

## Konsortialkredite zur Finanzierung des erfolgreichen Mittelstands

Der Mittelstand ist die Stütze der deutschen Wirtschaft. Und diese Stütze benötigt auch eine stabile Finanzierung. Hierfür stehen traditionell vorrangig die beiden Verbundorganisationen der Kreditwirtschaft bereit, die Sparkassenorganisation und die Volks- und Raiffeisenbanken. Beide zeichnen sich dadurch aus, dass sie eine besondere Nähe zum Kunden mit einem subsidiär organisierten Verbund von Landesbanken beziehungsweise genossenschaftlichen Zentralbanken verbinden. Die Primärbanken haben also das Ohr am Kunden und können bei Bedarf auf die Ressourcen des Verbundes zurückgreifen.

Dies gilt auch für die Kreditvergabe, bei der die Landesbanken beziehungsweise Zentralbanken zur Verfügung standen, wenn aufgrund der relativ kleinen Bilanz der Primärbanken die weitere Kreditvergabe nur im Zusammenspiel mit den Partnern über das Instrument der Konsortialkredite ermöglicht wurde. Dieses Problem stellt sich regelmäßig bei erfolgreichen Mittelstandsunternehmen, die quasi als Nebenwirkung ihres Erfolges ein starkes Wachstum aufweisen, auch bei der Finanzierung mit Krediten – soweit die Theorie und jahrelange Praxis.

### Überprüfung der Positionierung

In der Folge der Finanzmarktkrise seit 2007 zeigt sich nun, dass zumindest einige Landesbanken und genossenschaftliche Zentralbanken erkennbar nicht mehr auf Wachstumskurs bei der zusätzliche Eigenmittel verschlingenden Kreditvergabe sind. Es ist also höchste Zeit für eine Überprüfung der Positionierung der Sparkassen und Genossenschaftsinstitute bei der Risikoteilung durch Konsortialkredite!

Bei der Bepreisung von Krediten richten sich Sparkassen und genossenschaftliche

Primärbanken traditionell nicht primär an den volatilen Kapitalmärkten aus mit dem wechselhaften Risikoappetit der Investoren, sondern an dem Maß des Risikos, also dem erwarteten und dem unerwarteten Verlust.

Bei der systematischen Bewirtschaftung des Kreditportfolios eines Kreditinstitutes bewirken Größenkonzentrationen einen deutlich höheren Risikobetrag im Portfolio als Gleichverteilungen. Das Risiko eines Portfolios kann mit Hilfe eines Portfolio-modells (zum Beispiel Credit Portfolio View von McKinsey) gemessen werden. Zentrale Ergebnisgrößen des Modells sind der erwartete und der unerwartete Verlust. Der erwartete Verlust ist das Summenprodukt aus der Ausfallwahrscheinlichkeit eines Kredites (PD) und dem Verlust bei Ausfall

(LgD). Der Portfoliomanager weiß natürlich auch nicht, welcher einzelne Kredit ausfallen wird, aber er kann aufgrund der Bonitätsanalyse und der daraus folgenden Ratinginformation die Ausfallwahrscheinlichkeiten für die Kredite abschätzen. Bei einem granularen Portfolio mit vielen kleinen Krediten und über eine lange Laufzeit ist es auch nicht erheblich zu wissen, welcher Einzelkredit ausfallen wird, denn der Portfoliomanager erwartet, dass die Kredite mit der geschätzten Ausfallwahrscheinlichkeit ausfallen werden. Mit anderen Worten: Er kann den erwarteten Verlust errechnen, der sich in einem durchschnittlichen Geschäftsjahr auch so einstellen wird, wenn die Ratinginformationen hinreichend gute Anhaltspunkte für das tatsächliche Risiko geben.

### Steuerung des Größenkonzentrationsrisikos

Auch bei erhöhter Risikokonzentration (das heißt: großer Investitionsanteil in geringer Anzahl an Krediten = Klumpenrisiken) wird sich das tatsächliche Risiko über eine lange Laufzeit so einstellen, wie vorhergesehen, wenn die Ratinginformationen gut waren. Leider ist es noch nicht aus der Mode gekommen, dass auch Kreditinstitute alle zwölf Monate Bilanz ziehen müssen. Nun ist es aber eher zufällig, in welchem Jahr sich die geschätzte Ausfallwahrscheinlichkeit eines großen Kredites in einer Insolvenz niederschlägt. In dem Jahr, in dem die Pleite eintritt, ist das Risiko also unerwartet: der unerwartete Verlust. Der maximale Gesamtverlust eines Kreditportfolios ist aber stets die Summe aus erwartetem und unerwartetem Verlust.

