

Ein neues Bankinsolvenzrecht für die Schweiz

URS W. BIRCHLER* und DOMINIK EGLI**

JEL classification: G28, G33

Keywords: Corporate bankruptcy, Insolvency regulation, Bank restructuring, Systemic stability

1. EINLEITUNG

Konkurse sind in der Schweiz mit dem Scheitern der Swissair, international nach dem Zusammenbruch von WorldCom und Enron ins Zentrum der wirtschaftspolitischen Diskussion gerückt. Dabei werden in der Regel drei Fragen diskutiert: (1.) Wie hätten die Verluste, die zum Konkurs führten, verhindert oder wenigstens früher entdeckt werden können; (2.) was soll mit der zahlungsunfähigen Unternehmung geschehen; (3.) welche Ansprüche können und sollen noch bis zu welchem Grad befriedigt werden?

Die Frage, wie es zum Konkurs kommen konnte, ist meist nur noch von historischem Interesse. Vergangene Verluste lassen sich nicht rückgängig machen. Von grosser wirtschaftlicher Tragweite sind jedoch die Entscheide, was mit der gescheiterten Unternehmung, bzw. ihren Vermögenswerten, zu geschehen hat und wem diese zustehen. Geregelt sind diese Fragen im Insolvenzrecht.¹ Zum Insolvenzrecht hat jedoch nicht nur der Jurist etwas zu sagen; auch Ökonomen nehmen zunehmend für sich in Anspruch, zum Verständnis und zur Verbesserung des Insolvenzrechts beitragen zu können.

Das Interesse der Ökonomen am Konkursrecht ist in den letzten zehn Jahren stark angestiegen. Die wiederholten internationalen Schuldenkrisen haben sogar die Frage nach der Notwendigkeit eines Konkursrechts für souveräne Staaten aufgeworfen (vgl. z. B. WHITE, 2002). Bezogen auf private Schuldner stellen verschiedene Studien fest,

* Urs W. Birchler, Schweiz. Nationalbank, Postfach, 8021 Zürich; E-Mail: urs.birchler@snb.ch.

** Dominik Egli: Baudepartement des Kt. Basel Stadt, Münsterplatz 11, 4001 Basel; E-Mail: dominik.egli@intergga.ch.

Wir möchten uns bei Yvan Lengwiler und Andy Sturm für ihre wertvollen Hinweise bedanken. Besonderen Dank schuldet Urs Birchler den übrigen Mitgliedern der Expertengruppe Banksanierung, Bankenliquidation und Einlegerschutz sowie der Präsidentin, Barbara Schaerer, für die anregende und kollegiale interdisziplinäre Zusammenarbeit. Die in diesem Aufsatz vertretenen Ansichten sind unsere eigenen und decken sich nicht notwendigerweise mit denen der Expertengruppe oder der oben genannten Institutionen.

1. Wir verstehen den Ausdruck Insolvenzrecht als die Gesamtheit aller Bestimmungen, welche im Insolvenzfall zum Zuge kommen. Er entspricht deshalb dem in der angelsächsischen Literatur üblichen Ausdruck 'bankruptcy law'. Er ist weiter gefasst als der Begriff 'Konkursrecht', stellt doch der Konkurs nur eine der Möglichkeiten dar, zu denen eine Insolvenz führen kann.

dass eine starke Position der Gläubiger die Kredittätigkeit fördert (LA PORTA et. al. 1998) und damit zu mehr Wachstum führt (DEMIRGÜÇ-KUNT und LEVINE, 2001; BEIM und CALOMIRIS, 2001). Verschiedene Autoren haben ferner wichtige Beiträge zur Verbesserung des Konkursrechts geleistet. Eine führende Rolle spielte dabei die amerikanische 'law and economics'-Schule. Die wegweisenden Arbeiten stammen von BEBCHUK (1988), BEBCHUK und CHANG (1992), AGHION, HART und MOORE (1992), HART, LA PORTA, LOPEZ-DE-SILANES und MOORE (1997) sowie HART (1999). Aus diesen Arbeiten lässt sich ein ökonomisch begründetes Verfahren ableiten. Dessen Kennzeichen sind die Ausrichtung auf die Werterhaltung, bzw. Wertmaximierung, und die weitestmögliche Wahrung der Ansprüche und ihrer Rangfolge. Im vorliegenden Aufsatz wird ein solches Verfahren dargestellt und mit dem Vorschlag des Bundesrates zur Revision des schweizerischen Bankinsolvenzrechts verglichen.

Die Konzentration des vorliegenden Aufsatzes auf die engere Thematik von Bankinsolvenzen ergibt sich zum einen aus dem aktuellen Anlass einer konkreten schweizerischen Gesetzesnovelle, zum andern aber auch aus der besonderen Stellung der Banken. Banken weisen nicht nur einige im vorliegenden Zusammenhang wichtige Besonderheiten auf (Finanzierung illiquider Anlagen durch kurzfristige Verbindlichkeiten), sondern sie spielen in der Wirtschaft eine zentrale Rolle (Kreditvermittlung, Schöpfung von Zahlungsmitteln).

Die Mängel des schweizerischen Bankinsolvenzrechts lassen sich schon daran erkennen, dass es in der Vergangenheit kaum je eingesetzt wurde. Von den zahlreichen Problemfällen seit Beginn der neunziger Jahre wurde nur gerade eine bedeutendere Bank, die Spar- und Leihkasse Thun (SLT), gemäss Bankinsolvenzrecht behandelt. Das Ergebnis, Schliessung und Liquidation, erwies sich jedoch als unnötig teuer; nachfolgende Bankenprobleme wurden deshalb fast ausschliesslich durch informelle Vereinbarungen (Fusionen, Übernahmen, Zuschüsse) bewältigt. Zwar konnten dadurch weitere kostspielige Liquidationen verhindert werden. Umgekehrt mussten in Ermangelung eines geeigneten Sanierungs- und Liquidationsrechts zum Teil zweit- oder drittbeste Lösungen genügen. Namentlich konnte die implizite Problemlösung die wertmaximierende Weiterverwendung der Vermögen bedrohter Banken nicht immer garantieren.

Der schärfere Wettbewerb und die zunehmende Konzentration im Bankwesen lassen befürchten, dass zukünftige Bankprobleme kaum mehr durch informelle Rettungspakete bewältigt werden können. Der Plan zur Revision des Bankinsolvenzrechts im Hinblick auf praxistaugliche Sanierungsregeln ist deshalb verständlich. Der Bundesrat hat den Eidg. Räten im November 2002 eine Botschaft zur Reform des Bankengesetzes unterbreitet. Diese beruht auf den Empfehlungen einer Expertengruppe "Banksanierung, Bankliquidation und Einlegerschutz" des EFD (AG Schaerer) aus dem Jahre 2000.²

2. Die Revision betrifft den elften bis dreizehnten Abschnitt, siehe Botschaft des Bundesrates (2002). Für eine Darstellung aus rechtlicher Sicht siehe ZULAUF (1999).

Ein verbessertes Bankinsolvenzrecht hätte einen weiteren Vorteil. Je tiefer die privaten und sozialen Kosten einer Insolvenz, desto grösser der Spielraum für Marktdisziplin. Ein sich bewährendes Insolvenzverfahren für Banken würde somit auch die Notwendigkeit immer raffinierterer und aufwendigerer Regulierungen im Bankenbereich abschwächen.³

In folgenden stellen wir zuerst kurz die geltenden schweizerischen Bankinsolvenzregeln dar (Abschnitt 2). Dann definieren wir die ökonomischen Anforderungen an ein Insolvenzverfahren und unterscheiden verschiedene Grundtypen bestehender Verfahren (Abschnitt 3). Darauf stellen wir ein alternatives Verfahren dar, welches die ökonomischen Anforderungen optimal umzusetzen verspricht (Abschnitt 4). Anschliessend zeigen wir, inwiefern der Entwurf des Bundesrates zur Revision des Bankengesetzes dem beschriebene Verfahren genügt (Abschnitt 5). Im Schlussabschnitt (Abschnitt 6) beurteilen wir die Brauchbarkeit des Verfahrens bei Insolvenz von Unternehmen auch ausserhalb des Bankenbereichs.

2. BANKINSOLVENZREGELN IN DER SCHWEIZ

Eine Bank bedarf als Voraussetzung zum Geschäftsbetrieb seit der Revision des Bankengesetzes von 1971 einer Bewilligung durch die Eidgenössische Bankenkommission (EBK). Einer ernsthaft gefährdeten Bank muss die EBK die Bewilligung entziehen. Der Bewilligungsentzug führt zwangsläufig zur Liquidation. Eine Sanierung ist nach dem Bewilligungsentzug nicht mehr möglich. Auch der Bankenkonskurs, der sich vom normalen Konkurs in einzelnen Bestimmungen unterscheidet, ist seit langem nicht mehr angewendet worden.⁴ Der Automatismus zwischen Bewilligungsentzug und Liquidation ist angesichts der Tatsache, dass der EBK keine echten Sanierungsinstrumente zur Verfügung stehen, von grosser Bedeutung. Gelingt es nämlich nicht, eine Bank im Stillen zu sanieren, bevor die EBK einschreiten muss, kommt es – wie erwähnt – zur Liquidation. Diese liegt jedoch oft nicht im Interesse der Gläubiger. In jüngerer Zeit sind deshalb die meisten Bankenprobleme in der Schweiz ausserhalb der gesetzlichen Sanierungskanäle gelöst worden.

2.1. Gesetzliche Sanierungsmassnahmen

Das Bankengesetz (BankG) und das Gesetz über Schuldbetreibung und Konkurs (SchKG) definieren eine Reihe von Instrumenten, welche die Sanierung einer zahlungs-

3. Ein Beispiel für zunehmend detaillierte Regulierungen sind die neuen Eigenmittelempfehlungen des Basler Ausschusses für Bankenaufsicht ("Basel 2").
4. Nicht synonym zum Bewilligungsentzug ist die Schliessung der Bank. Die Spar- und Leihkasse Thun beispielsweise wurde zuerst geschlossen; erst nach einer ungenutzten Gnadenfrist entzog ihr die EBK die Bewilligung.

unfähigen Bank ermöglichen sollen (siehe im einzelnen ZULAUF, 1998). Diese Instrumente stammen aus der Zeit der Bankenkrise der Dreissigerjahre.

Der *Fälligkeitsaufschub* dient dem Schutz nicht überschuldeter Banken vor andauernden, übermässigen Geldabhebungen. Er kann sich auf alle oder auf einen Teil der Verbindlichkeiten erstrecken. Verhängt wird er vom Bundesrat nach Anhörung von EBK und SNB. Die *Bankenstundung* gewährt einer nicht überschuldeten Bank Schutz vor Betreibung, ohne jedoch die Fälligkeiten der Forderungen aufzuschieben. Sie kann ebenfalls auf einen Teil der Forderungen begrenzt werden. Gewährt wird sie für maximal zwei Jahre von dem für die gesuchstellende Bank zuständigen kantonalen Gericht. Eine überschuldete Bank kann den zuständigen kantonalen Richter wie jede andere Firma um *Nachlassstundung* ersuchen. Die rechtlichen Folgen (z. B. die Möglichkeit von Abschlagszahlungen) sind nicht restlos klar.

Die drei Instrumente wurden in der Praxis kaum je gebraucht. Ein Grund liegt in der Bestimmung, dass Fälligkeitsaufschub und Bankenstundung nur einer nicht überschuldeten Bank gewährt werden dürfen. Diese Bedingung ist bei Banken, die einen Schutz vor ihren Gläubigern benötigen, selten erfüllt. Die Nachlassstundung ihrerseits ist weniger eine Sanierungsmassnahme als vielmehr eine Vorstufe der Liquidation.

