionäre der Bank: \$ 4 (Auszahlung \$ 0)

Erweiterte Erläuterung der Regelung: mit versicherten Einlagen

In Wirklichkeit beinhaltet die Bilanz einer Bank sowohl versicherte als auch nicht versicherte Einlagen. Aber auch wenn in der Erläuterung versicherte Einlagen berücksichtigt werden, ändert sich bei der Durchführung der vorgeschlagenen Regelung nichts. *Nicht versicherte* Einlagen werden unter der Regelung genauso behandelt wie andere vorrangige Verbindlichkeiten in dem obigen Beispiel. Das heisst, sie unterliegen der gleichen teilweisen Abschreibung, die bei anderen vorrangigen Gläubigern angewandt wird, die eine gleichrangige Forderung haben. Wie in dem obigen Beispiel werden die Einleger auch hier mit Titeln der Holdinggesellschaft entschädigt.⁶ Die Behörden müssen jedoch eine ganz klare Zusicherung abgeben, dass *versicherte* Einlagen während der zwangsweisen Rekapitalisierung einer TBTF-Bank vollumfänglich geschützt sind, um einen Sturm auf die Bank zu vermeiden und die Finanzstabilität zu wahren.

⁶ Der Einfachheit halber wird in dem Beispiel davon ausgegangen, dass es in dem Land, in dem die Regelung angewandt wird, keine „Einlegerpräferenz“ gibt. Das heisst, es gibt im Liquidationsfall keine gesetzliche Vorzugsbehandlung von Einlegern gegenüber anderen vorrangigen Forderungen. Gäbe es eine Einlegerpräferenz, dürfte sich eine Abschreibung gemäss der vorgeschlagenen Regelung weder auf die nicht versicherten Einlagen noch auf das Einlagensicherungssystem für die versicherten Einlagen auswirken bzw. erst dann, wenn sämtliche nachrangigen Forderungen bereits vollständig abgeschrieben worden sind.

Eine solche klare Zusicherung gibt es nicht bei einer Regelung, in deren Rahmen ein Teil der Verluste zuerst den versicherten Einlegern zugewiesen wird und diese dann aufgefordert werden, ihren Verlust vom Einlagensicherungssystem zurückzufordern. Auch wenn die Gläubigerhierarchie eingehalten wird, würde dieser umständliche Ansatz das Vertrauen in das Finanzsystem schwächen und zu Abhebungen führen. Darüber hinaus ist dieses Vorgehen unnötig. Es gibt einen wirkungsvolleren Ansatz, um das Vertrauen der versicherten Einleger in eine gläubigerfinanzierte Rekapitalisierungsregelung zu wahren, der noch dazu viel einfacher ist: Die Einlagensicherungssysteme müssten aufgefordert werden, den Verlust direkt zu übernehmen. Dann blieben die versicherten Einlagen unberührt.

Dieser Ansatz sieht wie folgt aus: Statt einen Teil der versicherten Einlagen im Rahmen des Verfahrens zur Schaffung von Eigenkapital abzuschreiben, würde das notwendige Eigenkapital durch eine direkte Zahlung des Einlagensicherungssystems an die Bank geschaffen (womit sich die Aktiva der Bank erhöhen). Das Einlagensicherungssystem hätte dann eine Forderung gegenüber der Holdinggesellschaft gemäss Schritt 3 der vereinfachten Erläuterung, wie die nicht versicherten Gläubiger, deren Forderungen abgeschrieben wurden.

Die drei Schritte der vereinfachten Erläuterung werden hier noch einmal im Kontext einer TBTF-Bank mit versicherten Einlagen durchgegangen.

Schritt 1 mit versicherten Einlagen: Rekapitalisierung der Bank über das Wochenende

Dieser Schritt entspricht weitgehend dem beschriebenen Fall, in dem es keine versicherten Einlagen gibt. Aber statt dass ein Teil der versicherten Einlagen zur Schaffung von Eigenkapital abgeschrieben wird, leistet das Einlagensicherungssystem eine Zahlung in gleicher Höhe an die Bank. Die versicherten Einleger wären demzufolge überhaupt nicht von der Abschreibung betroffen. Allerdings würde das Einlagensicherungssystem neben anderen vorrangigen Gläubigern die höchstrangigen Titel der Holdinggesellschaft erhalten⁷ (Grafik 3). Die Zahl der Titel, die das Einlagensicherungssystem hält, entspricht dem Anteil der versicherten Einlagen der Bank, der ansonsten abgeschrieben worden wäre.

