

Struktur, Entwicklung und Bedeutung des Marktes für Konsortialkredite¹

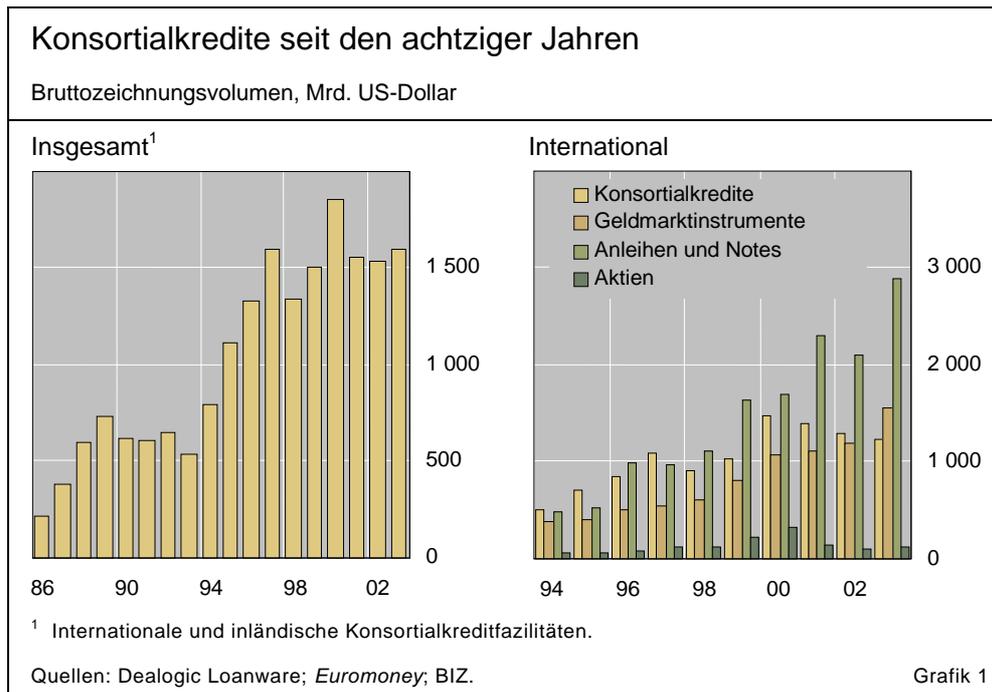
Der Konsortialkreditmarkt ermöglicht eine effizientere Risikostreuung, sowohl geografisch als auch unter Finanzinstituten. Grosse Banken in den USA und Europa stellen für Schuldner in den aufstrebenden Volkswirtschaften Kredite zusammen und weisen lokalen Banken Beteiligungen daran zu. Banken im Euro-Raum haben ihre europaweite Kreditvergabe ausgeweitet und Refinanzierungen ausserhalb des Euro-Raums gefunden.

JEL-Klassifizierung: G100, G200.

Bei Konsortialkrediten handelt es sich um Kredite, die durch eine Gruppe von Banken an einen Schuldner vergeben werden. Es sind hybride Instrumente, die Merkmale von Ausleihungen im Rahmen etablierter Kreditbeziehungen einerseits und handelbaren Schuldtiteln andererseits vereinen. Sie erlauben die Aufteilung von Kreditrisiken auf verschiedene Finanzinstitute, ohne dass jedoch der Aufwand für Offenlegung und Vertrieb wie bei Anleiheemissionen anfällt. Konsortialkredite sind eine sehr wichtige Quelle internationaler Finanzierungen; der Anteil der gezeichneten internationalen Konsortialkreditfazilitäten an allen internationalen Finanzierungen, einschliesslich Anleihe-, Commercial-Paper- und Aktienemissionen, beträgt nicht weniger als ein Drittel (Grafik 1).

Das vorliegende Feature vermittelt einen geschichtlichen Überblick über die Entwicklung dieses zunehmend globalen Marktes und beschreibt seine Funktionsweise, mit Hauptaugenmerk auf den Teilnehmern, den Preismechanismen, der Primärkreditvergabe und dem Sekundärmarkt. Ausserdem wird das Ausmass der geografischen Integration abgeschätzt. Gewöhnlich stellen grosse Banken in den USA und Europa für Schuldner in den aufstrebenden Volkswirtschaften Kredite zusammen und weisen lokalen Banken Beteiligungen daran zu. Banken im Euro-Raum haben offenbar ihre europaweite Kreditvergabe ausgeweitet und Refinanzierungen ausserhalb des Euro-Raums gefunden.

¹ Das Feature gibt die Meinung des Autors wieder, die sich nicht unbedingt mit dem Standpunkt der BIZ deckt. Der Autor dankt Claudio Borio, Már Gudmundsson, Eli Remolona und Kostas Tsatsaronis für ihre Kommentare, Denis Pêtre für die Hilfe bei der Programmierung der Datenbank und Angelika Donaubaue für die hervorragende Unterstützung bei den Recherchen.