Zur Steuerung des Größenkonzentrationsrisikos können Konsortialkredite eingesetzt werden. Dabei ist es sowohl möglich, Be-

*Dr. Heiko Starobom, Mitglied des Vorstands, Die Sparkasse Bremen AG, Bremen*

*Die regulatorischen Anforderungen an die Zentralinstitute beider großer Verbundgruppen haben aus Sicht des Autors sowohl die Landesbanken als auch die genossenschaftlichen Zentralbanken bei der Vergabe von Konsortialkrediten vorsichtiger werden lassen. Er plädiert deshalb aus dem Blickwinkel einer Ortsbank für eine strategische Überprüfung des Geschäftsfeldes. Nach einem Überblick über die Möglichkeiten der Risikoteilung unter Kreditgebern und den nicht zuletzt durch die Informationsasymmetrie zwischen den Konsortialführern und ihren Partnern hervorgerufenen unterschiedlichen Interessenlagen der beteiligten Parteien zeigt er Lösungsmöglichkeiten auf, beispielsweise durch sogenannte Firstloss-Vereinbarungen. Konsortialkredite zwischen zwei oder mehreren Sparkassen sieht er durch das Regionalprinzip und die Sparkassengesetze der Länder erschwert. (Red.)*

standsgeschäfte risikowirksam auf mehrere Schultern zu verteilen (Syndizierung) als auch bereits im Neugeschäft mit mehreren Partnern zu agieren. Die Wirkung der Zerlegung von Großkrediten ist beachtlich. Um den Value at Risk (VaR) zu verringern, bedienen sich Banken unter anderem der Konsortialkredite. Hierzu werden die größten Investitionen geteilt, sodass sich die Anzahl der Kredite erhöht. Die Summe der Investitionen bleibt gleich. Der VaR nimmt aufgrund der Diversifikation ab. Das Potenzial zur Reduktion des VaR bei gleichbleibendem erwarteten Verlust kann mit Hilfe von Konsortialkreditgeschäften ausgeschöpft werden.

### Möglichkeiten der Risikoteilung unter Kreditgebern

Auf den Kapitalmärkten haben sich verschiedene Formen der Risikoteilung etabliert, die in traditionelle Produkte, Kreditverbriefung und Kreditderivate<sup>1)</sup> unterschieden werden können. Kreditderivate im engeren Sinn sind zum Beispiel Credit Default Swaps, Kreditverbriefungen sind als Asset Backed Securities (ABS), Mortgage Backed Securities (MBS) und Collateralized Debt Obligations (CDO) bekannt. Traditionelle Produkte der Risikoteilung sind neben dem Konsortialkredit noch die Kreditgarantie, die Kreditversicherung und der Kreditverkauf.

Ein Konsortialkredit – auch Metakredit oder syndizierter Kredit genannt – ist im Kreditwesen die Gewährung eines einheitlichen Kredites durch mindestens zwei Kreditinstitute an einen Kreditnehmer. Der Konsortialführer übernimmt die Koordination zwischen dem Konsortium und dem Kreditnehmer sowohl bei der Erstellung des Kreditvertrages als auch bei der Abwicklung des Konsortialkredits. Ihm obliegt die alleinige Geschäftsführungsbefugnis, die mindestens aus der Verhandlungsführung mit dem Kreditnehmer besteht. In der Regel tragen die Konsortialführer auch eine höhere Konsortialquote als die übrigen Konsorten. Der Konsortialführer ist im Außenverhältnis alleiniger Inhaber der Kreditforderung, er sorgt für die Auszahlung des gesamten Konsortialkredits und für die Berechnung und den Einzug von Zins- und Tilgungsleistungen. Die Konsorten sind lediglich schuldrechtlich quotal beteiligt. Im Innenverhältnis verteilt er sämtliche Kredittransaktionen quotal auf die Konsorten.

Der Konsortialkredit ist also ein wesentliches Instrument der Risikostreuung. Dem Kreditnehmer wird durch Konsortialkredite die Aufnahme einer Vielzahl von Krediten bei verschiedenen Kreditinstituten mit möglicherweise unterschiedlichen Kreditbedingungen erspart, weil er beim Konsortialkredit lediglich mit dem Konsortialführer kommunizieren muss und einheitliche Kreditbedingungen erhält. Ist der Konsortialkredit zurückgezahlt, endet auch der Zweck des Konsortiums, für den es gebildet wurde.