2.2. *Freiwillige Sanierungsbemühungen*

Freiwillige Mittel zur Sanierung einer Bank sind (i) Kapitaleinschüsse der bestehenden oder neuer Eigentümer, (ii) die Übernahme durch eine andere Bank, und (iii) die Fusion mit anderen Banken. Alle drei Sanierungsvarianten lohnen sich aus der Sicht der Kapitalgeber oder des Übernehmers nur, wenn die Bank noch solvent ist. Trotzdem sind in den neunziger Jahren eine ganze Reihe gefährdeter Regionalbanken und einzelne Kantonalbanken mittels Übernahmen und Fusionen gerettet worden, obwohl deren Solvenz zum Teil mehr als zweifelhaft war. Dies lässt sich auf drei Arten erklären: Erwartete Synergien zwischen der übernehmenden und der übernommenen oder fusionierten Bank; Schutz des Markennamens 'Swiss Banking'; Wohlverhalten gegenüber den Behörden. In der Praxis dürften oft mehrere Motive zusammengespielt haben. Auf das Motiv 'Schutz des Markennamens' deutet die Tatsache hin, dass viele Rettungsaktionen im Schosse einer gemeinsamen Arbeitsgruppe der Banken und der Behörden entstanden. Die Nutzen-Kosten-Bilanz für die rettenden Banken wurde durch drei Umstände zusätzlich aufge bessert: Erstens konnte eine übernahmewillige Bank davon ausgehen, dass im Sinne einer seriellen Solidarität in den nächsten Fällen andere Retter einspringen würden. Zweitens waren die übernehmenden Banken oft ohnehin schon durch Kredite an das bedrohte Institut engagiert und drittens wären den Banken auch ohne Rettungsaktion aufgrund ihrer innerhalb der Einlegerschutzkonvention der Schweizerischen Bankiervereinigung bestehenden Eventualverpflichtung gegenüber den geschädigten Einlegern Kosten entstanden. Ein weiteres Motiv, das Verhindern von Notverkäufen in einem bereits schwachen Markt und entsprechende Nebenwirkun-

gen auf andere Banken, dürfte bei der Rettung der BZ-Gruppe im Sommer 2002 eine Rolle gespielt haben.

2.3. *Das schweizerische Bankeninsolvenzregime de facto*

Die gesetzlichen Sanierungsmöglichkeiten sind wie erwähnt in der heutigen Ausgestaltung praktisch unbrauchbar. Zur Behandlung bedrohter Banken stehen deshalb nur zwei echte Alternativen zur Verfügung:

1. Bewilligungsentzug und Liquidation: Diese harte Variante wurde in der Vergangenheit auf kleine Institute ohne oder mit lediglich unbedeutendem Publikumsgeschäft angewendet (Mebco Bank, Bank Rinderknecht, Globo Bank, AA Aktienbank).
2. Informelle Rettung: Dieses weiche Insolvenzregime wurde in der Vergangenheit auf alle Banken mit einer gewissen Grösse und/oder mit einigermaßen bedeutendem Publikumsgeschäft angewendet (Ausnahme: Spar- und Leihkasse Thun).

Dieses Insolvenzregime hat sich scheinbar bewährt. In der Bankenkrise der neunziger Jahre kam es nach der erwähnten Ausnahme nicht mehr zu offenen Zusammenbrüchen. Allerdings sind auch verschiedene Nachteile zu erwähnen. Die Liquidation ist auch bei wenig bedeutenden Banken nicht immer optimal. Schwerwiegender scheinen indessen die Nachteile der informellen Rettung. Die Übernahme einer insolventen Bank schwächt die (in der Regel grössere) übernehmende Bank. Eine Übernahme entbindet die fachkundigen und professionellen Gläubiger von jeder Mitverantwortung. Teilweise wurden sogar Aktionäre und die Geschäftsleitung geschont. Je grösser eine Problem-bank, desto schwieriger wird eine informelle Lösung. Das Scheitern einer informellen Lösung führt hingegen zur Liquidation.⁵

Die Gesamtbeurteilung des schweizerischen Bankeninsolvenzregimes fällt insbesondere mit Blick auf die Zukunft negativ aus. Mit zunehmendem Wettbewerb sinken die Fähigkeit und die Bereitschaft grösserer Banken, kleinere zu übernehmen. Für die grössten Banken steht eine informelle Hilfe durch andere Banken kaum zur Verfügung. Mit zunehmender Bankenkonzentration wiegen deshalb die Nachteile der herkömmlichen Krisenbewältigung immer schwerer. Die Zahlungsunfähigkeit eines grösseren Instituts wie einer Grossbank, einer Kantonalbank ohne volle Staatsgarantie oder des Raiffeisensystems würde die bisherige Form der Krisenbewältigung an ihre Grenze führen.

5. Im Angelsächsischen wird dieses informelle Verfahren 'Convoy-System' genannt. Die Banken bilden zusammen einen Konvoi, und sie nehmen die schwächeren Banken in ihre Mitte. Ein Convoy-System kann nur funktionieren, wenn die Krise nicht zu stark ausfällt. Bei der Regionalbankenkrise war dies tatsächlich der Fall. Die Grossbanken erlitten zwar ebenfalls beträchtliche Verluste im inländischen Kreditgeschäft, konnten diese aber mehr als wettmachen durch Gewinne in anderen Bereichen. Dass ein Convoy-System zu immensen volkswirtschaftlichen Kosten führt, wenn die Krise zu gross ist, als dass sie durch das Bankensystem selber aufgefangen werden könnte, zeigt die seit einem Jahrzehnt anhaltende japanische Bankenkrise.

3. INSOLVENZVERFAHREN

3.1. Ziele

Die Ziele eines Insolvenzverfahrens sind:

1. Wertmaximierung: Das Insolvenzverfahren soll dafür sorgen, dass der gesamthaft zu verteilende Kuchen möglichst gross ist.
2. Optimale Anreize: Das Insolvenzrecht soll den Beteiligten schon in guten Zeiten einen Anreiz geben, sich im Gemeininteresse zu verhalten.
3. Einhaltung der Prioritäten: Das Insolvenzrecht soll dafür sorgen, dass im Rang höher stehende Ansprüche vor tiefer stehenden befriedigt werden.

Die erste Zielsetzung, die Wertmaximierung, wird auch als *ex post* Effizienz bezeichnet. Sie folgt aus dem allgemeinen ökonomischen Postulat der Wohlfahrtsmaximierung. Wo mehr verteilt werden kann, können alle Beteiligten gleich gut oder besser gestellt werden.⁶ Das Postulat der optimalen Anreize, der sogenannten *ex ante* Effizienz, zielt auf die Maximierung des Firmenwertes zu guten Zeiten. *Ex ante* Effizienz beinhaltet, dass die eigennützig getroffenen Entscheide der einzelnen Beteiligten im Gesamtinteresse liegen. Die Einhaltung der Prioritäten als dritte Zielsetzung führt selber schon weitgehend zu *ex ante* Effizienz. Geldgeber mit starkem Einfluss auf die Geschäftstätigkeit (Aktionäre) werden erst ausbezahlt, wenn Geldgeber mit schwachem Einfluss (Einleger) voll befriedigt sind. Dies führt dazu, dass Verfügungsrecht und Risikotragung bei einander bleiben.

3.2. Typen von Insolvenzverfahren

Im Rahmen eines Insolvenzverfahrens sind zwei grundsätzliche Entscheide zu treffen, nämlich (1.) das Allokationsproblem – Wie sollen die Aktiven einer konkursiten Bank weiterverwendet werden? – und (2.) das Verteilungsproblem – Wie werden allfällige Erlöse auf die Gläubiger aufgeteilt?

In der Praxis existieren verschiedene Verfahren, welche den Ablauf dieser Entscheide strukturieren. In der Folge stellen wir Idealtypen solcher Verfahren vor und besprechen deren Probleme. Die real existierenden Insolvenzverfahren entsprechen Mischungen der Idealtypen.

6. Eine Bank soll also nicht dann liquidiert werden, wenn sie ihren Verpflichtungen momentan nicht nachkommen kann (Illiquidität) oder überschuldet ist (Insolvenz), sondern wenn ihre Vermögensbestandteile nach einer Liquidation mehr wert sind bei einer Weiterführung der Bank (vgl. NEUKOMM, 1997).

3.3. Auktionen

Die Konkursbehörde beaufsichtigt die Versteigerung der Vermögenswerte einer Bank und teilt die Erlöse gemäss Höhe der Forderungen und Prioritäten auf die Gläubiger auf. Eine Auktion führt entweder zu einem stückweisen Verkauf der Vermögenswerte oder zum Verkauf der Bank als Ganzes. Auktionen haben zwei wesentliche Vorteile. Wenn die Kapitalmärkte reibungslos funktionieren, wird die Entscheidung zwischen stückweisem Verkauf und Verkauf als Ganzes wertmaximierend gefällt. Ferner wird ein Feilschen unter den Gläubigern verhindert (siehe Abschnitt 3.4.). Im Grunde genommen wird die Bank einfach in Geld umgewandelt, welches dann an die Gläubiger ausbezahlt wird.

Auktionen als Instrumente zum Umgang mit Bankinsolvenzen haben ihre Grenzen, wenn die Kapitalmärkte nicht reibungslos spielen.⁷ Der wichtigste Nachteil einer Auktion mit Auszahlung der Gläubiger liegt darin, dass sie in der Regel eine Form der Liquidation darstellt. Eine Sanierung im Sinne der Weiterführung einer Bank mit Aktiven und Passiven wird dadurch ausgeschlossen. Gerade bei einer Bank bedeutet aber Wertmaximierung oft einstweilige Weiterführung. Auktionen sind also nur sinnvoll, wenn entschieden worden ist, dass eine Sanierung nicht erstrebenswert ist. Unklar bleibt, wer diese Entscheidung im Interesse der Beteiligten treffen kann, ohne bereits den Auktionserlös zu kennen und mit dem Wert einer Weiterführung vergleichen zu können. Auktionen sind ferner mit einer ganzen Reihe von Problemen verbunden. Das Festlegen eines Auktionsverfahrens ist, wie die schweizerische UMTS-Auktion gezeigt hat, eine heikle Angelegenheit. Allerdings muss sich diesen Problemen jedes Verfahren stellen, welches nach wertmaximierendem Verkauf strebt. Erstens muss die Konkursinstanz verbindlich zusichern können, dass ein Bieter den Zuschlag erhält und dass nicht die Auktion später wiederholt wird; ansonsten haben die Bieter kein Interesse, ihre Wertschätzungen offenzulegen.⁸

Als Zweites zu nennen ist der beträchtliche diskretionäre Spielraum, der dem Konkursbeamten verbleibt, auch wenn Wertmaximierung vorgeschrieben wird. Als Beispiele zu nennen wären: Wahl des Auktionsverfahrens, der Kreis eingeladenen Bieter, zulässige Gebote, Frist zur Einreichung der Gebote, Reservationspreis, Verbot von Kommunikation unter den Bietern. Diesen diskretionären Spielraum kann der Konkursbeamte zur Erreichung eigener Ziele (z. B. Schutz vor Kritik) ausschöpfen.

Drittens kann es vorkommen, dass ein Interessent über zu wenig Mittel verfügt, um eine Bank als Ganzes zu kaufen ('cash constraints'). Viertens schliesslich ist es kostspielig und braucht Zeit, ein Gebot herauszuarbeiten, und nur der Gewinner der Auktion vermag diese Kosten aus dem Auktionsgewinn zu decken. Dies kann potentielle Bieter

7. Bei friktionslosen Märkten wären Auktionen überflüssig, da sich eine Unternehmung stets in der Hand des Meistbietenden befindet.

8. Dem steht teilweise entgegen, dass ein Verkäufer den erwarteten Auktionserlös im allgemeinen maximiert, indem er einen Reservationspreis festsetzt; das zu verkaufende Gut bleibt deshalb mit positiver Wahrscheinlichkeit einstweilen beim Verkäufer (WOLFSTETTER, 1999).

von der Eingabe eines Gebotes abhalten. Im Extremfall verbleibt gerade ein Bieter, der die Bank zu einem tiefen Preis erhält. Schliesslich kann eine Auktion zu einem unnötig tiefen Verkaufserlös führen, wenn für einzelne Bieter der Gewinn der Auktion bekannterweise mit einem besonderen Vorteil verbunden ist. In solchen Fällen, sogenannten 'almost-common-value-auctions', ist für die anderen Bieter die Gefahr des 'winner's curse' besonders gross (siehe KLEMPERER, 1998, 2002).