Marktentwicklung

Die Entstehung der Konsortialkreditvergabe lässt sich in drei Phasen unterteilen. Konsortialkredite entwickelten sich in den siebziger Jahren, zunächst als ein Geschäft mit staatlichen Schuldern. Unmittelbar vor der Zahlungsunfähigkeit Mexikos im Jahr 1982 bestand die Verschuldung der Entwicklungsländer vornehmlich aus Konsortialkrediten. Die Zahlungsschwierigkeiten, in die viele Schuldner aus den aufstrebenden Volkswirtschaften in den achtziger Jahren geraten waren, führten schliesslich im Jahr 1989 zur Umwandlung der Schulden Mexikos in Brady-Anleihen. Dieser Umwandlungsprozess beschleunigte bei den Schuldern aus den aufstrebenden Volkswirtschaften den Wechsel zur Anleihefinanzierung, sodass das Konsortialkreditgeschäft zurückging. Seit den frühen neunziger Jahren hat sich der Konsortialkreditmarkt jedoch wieder belebt und ist in den USA allmählich zum grössten Unternehmensfinanzierungsmarkt geworden. Ausserdem stellte er in den späten neunziger Jahren für Kreditgeber die wichtigste Einnahmenquelle im Provisionsgeschäft dar (Madan et al. 1999).

Die erste Wachstumsphase begann in den siebziger Jahren. Von 1971 bis 1982 dienten mittelfristige Konsortialkredite oftmals dazu, Auslandskapital in die Entwicklungsländer Afrikas, Asiens und insbesondere Lateinamerikas zu leiten. Die Kreditsyndizierung ermöglichte es kleineren Finanzinstituten, sich in den aufstrebenden Volkswirtschaften zu engagieren, ohne dort vor Ort präsent sein zu müssen. Die Konsortialkreditvergabe wuchs von kleinen Beträgen in den frühen siebziger Jahren auf \$ 46 Mrd. im Jahr 1982; die bilaterale Kreditvergabe wurde dabei stetig zurückgedrängt.

Im August 1982 kam die Kreditvergabe abrupt zum Stillstand, nachdem Mexiko die Zinszahlungen auf die Staatsschulden ausgesetzt hatte; bald darauf folgten andere Länder, darunter Brasilien, Argentinien, Venezuela und die

Entstanden als
Geschäft mit
staatlichen
Schuldnern ...

Philippinen. 1985 befand sich das Kreditvergabevolumen mit \$ 9 Mrd. auf einem Tiefststand. 1987 schrieb die Citibank, gefolgt von mehreren grossen US-Banken, einen Grossteil ihrer Kredite an Schuldner in aufstrebenden Volkswirtschaften ab. Dieser Schritt beschleunigte die Verhandlungen über einen von US-Finanzminister Nicholas Brady angeregten Plan, der dazu führte, dass die Gläubiger ihre Konsortialkredite an Schuldner aus den aufstrebenden Volkswirtschaften gegen Schuldtitel eintauschten, die nach dem Finanzminister „Brady-Anleihen“ genannt wurden und deren Zinszahlungen und Nominalbetrag in unterschiedlichem Masse durch US-Schatztitel besichert waren.

Der Brady-Plan verlieh dem Konsortialkreditmarkt neuen Schwung. Die Banken, die in der Schuldenkrise schwere Verluste erlitten hatten, gingen Anfang der neunziger Jahre zu einer anspruchsvolleren Preisgestaltung für Risiken aus Konsortialkrediten über (teilweise basierend auf Techniken, die ursprünglich am Markt für Unternehmensanleihen entwickelt worden waren). Des Weiteren setzten sie verstärkt Kreditaufgaben ein – Mechanismen, die die Preisgestaltung explizit von unternehmensspezifischen Entwicklungen abhängig machten, wie z.B. Veränderungen im Rating oder in der Schuldenbedienung. Während die Banken immer versierter wurden, waren gleichzeitig auch immer mehr Daten zur Entwicklung der Kredite verfügbar, was zur Entstehung eines Sekundärmarktes beitrug, der allmählich Nichtbankfinanzinstitute, wie z.B. Pensionsfonds und Versicherungsunternehmen, anzog. Garantien und Risikotransfertechniken ohne Vorfinanzierung², wie etwa die synthetische Verbriefung, erlaubten es den Banken schliesslich, Absicherungen gegen Kreditrisiken zu erwerben, während die Kredite weiterhin bilanzwirksam blieben. Die Entstehung dieser neuen Risikomanagementtechniken ermöglichte es einem breiteren Kreis von Finanzinstituten, am Kreditmarkt tätig zu werden. Dazu zählten auch solche Finanzinstitute, deren Kreditbegrenzungen und Kreditvergabestrategien ihnen eine Beteiligung zuvor unmöglich gemacht hätten. Teilweise sahen Kreditgeber Konsortialkredite als ein „Lockmittel“ an, um lukrativere Investment-Banking-Produkte und andere Dienstleistungen verkaufen zu können. Eine wichtigere Rolle spielte aber, dass neben den Schuldnern aus den aufstrebenden Volkswirtschaften auch Unternehmen aus den Industrieländern eine Nachfrage nach Konsortialkrediten entwickelten. Sie sahen diese als nützliche und flexible Finanzierungsquelle an, die als verlässliche Ergänzung anderer externer Finanzierungsquellen, wie etwa Aktien und Anleihen, rasch bereitgestellt werden konnte.