Aus der Tatsache, dass die Konsorten alle für ihr übernommenes Risiko selbst verantwortlich sind, folgt, dass jeder Konsorte auch eine eigene Bonitätsanalyse erstellen muss. Dem Vorteil der Risikoteilung steht also der Nachteil verdoppelter oder vervielfachter Kreditanalysekosten gegenüber.

### Unterschiedliche Interessen der beteiligten Parteien

Wenn sich nun unterschiedliche Partner in einem Konsortium wiederfinden, dann sollten idealer Weise die gemeinsamen Vorteile aus der Risikoteilung im Vordergrund stehen, die dann rational im gemeinsamen Geschäft umgesetzt werden. Das friktionslose neoklassische Modell vollkommener Konkurrenz und vollkommener Märkte definiert ein abstraktes hypothetisches System, welches mit der wirklichen Welt allerdings nur wenig zu tun hat. Mit der Kostenlosigkeit der Transaktionen, der vollkommenen Voraussicht und vollständigen Rationalität ist das Modell ein Sonderfall, der auf viele Fragen der Mikro- und Makroökonomik keine überzeugenden Antworten liefern kann. Die Neue Institutionenökonomik beruht nun auf der grundlegenden Erkenntnis, dass die Schaffung von Institutionen und Organisationen und deren tägliche Benutzung den Einsatz realer Ressourcen erfordert. Mit anderen Worten: Es wird die Existenz von Transaktionskosten, ungewissen Erwartungen und eingeschränkter Rationalität zur Kenntnis genommen.

Die Principal-Agent-Beziehung<sup>2)</sup> als Teil der Neuen Institutionenökonomik ist gekennzeichnet durch eine Informationsasymmetrie zwischen Auftraggeber und Auftragnehmer und den Versuch des Auftragnehmers, ein für sich maximales Nutzenniveau zu erreichen, wodurch aller-

dings das des Auftraggebers beeinträchtigt wird. In der Principal-Agent-Theorie stehen ein Prinzipal (Auftraggeber) und ein Agent (Auftragnehmer) in einer Beziehung, die durch eine asymmetrische Informationsverteilung gekennzeichnet ist. Es besteht das Problem, dass sowohl der Prinzipal als auch der Agent im eigenen Interesse handeln. Dies führt zu Konflikten. Die Principal-Agent-Beziehungen können deshalb in verschiedene Formen der Informationsasymmetrien eingeteilt werden. Dabei handelt es sich um die Bereiche

- „Hidden Characteristics“,
- „Hidden Action“/„Hidden Information“ und
- „Hidden Intention“.

### Informationsasymmetrie

Die Informationsasymmetrie bei „Hidden Characteristics“ besteht schon vor Vertragsabschluss einer Principal-Agent-Beziehung. Das Problem liegt darin, dass der Prinzipal sich für den falschen Agenten entscheiden könnte, zum Beispiel durch falsche Angaben des Agenten. Es ist für den Prinzipal schwierig, zu beurteilen, ob der Agent über die notwendigen Eigenschaften verfügt um den Auftrag zu erfüllen. Diese Gefahr wird auch als „Adverse Selection“ bezeichnet.

„Hidden Action“ und „Hidden Information“ beschreiben die Informationsasymmetrien nach Vertragsabschluss. Dabei liegt die Gefahr zum einen darin, dass der Prinzipal die Handlungen des Agenten nicht vollständig überblicken kann (Hidden Action). Zum anderen kann der Prinzipal bei Hidden Information zwar die Handlungen des Agenten beobachten, diese allerdings im Hinblick auf ihre Qualität (aufgrund seiner mangelnden Fachkenntnis) nicht beurteilen. Genau diesen Spielraum kann der Agent für sich ausnutzen, um seine persönlichen Interessen zu verfolgen. Dieses Problem wird als „Moral Hazard“ bezeichnet.

Im Fall von „Hidden Intention“ kann der Prinzipal zwar die Handlungen des Agenten beobachten, jedoch nicht beurteilen, ob ein besseres Ergebnis durch anderweitige Handlungen hätte erreicht werden können. Es ist unmöglich, den Vertrag mit dem Agenten so zu gestalten, dass der Agent keinen Spielraum für seine persönlichen

Interessen hat. Das Ausnutzen von Vertragslücken tritt nach Vertragsabschluss auf.