3.4. Verhandlungen

Die Gläubiger werden in Klassen aufgeteilt, und jede Klasse bestimmt Vertreter. Der Konkursbeamte organisiert eine Verhandlung unter den Vertretern über die künftige Verwendung der Vermögenswerte der Bank sowie die Aufteilung allfälliger Erlöse. Während des Verfahrens leitet die bestehende Geschäftsleitung das Unternehmen weiter.

Der grosse Vorteil der Verhandlungslösung besteht darin, dass die Möglichkeiten nicht von vornherein eingeschränkt werden. Das Hauptproblem des Verfahrens besteht darin, dass das Allokations- und das Verteilungsproblem vermischt werden (PULVINO, 1998, 1999; WEISS und WRUCK, 1998). Gläubiger mit hoher Priorität haben den Anreiz, die Liquidation anzustreben, nachrangige Gläubiger den Anreiz, die Firma am Leben zu erhalten. Sogar Gläubiger derselben Klasse unterliegen Interessenkonflikten: Ein einzelner Gläubiger fährt besser, wenn er auf Rückzahlung seines Guthabens besteht, falls andere Konzessionen machen. Aufgrund solcher kollektiver Entscheidungsprobleme kann sogar die Sanierung solventer Unternehmen scheitern.⁹

Damit ist es sehr wahrscheinlich, dass das Allokationsproblem nicht wertmaximierend gelöst wird. Zudem wenden die Vertreter der einzelnen Gläubigergruppen zu wenig Mittel auf, um die optimale Entscheidung bezüglich der Zukunft der Firma zu evaluieren, da sie nur einen geringen Anteil der Gesamtgläubiger repräsentieren. Damit hat das Management die Möglichkeit, den Entscheid zu seinen Gunsten zu beeinflussen. Des weitern hat das Management die Möglichkeit, während des Verfahrens Firmenwerte zu seinen Gunsten aufzulösen.

3.5. Administriertes Verfahren

Ein ernannter Administrator organisiert sämtliche Entscheidungen ohne institutionalisierte Mitwirkung der Gläubiger.

9. Aktionäre, die grundsätzlich bereit wären, ihren Teil zu einer Sanierung beizutragen, haben im Rahmen einer freiwilligen Sanierung einen Anreiz, ihre Bereitschaft nicht zu äussern. Ein Beispiel ist die Sanierung der Banque Cantonale de Genève im Jahre 2002: Die kleineren Genfer Gemeinden trugen kein neues Kapital bei, da eine Rettung der Bank durch den Kanton als Grossaktionär absehbar war.

Das administrierte Verfahren weist zwei grundsätzliche Mängel auf. Zum Einen muss der Administrator über die besseren Informationen verfügen als alle möglichen anderen Entscheidungsträger. Ansonsten kann das Postulat der Wertmaximierung nicht erfüllt werden. Zum Andern verfügt der Administrator wie bei der Auktion über einen beträchtlichen diskretionären Spielraum, welchen er zur Verfolgung eigener Ziele ausnützen kann (AGHION, BOLTON und FRIES, 1999). Dies kann durch das Festlegen verbindlicher Regeln zu verhindern versucht werden. Hier besteht allerdings umgekehrt die Gefahr, dass solche Regeln, zum Beispiel Zwangsliquidation, zu starr sind.

Bankenkonkurse werden fast überall nach einem administrierten Verfahren abgewickelt. In aller Regel trifft eine Behörde oder ein Gericht die Entscheidung über die Zukunft der betroffenen Bank. Die oben beschriebenen schweizerischen Insolvenzregeln geben ein gutes Beispiel.

4. EIN ALTERNATIVES VERFAHREN

4.1. Darstellung des Verfahrens

Damit ein Insolvenzverfahren die in Abschnitt 3 genannten Ziele erreichen kann, muss es drei Bedingungen erfüllen. Es sollte erstens möglichst viele Entscheide, insbesondere diejenige um die weitere Verwendung der Vermögenswerte der Bank, dem Markt überlassen. Zweitens sollte es ein Feilschen unter den Gläubigern um die zukünftige Verwendung der Vermögenswerte der Bank verhindern, und drittens sollte der Kreis der Möglichkeiten zur Weiterverwendung der Vermögenswerte nicht von vornherein eingeschränkt werden.

Im folgenden werden wir ein Verfahren vorstellen, welches die genannten drei Bedingungen erfüllt. Die Grundidee ist einfach. Zuerst wird die Schuld der Bank annulliert; die bisherigen Gläubiger werden die neuen Eigner der Bank. Daraufhin entscheiden diese über die weitere Verwendung der Vermögenswerte der Bank.

Das Verfahren besteht demzufolge aus zwei Teilen, nämlich dem Umtausch von Schuldansprüchen in Beteiligungsscheine und der Entscheidung über die weitere Verwendung der Vermögenswerte.

Der Umtausch von Schuldansprüchen in Beteiligungsscheine ist einfach vorzunehmen, wenn alle Gläubiger der insolventen Bank derselben Konkursklasse angehören; die Beteiligungsscheine werden *pro rata* auf die Gläubiger aufgeteilt. Wenn es unterschiedliche Konkursklassen gibt, dürfen die Prioritäten beim Umtausch nicht verwässert werden. Beim vorgeschlagenen Verfahren beruhen die Umtauschregeln, welche detailliert im Anhang beschrieben sind, auf folgender Idee (BEBCHUCK, 1988). Die Beteiligungsscheine werden an die Gläubiger mit höchster Priorität ausgehändigt. Die übrigen Gläubiger und die Aktionäre erhalten Optionen, welche ihnen das Recht geben, zu gegebenem Preis Beteiligungsscheine zu kaufen. Die Preise werden so festgelegt, dass die Ansprüche der vorrangigen Gläubiger gerade befriedigt werden, falls die Optionen

eingelöst werden. Für jede Gläubigerklasse gilt folglich ein anderer Preis. Je nachrangiger die Gläubigerklasse, desto höher der Preis.¹⁰

Das Verfahren hat den grossen Vorteil, dass kein Gläubiger (und kein Aktionär) sich über das Resultat beklagen kann. Sollte nämlich ein Gläubiger der Ansicht sein, ihm vorrangige Gläubiger erhielten mehr als ihnen zustehe, kann er seine Optionen einlösen und den vorrangigen Gläubigern deren Beteiligungsscheine abkaufen. Damit erhalten die vorrangigen Gläubiger genau so viel wie ihnen zusteht, und ein allfälliger Mehrerlös fällt dem neuen Halter der Beteiligungsscheine zu (BEBCHUK, 1988).

Das Verfahren hat indessen den Nachteil, dass Gläubiger, welche ihre Option einlösen wollen, über flüssige Mittel verfügen müssen. Wir erweitern deshalb das Verfahren um eine zweite Stufe (HART et. al., 1997). In dieser zweiten Stufe können aussenstehende Neuinvestoren Preise für Beteiligungsscheine anbieten. Die anfallenden Erlöse werden dann wiederum streng nach Priorität auf die noch vorhandenen Gläubiger, welche entweder Beteiligungsscheine oder Optionen halten, aufgeteilt.

Durch dieses zweistufige Verfahren werden die Interessenkonflikte zwischen den Gläubigern unterschiedlicher Klasse gelöst. Am Ende des Verfahrens gibt es nur noch Halter von Beteiligungsscheinen, und diese Halter haben alle dasselbe Interesse, nämlich diejenige Offerte anzunehmen, die ihnen den höchsten Gegenwert verspricht. Zudem garantiert das Verfahren die Einhaltung der Prioritäten.

Für die Entscheidung über die weitere Verwendung werden zuerst die Vermögenswerte der konkursiten Bank ausgeschrieben. Es können Offerten monetärer wie auch nichtmonetärer Art eingereicht werden. Diese Offerten können die gesamten Vermögenswerte oder auch Teile davon betreffen.¹¹ Danach stimmen die neuen Eigner darüber ab, welche Offerte(n) sie annehmen wollen.

10. Ein Beispiel zur Illustration: Es gebe einen Aktionär und zwei Gläubiger mit unterschiedlicher Priorität. Jeder halte Schuld in Höhe von 100. Zu Beginn des Verfahrens werden diese Guthaben in gesamthaft 100 Beteiligungsscheine umgewandelt, welche dem prioritären Gläubiger ausgehändigt werden. Der Aktionär erhält die Option, die Beteiligungsscheine zum Preis von 2 pro Stück zu kaufen. Löst er die Option ein, entstehen Einnahmen von 200, und beide Gläubiger werden ausbezahlt und der Aktionär hält alle Beteiligungsscheine. Falls der Aktionär seine Option nicht einlöst, kann der nachrangige Schuldner die Beteiligungsscheine zum Preis von 1 pro Stück kaufen. Löst er die Option ein, entstehen Einnahmen von 100, wodurch der prioritäre Gläubiger ausbezahlt wird, und der nachrangige Gläubiger hält sämtliche Beteiligungsscheine. Löst er die Option nicht ein, bleiben die Beteiligungsscheine in Besitz des prioritären Schuldners; dieser wird somit zum Eigner der Bank.
11. Einige Beispiele zur Illustration: (a) Eine andere Bank bietet einen Geldbetrag für sämtliche Vermögenswerte. (b) Eine Revisionsfirma bietet an, die Vermögenswerte zu liquidieren und bietet dafür einen Geldbetrag. (c) Eine Revisionsfirma bietet an, die Vermögenswerte zu liquidieren und die erzielten Erträge abzüglich eines Honorars pro rata an die neuen Eigner auszuzahlen. (d) Das Management legt einen Sanierungsplan vor. Dieser enthält einerseits einen Plan zur zukünftigen Verwendung der Vermögenswerte wie auch einen Finanzierungsplan. Der Finanzierungsplan kann beispielsweise vorsehen, dass ein Teil der Beteiligungen in Schuldtitel umgewandelt werden, der Rest in Aktien. (e) Eine ausländische Bank bietet einen Geldbetrag für die Filialen der konkursiten Bank inklusive deren Kleinkunden. (f) Eine Immobilienfirma bietet einen Geldbetrag für die Immobilien der Bank.

Die einzelnen Schritte des ökonomisch begründeten Verfahrens sind demnach die folgenden:

- Die Aktiv- und die Passivseite einer insolventen Bank werden von Anfang an getrennt behandelt.
- Die Passiven werden anhand des skizzierten Verfahrens in Beteiligungsscheine umgestaltet. Das Verfahren garantiert, dass (a) die Interessenkonflikte der Gläubiger gelöst werden, (b) die Prioritätsklassen nicht verwässert werden, und (c) Aussenstehende die Möglichkeit haben, sich an der Bank zu beteiligen.
- Während der Umstrukturierung der Passiven werden die Aktiven von der bestehenden Geschäftsleitung unter Aufsicht der verantwortlichen Behörde weitergeführt.
- Parallel dazu wird die Bank zum Verkauf ausgeschrieben. Interessenten können Angebote monetärer und nichtmonetärer Art sowohl für die Bank als ganze als auch für einzelne Teile einreichen.
- Die aus der Umstrukturierung der Passivseite resultierenden neuen Eigner der Bank stimmen darüber ab, welches Angebot angenommen werden soll.

Das beschriebene Verfahren hat im Vergleich zu bestehenden Insolvenzverfahren drei Vorteile. Erstens wird die wichtigste Entscheidung, nämlich diejenige über die Weiterverwendung der Bank, entweder von den direkt Betroffenen, nämlich den Gläubigern, oder aber von interessierten Neuinvestoren getroffen. Sämtliche Halter von Beteiligungsscheinen haben dasselbe Interesse. Dadurch wird die Wertmaximierung garantiert. Zweitens benötigt das Verfahren relativ wenig Zeit. Dadurch werden Systemrisiko und Verfahrenskosten minimiert. Und drittens verletzt die Restrukturierung der Passivseite die Prioritäten der Gläubiger nicht.