... hat der Konsortialkreditmarkt in den letzten Jahren einen Boom erlebt

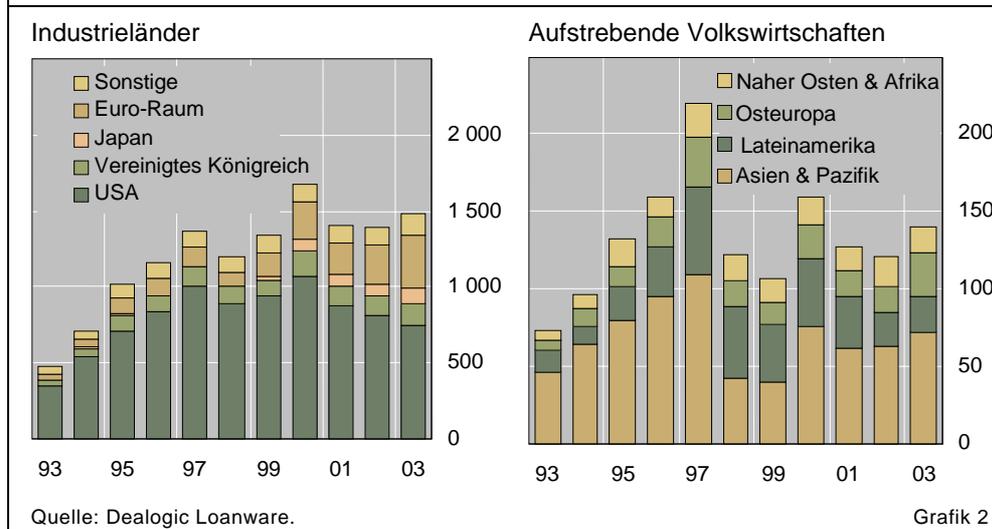
Aufgrund dieser Entwicklungen hat die Konsortialkreditvergabe seit Beginn der neunziger Jahre bis heute kräftig zugenommen. Im Jahr 2003 war das Zeichnungsvolumen neuer Kredite – einschliesslich inländischer Fazilitäten – mit insgesamt \$ 1,6 Bio. mehr als drei Mal so hoch wie 1993. Dabei nahmen sowohl Schuldner aus den aufstrebenden Volkswirtschaften als auch aus den Industrieländern den Markt in Anspruch. Während erstere einen Anteil von

Weltweites
Geschäft bestimmt
durch Schuldner
aus den USA und
Westeuropa

² Bei einem Risikotransfer „ohne Vorfinanzierung“, wie z.B. einem Credit Default Swap, stellt der Risikonehmer zunächst keine Mittel bereit, sondern geht Eventualverpflichtungen ein, deren Realisierung von der Entwicklung der Bonität des Schuldners abhängt.

Konsortialkredite nach Nationalität des Schuldners

Bruttozeichnungsvolumen, Mrd. US-Dollar



16% erreichten, teilte sich das übrige Geschäft gleichmässig auf Schuldner aus den USA und Westeuropa auf (Grafik 2). In Japan nimmt der Anteil des Konsortialkreditgeschäfts am gesamten inländischen Bankkreditgeschäft Meldungen zufolge zwar zu, ist jedoch weiterhin gering, was nicht zuletzt auf die traditionelle Bedeutung der „Hausbanken“ für Unternehmen zurückzuführen ist.

Somit haben sich Konsortialkredite zu einer bedeutenden Finanzierungsquelle entwickelt. Etwa ein Drittel aller internationalen Finanzierungen, einschliesslich Emissionen von Anleihen, Commercial Paper und Aktien, stellt der internationale Konsortialkreditmarkt³ zur Verfügung. Vom Gesamtvolumen entfielen im Jahr 2003 13% auf Kredite im Zusammenhang mit Fusionen und Übernahmen, gegenüber 7% im Jahr 1993. Nach einer Flut von Privatisierungen in den aufstrebenden Volkswirtschaften sind nun Banken, Versorgungs-, Transport- und Bergbauunternehmen⁴ dabei, staatliche Schuldner als die wichtigste Schuldnergruppe aus diesen Regionen abzulösen (Robinson 1996).⁵

³ Ein internationaler Konsortialkredit wird in den BIZ-Statistiken als eine Fazilität definiert, bei der wenigstens ein Kreditgeber im Konsortium eine andere Nationalität als der Kreditnehmer aufweist.