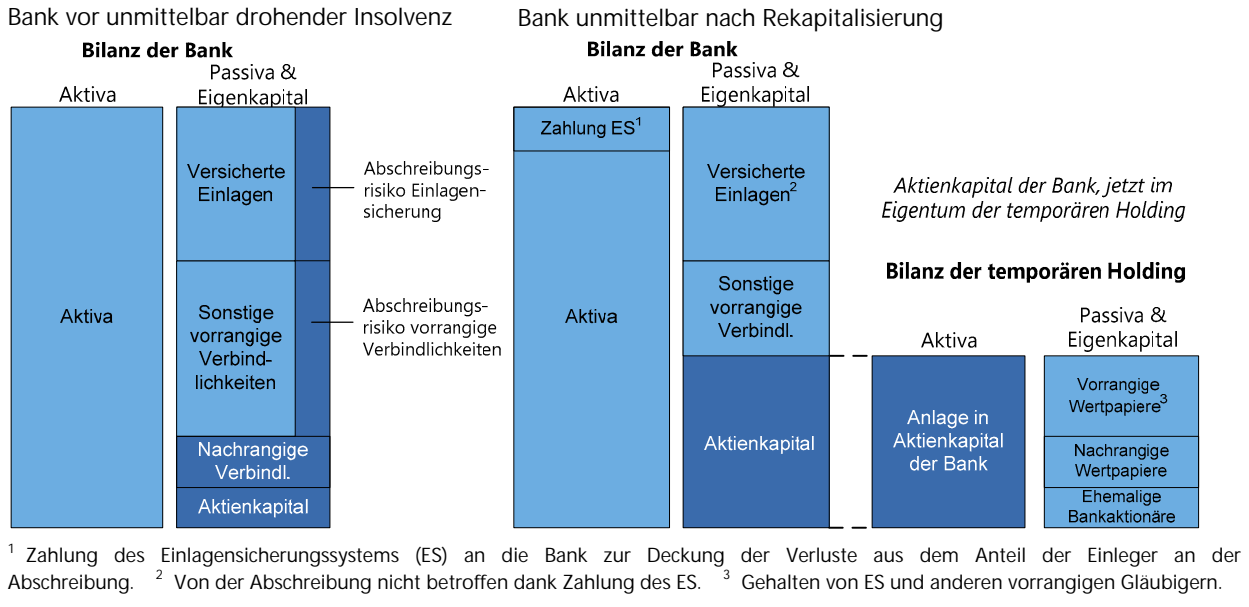
Schritt 2 mit versicherten Einlagen: Die Bank nimmt ihren Geschäftsbetrieb nach dem Wochenende wieder auf

Dieser Schritt entspricht weitgehend dem beschriebenen Fall, in dem es keine versicherten Einlagen gibt. Allerdings würden die Behörden in einer Mitteilung bekannt geben, dass die gesicherten Einlagen durch das Einlagensicherungssystem geschützt sind und dass das Geld der versicherten Einleger nicht betroffen ist.

Schritt 3 mit versicherten Einlagen: Verkauf der rekapitalisierten Bank

Dieser Schritt entspricht weitgehend dem beschriebenen Fall, in dem es keine versicherten Einlagen gibt. Allerdings würde ein Teil des Verkaufserlöses an das Einlagensicherungssystem und die Inhaber von gleichermassen vorrangigen Forderungen ausbezahlt, bevor alle anderen Anleger etwas erhalten.

⁷ In einem Land mit Einlegerpräferenz würden nur das Einlagensicherungssystem und die nicht versicherten Einleger die höchstrangigen Titel der Holdinggesellschaft erhalten. Andere vorrangige Bankgläubiger würden Titel erhalten, die im Rang unmittelbar darunter liegen.



Behandlung von besicherten Finanzierungen bei einer Rekapitalisierung

Damit eine Abwicklungsregelung nicht gegen existierende Vereinbarungen mit Investoren verstösst, müssen Finanzmittel, die einer Bank auf besicherter Basis zur Verfügung gestellt wurden, weiterhin geschützt sein. Der Schutz sollte sich jedoch nur so weit erstrecken, wie die betreffenden Forderungen durch Sicherheiten gedeckt sind. Ist zum Zeitpunkt drohender Insolvenz ein Teil solcher Finanzierungen nicht gedeckt, weil die Sicherheiten nicht ausreichen, ist dieser Teil zusammen mit anderen nicht besicherten Forderungen abzuschreiben.

Vergleich mit anderen Rekapitalisierungsansätzen

Die vorgeschlagene Regelung beinhaltet Elemente von zwei grossen Kategorien von etablierten oder angedachten Rekapitalisierungsansätzen – Bail-in-Strategien und bestimmte Strategien mittels Holdinggesellschaft –, die eine schnelle Rekapitalisierung einer insolventen Bank oder eines insolventen Bankkonzerns (z.B. an einem Wochenende) zum Ziel haben.

- *Bail-in-Strategien.* Ziel dieser Strategien ist es, eine Rekapitalisierung mithilfe einer direkten Umwandlung der Forderungen von Bankgläubigern in neu emittierte Stammaktien durchzuführen.⁸ Bail-in-Massnahmen, bei denen Stammaktien an Bankgläubiger gemäss einer vorab definierten Formel zum

⁸ Nähere Einzelheiten finden sich in: Internationaler Währungsfonds, „From bail-out to bail-in: mandatory debt restructuring of systemic financial institutions“, *Staff Discussion Note 12/03*, Washington, April 2012.

Zeitpunkt der drohenden Insolvenz ausgegeben werden, werden im vorliegenden Artikel als „direkte Bail-in-Massnahmen“ bezeichnet.

- *Abwicklungsstrategien mittels Holdinggesellschaft (bestimmte „Single point of entry“-Strategien).*⁹ Diese Strategien werden in der Regel auf Banken angewandt, die vor dem Zeitpunkt drohender Insolvenz im Besitz einer nicht operativen Holdinggesellschaft sind, die Schuldtitel ausgegeben hat. Muss der Bankkonzern als Ganzes rekapitalisiert werden, kann die Holdinggesellschaft gezwungen werden, die Bank zu verkaufen oder sie auf die Abwicklungsbehörde zu übertragen. Damit würde der Konzern rekapitalisiert, da er von den Verbindlichkeiten auf Stufe der Holdinggesellschaft befreit würde.