4.2. Diskussion

Aus ökonomischer Sicht besteht der augenfälligste Vorteil des vorgeschlagenen Insolvenzverfahrens in seiner Einfachheit und Übersichtlichkeit. An die Stelle eines administrierten Verfahrens mit einer Vielzahl notwendiger Einzelentscheide eines Administrators (die angefochten werden können), tritt ein Verfahren 'aus einem Guss', das klar strukturiert ist und bei dem die wichtigsten Entscheidungen durch marktnahe, objektive, im voraus allen Beteiligten bekannte Prozesse getroffen werden. Insbesondere entfällt die Notwendigkeit, als erstes zwischen Sanierung und Liquidation wählen zu müssen. Die Gebote für eine konkursite Bank können sehr vielfältig sein. Die Entscheidung über die Verwendung der Aktiven liegt bei den Haltern der Beteiligungsscheine, und nicht bei der Aufsichtsbehörden oder dem Konkursrichter.

Das Verfahren führt sowohl zu einem sorgsamem Umgang mit der vorhandenen Substanz als auch zu einer Reduktion der Verfahrenskosten. Auf der einen Seite sind die direkten Verfahrenskosten dank der zeitlichen Kürze des Verfahrens gering. Auf der anderen Seite werden auch indirekte Kosten reduziert. Beispielsweise hat die Höhe der

direkten Kosten einen Einfluss auf die Wahl des Auslösezeitpunktes eines Insolvenzverfahrens durch das Management (MELLA-BARRAL und PERRAUDIN, 1997). Je geringer die direkten Kosten sind, desto näher liegt der Auslösezeitpunkt beim aus sozialer Sicht optimalen Zeitpunkt. Zwar wird das vorgestellte Verfahren durch die EBK ausgelöst und nicht durch die Geschäftsleitung einer Bank; dennoch hat die Geschäftsleitung aber die Möglichkeit, den Auslösezeitpunkt durch Verschleierungen der Bilanz hinauszuzögern. Weiterhin gibt es indirekte Kosten in Form sogenannter 'Fire Sale Losses'. Einerseits entstehen Verluste, weil es keinen gut funktionierenden Sekundärmarkt für die Assets einer Bank gibt. Dies liegt daran, dass eine Bank in aller Regel über bessere Informationen bezüglich der Qualität der Kredite verfügt, welche sie in ihrem Bankbuch hält. Zweitens können auch Wertpapiere in Zeiten illiquider Märkte nur mit Verlust verkauft werden. Dieser Umstand wird verstärkt, wenn die konkursite Bank bei bestimmten Wertpapieren marktdominierend ist.¹²

Eine weitere Art von indirekten Kosten eines Insolvenzverfahrens bestehen in den Systemrisiken. Konkurse einzelner Banken können externe Effekte auslösen. Da die Banken eng miteinander verknüpft sind, kann der Zusammenbruch einer Bank andere Banken gefährden (ALLEN und GALE, 2000). Da das Bankensystem für eine Volkswirtschaft eine bedeutende Rolle spielt, hätte eine solche Kette von Bankzusammenbrüchen negative reale Effekte, die über die Effekte im Bankensektor weit hinausgehen können. Die Gefahr einer Kettenreaktion infolge einer Insolvenz wird wesentlich durch das Insolvenzverfahren bestimmt. Indem das Verfahren die bei Banken potentiell erheblichen Liquidationskosten vermeidet oder gering hält, könnte eine Insolvenz durchaus zugelassen werden. Sie führt bei zweckmässiger Behandlung weder zu einem Schaltersturm, noch zu Dominoeffekten auf andere Banken, noch zu einem Versiegen des Kredits.

Trotz der Konsistenz und ökonomischen Logik erscheint das Verfahren in seiner konkreten Ausgestaltung dann als recht komplex, wenn grosse Unsicherheit über den Wert der Bank herrscht und schwer vergleichbare Geld- und Sachgebote zu erwarten sind.

12. JAMES (1991) schätzt die Verfahrenskosten, welche in Verbindung mit der S&L-Krise in den USA angefallen sind. Er unterscheidet drei Kostenarten: direkte Verfahrenskosten, Fire Sale Losses und vergangene nicht realisierte Verluste. Nach James' Schätzungen belaufen sich die Verfahrenskosten auf 30 % der Vermögenswerte, 10 % betreffen direkte Verfahrenskosten. Die Aufteilung auf Fire Sale Losses und nicht realisierte Verluste liess sich wegen fehlenden Daten nicht direkt herstellen. Hingegen war es James möglich, die Hypothese zu testen, dass nicht realisierte Verluste keine signifikante Rolle spielen, indem er den Buchwert des Eigenkapitals als erklärende Variable zur Schätzung der gesamten indirekten Verluste verwendete. Der resultierende signifikant positive Koeffizient weist darauf hin, dass nicht realisierte Verluste tatsächlich eine Rolle spielen. Zudem zeigen James' Resultate, dass die indirekten Verluste auch von der gewählten Restrukturierung abhängen. Ein Verkauf der Bank als Ganzes (zu einem negativen Preis) führte zu den geringsten Kosten, eine Liquidation durch die US-amerikanische Einlegerversicherung zu den höchsten indirekten Kosten. Zudem zeigt James, dass diese Kostenunterschiede nicht darauf zurückzuführen sind, dass Banken mit unterschiedlicher Qualität der Vermögenswerte unterschiedlich restrukturiert würden. Ein weiteres Resultat von James weist darauf hin, dass die direkten Verfahrenskosten positive Skalenerträge aufweisen. Die Restrukturierung kleinerer Banken führt also zu relativ höheren direkten Verfahrenskosten.

Falls der Wert der Bank einigermaßen abschätzbar ist oder falls nur monetäre Gebote zu erwarten sind, lässt sich das Verfahren drastisch vereinfachen. Dies sei an einem Beispiel erläutert. Nehmen wir an, es lägen nur finanzielle Gebote vor. In diesem Fall müssten sich Aktionäre und Gläubiger in bezug auf das höchste Gebot und damit den Wert der Bank einig sein. Das Verfahren wird dann sehr einfach. Der Meistbietende übernimmt die Aktien und die Vermögenswerte der Bank und zahlt entsprechend ihrer Rangfolge alle Verbindlichkeiten aus, welche durch das Gebot noch voll gedeckt sind. Die nicht voll gedeckten Gläubiger werden *pro rata* entschädigt.

Dieses Beispiel unterstreicht, wie das vorgeschlagene Verfahren eine Teilsanierung – als Zwischenlösung zwischen einer vollen Sanierung und der Liquidation – erleichtert. Unter den herkömmlichen Verfahren ist eine Sanierung mit teilweisem Gläubigerverzicht im Falle von Banken mit nennenswertem Publikumsgeschäft kaum möglich. Die Zahl der Einleger ist zu gross, und ihre Interessen sind zu divergent, als dass Aussicht auf erfolgreiche Verhandlungen in nützlicher Frist bestünde. Unter dem vorgeschlagenen Verfahren gelingt automatisch eine Sanierung mit erzwungenem Verzicht der Gläubiger auf den bereits verlorenen Teil ihrer Guthaben.

Das beschriebene Verfahren ist einem Kritikpunkt ausgesetzt. Es schafft zwar einen Anreiz für die Geschäftsleitung einer genügend kapitalisierten Bank, das Insolvenzrisiko tief zu halten, da anders als bei einer informellen Rettung die Geschäftsleitung nach erfolgter Sanierung und Eigentumsübergang an die bisherigen Gläubiger kaum im Amt verbleiben könnte. Das Verfahren schützt jedoch nicht vor Verzweiflungsstrategien von Aktionären und Management bei sich abzeichnender Insolvenz der Bank (POVEL, 1999). Es ist demnach nicht vollständig *ex ante* optimal. Ein Insolvenzverfahren, welches den Eignern den Anreiz gibt, stets, d. h. auch bei herannahender Insolvenz, wertmaximierend anzulegen, ist jedoch bisher in der ökonomischen Literatur nicht entwickelt worden. Die Vermutung liegt nahe, dass es in einer Welt asymmetrischer Information nicht existiert. Ein 'gambling for resurrection' muss deshalb durch anderweitige Massnahmen (Aufsicht, Schutzmassnahmen, gerichtliche Verfügungen, Strafbestimmungen) erschwert werden. Das Insolvenzverfahren im allgemeinen Sinn eignet sich hierfür nicht, müsste doch den Aktionären eine Konkursdividende in Aussicht gestellt werden, was dem Gedanken der Risikotragung durch die Eigner grundsätzlich zuwiderliefe.

Das Verfahren dürfte auch die Anreize der Banken dämpfen, bei sich verschlechterndem Geschäftsgang Risiken auf sich zu nehmen. Da das Verfahren mit der Geschäftsleitung mindestens so hart umgeht wie die in der Vergangenheit angewandte informellen Verfahren, haben die Geschäftsleiter ein grösseres Interesse, durch ihr Verhalten eine Insolvenz *ex ante* zu verhindern.

Das beschriebene Verfahren ist aus den erwähnten Gründen nicht ideal, aber in einem 'second-best' Sinn optimal. Den bestehenden Insolvenzverfahren zumindest dürfte es konzeptionell weit überlegen sein.

5. DAS SANIERUNGSVERFAHREN IM ENTWURF ZUM REVIDIERTEN BANKENGESETZ

5.1. Grundzüge

Der Bundesrat schlägt in der Botschaft zur Revision des Bankengesetzes vom November 2002 (siehe: BOTSCHAFT des Bundesrates) als – aus der Sicht dieses Artikels – wesentliche Neuerung ein explizites Banksanierungsrecht vor.¹³ Dieses gibt der EBK unter anderem das Recht, im Sinne einer ultima ratio eine Bank zwangsweise zu sanieren.

Diese Bestimmungen zur Banksanierung setzen in den Grundzügen tatsächlich das beschriebene Insolvenzverfahren in einer vereinfachten und an die Praxis angepasster Form um. Allerdings bestehen auch einige wichtige Unterschiede, welche in der Praxis sinnvoll sein dürften, aber auch zu Problemen führen könnten.

Die wichtigste Änderung aus rechtlicher Sicht dürfte die Neuordnung der Zuständigkeiten sein. Die Regie im Krisenfall wird nicht mehr von einem Gericht geführt, sondern von der EBK als Fachbehörde. Ihr steht ein Instrumentenkatalog zur Verfügung bestehend aus Schutzmassnahmen¹⁴, der Sanierung sowie der Liquidation. Die EBK bzw. der von ihr eingesetzte Sanierungsbeauftragte, erhält relativ weit gehende Kompetenzen. Sie (und nicht etwa die Geldgeber der Bank) trifft den Grundsatzentscheid ‘Sanierung oder Liquidation?’ und sie stellt einen Sanierungsplan auf. Hierin unterscheidet sich der Entwurf grundlegend vom beschriebenen Insolvenzverfahren. Das Ermessen der EBK kennt allerdings Grenzen. So ist eine Sanierung gegen den Willen einer Mehrheit der betroffenen Gläubiger nicht möglich (Art. 30 EBankG). Auch der Erläuterungsbericht formuliert Richtlinien, entlang derer das Ermessen ausgeübt werden soll

5.2. Ökonomische Zielsetzungen

Insbesondere anerkennt der Entwurf die beiden grundlegenden ökonomischen Postulate der *Wertmaximierung* und der *Einhaltung der Prioritäten* (Erläuterungsbericht Kommentar zu Art. 29 Abs. 2 EBankG). Er trägt damit der Tatsache Rechnung, dass oft eine Sanierung die Gläubiger besser stellt als eine Liquidation.¹⁵ Ferner ist eine Umstrukturierung der Passivseite, auch im Sinne des präsentierten Verfahrens, grundsätzlich zulässig. Dies folgt aus der Formulierung: ‘Sieht der Sanierungsplan einen Eingriff in die Rechte der Aktionäre und der Gläubiger vor’ (Art. 29 Abs. 2 EBankG). Die vorgeschlagenen Bestimmungen erlauben also sowohl eine getrennte Behandlung vor

13. Geändert werden sollen ferner die Bestimmungen über Bankliquidation und Einlegerschutz.

14. Die Schutzmassnahmen (Art. 26 EBankG.) erlauben Eingriffe in die Organisation der Bank (z. B. Abberufung der Geschäftsleitung, Verbot bestimmter Geschäftstätigkeiten) sowie in ihre finanzielle Verfügungsfreiheit (z. B. Auszahlungsverbot).