⁴ Konsortialkredite werden häufig für die Finanzierung von Projekten in diesen Sektoren eingesetzt – in Industrieländern ebenso wie in aufstrebenden Volkswirtschaften. Ein weiteres Feature in diesem *BIZ-Quartalsbericht* untersucht die spezifischen Merkmale des Kreditrisikos bei der Projektfinanzierung.

⁵ Interessanterweise wurden Schuldern aus den aufstrebenden Volkswirtschaften während fast der ganzen neunziger Jahre Kredite mit längeren Laufzeiten (im Durchschnitt 5 Jahre) gewährt als Schuldern aus Industrieländern (3–4 Jahre).

Hybridinstrument mit Merkmalen eines Bankkredits und eines handelbaren Schuldtitels

Bei einem Konsortialkredit vergeben zwei oder mehr Banken gemeinsam einen Kredit an einen Schuldner. Jedes Konsortialmitglied hat eine eigenständige Forderung an den Schuldner, obwohl nur ein einziger Kreditvertrag besteht. Die Gläubiger lassen sich in zwei Gruppen aufteilen. Die erste Gruppe setzt sich aus den führenden Konsortialmitgliedern zusammen, denen ein oder mehrere Kreditgeber gewöhnlich in ihrer Funktion als Arrangeure, Konsortialführer oder Agent-Banken vorstehen.⁶ Diese federführenden Banken werden vom Kreditnehmer damit beauftragt, das Konsortium der Banken zusammenzustellen, die zur Kreditvergabe zu den vorgegebenen Konditionen bereit sind. Das Konsortium bildet sich um die Arrangeure, oftmals die Hausbanken des Kreditnehmers, die einen Anteil am Kredit übernehmen und untergeordnete Teilnehmer suchen. Die untergeordneten Banken, die gewöhnlich die Bezeichnung Manager oder Teilnehmer tragen, bilden die zweite Gruppe der Kreditgeber; ihre Anzahl und Identität hängen im Allgemeinen sowohl von der Grösse, der Komplexität und der Preisgestaltung des Kredits ab als auch davon, ob der Kreditnehmer bereit ist, den Kreis seiner Bankbeziehungen zu erweitern.

Ein hybrides Instrument ...

Somit sind Konsortialkredite zwischen Ausleihungen im Rahmen etablierter Kreditbeziehungen und handelbaren Schuldtiteln einzuordnen (Dennis/Mullineaux 2000). Im folgenden Kasten 1 sind in abnehmender Rangfolge die Banken aufgeführt, die 2001 an einer einfachen Konsortialstruktur zur Bereitstellung eines Kredites für Starwood Hotels & Resorts Worldwide, Inc. beteiligt waren.