In der Praxis gibt es zahlreiche weitere Rekapitalisierungsansätze, jeweils mit vielen möglichen Varianten. Einige dieser Ansätze streben eine Rekapitalisierung über einen längeren Zeitraum an, um den nationalen Behörden die notwendige Zeit zu geben, eine sorgfältige Einschätzung des Rekapitalisierungsbedarfs der insolventen Bank durchzuführen. Diese Ansätze werden in dem vorliegenden Artikel gesamthaft als „gestaffelte Rekapitalisierungsansätze“ bezeichnet. Ein Beispiel für einen gestaffelten Rekapitalisierungsansatz ist ein modifizierter Bail-in-Mechanismus, der die Umwandlung der Forderungen von Bankgläubigern so lange aufschiebt, bis die offizielle Einschätzung des Rekapitalisierungsbedarfs der Bank vorliegt. Ein weiteres Beispiel für einen gestaffelten Ansatz ist der Ansatz einer „Brückenbank“. Hier wird eine Bank in eine „gute Bank“ und eine „schlechte Bank“ auf der Basis einer sorgfältigen Einschätzung des Kapitalbedarfs der guten Bank aufgeteilt.

Obleich die in diesem Artikel vorgeschlagene Regelung Elemente der oben erläuterten existierenden oder angedachten Rekapitalisierungsansätze enthält, ist sie so gestaltet, dass sie die grössten Tücken dieser Ansätze vermeidet. Sie ist deshalb vielleicht die *einzig*e Strategie, die gleichzeitig i) die Gläubigerhierarchie einhält (bei maximaler Kosteneffizienz), ii) eine Rekapitalisierung über ein Wochenende ermöglicht und den Anlegern sofortige Gewissheit über ihren maximalen Verlust verschafft (und so die Risiken für die Finanzstabilität begrenzt) sowie iii) auf alle nicht versicherten Gläubiger in einem TBTF-Konzern angewandt werden kann (Vermeidung des Moral-Hazard-Problems).

Vergleich mit Bail-in-Strategien

Einhaltung der Gläubigerhierarchie

Wenn ein Unternehmen liquidiert wird, verkauft der Liquidator die Vermögenswerte des Unternehmens und teilt den Erlös auf die vorrangigen Gläubiger, die nachrangigen Gläubiger und die Aktionäre in genau dieser Reihenfolge auf (d.h. gemäss ihrer Rangordnung in der Struktur der Passiva). Für die Aktionäre bedeutet dies: Sobald ein Gläubiger einen Verlust erleidet, gehen sie leer aus. Entsprechend gehen

⁹ In diesem Artikel bezieht sich Abwicklung mittels Holdinggesellschaft auf „Single point of entry“ gemäss der Definition der US-Behörden. Der US-Ansatz mit einem „Single point of entry“ umfasst die Rekapitalisierung des gesamten Bankkonzerns durch Zuweisung der Verluste auf Stufe der Muttergesellschaft, wenn die Muttergesellschaft eine nicht operative Holdinggesellschaft eines TBTF-Bankkonzerns ist. Nähere Einzelheiten hierzu sowie zum Ansatz der Bank of England im Hinblick auf eine Abwicklung mittels einem „Single point of entry“ finden sich in: Federal Deposit Insurance Corporation und Bank of England, *Resolving globally active, systemically important, financial institutions*, Dezember 2012.

die nachrangigen Gläubiger leer aus, wenn die vorrangigen Gläubiger einen Verlust erleiden.

Bei direkten Bail-in-Strategien wird diese Gläubigerhierarchie nicht strikt eingehalten. Hier werden die Forderungen von Bankgläubigern direkt in Aktien umgewandelt. Dies hat zwar eine Verwässerung der Ansprüche bestehender Aktionäre zur Folge, dafür gehen sie aber nicht leer aus, selbst wenn bestehende Gläubiger einen Verlust erleiden.¹⁰ Unter der vorgeschlagenen gläubigerfinanzierten Rekapitalisierungsregelung gibt es diesen Verstoss gegen die Hierarchie nicht, da die Aktionäre nur dann eine Entschädigung erhalten, wenn die Forderungen der Gläubiger voll abgegolten wurden. Ebenso erhalten nachrangige Gläubiger nur dann eine Entschädigung, wenn die Forderungen der vorrangigen Gläubiger voll abgegolten wurden.

Entschädigung der Gläubiger

Jede Regelung, die die Abschreibung von Gläubigerforderungen vorsieht, um eine insolvente Bank zu rekapitalisieren, bringt die Behörden in eine schwierige Situation. Einerseits sollten die Abschreibungen so umfassend sein, dass die rekapitalisierte Bank auch ohne Zuschüssen von Steuermitteln lebensfähig ist. Andererseits wollen die Behörden die Gläubiger fair behandeln, die Gefahr von Instabilität im Finanzsystem eindämmen und den Gläubigern deshalb keine grösseren Verluste zuweisen als nötig. Darüber hinaus führt eine aufgeschobene Entscheidung über die Höhe der Abschreibungen zu anhaltender Unsicherheit bezüglich des Verlusts, der schliesslich von den Gläubigern zu tragen ist. Dies kann ernsthafte Folgen für die Finanzstabilität haben.