15. Auch das allgemeine Konkursrecht wird zunehmend als Mittel der Weiterführung eines Unternehmens anstatt als Liquidationsinstrument verwendet (vgl. z. B. SPÜHLER, 2002).

Aktiv- und Passivseite als auch die Umwandlung oder Beschränkung bestehender Rechte. Ferner versucht der Entwurf, dem Problem des 'Gambling for Resurrection' mittels Schutzmassnahmen vorzubeugen. Die Grundlagen des oben beschriebenen Insolvenzverfahrens sind damit gelegt, ohne dass der Entwurf das konkret anzuwendende Verfahren indessen im einzelnen regelt.

5.3. Der 'Debt-Equity-Swap'

Das konkret anzuwendende Verfahren ist allerdings recht klar umrissen. Der Entwurf geht dabei von einer einfacheren Realität aus als das oben in seiner allgemeinen Form beschriebene Verfahren. Er unterscheidet drei Kategorien von Passiven einer Bank: die privilegierten Einlagen, die allgemeinen Fremdmittel (sog. Drittklassforderungen¹⁶) und die Eigenmittel (einschliesslich nachrangiger Anleihen). Das Sanierungsverfahren folgt dieser 'Triage': Die privilegierten Einleger werden durch das Privileg und die Einlagensicherung *vollumfänglich geschützt*. Die Aktionäre, und ihnen diesbezüglich gleichgestellt die Inhaber nachrangiger Schuldtitel, haben Verluste in erster Instanz zu tragen und werden deshalb in der Regel *vollumfänglich enteignet*. Die Drittklassgläubiger schliesslich erleiden, rechtlich gesehen, einen *partiellen* Eingriff in ihre Ansprüche. Ihnen steht der Nettowert der Bank (die vorhandenen Aktiven soweit sie über die privilegierten Einlagen hinausgehen) zu. Ihre Ansprüche werden deshalb differenziert behandelt: Soweit sie als gedeckt gelten dürfen, bleiben sie erhalten; die nominellen Forderungen müssen jedoch im Sinne eines 'haircut' auf ein realistisches Niveau zurückgestutzt werden. Soweit die Forderungen hingegen gefährdet oder zumindest unsicher erscheinen, sind sie in Eigentumstitel umzuwandeln (*Debt-Equity-Swap*).¹⁷

5.4. Anerkennung der wirtschaftlichen Wirklichkeit

Offen bleibt, wie tief der Schnitt geführt werden soll. Wirtschaftlich gesehen ist dies nicht von Belang¹⁸: Je stärker die nominelle Kürzung der Schuldtitel, desto wertvoller die Eigentumsansprüche, z. B. in Form neuer Aktien, welche die Drittklassgläubiger erhalten. Die Drittklassgläubiger erhalten deshalb gleich viel, unabhängig von der Aufteilung ihrer Ansprüche in Schuld- und Eigentumstitel. Dennoch ist der Entscheid der EBK im konkreten Fall heikel. Einerseits dürfte seitens der Drittklassgläubiger ein ge-

16. Drittklassforderungen sind alle Forderungen, welche über die privilegierten Fr. 30'000.- hinausgehen aber nicht mit einer Rangrücktrittsklausel versehen sind.
17. Genauer ist der im Erläuterungsbericht (Kommentar zu Art. 29 Abs. 1 EBankG) verwendete deutsche Ausdruck 'Verrechnungsliberierung in Eigenkapital'; die Transaktion wird nicht, wie bei einem Swap, später rückgängig gemacht.
18. Es ist daran zu erinnern, dass die 'Eingriffe' in die Rechte von Aktionären und Gläubigern in wirtschaftlicher Betrachtung lediglich eine Anpassung der rechtlichen Bestimmungen an die tatsächlichen Verhältnisse darstellen.

wisser politischer Druck in Richtung der Schonung ihrer nominellen Rechte bestehen, da sie Schuldtitel halten wollten und nicht Eigentumsrechte. Gleichzeitig müssen genügend neue Eigentumsrechte geschaffen werden, soll die Sanierung Bestand haben.

Schwieriger und im Entwurf nur vage angesprochen ist die wirtschaftlich korrekte Behandlung der Altaktionäre. Im Falle einer mit Sicherheit insolventen Bank haben diese ihre Rechte verwirkt und müssten im Sanierungsverfahren leer ausgehen. Dem entspricht der Fall im oben beschriebenen optimalen Verfahren, in dem keiner der bestehenden Aktionäre Beteiligungsscheine kaufen will. In der Praxis ist die Solvenz einer Bank jedoch typischerweise schwer abzuschätzen. Es ist durchaus möglich, dass einzelne Aktionäre die Solvenz optimistischer beurteilen und Beteiligungsscheine kaufen möchten, während andere nicht mehr an die Solvenz glauben und ihre Rechte aufgeben. Für solche Fälle ist der Revisionsentwurf schlecht gerüstet. Im Sinne einer wenigstens groben Annäherung an das beschriebene Verfahren müsste der Sanierungsplan im konkreten Fall den Altaktionären wenigstens das Recht einräumen, gegen Aufbringung genügend neuer Mittel Aktien zu behalten oder neu zu erwerben.

5.5. Was geschieht mit den Aktiven?

Die Verwendung der Aktiven einer zu sanierenden Bank ist im Gesetzesentwurf nicht näher geregelt. Die EBK trifft die Grundentscheidung 'Sanierung oder Liquidation' innerhalb der Zielsetzung der Wertmaximierung weitgehend frei. Während eine Mehrheit der Drittklassgläubiger eine Liquidation anstelle einer Sanierung erzwingen kann, haben die Gläubiger weder einen Einfluss auf die Wahl zwischen verschiedenen Alternativen einer Sanierung, noch können sie eine Sanierung anstelle einer Liquidation durchsetzen. Im Falle seriöser Banken wird die EBK zunächst eine Sanierung anstreben. In der Praxis ist sie jedoch häufig mit Banken konfrontiert, die ohne Bewilligung und ohne Perspektive legalen Erwerbs operieren. Hier liegt die sofortige Liquidation in aller Regel im Interesse der bestehenden und potentieller künftiger Geldgeber.

Das Postulat der Wertmaximierung (konkret: der Wahrung der Interessen von Eignern und Gläubigern) gibt der EBK zwar eine Richtschnur, hilft aber in der Praxis nicht immer weiter. Streng interpretiert beinhaltet es die öffentliche Ausschreibung einer Bank mit Verkauf an den Meistbietenden. Die Vollzugsbehörde kann aber geltend machen, die mit einem solchen Verkauf verbundene Publizität schade dem Wert der Bank eher als dass sie nütze. Dies dürfte selten zutreffen, ist aber nicht, bzw. erst im nachhinein, überprüfbar. Ferner sind konkurrierende Gebote nicht unbedingt direkt vergleichbar, da sie sich auf beispielsweise auf unterschiedliche Teile einer Bank beziehen können. Und schliesslich kann das Interesse der Gläubiger einen raschen freihändigen Verkauf von Unternehmensteilen nahelegen.

In all diesen Fällen trifft die EBK mit der Verfügung über die Aktiven der Bank eine Entscheidung, welche im Grunde den Eigentümern zusteht. Natürlich kann sie die Entscheidung auch den im Rahmen der Umstrukturierung der Passivseite zu Neuaktionä-

ren gewordenen (Drittclass-)Gläubigern überlassen. Damit käme das effektive Verfahren wieder dem vorgestellten optimalen Verfahren nahe.

5.6. *Beurteilung*

Das Sanierungsverfahren im Entwurf zur Revision des Bankengesetzes ist im internationalen Vergleich die vermutlich nächste Annäherung eines realen Insolvenzverfahrens an das in diesem Aufsatz dargestellte ökonomisch optimale Verfahren. Dennoch entspricht es jenem Verfahren nur teilweise. Die Grundgedanken wie Wertmaximierung und Einhaltung der Prioritäten werden zwar übernommen; in der Umsetzung verzichtet der Entwurf jedoch auf eine verlässliche Formulierung von Regeln, welche im Ergebnis dem vorgestellten optimalen Verfahren entsprechen würden.

Die Umstrukturierung der Passivseite in einer vereinfachten Version des Verfahrens ist zwar im Entwurf angelegt, aber nicht in einer für den Geldgeber einer Bank im voraus verlässlichen Form. Ferner verfügt die EBK bezüglich der Verwendung der Aktiven einer zu sanierenden Bank einen in der Praxis sehr weiten Ermessensspielraum. Ob die in Art. 29 Abs. 1 EBankG verlangte Ausrichtung einer Sanierung auf die Interessen der Geldgeber der Bank ausreichen wird, um diese Interessen auch zu wahren, muss sich erst erweisen. Es wird der EBK obliegen, die Bestimmung durchzusetzen und Verlockungen wie einer 'schweizerischen Lösung' oder der kurzfristigen Erhaltung von Arbeitsplätzen zu widerstehen. Eine bedrohte Bank lässt sich nämlich kaum sanieren, wenn die ohnehin schon knappen Mittel noch Nebenzielen, wie beispielsweise der Erhaltung von Arbeitsplätzen, dienen müssen.

6. SCHLUSSFOLGERUNGEN

Der Entwurf zur Revision des Bankengesetzes versucht, anreizgerechte Regeln zur Bewältigung von Bankinsolvenzen aufzustellen. Wichtige Züge des in diesem Aufsatz beschriebenen ökonomisch optimalen Verfahrens werden wenigstens vereinfacht umgesetzt. Gegenüber dem kaum praxistauglichen geltenden schweizerischen Bankinsolvenzrecht bringt die Revision einen grossen Fortschritt. Auch im internationalen Vergleich schneidet es aus ökonomischer Perspektive gut ab.

Insbesondere erlaubt das neue Instrumentarium im Prinzip die Sanierung einer Bank (im Sinne der Umwandlung einer insolventen in eine solvente Bank) 'über Nacht', d. h. bei Aufrechterhaltung des Geschäftsbetriebes. Dazu wird die Passivseite neu geordnet, und zwar ohne Einsatz von Drittmitteln (wie insbesondere staatlicher Hilfe) und ohne Notwendigkeit der Zustimmung der Eigner und der Gläubiger.¹⁹

19. Wichtig ist in diesem Zusammenhang auch, dass Art. 37 EBankG eine Art 'Superprivileg' für Neugeld formuliert, das einer Bank während der Sanierung zufließt.

Gebannt würde damit auch die Gefahr des 'Groundings' einer Bank. Die rechtzeitige Sanierung, d. h. Umwandlung von Schulden in Eigenmittel, gäbe deren Inhabern kollektiv und individuell den Anreiz, dem Wert der Bank Sorge zu tragen. Ein Trittbrettfahrer einzelner Gläubiger, d. h. ein Beharren auf voller Bedienung ihrer Ansprüche, hätte unter dem revidierten Gesetz bei rechtzeitiger Intervention der EBK keine Chance.

Allerdings enthält der Revisionsentwurf auch einige Kompromisse gegenüber der Praxis und der Politik, welche zu Unterschieden zum ökonomisch optimalen Verfahren führen. Sowohl in die Behandlung einzelner Ansprüche als auch in die Verwendung der Aktiven einer Bank sind Elemente administrativer Verfahren eingeflossen. Dadurch mag sich gegenüber dem ökonomisch optimalen, sehr regelgebundenen Verfahren in der Praxis ein Gewinn an Flexibilität ergeben; umgekehrt bedeutet Flexibilität, falsch gehandhabt, auch erhöhte Unsicherheit. Das Problem der wertmaximierenden Verwendung der Aktiven einer bedrohten Bank stellt für Bankleitungen, Aufsichtsbehörden und Ökonomen noch eine Herausforderung dar. Wie im Abschnitt über Auktionen erwähnt, kennt die ökonomische Literatur für die meisten praktischen Situationen das erlösmaximierende Verkaufsverfahren noch nicht. Diese Schwierigkeit stellt sich jedem Insolvenzverfahren.