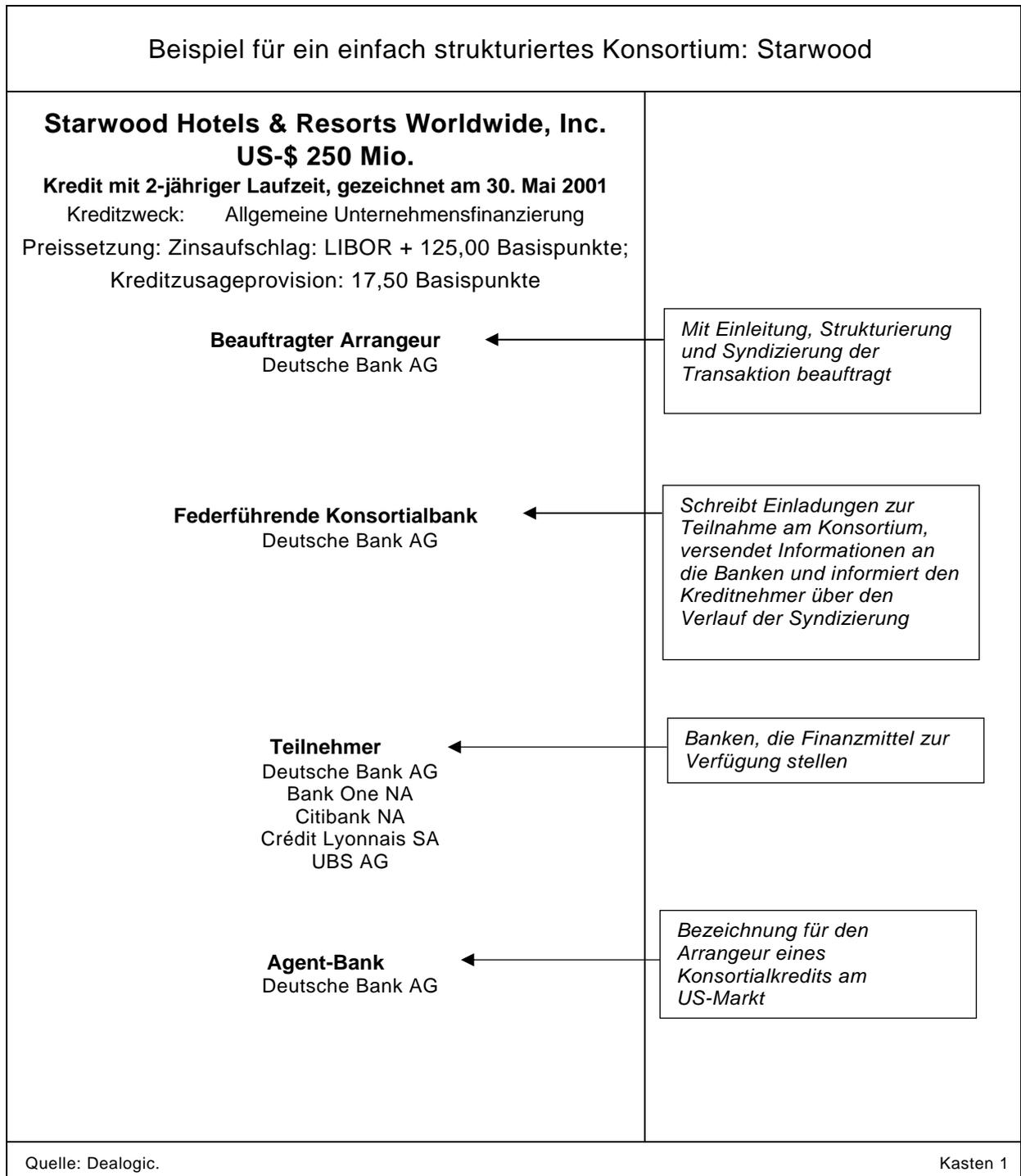
Die führenden Banken können verschiedene Beweggründe haben, um eine Kreditsyndizierung zu arrangieren. So kann hierdurch möglicherweise ein Engagement gegenüber einem einzigen Schuldner, das aufsichtliche Limits für Risikokonzentrationen sprengen würde, vermieden werden, während gleichzeitig die Beziehung zum Kreditnehmer aufrecht erhalten wird. Es lassen sich damit aber auch Provisionen verdienen, was zur Diversifizierung der Einnahmen beiträgt. Im Wesentlichen können die Arrangeure eines Konsortialkredits die Nachfrage der Kreditnehmer nach einer Kreditbereitstellung erfüllen, ohne dabei das Markt- und Kreditrisiko allein tragen zu müssen.

... mit federführenden Arrangeuren und nachrangigen Teilnehmern

Auch für untergeordnete Banken kann eine Teilnahme an einem Konsortialkredit aus verschiedenen Gründen lohnend sein. So fehlen diesen Banken möglicherweise die Kapazitäten für bestimmte Kreditarten, bestimmte geografische Gebiete oder bestimmte Branchen. Vielleicht möchten sie aber auch einfach ihren Kreditvergabeaufwand gering halten. Da untergeordnete Konsortialbanken gewöhnlich nur eine Zinsmarge, jedoch keine Provisionen erhalten, hegen sie möglicherweise auch die Hoffnung, dass der Kunde sie später für

⁶ Die Banken, die die hier in abnehmender Rangfolge genannten Funktionen innehaben, spielen eine aktive Rolle bei der Auswahl der Konsortialmitglieder, bei den Verhandlungen über die Konditionen und bei der Verwaltung der Fazilität.

ihre Mitwirkung mit profitableren Geschäften, wie z.B. Finanzmanagement, Unternehmensfinanzierung oder Beratungstätigkeit, belohnen wird (Allen 1990).⁷



⁷ In der Praxis erfüllt sich diese Hoffnung jedoch längst nicht immer. Einige Daten aus den USA deuten sogar darauf hin, dass sich deshalb kleinere Teilnehmer in letzter Zeit vom Markt zurückgezogen und die Vergabe von Konsortialkrediten als „Lockmittel“ eingestellt haben.

Die Preisgestaltungsstruktur: Zinsaufschläge und Provisionen

Die Kreditgeber erhalten Provisionen nach ihrem Rang ...