### **Risiken für den Prinzipal in der Konsortialfinanzierung**

Eigentlich sollten in einem Kreditkonsortium der Konsortialführer/Risikogeber (Agent) und der oder die Konsorten/Risikonehmer (Principal) vertrauensvoll zusammenarbeiten. Der Markt für Konsortialfinanzierungen ist aber weniger gut entwickelt als er sein könnte. Dies spricht für Probleme, die aus einer nicht professionell genug adressierten Informationsasymmetrie zwischen den ihre jeweils eigenen Interessen verfolgenden Parteien herrühren.

Vor der Kapitalüberlassung kommt es zwischen den beiden Vertragspartnern zu Vertragsverhandlungen über die Höhe des Konsortialanteils und des Fremdkapitalzinses. Im Wesentlichen muss der Konsortialführer auf der Basis seiner Kundenbeziehung zu dem Kreditnehmer dabei das Investitionsvorhaben erläutern, damit sich der Konsorte ein Bild über das Risiko und die Ertragsaussichten der Investition/Beteiligung an dem Konsortium machen kann.

An dieser Stelle treten schon die ersten Informationsasymmetrien zu Tage, da der Konsortialführer im Hinblick auf die Investition über andere Informationen verfügt, als der Konsorte (Hidden Information). In der Verhandlungsphase besteht nun die Möglichkeit, diese Informationsasymmetrien abzubauen, in dem der Konsortialführer dem Konsorten seine Informationen zur Verfügung stellt. Nun könnte zum Beispiel eine Frage sein, ob es der Konsortialführer schafft, den Konsorten über die, seiner Einschätzung nach, guten Ertragsaussichten und hohe Sicherheit der Investition zu überzeugen. Gelingt es ihm jedoch nicht, dem Konsorten die Informationen bereitzustellen, die ihn dazu veranlassen, die Investition ähnlich sicher einzuschätzen, wird der Konsorte bestrebt sein, zusätzliche Sicherheiten oder einen Risikoaufschlag auf den Zins zu verlangen. Also liegt es im Interesse des Konsortialführers, für Aufklärung hinsichtlich der Ertragsentwicklung zu sorgen.

Das Dilemma in diesem Fall ist aber, dass jeder mögliche Konsortialführer die Investition möglichst positiv darstellen wird, um

aus den oben genannten Gründen einen Kredit beziehungsweise eine Konsortialbeteiligung zu günstigeren Konditionen durchsetzen zu können. Sofern der Konsorte dieses Grundproblem erkennt, besteht ein Glaubwürdigkeitsproblem, da er nun vermuten könnte, dass der Konsortialführer bestrebt ist, seine Investition zu positiv darzustellen.

In der Finanzierungsphase nach der Kapitalüberlassung, ist der Konsortialführer im Wesentlichen derjenige, der die Rahmenbedingungen der Investition verändern kann (Moral Hazard). So kann zum Beispiel eine nachlässige Kundenbetreuung des nun von wesentlichen oder sogar allen Teilen des Risikos entlasteten Konsortialführers den

Wert des eingesetzten Fremdkapitals negativ beeinflussen und das Ausfallrisiko erhöhen.

### **Folgen der Agency-Probleme bei der Konsortialfinanzierung**

Die Informationsasymmetrien bei Fremdfinanzierungen führen zu Reaktionen der beteiligten Vertragspartner. Im Wesentlichen werden die Prinzipale bestrebt sein, das Risiko einzudämmen. Ihnen stehen dabei Maßnahmen im Hinblick auf die Mengenkomponente und die Preiskomponente der Kapitalüberlassung zur Verfügung.

Ein wichtiges Merkmal der Kreditrationierung durch potenzielle Konsorten ist, dass

die Kreditmenge auch dann nicht ausgeweitet wird, selbst wenn die Nachfrager/Konsortialführer bereit sind, einen höheren Zins zu zahlen.

Aufgrund der Informationsasymmetrie erfolgt die Auswahl der Kapitalnachfrager/Konsortialführer trotzdem nach deren Bereitschaft, einen höheren Zins zu zahlen. Die zu erwartende Rendite der Konsorten wird dabei negativ beeinflusst: Da Konsortialführer mit Projekten geringer Bonität eher bereit sind, einen überdurchschnittlichen Zins zu zahlen, steigt das durchschnittliche Ausfallrisiko mit dem Zinssatz. Der Deckungsbeitrag des Konsorten kann also unter Umständen sinken. Werden aufgrund höherer erwarteter Ausfallwahrscheinlichkeiten zu hohe Risikoprämien auf den Zins geschlagen, kann dies dazu führen, dass Investitionsalternativen unvorteilhaft werden und deswegen nicht realisiert werden.