Die hier vorgeschlagene Regelung ermöglicht es den Behörden, einen guten Mittelweg zwischen Stabilität und Fairness zu finden. Sie können einen umsichtigen und zeitnahen Ansatz wählen, um die Höhe der Abschreibungen zu bestimmen, die notwendig sind, um die Bank an einem Wochenende zu rekapitalisieren. Damit erhalten die Gläubiger *sofortige* Gewissheit über ihren *maximalen* Verlust, was die Risiken für die Finanzstabilität begrenzt. Darüber hinaus können die Gläubiger weiterhin sicher sein, dass sie, unabhängig von der Höhe der Abschreibungen, letztlich fair entschädigt werden. Denn der Preis, der beim Verkauf der rekapitalisierten Bank am Markt in Schritt 3 dieser Regelung erzielt wird, liegt über dem Betrag, der in Schritt 1 abgeschrieben wird.¹¹

¹⁰ Die Gläubiger erleiden einen Verlust, wenn der Wert der Aktien, die sie erhalten, geringer ist als der Betrag, um den ihre ursprünglichen Forderungen herabgesetzt wurden. Bei einem erheblichen Rekapitalisierungsbedarf der Bank ist dies unvermeidlich. Denkbar wäre aber auch: Falls die Gläubiger bereit wären, einen möglichen Verlust zu tragen, bevor die Aktionäre der Bank leer ausgehen (z.B. durch den Kauf eines Schuldinstruments, dessen Klauseln diese Möglichkeit vorsehen, ein sogenanntes „vertragliches Bail-in“), dann entstünde eine neue Gläubigerhierarchie. Hier geht es jedoch darum, ob ein Abwicklungsansatz die *bestehende* etablierte Gläubigerhierarchie einhält, die im Liquidationsfall angewandt wird. Dies lässt sich damit begründen, dass die Einhaltung der Gläubigerhierarchie entscheidend dazu beiträgt, Unsicherheit zu begrenzen und für bestehende Anleiheinvestoren attraktiv zu sein (siehe Abschnitt „Marktzugangstiefe und Liquidität“).

¹¹ Die Regelung zeichnet sich dadurch aus, dass sie sich auf die Bewertung der Bank am Markt stützt und die Gläubigerhierarchie einhält. Bezüglich der Zuweisung von Verlusten ähnelt sie damit stark einem gängigen Liquidationsverfahren. Wenn ein Unternehmen nicht mehr lebensfähig ist und in Liquidation geht, werden die normalen Ansprüche der Aktionäre und Gläubiger durch Ansprüche auf den Erlös aus dem Verkauf der Unternehmensaktiva ersetzt. Wird die vorgeschlagene Regelung zur Rekapitalisierung einer Bank angewandt, übernimmt die temporäre Holdinggesellschaft faktisch

Das folgende Beispiel soll diesen Punkt näher erläutern: Die Behörden beschliessen, einen erheblichen Anteil der Forderungen von vorrangigen Gläubigern abzuschreiben, um sicherzustellen, dass die Bank über eine gute Kapitalisierung verfügt und zweifelsfrei in der Lage ist, die Forderungen aller verbleibenden Gläubiger zu begleichen. Dadurch würde der Wert der rekapitalisierten Bank steigen und ein höherer Verkaufspreis erzielt werden. Der höhere Preis würde wiederum bedeuten, dass mehr Kapital zur Verfügung steht, das an dieselben vorrangigen Gläubiger als Entschädigung für die erlittenen Abschreibungen verteilt werden könnte. Diese sich selbst korrigierende Dynamik sorgt dafür, dass die Gläubiger eine Entschädigung erhalten, die dem Marktwert Rechnung trägt, und schützt die Behörden vor dem Vorwurf, im Interesse einer schnellen Wiederherstellung der Finanzstabilität Gläubiger zu benachteiligen (oder zu bevorzugen).

Mit der Verwendung der Marktbewertung für die Verlustzuweisung an die Gläubiger unterscheidet sich die vorgeschlagene Regelung deutlich von dem Ansatz, die Verluste im Rahmen eines *direkten* Bail-in zuzuweisen. Direkte Bail-in-Strategien streben danach, Klarheit bezüglich des Verlusts zu schaffen, den die Gläubiger durch die rasche Umwandlung von Fremdkapital in Eigenkapital erleiden. Dabei wird aber die Zahl der an die Gläubiger abgegebenen Aktien festgesetzt, bevor der Marktwert der Bank nach erfolgter Rekapitalisierung feststeht. Das heisst, bei einer direkten Bail-in-Strategie wird ein Betrag in unbekannter Höhe an die Gläubiger verteilt, was dazu führt, dass sie entweder eine zu hohe oder eine zu niedrige Entschädigung für ihren Forderungsverlust erhalten. Wenn Anleger Schuldtitel aus einem Bail-in erwerben, möchten sie für diese Unsicherheit entschädigt werden. Das direkte Bail-in ist somit mit Kosten verbunden, die bei der hier vorgeschlagenen Regelung nicht anfallen. (Bestimmte modifizierte Bail-in-Strategien versuchen allerdings, dieses Entschädigungsproblem zu lösen, indem sie die Umwandlung der Forderungen von Bankgläubigern aufschieben. Auf diese Strategien wird in dem Abschnitt „Vergleich mit gestaffelten Rekapitalisierungsansätzen“ weiter unten eingegangen.)