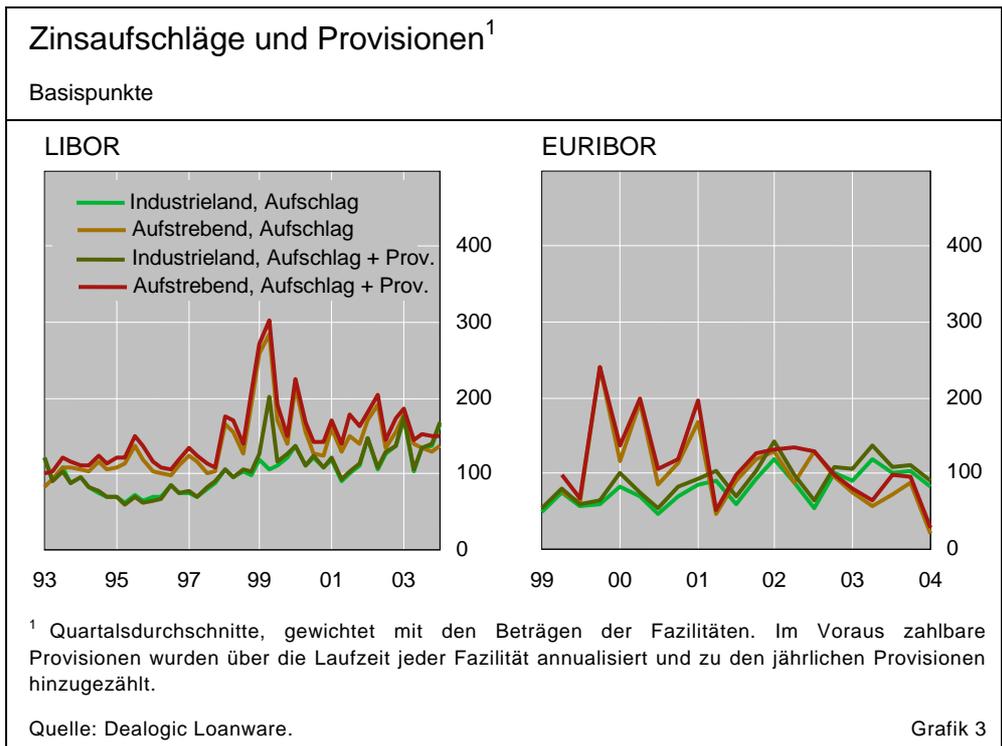
Neben einem Zinsaufschlag auf einen variablen Referenzzinssatz (gewöhnlich LIBOR) für den in Anspruch genommenen Teil des Kredits erhalten die Konsortialbanken verschiedene Provisionen (Allen 1990; Tabelle 1). Der Arrangeur⁸ und andere Mitglieder der Konsortialführung erhalten im Allgemeinen eine Art Vorausprovision dafür, dass sie das Geschäft arrangieren. Diese wird oft als *Praecipium* oder *Bereitstellungsprovision* bezeichnet. Ebenso erhalten die Konsortialmitglieder eine *Konsortialprovision* dafür, dass sie die

Provisionsstruktur eines Konsortialkredits		
Provision	Zahlbar	Bemerkungen
Bereitstellungsprovision	Im Voraus	Auch als <i>Praecipium</i> bezeichnet. Geht an Arrangeure und Konsortialführer für das Arrangieren des Geschäfts
Anwaltshonorar	Im Voraus	Vergütung für den Rechtsberater
Konsortialprovision	Im Voraus	Preis für die Verpflichtung zur Mittelbeschaffung auf der ersten Stufe der Syndizierung
Teilnahmeprovision	Im Voraus	Geht an die führenden Teilnehmer
Fazilitätsprovision	Jährlich	Zahlbar an die Banken dafür, dass sie die Fazilität bereitstellen, unabhängig von deren Inanspruchnahme
Kreditusageprovision	Jährlich; erhoben auf den nicht beanspruchten Teil	Zahlbar solange die Fazilität nicht in Anspruch genommen wird; entschädigt den Kreditgeber für das durch die Zusage gebundene Eigenkapital
Nutzungsprovision	Jährlich; erhoben auf den beanspruchten Teil	Erhöht die Rendite des Kreditgebers; ermöglicht dem Kreditnehmer, dem Markt einen niedrigeren Zinsaufschlag anzugeben, als tatsächlich gezahlt wird, da die Nutzungsprovision nicht immer offengelegt werden muss
Abwicklungsprovision	Jährlich	Vergütung für die Dienstleistungen der Agent-Bank
„Durchleitungs“-Provision	Im Voraus	Vergütung für die „Durchleitungs-Bank“ ¹
Gebühr für vorzeitige Tilgung	Einmalig, bei vorzeitiger Tilgung	Aufschlag bei vorzeitiger Tilgung

¹ Die Bank, über die die Zahlungen zwecks Vermeidung von Quellensteuern geleitet werden. Für Schuldner, die einem Handel ihrer Kredite am Sekundärmarkt zustimmen, ist ein wichtiger Faktor das Vermeiden von Quellensteuern in dem Land, in dem der Käufer des Kredits ansässig ist.