Insgesamt weist das ökonomisch optimale Verfahren der Insolvenzbewältigung auf einen beträchtlichen Spielraum zur Verbesserung des schweizerischen Bankinsolvenzrechts hin. Im Entwurf des Bundesrates wird dieses Potential zum Teil genutzt. Naheliegender scheint deshalb die Frage: Wäre das Verfahren auch anwendbar bei Insolvenzen von Unternehmen ausserhalb des Bankenbereichs? Die Antwort lautet: Im Prinzip ja. In verschiedener Hinsicht sind die Probleme im Nichtbankenbereich sogar einfacher zu lösen: Der Faktor Zeit ist kaum bei einer Unternehmung so entscheidend wie bei einer Bank. Ferner haben wenige Unternehmen eine derart grosse Zahl von Gläubigern. Umgekehrt unterstehen ausser den Banken und den Versicherungen nur wenige Unternehmen einer effektiven laufenden Überwachung ihrer finanziellen Situation.²⁰ Zu Beginn einer Banksanierung ist die Aufsichtsbehörde in der Regel viel besser über die Lage und Probleme einer Bank informiert als ein Gericht oder eine von ihm speziell eingesetzte Revisionsgesellschaft. Bei einer nicht laufend überwachten Unternehmung verfügt die Konkursbehörde deshalb zumindest am Anfang eines Verfahrens über eine vergleichsweise schmale Informationsbasis.

Die Anwendbarkeit der ökonomisch begründeten Insolvenzregeln auf sämtliche Unternehmen im Rahmen einer Revision des Schuldbetreibungs- und Konkursgesetzes wäre deshalb noch näher zu untersuchen. Entsprechende Anstrengungen von Ökonomen und Juristen dürften sich lohnen. Bessere Insolvenzregeln bedeuten für die ganze Wirtschaft tiefere Finanzierungskosten, das heisst mehr Investitionen und ein höheres Wohlstandsniveau. Insolvenzrecht ist eines der wenigen Gebiete, in dem eine Revision alle Beteiligten (*ex ante*) besser stellen kann.

20. Dies gilt, auch wenn gelegentlich Fluggesellschaften oder Fussballvereinen wegen prekärer Finanzlage Einschränkungen auferlegt werden.

Grosser Handlungsbedarf besteht insbesondere im internationalen Zusammenhang. Zwar lassen sich sowohl das oben vorgestellte, ökonomisch optimale Verfahren als auch die im Entwurf des Bundesrates vorgeschlagenen Bestimmungen grundsätzlich ohne zusätzliche internationale Harmonisierung des Insolvenzrechts anwenden. Eine solche tut dennoch not: Konflikte zwischen verschiedenen Jurisdiktionen bezüglich Zuständigkeit von Gerichten und Behörden oder bezüglich der Zugehörigkeit von Aktiven zur Konkursmasse sowie der Gültigkeit von Forderungen schaffen Rechtsunsicherheit. Diese verteuert die Finanzierung aller international tätigen Unternehmen. Ferner wird die Bewältigung von Solvenzproblemen erschwert, wie auch immer die nationalen Regeln ausgestaltet sein mögen.

Probleme der internationalen Unverträglichkeit nationaler Insolvenzrechte sind also ernst zu nehmen. Sie dürfen aber kein Grund sein, auf eine Optimierung nationaler Regeln, wie sie in diesem Aufsatz diskutiert wird, zum vornherein zu verzichten.

APPENDIX

A. DIE UMSTRUKTURIERUNG DER PASSIVSEITE

Die Umstrukturierung der Passivseite verläuft in zwei Stufen. Zuerst wird die Allokation der Beteiligungsscheine auf die Gläubiger vorgenommen, danach erhalten Neuinvestoren die Möglichkeit, Beteiligungsscheine zu kaufen. Wir nennen den ersten Teil ‘Interne Umstrukturierung’, den zweiten Teil ‘Externe Umstrukturierung’.

A.1. Die Interne Umstrukturierung

Um den Ablauf der Internen Umstrukturierung verständlich darstellen zu können, bedienen wir uns eines Tricks. Wir stellen einen Mechanismus vor, der kompliziert durchzuführen wäre, aber wie gesagt die Verständlichkeit erleichtert. Wir werden am Ende des Abschnittes besprechen, wie dieser Mechanismus vereinfacht implementiert werden könnte.

Die Interne Umstrukturierung wird von der Insolvenzinstitution geplant und durchgeführt. Wir nennen diese Institution ‘Insolvenzbeamter’. Wir gehen von $i = 1, \dots, n$ Gläubigerklassen aus, wobei Klasse 1 die höchste Priorität hat, Klasse n die tiefste. Mit Klasse $n + 1$ bezeichnen wir die Aktionäre.

An Stelle der Ansprüche der Gläubiger treten Beteiligungsscheine. Wir gehen davon aus, dass 100 dieser Beteiligungsscheine ausgegeben werden. Diese Beteiligungsscheine werden den Gläubigern der Klasse 1 ausgehändigt. Die Gläubiger der übrigen Klassen wie auch die Aktionäre erhalten Optionen auf Beteiligungsscheine. Die Kaufpreise werden vom Insolvenzbeamten festgelegt. Hierbei gilt für jede Klasse ein anderer Preis. Der Preis p_i für Beteiligungsscheine, welche die Klasse i kaufen kann wird dergestalt festgelegt, dass die vorrangigen Gläubiger gerade bedient werden können, falls alle Gläubiger der Klasse i ihre Optionen einlösen. Für Klasse i beläuft sich dieser Preis folglich auf

$$p_i = \frac{\sum_{k=1}^{i-1} D_k}{100}, \quad (\text{A1})$$

wobei D_k den Forderungen der k -ten Klasse entspricht.

Dieser Preis wird für jede Klasse $i = 2, \dots, n + 1$ bestimmt.

Zudem wird für jede Klasse $i = 1, \dots, n$ ein Verkaufspreis π_i festgelegt. Gläubiger der Klasse i , welche Beteiligungsscheine halten, müssen diese auf Verlangen des Insolvenzbeamten zum Preis π_i verkaufen. Die Berechnung von π_i erfolgt folgendermassen:

$$\pi_i = \frac{\sum_{k=1}^i D_k}{100} = p_{i+1}. \quad (\text{A2})$$

Entsprechend ergibt sich $\pi_i - p_i = D_i/100$.

Klasse i bestehe aus der Anzahl l^i Gläubiger, wobei Gläubiger j Schuldtitel in Höhe von d_{ji} hält. Mit m_{ji} bezeichnen wir die Menge an Beteiligungsscheinen, welche Gläubiger j aus Klasse i kauft. $M_i = \sum_{j=1}^m m_{ji}$ bezeichnet demnach die Gesamtanzahl der von Gläubigern der Klasse i eingelösten Optionen. Die Menge $m_{ji}^{\max}$, welche Gläubiger j aus Klasse i maximal kaufen kann, beläuft sich auf

$$m_{ji}^{\max} = \frac{d_{ji}}{D_i} \left(100 - \sum_{k=i+1}^{n+1} M_k \right). \quad (\text{A3})$$

Es folgt $m_{ji} \in [0, m_{ji}^{\max}]$.

Jeder Gläubiger der Klasse $i = 2, \dots, n+1$ erhält also die Menge $m_{ji}^{\max}$ an Optionen, welche er zum Preis p_i gegen Beteiligungsscheine eintauschen kann. Gläubiger j aus Klasse i kann also maximal den Anteil an den noch zum Verkauf anstehenden Beteiligungsscheinen kaufen, welcher seinem Anteil an der Gesamtforderung seiner Gläubigerklasse entspricht.

Zu Beginn händigt der Insolvenzbeamte alle Beteiligungsscheine der Klasse 1 aus. Als Erste werden die Aktionäre aufgefordert, ihre Optionen einzulösen. Der dabei anfallende Erlös C_{n+1} wird den Gläubigern der Klasse n ausgehändigt, welche damit Beteiligungsscheine bei der Klasse $n-1$ bestellen müssen. Falls der Erlös ausreicht, um sämtliche Beteiligungsscheine zu bestellen, verbleibt der Resterlös in Händen der Klasse $n-1$. Dieser Prozess wird wiederholt bis Klasse 2 bei Klasse 1 tatsächlich Beteiligungsscheine kauft. Wir bezeichnen die Menge an bestellten (oder im Falle von Klasse 2 tatsächlich gekauften) Beteiligungsscheine mit Q_i . Klasse 2 hat nun die Bestellung von Klasse 3 zu befriedigen, usw. bis schliesslich die Aktionäre die von ihnen bestellten Beteiligungsscheine in Besitz haben. Am Ende von Runde 1 verfügen also die Gläubiger der Klasse 1 über die Anzahl $100 - Q_2$ an Beteiligungsscheinen und $\min[C_3, D_1]$ an Geld. Die Gläubiger der Klassen $i = 2, \dots, n$ verfügen über die Anzahl $Q_i - Q_{i+1}$ an Beteiligungsscheinen und $\max[C_{i+1} - 100p_i, 0]$ an Geld. Die Aktionäre verfügen über M_{n+1} Beteiligungsscheine, wofür sie C_{n+1} Geldeinheiten aufgewendet haben. In der nächsten Runde können die Gläubiger der Klasse n ihre Optionen einlösen usw. Die genaue Aufteilung von Beteiligungsscheinen und Geldeinheiten auf die einzelnen Klassen wird folgendermassen vorgenommen:

Runde 1

In Runde 1 fordert der Insolvenzbeamte die Aktionäre auf, ihre Optionen zum Kauf einzulösen. Der anfallende Erlös beläuft sich auf $C_{n+1} = p_{n+1}M_{n+1}$, mit $M_{n+1} \in [0, 100]$.

i) $M_{n+1} = 0$

Das Verfahren geht in die zweite Runde (siehe unten).

ii) $M_{n+1} = 100$

Da $p_{n+1} > p_n$ reicht in diesem Fall der Erlös $C_{n+1} = 100p_{n+1}$ aus, dass Klasse n sämtliche 100 Beteiligungsscheine bestellen kann; $Q_n = 100$. Der Resterlös $C_{n+1} - 100p_n$

APPENDIX

A. DIE UMSTRUKTURIERUNG DER PASSIVSEITE

Die Umstrukturierung der Passivseite verläuft in zwei Stufen. Zuerst wird die Allokation der Beteiligungsscheine auf die Gläubiger vorgenommen, danach erhalten Neuinvestoren die Möglichkeit, Beteiligungsscheine zu kaufen. Wir nennen den ersten Teil ‘Interne Umstrukturierung’, den zweiten Teil ‘Externe Umstrukturierung’.

A.1. Die Interne Umstrukturierung

Um den Ablauf der Internen Umstrukturierung verständlich darstellen zu können, bedienen wir uns eines Tricks. Wir stellen einen Mechanismus vor, der kompliziert durchzuführen wäre, aber wie gesagt die Verständlichkeit erleichtert. Wir werden am Ende des Abschnittes besprechen, wie dieser Mechanismus vereinfacht implementiert werden könnte.

Die Interne Umstrukturierung wird von der Insolvenzinstitution geplant und durchgeführt. Wir nennen diese Institution ‘Insolvenzbeamter’. Wir gehen von $i = 1, \dots, n$ Gläubigerklassen aus, wobei Klasse 1 die höchste Priorität hat, Klasse n die tiefste. Mit Klasse $n + 1$ bezeichnen wir die Aktionäre.

An Stelle der Ansprüche der Gläubiger treten Beteiligungsscheine. Wir gehen davon aus, dass 100 dieser Beteiligungsscheine ausgegeben werden. Diese Beteiligungsscheine werden den Gläubigern der Klasse 1 ausgehändigt. Die Gläubiger der übrigen Klassen wie auch die Aktionäre erhalten Optionen auf Beteiligungsscheine. Die Kaufpreise werden vom Insolvenzbeamten festgelegt. Hierbei gilt für jede Klasse ein anderer Preis. Der Preis p_i für Beteiligungsscheine, welche die Klasse i kaufen kann wird dergestalt festgelegt, dass die vorrangigen Gläubiger gerade bedient werden können, falls alle Gläubiger der Klasse i ihre Optionen einlösen. Für Klasse i beläuft sich dieser Preis folglich auf

$$p_i = \frac{\sum_{k=1}^{i-1} D_k}{100}, \quad (\text{A1})$$

wobei D_k den Forderungen der k -ten Klasse entspricht.