Marktzugangstiefe und Liquidität

Ein weiterer wichtiger Faktor, der die Refinanzierungskosten einer Bank beeinflusst, ist die Tiefe und Liquidität der Märkte für die von ihr ausgegebenen Schuldinstrumente. In der Praxis bestehen für viele Anleger, die Schuldtitel von Banken erwerben, Mandate, die ihnen Anlagen in Kapitaltiteln verbieten. Demzufolge sind Bail-in-Schuldtitel, die potenziell in Eigenkapital gewandelt werden können (ohne Gewissheit bezüglich einer angemessenen Entschädigung), für aktuelle Anleiheinvestoren möglicherweise nicht akzeptabel. Infolgedessen dürften diese Instrumente weniger liquide sein als reine Schuldtitel.

Im Gegensatz dazu ist es bei den in die vorgeschlagene Rekapitalisierungsregelung einbezogenen Schuldtitel nicht unbedingt nötig, dass die Anleger Eigenkapitaltitel halten dürfen. Die Regelung gewährleistet ausserdem eine angemessene Entschädigung unter Einhaltung der Forderungshierarchie. Wie bei dem Verkauf von Bankaktiva im Falle einer Liquidation erhalten die Inhaber von Schuldtiteln Barmittel aus dem Verkauf der Bank. Es ist deshalb wahrscheinlicher, dass diese Schuldtitel

die Rolle des Liquidators. Dabei werden nicht die einzelnen Vermögenswerte der Bank, sondern die Bank insgesamt als fortzuführendes Unternehmen („Going Concern“) verkauft. Da die Bank durch die Aufrechterhaltung des „Going-Concern“-Status ihren Marktwert behält, dürfte beim Verkauf der Bank als Ganzes in der Regel ein höherer Wert für die Gläubiger erzielt werden als bei einer Liquidation.

liquide sind, da sie eher als Fremdkapital eingestuft und in Anleiheindizes aufgenommen werden und für bestehende Anleiheinvestoren im In- und Ausland akzeptabel sind.

Mit anderen Worten: Im Vergleich zu einem direkten Bail-in dürfte die vorgeschlagene Regelung dazu beitragen, den Zugang zum Kreditmarkt zu vertiefen und die Liquiditätssituation zu verbessern. Sie berücksichtigt nämlich die Struktur *bestehender* Anlagemärkte und versucht nicht, diese zu verändern, um neue Märkte für grosse Mengen hybrider „Debt-Equity“-Instrumente zu schaffen.

Aktionärsbasis

Bei einem direkten Bail-in setzen sich die „Post-bail-in“-Aktionäre der Bank aus „Pre-bail-in“-Aktionären und Gläubigern zusammen. Im Gegensatz dazu sind die Aktionäre unter der vorgeschlagenen Rekapitalisierungsregelung neue und willige Investoren, die ihre Entscheidung zum Kauf der rekapitalisierten Bank bewusst getroffen haben. Die vorgeschlagene Regelung vermeidet somit die Situation, in der Inhaber von Schuldtiteln unerwartet zu Aktionären werden und nicht bereit sind, wichtige Pflichten auszuüben, wie beispielsweise die Wahl von Geschäftsleitungsmitgliedern, die die Bank führen. Unter der vorgeschlagenen Regelung ist es ausserdem möglich, die neuen Aktieninhaber der Bank allen gebräuchlichen Screening-Verfahren zu unterwerfen, die die Aufsichtsinstanzen für potenzielle neue Eigentümer von Banken anwenden. Bei einem direkten Bail-in ist dies nicht unbedingt möglich, da hier sofort Aktien an die von der Kapitalumwandlung betroffenen Gläubiger ausgegeben werden.

Vergleich mit der Abwicklung mittels Holdinggesellschaft („Single point of entry“)

Kosteneffizienz

Die vorgeschlagene Rekapitalisierungsregelung sieht die Absorption von Verlusten auf Stufe der Bank (d.h. auf Stufe der operativen Gesellschaft) vor. Sie kann aber auf jede Gesellschaft eines Bankkonzerns angewandt werden. Dies steht im Gegensatz zu einer Regelung, bei der die Verluste den Inhabern von Schuldtiteln einer bestehenden Holdinggesellschaft zugewiesen werden, in deren Besitz die Bank ist. Bei letzterer Regelung dürften unnötige Kosten aus „struktureller Nachrangigkeit“ anfallen. Denn Schuldtitel, die von der Holdinggesellschaft ausgegeben wurden, sind in der Praxis nachrangig gegenüber anderen Schuldtiteln, die von der operativen Banktochter ausgegeben wurden, und sind deshalb teurer.

Das folgende Beispiel soll diesen Punkt erläutern: Ein Bankkonzern besteht aus einer Holdinggesellschaft, die Eigentümerin einer einzigen Banktochter ist. Angenommen, die Behörden verlangen vom Konzern die Ausgabe neuer Schuldtitel, die im Liquidationsfall Verluste absorbieren können, um die Liquidierbarkeit des Konzerns zu verbessern. Ist es wirkungsvoller, diese Schuldtitel auf Stufe der Holdinggesellschaft oder auf Stufe der operativen Banktochter zu emittieren? Die Antwort lautet: auf Stufe der Tochter.