Quelle: Vom Autor zusammengestellt. Tabelle 1

⁸ In diesem Zusammenhang ist zu bedenken, dass eine Bank mehrere Funktionen in einem Konsortium übernehmen kann. Beispielsweise kann der Arrangeur gleichzeitig Konsortialmitglied sein und/oder selbst einen kleinen Teil des Kredits übernehmen, womit er zum untergeordneten Teilnehmer wird.



Verfügbarkeit der Finanzmittel garantieren. Andere Teilnehmer (zumindest die „Manager“ und „Co-Manager“) können dafür, dass sie an der Fazilität mitwirken, mit einer *Teilnahme*provision rechnen, wobei die Provisionshöhe im Allgemeinen von der Höhe der Kreditzusage abhängt. Die Konsortialmitglieder im untersten Rang erhalten in der Regel lediglich den Zinsaufschlag auf den Referenzsatz. Sobald der Kredit bereitgestellt, aber noch nicht beansprucht ist, bekommen die Konsortialmitglieder proportional zu ihrer Kreditzusage oftmals eine jährliche *Kreditzusage-* bzw. *Fazilitätsprovision* (hauptsächlich um sie für die Kosten des regulatorischen Kapitals zu entschädigen, mit dem sie den zugesagten Kredit unterlegen müssen). Sobald die Fazilität beansprucht ist, muss der Kreditnehmer möglicherweise eine jährliche *Nutzungsprovision* auf den gezogenen Betrag entrichten. Die Agent-Bank erhält zur Abdeckung der Kreditverwaltungskosten gewöhnlich eine *Abwicklungsprovision*, die einmal im Jahr fällig wird. Kreditvereinbarungen schliessen manchmal eine Strafklausel ein, mit der der Kreditnehmer sich bereit erklärt, eine *Gebühr für vorzeitige Tilgung* zu zahlen bzw. die Kreditgeber anderweitig zu entschädigen, falls er in Anspruch genommene Kreditbeträge vor dem festgelegten Termin zurückzahlt. Im Kasten 1 findet sich ein Beispiel für eine einfache Provisionsstruktur, die festlegt, dass Starwood Hotels & Resorts Worldwide, Inc. neben einem Zinsaufschlag eine Kreditzusageprovision zu zahlen hatte.

Insgesamt unterscheidet sich die relative Höhe der Zinsaufschläge und der Provisionen durchweg in Abhängigkeit von einer Reihe von Faktoren. Provisionen haben bei Krediten, die auf dem EURIBOR basieren, eine grössere Bedeutung als bei LIBOR-Krediten. Des Weiteren liegt der Provisionsanteil an den gesamten Kreditkosten bei Schuldern aus den Industrieländern

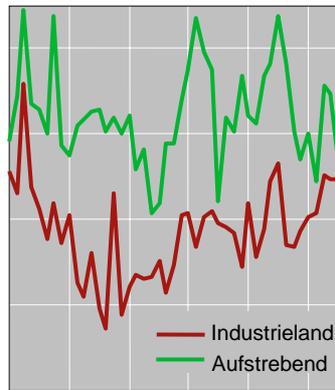
... als Vergütung für ihre Dienstleistungen ...

... oder im Zusammenhang mit bestimmten Kreditereignissen

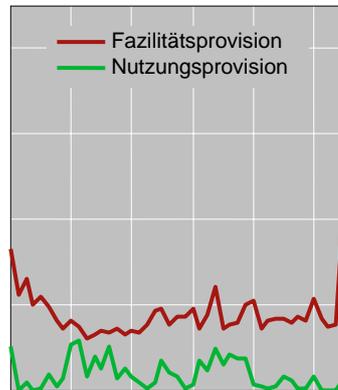
Aufschlüsselung der Provisionen¹

Basispunkte

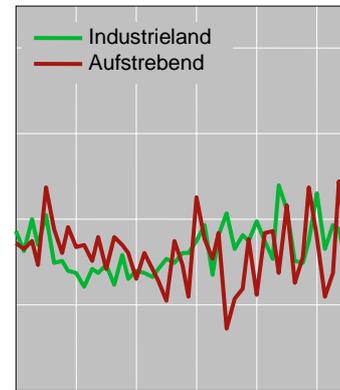
Teilnahmeprovision
(im Voraus)²



Fazilitäts- und Nutzungsprovisionen (jährlich)³



Kreditusageprovision (jährlich)



93 95 97 99 01 03

93 95 97 99 01 03

93 95 97 99 01 03

¹ Quartalsdurchschnitte, gewichtet mit den Beträgen der Fazilitäten. ² Nicht annualisiert. ³ Nur Schuldner aus Industrieländern.