Beteiligungswillige Konsortialbanken suchen nach attraktiven Investitionsmöglichkeiten, zum Beispiel, weil sie passivlastig sind und ihr Eigenkapital nicht ausgelastet haben. Sie riskieren allerdings, dass potenzielle Konsortialführer kein faires Angebot machen, sondern ihren Informationsvorteil ausnutzen und risikoreiche Kredite zu kleinen Margen anbieten. Für dieses Problem müssen insbesondere deshalb Lösungen gefunden werden, weil heute nicht mehr regelmäßig durch Teilnahmeverhältnisse verbundene Landesbanken und Sparkassen in ein Konsortialverhältnis eintreten, bei denen aufgrund dieser Teilnahmeverhältnisse ein (oft nicht gerechtfertigter) Verdacht besteht, dass der Anreiz zur Benachteiligung des Partners vermindert sein könnte.

### Lösungsmöglichkeiten

In der Praxis sind verschiedene Lösungsansätze für das Principal-Agent-Problem entwickelt worden. An dieser Stelle soll nur auf das Signaling eingegangen werden. Neben dem Principal kann auch der Agent dazu beitragen, das Informationsdefizit einzuschränken. In diesem Fall spricht man von Signaling. Ein Agent mit guten Eigenschaften hat die Absicht, sich von Agenten mit schlechten Eigenschaften zu differenzieren. Dazu signalisiert der Agent seine Eigenschaften, die von keinem schlechteren Mitbewerber imitiert werden können. Im Zusammenhang mit der Kon-

sortialfinanzierung hat der Agent/Konsortialführer ein Interesse an der Beseitigung der asymmetrischen Informationsverteilung.

Dies kann wesentlich durch Firstloss-Vereinbarungen besonders erfolgreich geschehen. Hierbei vereinbaren die Konsortialpartner, dass der Konsortialführer im Fall von Kreditstörungen einen überproportionalen Anteil an den Verlusten trägt. Wenn er also ein hohes Kreditrisiko gegen eine kleine Marge abgeben sollte, dann holt ihn das bei Kreditproblemen ein. Damit ist eine Interessenparallelität zwischen den Konsortialpartnern hergestellt.

Um den Markt für Konsortialkredite zwischen aktivlastigen und passivlastigen Sparkassen weiterzuentwickeln, muss jedoch noch mehr getan werden. Eine weitere Herausforderung besteht in der Begrenzung der hohen Betriebskosten, die durch die mehrfache Bonitätsanalyse bedingt sind. In diesem Zusammenhang tut sich ein weites Feld an Standardisierungen auf, die in der Praxis noch verfeinert werden müssen.

Schließlich ist bei den Sparkassen das Problem des Regionalprinzips noch zu lösen. Nach den Sparkassengesetzen der Länder<sup>3)</sup> dürfen Sparkassen Kredite ohne Einschränkung nur an Personen mit Sitz oder Niederlassung innerhalb des Trägergebietes und in dem von der Sparkassensatzung festgelegten Gebiet (Satzungsgebiet) vergeben, nur ausnahmsweise außerhalb des Trägergebietes. Entscheidend ist hier die Auslegung des Begriffes „ausnahmsweise“. Selbstverständlich liegt es im Interesse der Sparkassen ihr regionales Klumpenrisiko durch Konsortialgeschäfte zu diversifizieren, allerdings wird die Emanzipation der Sparkassen von den Landesbanken wohl nicht so gerne gesehen. Im Interesse einer weiter gedeihlichen Finanzierung des deutschen Mittelstandes besteht die Hoffnung auf eine konstruktive Lösung der Landesgesetzgeber.

### Fußnoten

<sup>1)</sup> Zu Kreditderivaten siehe Starobom, Heiko (2013): Corporate Finance, Teil 2: Finanzierung in den Lebensphasen einer Unternehmung, (Springer Gabler), S. 510 bis 536.

<sup>2)</sup> Zur Principal-Agent-Theorie siehe Starobom, Heiko (2013), Corporate Finance, Teil 1: Grundlagen, Zins- und Währungsmanagement, Kalkulationsprogramm, (Springer Gabler), S. 97 bis 114.

<sup>3)</sup> Zum Beispiel Paragraph 3 des Sparkassengesetzes von Nordrhein-Westfalen.