Schuldtitel, die auf Stufe der Holdinggesellschaft ausgegeben werden, sind „strukturell nachrangig“ gegenüber Schuldtiteln, die auf Stufe der operativen Bank emittiert werden. Erstere sind nämlich für die Zahlung aufgelaufener Zinsen von den Aktiendividenden abhängig, die die Bank an die Holdinggesellschaft ausschüttet. Das oberste Verwaltungsorgan und/oder die Geschäftsleitung der operativen Bank

sind jedoch befugt, Dividendenausschüttungen auf Aktien zu stoppen. Überdies ist in Krisensituationen auch die Bankenaufsicht befugt, Dividenden zu kürzen oder zu stoppen. Das heisst, bei struktureller Nachrangigkeit kommt das Ermessen der Geschäftsleitung und der Aufsicht ins Spiel. Das führt zu Unsicherheit, die nicht nur die Kosten der auf Stufe der Holdinggesellschaft ausgegebenen Schuldtitel, sondern die gesamten Refinanzierungskosten des Bankkonzerns erhöht.¹²

Im Gegensatz dazu hängen auf Stufe der Bank ausgegebene Schuldtitel nicht von der Ausschüttung diskretionärer Dividenden ab, sondern einzig und allein davon, dass die Bank keinen Ausfall erleidet. Werden die Dividenden gekürzt, um hartes Kernkapital aufzubauen, führt dies ausserdem dazu, dass die von der Bank ausgegebenen Schuldtitel besser geschützt sind, da sie jetzt durch ein grösseres Eigenkapitalpolster unterlegt sind. In der Praxis haben Ratingagenturen, darunter die zwei weltweit grössten Bankratingagenturen, in der Vergangenheit die Schuldtitel einer nicht operativen Holdinggesellschaft mindestens eine Stufe schlechter bewertet als Schuldtitel, die von der operativen Bank ausgegeben wurden. Grund hierfür waren die strukturelle Nachrangigkeit und andere Überlegungen. Bei Bankkonzernen, die ein schlechtes Rating haben oder sich in Schwierigkeiten befinden, kann die Herabstufung sogar noch tiefer ausfallen. Diese seit Langem etablierte Praxis wurde kürzlich im Zusammenhang mit dem Dodd-Frank Act und den Abwicklungsstrategien mittels Holdinggesellschaft bestätigt.¹³

Moral Hazard

Die vorgeschlagene Regelung ist so gestaltet, dass das Moral-Hazard-Problem besser gelöst wird als bei einer Abwicklungsstrategie mittels Holdinggesellschaft (oder „Single point of entry“). Die Lösung besteht darin, Verluste *allen* nicht versicherten Gläubigern der Bank zuzuweisen und nicht lediglich einer Untergruppe, d.h. den Inhabern von Schuldtiteln der Holdinggesellschaft.

Ein offensichtliches Problem im Zusammenhang mit der Verlustzuweisung ausschliesslich an Gläubiger der Holdinggesellschaft (oder nur an bestimmte Kategorien von Gläubigern der operativen Bank) besteht darin, dass der Gesamtbetrag, der voraussichtlich abgeschrieben wird, unter Umständen für die Rekapitalisierung der Bank nicht ausreichend ist. Ausserdem könnten die übrigen Gläubiger glauben, dass ihre Forderungen weiterhin geschützt sind, wenn es keine Regelung gibt, unter der ihnen Verluste zugewiesen werden können, falls eine Rekapitalisierung notwendig wird.

Problematisch wird es auch dann, wenn Schuldtitel, die von einer Holdinggesellschaft ausgegeben wurden, oder bestimmte Kategorien von Schuldtiteln, die von der Bank ausgegeben wurden, als primäre Refinanzierungsquelle zur Deckung der Rekapitalisierungskosten vorgesehen sind. Da es viel einfacher ist, Gläubigern mit einfacheren vorrangigen Forderungen (z.B. Schuldtiteln, die an externe Anleger ausgegeben wurden) Verluste zuzuweisen als Gläubigern mit komplexeren Forde-

¹² Strukturelle Nachrangigkeit hängt nicht vom Land ab. Gleichwohl können die Auswirkungen stärker ausfallen, wenn die Holdinggesellschaft von einer anderen Instanz beaufsichtigt wird als die operative Tochtergesellschaft, und erst recht, wenn die beiden Aufsichtsinstanzen aus verschiedenen Ländern stammen.

¹³ Weitere Einzelheiten zu den Methoden von Ratingagenturen finden sich z.B. in Standard & Poor's, *Reassessing US non-operating financial holding company creditworthiness under the Dodd-Frank Act*, 10. Dezember 2012; Standard & Poor's, *Criteria: financial institutions: general: analytical approach to assessing non-operating holding companies*, 17. März 2009; Moody's Investors Service, *Reassessing systemic support in US bank ratings – an update and FAQs*, 27. März 2013.

rungen (z.B. Derivaten), tendieren Abwicklungsstrategien, die genügend Kapital zur Deckung möglicher Verluste sicherstellen wollen, dazu, Verluste zuerst den Gläubigern mit den einfacheren Forderungen zuzuweisen. Eine ähnliche Situation kann auftreten, wenn die Behörden versuchen, kurzfristige Finanzierungen davor zu schützen, im Falle einer Abwicklung oder Rekapitalisierung Verluste zu tragen. Der Nachteil solcher Strategien ist, dass die Gläubigerhierarchie nicht eingehalten wird und vorrangige Forderungen, die am komplexesten sind und die kürzeste Laufzeit haben, quasi von denen subventioniert werden, die weniger komplex sind und eine längere Laufzeit haben. Dies könnte den jüngsten Anstrengungen der Aufsichtsbehörden zum Komplexitätsabbau und zur Laufzeitenverlängerung von Finanzierungen entgegenwirken und die Widerstandsfähigkeit des globalen Finanzsystems auf lange Sicht gefährden.