Dieser Preis wird für jede Klasse $i = 2, \dots, n + 1$ bestimmt.

Zudem wird für jede Klasse $i = 1, \dots, n$ ein Verkaufspreis π_i festgelegt. Gläubiger der Klasse i , welche Beteiligungsscheine halten, müssen diese auf Verlangen des Insolvenzbeamten zum Preis π_i verkaufen. Die Berechnung von π_i erfolgt folgendermassen:

$$\pi_i = \frac{\sum_{k=1}^i D_k}{100} = p_{i+1}. \quad (\text{A2})$$

Entsprechend ergibt sich $\pi_i - p_i = D_i/100$.

Klasse i bestehe aus der Anzahl l^i Gläubiger, wobei Gläubiger j Schuldtitel in Höhe von d_{ji} hält. Mit m_{ji} bezeichnen wir die Menge an Beteiligungsscheinen, welche Gläubiger j aus Klasse i kauft. $M_i = \sum_{j=1}^m m_{ji}$ bezeichnet demnach die Gesamtanzahl der von Gläubigern der Klasse i eingelösten Optionen. Die Menge $m_{ji}^{\max}$, welche Gläubiger j aus Klasse i maximal kaufen kann, beläuft sich auf

$$m_{ji}^{\max} = \frac{d_{ji}}{D_i} \left(100 - \sum_{k=i+1}^{n+1} M_k \right). \quad (\text{A3})$$

Es folgt $m_{ji} \in [0, m_{ji}^{\max}]$.

Jeder Gläubiger der Klasse $i = 2, \dots, n+1$ erhält also die Menge $m_{ji}^{\max}$ an Optionen, welche er zum Preis p_i gegen Beteiligungsscheine eintauschen kann. Gläubiger j aus Klasse i kann also maximal den Anteil an den noch zum Verkauf anstehenden Beteiligungsscheinen kaufen, welcher seinem Anteil an der Gesamtforderung seiner Gläubigerklasse entspricht.

Zu Beginn händigt der Insolvenzbeamte alle Beteiligungsscheine der Klasse 1 aus. Als Erste werden die Aktionäre aufgefordert, ihre Optionen einzulösen. Der dabei anfallende Erlös C_{n+1} wird den Gläubigern der Klasse n ausgehändigt, welche damit Beteiligungsscheine bei der Klasse $n-1$ bestellen müssen. Falls der Erlös ausreicht, um sämtliche Beteiligungsscheine zu bestellen, verbleibt der Resterlös in Händen der Klasse $n-1$. Dieser Prozess wird wiederholt bis Klasse 2 bei Klasse 1 tatsächlich Beteiligungsscheine kauft. Wir bezeichnen die Menge an bestellten (oder im Falle von Klasse 2 tatsächlich gekauften) Beteiligungsscheine mit Q_i . Klasse 2 hat nun die Bestellung von Klasse 3 zu befriedigen, usw. bis schliesslich die Aktionäre die von ihnen bestellten Beteiligungsscheine in Besitz haben. Am Ende von Runde 1 verfügen also die Gläubiger der Klasse 1 über die Anzahl $100 - Q_2$ an Beteiligungsscheinen und $\min[C_3, D_1]$ an Geld. Die Gläubiger der Klassen $i = 2, \dots, n$ verfügen über die Anzahl $Q_i - Q_{i+1}$ an Beteiligungsscheinen und $\max[C_{i+1} - 100p_i, 0]$ an Geld. Die Aktionäre verfügen über M_{n+1} Beteiligungsscheine, wofür sie C_{n+1} Geldeinheiten aufgewendet haben. In der nächsten Runde können die Gläubiger der Klasse n ihre Optionen einlösen usw. Die genaue Aufteilung von Beteiligungsscheinen und Geldeinheiten auf die einzelnen Klassen wird folgendermassen vorgenommen:

Runde 1

In Runde 1 fordert der Insolvenzbeamte die Aktionäre auf, ihre Optionen zum Kauf einzulösen. Der anfallende Erlös beläuft sich auf $C_{n+1} = p_{n+1}M_{n+1}$, mit $M_{n+1} \in [0, 100]$.

i) $M_{n+1} = 0$

Das Verfahren geht in die zweite Runde (siehe unten).

ii) $M_{n+1} = 100$

Da $p_{n+1} > p_n$ reicht in diesem Fall der Erlös $C_{n+1} = 100p_{n+1}$ aus, dass Klasse n sämtliche 100 Beteiligungsscheine bestellen kann; $Q_n = 100$. Der Resterlös $C_{n+1} - 100p_n$

lung von Runde 2 und das aggregierte Resultat über beide Runden sehen folgendermassen aus:

Tabelle 2: Aufteilung am Ende von Runde 2; Netto

	<i>Q</i>	<i>BS</i>	<i>GE</i>
Klasse 1	–	–	–
Klasse 2	–	–30	+60
Klasse 3	30	+10	0
Klasse 4	20	+20	–60

Tabelle 3: Aufteilung Ende von Runde 2; Brutto

	<i>BS</i>	<i>GE</i>
Klasse 1	0	100
Klasse 2	10	80
Klasse 3	30	0
Klasse 4	30	–60
Aktionäre	30	–120

Runde 3

Die Gläubiger von Klasse 3 können maximal 10 Beteiligungsscheine bei Klasse 2 kaufen. Sie lösen alle Optionen ein: $M_3 = 10$. Damit endet die Interne Umstrukturierung. Die Aufteilung von Beteiligungsscheinen und Geld sieht wie folgt aus:

Tabelle 4: Aufteilung am Ende der Internen Umstrukturierung

	<i>BS</i>	<i>GE</i>
Klasse 1	0	100
Klasse 2	0	100
Klasse 3	40	–20
Klasse 4	30	–60
Aktionäre	30	–120

A.3. Umsetzung

In der konkreten Umsetzung führt der Insolvenzbeamte für jede Gläubigerklasse und die Aktionäre ein Konto. Zuerst berechnet der Insolvenzbeamte für jeden Aktionär, welche Anzahl Beteiligungsscheine er kaufen kann und fordert die Aktionäre auf, Beteiligungsscheine zu erwerben. Die Aufteilung von Geldeinheiten und Beteiligungsscheinen wird analog zu Tabelle 1 in die Konten eingetragen. Daraufhin berechnet der

Insolvenzbeamte die Anzahl Beteiligungsscheine, welche die Gläubigerklasse n insgesamt beziehen kann sowie die Aufteilung auf die einzelnen Mitglieder der Klasse n . Daraufhin wird das Resultat dieser Runde wiederum in die Konten übertragen. Dies wird analog fortgesetzt bis zum Ende der Internen Umstrukturierung. Daraufhin werden die Konten aufgelöst, indem die Saldi an Geldeinheiten und Beteiligungsscheinen anhand der Anteile der einzelnen Gläubiger aufgeteilt werden.

A.4. Erweiterung

Beim dargestellten Verfahren kann es vorkommen, dass einige Gläubiger einer Klasse ihre Optionen einlösen, andere Gläubiger derselben Klasse aber nicht. Man könnte nun das Verfahren erweitern, indem man denjenigen Gläubigern, welche ihre Option eingelöst haben, die Möglichkeit gibt, zum Preis $\pi_i - p_i$ die Optionen derjenigen Gläubiger zu kaufen, die auf eine Einlösung verzichtet haben. Aus der Definition von π_i folgt, dass dieser Preis für Aktionäre Null wäre.

A.5. Die Externe Umstrukturierung

Der Insolvenzbeamte schreibt die Beteiligungsscheine zum Verkauf aus. Die eintreffenden Gebote werden zu einer Nachfragefunktion aggregiert. Die Angebotsfunktion wird folgendermassen gebildet: Die Funktion beginnt bei der Menge 0 und dem Preis π_f der Gläubigerklasse mit höchster Priorität, welche am Ende der Internen Umstrukturierung noch Beteiligungsscheine hält. Die Funktion verläuft horizontal bis zur Menge BS_f . Danach verläuft die Funktion vertikal bis zum Preis π_{f+1} , danach horizontal bis zur Menge $BS_f + BS_{f+1}$, usw. Die Funktion bleibt vertikal ab der Menge $BS_f + BS_{f+1} + \dots + BS_n$. Die Aktionäre müssen ihre Beteiligungsscheine in der Externen Umstrukturierung also auf keinen Fall verkaufen. Im Gleichgewicht geht die Menge BS_A^* zum Preis p_A^* an die Neuinvestoren.

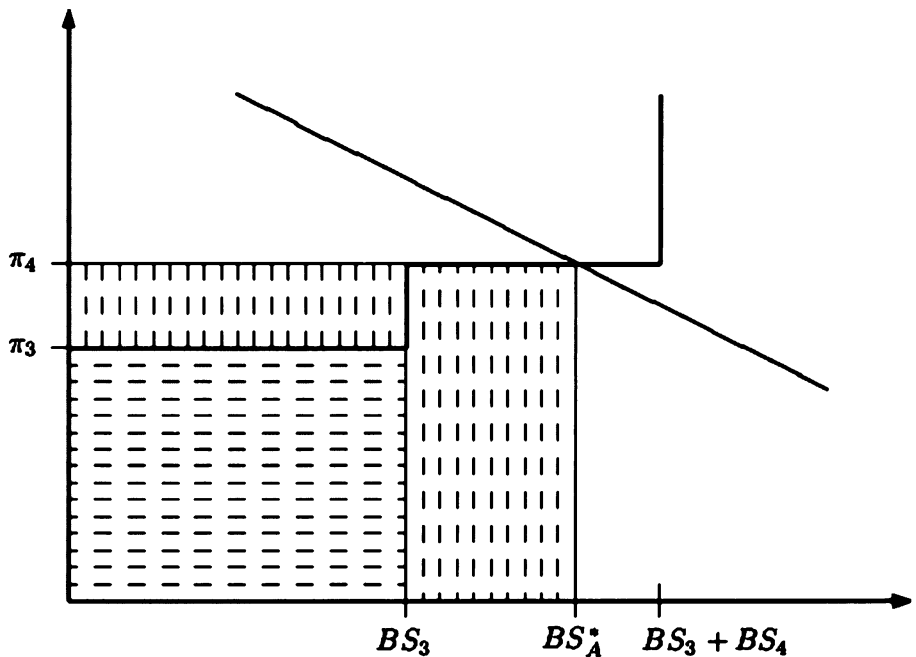
Der Gesamterlös von $p_A^* BS_A^*$ wird dergestalt an die Gläubigerklassen aufgeteilt, dass zuerst die Gläubiger von Klasse f bedient werden, danach diejenigen von Klasse $f + 1$ usw. Konkret führt dieses Vorgehen zu folgender Aufteilung:

$p_A^* =$	Klasse f	Klasse $f + 1$	Klasse $f + 2$	...
π_f	$\pi_f BS_A^*$	0	0	
$\in (\pi_f, \pi_{f+1})$	$\pi_f BS_f$	$(p_A^* - \pi_f) BS_f$	0	
π_{f+1}	$\pi_f BS_f$	$(\pi_{f+1} - \pi_f) BS_f + \pi_{f+1} (BS_A^* - BS_f)$	0	
$\in (\pi_{f+1}, \pi_{f+2})$	$\pi_f BS_f$	$(\pi_{f+1} - \pi_f) BS_f + \pi_{f+1} (BS_{f+1} - BS_f)$	$(p_A^* - \pi_{f+1}) \cdot (BS_f + BS_{f+1})$	

Das folgende Bild verdeutlicht die Aufteilung anhand des in Abschnitt A beschriebenen Beispiels. Am Ende der Internen Umstrukturierung halten die Gläubiger der Klasse 3

40 Beteiligungsscheine, diejenigen der Klasse 4 deren 30, und die Aktionäre die restlichen 30. Entsprechend ist die Angebotsfunktion konstruiert. Die Gläubiger der Klasse 3 müssen ihre Beteiligungsscheine zum Preis von $\pi_3 = 3$ anbieten, die Gläubiger der Klasse 4 zum Preis $\pi_4 = 4$. Nehmen wir an, dass sich im Schnittpunkt der Angebots- mit der Nachfragekurve die Gleichgewichtsmenge $BS_A^* = 60$ und der Gleichgewichtspreis $p_A^* = 4$ ergeben. Damit fällt durch die Externe Umstrukturierung ein Erlös von 280 Geldeinheiten an. Die vertikal gestrichelte Fläche entspricht dem Erlös der Gläubiger der Klasse 3, die horizontal gestrichelte Fläche demjenigen der Gläubiger der Klasse 4. Am Ende der Externen Umstrukturierung verfügen also die Gläubiger der Klasse 3 über keinerlei Beteiligungsscheine mehr. Dafür erhalten sie durch die Externe Umstrukturierung einen Erlös von 120, dank welchem sie netto, d. h. nach Verrechnung mit ihren Ausgaben während der Internen Umstrukturierung, gerade ihre Forderung von 100 zurückerhalten. Die Gläubiger der Klasse 4 erhalten aus der Externen Umstrukturierung ebenfalls 120. Netto erhalten sie also 60 Geldeinheiten und halten noch 10 Beteiligungsscheine. Die Neuinvestoren halten 60 Beteiligungsscheine, die Aktionäre die verbleibenden 30 Beteiligungsscheine. Wenn wir davon ausgehen, dass die Einschätzung des Firmenwertes durch die Neuinvestoren richtig war, wenn also in der Schlussabstimmung ein Preis von 4 pro Beteiligungsschein resultiert, so werden auch die Gläubiger der Klasse 4 vollständig bedient.