Die vorgeschlagene Rekapitalisierungsregelung ist auf alle nicht versicherten Gläubiger einer beliebigen Konzerngesellschaft eines Finanzkonzerns anwendbar (sei es eine Bank, ein Broker-Dealer, eine Versicherung oder ein anderer Konzern), für den die Behörden eine Alternative zu einer mit Steuermitteln finanzierten Rettung suchen. Die Regelung kann gezielt auf die operative TBTF-Gesellschaft des Konzerns angewandt werden, die von einem Ausfall bedroht ist, unabhängig davon, ob es sich um die Holding oder eine Tochter handelt. Diese universelle Anwendbarkeit ist der Tatsache zu verdanken, dass die temporäre Holdinggesellschaft erst gegründet wird, wenn der Mechanismus ausgelöst wird. Da die temporäre Holdinggesellschaft nicht Teil der Konzernstruktur ist, kann sie für die Rekapitalisierung jeder beliebigen Gesellschaft eines TBTF-Konzerns eingesetzt werden. Dies steht im Gegensatz zu einem „Single point of entry“-Ansatz: Dort werden die Verluste bewusst ausschliesslich den Schuldtiteln zugewiesen, die von der Muttergesellschaft des Konzerns ausgegeben wurden. Dieser Ansatz eignet sich deshalb nur begrenzt, das Moral-Hazard-Problem für alle Konzerngesellschaften zu lösen.

Signalwirkung am Markt

Abgesehen vom Moral-Hazard-Problem kann der „Single point of entry“-Ansatz auch von einem „Signalwirkungsproblem“ betroffen sein. Ein grosser Bankkonzern zum Beispiel, der aus einer Holdinggesellschaft und mehreren internationalen Banktöchtern besteht, wird von den Marktteilnehmern als „too big to fail“ eingestuft. Unter einer Abwicklungsregelung mittels Holdinggesellschaft sind die Schuldtitel der Holdinggesellschaft die Finanzierungsquelle zur Deckung von Verlusten, wenn der Konzern rekapitalisiert werden muss. Diese Schuldtitel dienen damit praktisch als Quelle von Eigenkapital, um die Gläubiger der Tochterbanken zu schützen. Falls eine bestimmte Tochtergesellschaft übermässige Risiken eingeht, würden somit die Refinanzierungskosten der Holdinggesellschaft steigen. Damit würde ein Signal an den Markt gesendet und der gesamte Konzern einer gewissen Marktdisziplin unterworfen. Unter dieser Regelung ist es allerdings nicht möglich, diese gestiegenen Refinanzierungskosten auf Stufe der Holdinggesellschaft mit Gewissheit den Risiken zuzuordnen, die eine bestimmte Tochtergesellschaft eingeht: d.h., die Quelle des Marktsignals ist unbekannt.

Unter der vorgeschlagenen Rekapitalisierungsregelung sind es die Gläubiger der Banktöchter selbst, die die Kosten der Rekapitalisierung tragen. Das bedeutet: Falls eine Tochtergesellschaft übermässige Risiken eingeht, würden die Refinanzierungskosten dieser spezifischen Tochtergesellschaft steigen. Das wiederum heisst, dass die Quelle des Marktsignals eindeutig ist und dass diejenige Konzerngesellschaft der Marktdisziplin unterworfen wird, die tatsächlich die übermässigen Risiken eingeht. Diese klareren Marktsignale dürften es Aufsichtsinstanzen, Risikomanagern

und der Geschäftsleitung ermöglichen, herauszufinden, woher die Bedenken des Marktes betreffend die Risikoübernahme innerhalb eines komplexen Konzerns stammen. Dies wiederum sollte zu einer wirkungsvollen Kapitalallokation innerhalb des gesamten Konzerns beitragen.

Vergleich mit gestaffelten Rekapitalisierungsansätzen

Bei gestaffelten Rekapitalisierungsansätzen, zu denen gemäss obiger Definition modifizierte Bail-in-Strategien und Brückenbank-Strukturen zählen, wird die Entscheidung bezüglich der Höhe der Verluste und möglicherweise auch deren Zuweisung an die Gläubiger aufgeschoben, bis eine sorgfältige Bewertung der insolventen Bank durchgeführt wurde. Diese Bewertung kann von den Behörden selbst oder von unabhängigen Beratern durchgeführt werden. Die Behörden stützen sich auf diese Bewertung, um die Höhe der Verluste festzulegen, die den Aktionären und den Gläubigern zugewiesen werden, um die Bank zu rekapitalisieren. Zum einen soll so eine präzisere Einschätzung des Wertes der Bank erreicht werden, als dies an einem Wochenende möglich wäre. Zum anderen soll bei der Zuweisung der Verluste die Hierarchie der Forderungen eingehalten werden.

Neben dem Problem, dass jede Bewertung sehr subjektiv ist, besteht ein Nachteil dieser gestaffelten Rekapitalisierungsansätze jedoch darin, dass die Gläubiger keine sofortige Gewissheit über ihren maximalen Verlust erhalten. Bei diesen Ansätzen wird der Zeitraum der Ungewissheit ausgeweitet auf die *gesamte Höhe* aller Gläubigerforderungen, die letztlich aufgrund der Bewertung von einem Verlust betroffen sein könnten. Diese ausgeweitete Ungewissheit hinsichtlich des Status der Gläubigerforderungen kann zur Instabilität des Finanzsystems beitragen, die Wirkung negativer Meldungen verstärken und den Marktwert der Bank beeinträchtigen. Dies kann letztlich zu unnötigen weiteren Verlusten für die Gläubiger führen. Im Gegensatz dazu versetzt die vorgeschlagene Rekapitalisierungsregelung die Behörden in die Lage, der Ungewissheit schnell ein Ende zu bereiten, da die Verluste der Gläubiger auf die Forderungsbeträge begrenzt werden, die direkt in Schritt 1 abgeschrieben werden. Dies trägt zum Ziel der Finanzstabilität bei, die grosse Unsicherheit zu beenden, die vor Bekanntgabe der Rekapitalisierung der Bank herrscht.

Kurz: Bei einem direkten Bail-in werden die Risiken für die Finanzstabilität eher begrenzt, indem die Verluste zeitnah den Gläubigern zugewiesen werden, um eine Rekapitalisierung zu ermöglichen. Bei einer gestaffelten Rekapitalisierung wird hingegen versucht, die Verluste den Gläubigern gemäss der Gläubigerhierarchie so zuzuweisen, dass der Wert der rekapitalisierten Bank sorgfältiger berücksichtigt wird. Die vorgeschlagene Rekapitalisierungsregelung will *beide* Vorteile gleichzeitig bieten.

Umsetzung

In diesem Artikel wurde gezielt auf die Vorteile eingegangen, die die Gesamtstruktur der vorgeschlagenen Regelung mit sich bringt. Wie bei anderen Rekapitalisierungsansätzen müssten jedoch auch hier verschiedene operationelle und rechtliche Aspekte im Einzelnen geklärt und den Aktionären mitgeteilt werden, bevor mit einer Umsetzung begonnen werden kann. Hierzu gehören u.a. die genaue Behandlung der verschiedenen Arten von vorrangigen Gläubigerforderungen, einschliess-

lich all jener, die komplex sind. Deshalb wird ein pragmatischer, mehrstufiger Ansatz für die Umsetzung empfohlen.

In der ersten Phase der Umsetzung würde die vorgeschlagene gläubigerfinanzierte Rekapitalisierungsregelung auf alle Ansprüche von Aktionären und nachrangigen Gläubigern angewandt. Die Behörden würden grosse Banken auffordern, für eine ausreichende Menge ausstehender nachrangiger Schuldtitel zu sorgen, um den Grossteil ihres Rekapitalisierungsbedarfs zu decken (eine Anforderung, die nach Abschluss der zweiten Phase gelockert werden könnte).

Nachdem die genaue Behandlung der vorrangigen Forderungen festgelegt ist und die entsprechenden rechtlichen und operationellen Aspekte geklärt sind, würde in der zweiten Phase die Abschreibung erfolgen: Alle nicht versicherten vorrangigen Forderungen würden gleichzeitig, unabhängig von ihrer Komplexität, anteilmässig abgeschrieben. Die Möglichkeit, dass nicht versicherte Einleger in dieser Phase einen Verlust erleiden, bedeutet für die Behörden, dass sie den Umfang der Einlagensicherung und die Frage der Einlegerpräferenz sorgfältig abwägen müssen (d.h. ob gesetzlich festgelegt ist, dass Einlagen Vorrang vor anderen vorrangigen Forderungen haben).

Zusammenfassung

In diesem Artikel wird eine unkomplizierte Rekapitalisierungsregelung vorgestellt, die die Rechte der Gläubiger wahrt und eine Rekapitalisierung einer TBTF-Bank an einem Wochenende ermöglicht, ohne Steuergelder in Anspruch nehmen zu müssen. Die Regelung berücksichtigt Elemente bestehender Rekapitalisierungsstrategien insofern, als sie die jeweiligen Vorteile dieser Strategien bewahrt und deren Tücken vermeidet. Bei dieser Regelung ist es der Markt selbst, der die Höhe der Verluste bestimmt, die die Gläubiger tragen müssen, damit die Bank rekapitalisiert werden kann. Eine temporäre Holdinggesellschaft stellt dabei sicher, dass diese Verluste strikt gemäss der Gläubigerhierarchie zugewiesen werden. Verglichen mit anderen Ansätzen ist die vorgeschlagene Regelung vielleicht die *einzig*e Strategie, die gleichzeitig i) die Gläubigerhierarchie einhält (bei maximaler Kosteneffizienz), ii) eine Rekapitalisierung an einem Wochenende ermöglicht und den Anlegern sofortige Gewissheit über ihren maximalen Verlust verschafft (begrenzte Risiken für die Finanzstabilität) und iii) auf alle nicht versicherten Gläubiger eines ganzen TBTF-Konzerns angewandt werden kann (Beseitigung von Moral Hazard).