Grafik 1: Preisbildung bei der externen Umstrukturierung



Bis anhin haben wir uns nicht mit der Frage beschäftigt, wie die Erlöse innerhalb der Gläubigerklassen aufgeteilt werden. Einzelne Gläubiger halten am Ende der Internen Umstrukturierung Beteiligungsscheine und/oder nichteingelöste Optionen. Wenn Klasse i bei der Externen Umstrukturierung die Menge $Q_i^A \leq BS_i$ zu verkaufen hat, wird diese Menge nach den gehaltenen Beteiligungsscheinen innerhalb der Klasse i aufgeteilt. Pro Beteiligungsschein erhält ein Gläubiger der Klasse i den Preis π_i und pro Option den Preis $\pi_i - p_i$.

Im oberen Bild wird also das schmale obere Rechteck verwendet, um Optionen abzugelten, während das Rechteck rechts dazu verwendet wird, Beteiligungsscheine zu kaufen. Nehmen wir als Beispiel an, Klasse 4 bestehe aus zwei Gläubigern A, B mit einem Anspruch von je 50. Vor der zweiten Runde erhält jeder Gläubiger 30 Optionen, welche er zum Preis $p_4 = 3$ gegen Beteiligungsscheine eintauschen kann. Nehmen wir an, Gläubiger A löse 20 seiner Optionen ein, Gläubiger B keine. Vor der Externen Umstrukturierung hält also Gläubiger A 25 Beteiligungsscheine und 10 Optionen, Gläubiger B 5 Beteiligungsscheine und 30 Optionen. Als Resultat der Externen Umstrukturierung müssen nun die Gläubiger der Klasse 4 insgesamt 20 Beteiligungsscheine an die Neuinvestoren abgeben. Da Gläubiger A 25 von insgesamt 30 Beteiligungsscheinen der Klasse 4 hält, muss er den Anteil $\frac{5}{6}$ an die 20 von den Neuinvestoren gekauften Beteiligungsscheinen beisteuern, also $16\frac{2}{3}$ Beteiligungsscheine. Entsprechend hat Gläubiger B die restlichen $3\frac{1}{3}$ Beteiligungsscheine beizusteuern. Als Erlös erhält Gläubiger A $\pi_4 \cdot 16\frac{2}{3} + \pi_3 \cdot 10$, also insgesamt $76\frac{2}{3}$ Geldeinheiten. Gläubiger B erhält dementsprechend $\pi_4 \cdot 3\frac{1}{3} + \pi_3 \cdot 30 = 43\frac{1}{3}$. In der Summe erhalten die Gläubiger der Klasse 4 also 120. Der Sinn dieses umständlichen Verfahrens wird ersichtlich, wenn man das Endresultat nach der Schlussabstimmung mit in die Betrachtung einbezieht. Wenn wir davon ausgehen, in der Schlussabstimmung werde die Bank für einen Preis von 4 pro Beteiligungsschein verkauft, so erhält Gläubiger A zusätzlich $4 \cdot 8\frac{1}{3} = 33\frac{1}{3}$. In der Summe erhält er also $-60 + 76\frac{2}{3} + 33\frac{1}{3} = 50$, was exakt seinem ursprünglichen Anspruch entspricht. Gläubiger B erhält $4 \cdot 1\frac{2}{3} = 6\frac{2}{3}$, was ihm einen Gesamterlös von $43\frac{1}{3} + 6\frac{2}{3} = 50$ einbringt. Wenn der Endpreis pro Beteiligungsschein höher ist als 4, erhalten beide Gläubiger der Klasse 4 mehr, A erhält jedoch einen höheren Aufschlag als B , da er mehr Beteiligungsscheine hält. Entsprechend hat A bei einem tieferen Preis als 4 einen grösseren Abschlag als B . Gläubiger A trägt, da er sich in Runde 2 der Internen Umstrukturierung entschieden hat, Beteiligungsscheine zu kaufen, ein höheres Risiko als Gläubiger B .

REFERENCES

- AGHION, PHILIPPE, OLIVER HART und JOHN MOORE (1992), "The Economics of Bankruptcy Reform", *Journal of Law, Economics, and Organization*, 8, S. 523–546.
- AGHION, PHILIPPE, PATRICK BOLTON und STEVEN FRIES (1999), "Optimal Design of Bank Bailouts: The Case of Transition Economies", *Journal of Institutional and Theoretical Economics*, 155, S. 51–70.
- ALLEN, FRANKLIN und DOUGLAS GALE (2000), "Financial Contagion", *Journal of Political Economy*, 108 (1), S. 1–33.
- BEBCHUK, LUCIAN ARYE (1988), "A New Approach to Corporate Reorganizations", *Harvard Law Review*, 101, S. 775–804.
- BEBCHUK, LUCIAN ARYE und HOWARD F. CHANG (1992), "Bargaining and the Division of Value in Corporate Reorganization", *Journal of Law, Economics and Organization*, 8, S. 253–279.
- BEIM, DAVID und CHARLES CALOMIRIS (2001), *Emerging Financial Markets*, New York.
- BOTSCHAFT des Bundesrates zur Änderung des Bundesgesetzes über die Banken und Sparkassen (Bankensanierung, Bankenliquidation und Einlegerschutz), 20. November 2002, BBl 02.084 Download: <http://www.admin.ch.d.ff.2002.8060.pdf>.
- DEMIRGÜÇ-KUNT, ASLY und ROBERT LEVINE (2001), *Financial Structure and Economic Growth*, Cambridge, MA.
- HART, OLIVER (1999), *Different Approaches to Bankruptcy*, mimeo, Harvard University.
- HART, OLIVER, RAFAEL LA PORTA, FLORENCIO LOPEZ-DE-SILANES und JOHN MOORE (1997), "A New Bankruptcy Procedure that uses Multiple Auctions", *European Economic Review*, 41, S. 461–473.
- JAMES, CHRISTOPHER (1991), "The Losses Realized in Bank Failures", *Journal of Finance*, 46, S. 1221–1242.
- KLEMPERER, PAUL (1998), "Auctions with Almost Common Values: The 'Wallet Game' and its Applications", *European Economic Review*, 42, S. 757–69.
- KLEMPERER, PAUL (2002), "Prices and the Winner's Curse", *Rand Journal of Economics*, forthcoming.
- MELLA-BARRAL, PIERRE und WILLIAM PERRAUDIN (1997), "Strategic Debt Service", *Journal of Finance*, 52, S. 531–556.
- NEUKOMM, HANS (1992), "Soll eine zahlungsunfähige Bank liquidiert werden?", *Geld, Währung, Konjunktur*, Quartalsheft SNB, 10(2), S. 180–194.
- LA PORTA, RAFAEL, FLORENCIO LOPEZ-DE-SILANES, ANDREW SHLEIFER und ROBERT VISHNY (1998), "Law and Finance", *Journal of Political Economy*, 106, S. 1113–1155.
- POVEL, PAUL (1999), "Optimal 'Soft' or 'Tough' Bankruptcy Procedures", *Journal of Law, Economics, and Organization*, 15, S. 659–684.
- PULVINO, TODD C. (1998), "Do Asset Fire-Sales Exist?: An Empirical Investigation of Commercial Aircraft Transactions", *Journal of Finance*, 53, S. 939–978.
- PULVINO, TODD C. (1999), "Effects of Bankruptcy Court Protection on Asset Sales", *Journal of Financial Economics*, 52, S. 151–186.

- SPÜHLER, KARL (2002), "Rechtliche Aspekte der Sanierung", *NZZ*, 109, 14. Mai, S. 27.
- WEISS, LAWRENCE A. und KAREN H. WRUCK (1998), "Information Problems, Conflicts of Interest, and Asset Stripping: Chapter 11's Failure in the Case of Eastern Airlines", *Journal of Financial Economics*, 48, S. 55–97.
- WHITE, MICHELLE J. (2002), "Sovereigns in Distress: Do They Need Bankruptcy?", *Brookings Papers of Economic Activity*, 1, S. 287–319.
- WOLFSTETTER, ELMAR (1999), *Topics in Microeconomics*, Cambridge, UK.
- ZULAUF, URS (1998), "Recht und Realität der Sanierung und Liquidation von Banken in der Schweiz", in: *Festschrift für Jean-Paul Chappuis: Freiheit und Ordnung im Kapitalmarktrecht*, Zürich.
- ZULAUF, URS (1999), "Zur Revision der schweizerischen Rechtsvorschriften über Bankensanierung und Bankenliquidation", in: Peter Nobel (Hrsg.), *Aktuelle Probleme des Finanz- und Börsenplatzes Schweiz*, Bern.

SUMMARY

In Switzerland, new bank insolvency legislation is under consideration. The article compares the proposed regulation with the rules that would be optimal from an economic point of view. Optimal rules are a compromise between value maximization and absolute priority on the one hand (ex post optimality), and the avoidance of perverse incentives on the other (ex ante optimality). Existing Swiss rules are severely deficient in these respects. In contrast, the proposed revision is a reasonable approximation to an economic optimum in some respects, while it deviates from it in others.

ZUSAMMENFASSUNG

In der Schweiz steht ein neues Bankeninsolvenzrecht zur Diskussion. Der Beitrag stellt das vorgeschlagene Verfahren einem aus ökonomischer Sicht optimalen gegenüber. Dieses wägt ab zwischen einerseits der Maximierung des Unternehmenswerts und Einhaltung der Rangordnung der Ansprüche (ex post Optimalität) und andererseits der Verhinderung von Fehlanreizen (ex ante Optimalität). Die bestehenden schweizerischen Regelungen sind, an diesen Masstäben gemessen, stark verbesserungsfähig. Der Revisionsvorschlag hingegen kommt einem optimalen Verfahren in wesentlichen Punkten recht nahe, weicht aber in einigen Punkten auch davon ab.

RÉSUMÉ

En Suisse, une nouvelle législation sur l'insolvabilité des banques est en discussion. L'article compare la législation proposée avec celle qui serait optimale d'un point de vue économique. Cet optimum est un compromis entre, d'une part, la maximisation de la valeur de l'entreprise et le respect de l'ordre de priorité des créances (optimalité ex post) et, d'autre part, la sauvegarde des incitations (optimalité ex ante). La loi en vigueur présente, selon ces critères, de sérieuses lacunes. Par contre, la législation proposée constitue, pour l'essentiel, une approximation raisonnable de l'optimum, tout en déviant de cet optimum sur certains points.