Quelle: Dealogic Loanware.

Grafik 4

höher als bei Schuldnern aus aufstrebenden Volkswirtschaften. Dies könnte jedoch auf die unterschiedliche Bedeutung der Schuldnerkategorien in diesen Segmenten zurückzuführen sein. So ist es möglich, dass nichtstaatliche Schuldner, die in den Industrieländern überwiegen, aus Steuer- oder Offenlegungsgründen ein grösseres Interesse daran haben, dass ein höherer Teil ihrer gesamten Kreditkosten in Form von Provisionen anstatt von Zinsaufschlägen anfällt. Allerdings sind die Gesamtkosten (Zinsaufschläge, Vorausprovisionen und jährliche Provisionen)⁹ für Kredite an Schuldner aus aufstrebenden Volkswirtschaften höher als bei Fazilitäten für Schuldner aus Industrieländern (Grafik 3 und 4). Ausserdem weichen die Zusageprovisionen bei Fazilitäten an Schuldner aus den aufstrebenden Volkswirtschaften stärker voneinander ab. Offenbar verlangen die Kreditgeber also für das grössere und stärker schwankende Kreditrisiko in den aufstrebenden Volkswirtschaften eine zusätzliche Kompensation in Form von höheren Zinsaufschlägen wie auch höheren Provisionen.

Zinsaufschläge und Provisionen sind jedoch nicht die einzige Kompensation, die Kreditgeber für die Risikoübernahme verlangen können. So ermöglichen Garantien, Sicherheiten und Kreditauflagen eine explizite Bindung der Preisgestaltung an Unternehmensereignisse (Ratingveränderungen, Schuldendienst). Besicherung und Garantien kommen bei Schuldnern aus den

⁹ Die in den Grafiken 3 und 4 dargestellten Provisionen sind allerdings nicht direkt vergleichbar. In Grafik 3 werden zur besseren Vergleichbarkeit mit den Zinsaufschlägen die jährlich und die im Voraus zahlbaren Provisionen addiert, wobei die Vorausprovisionen über die gesamte Laufzeit der Fazilitäten annualisiert werden, unter der Annahme, dass der Kredit sofort und vollständig in Anspruch genommen wird. Dagegen werden in Grafik 4 die jährlich zu entrichtenden Provisionen und die Vorausprovisionen (die hier nicht annualisiert werden) getrennt dargestellt.

Preisfremde Komponenten der Kompensation für die Risikoübernahme						
Anteil von Konsortialkrediten mit Kreditauflagen, Besicherungen und Garantien; in Prozent; nach Nationalität des Schuldners						
	Kreditauflagen		Besicherung		Garantien	
	Aufstrebend	Industrieland	Aufstrebend	Industrieland	Aufstrebend	Industrieland
1993–96	0	16	40	15	31	7
1997–2000	2	24	49	16	22	4
2001–04 ¹	3	19	37	13	21	4

¹ Für 2004 nur erstes Quartal.
Quelle: Dealogic Loanware. Tabelle 2

aufstrebenden Volkswirtschaften häufiger zur Anwendung (Tabelle 2), Kreditauflagen dagegen stärker bei Schuldern aus den Industrieländern (möglicherweise weil solche Bedingungen dort leichter durchzusetzen sind).

Primär- und Sekundärmärkte: Risikostreuung und Risikotransfer

Zwar beherrschen Geschäftsbanken sowohl als hochrangige Arrangeure als auch als unterrangige Mittelgeber den Primärmarkt immer noch; im Laufe der Zeit sind aber andere Finanzinstitute in den Markt eingedrungen. Unter den 200 führenden Finanzinstituten, die einen Marktanteil von etwa 90% auf sich vereinigen, sind praktisch keine Nichtgeschäftsbanken oder Nichtbanken zu finden. Von der Belebung des Konsortialkreditgeschäfts in den neunziger Jahren haben aber auch Investmentbanken profitiert. Sie haben sich ihr Fachwissen als Emissionsinstitute von Anleihen und die zunehmende Verflechtung der Märkte für Bankkredite und für handelbare Schuldtitel¹⁰ zunutze gemacht, um Konsortialkredite zu arrangieren. Neben der grösseren Beteiligung von Investmentbanken ist auch eine wachsende Teilnahme multilateraler Finanzinstitute wie z.B. der International Finance Corporation oder der Inter-American Development Bank festzustellen.¹¹

Geschäftsbanken am Primärmarkt immer noch dominierend

Konsortialkredite werden zunehmend an Sekundärmärkten gehandelt. Die Standardisierung der Dokumentation für den Kredithandel, die von Standesorganisationen wie der Loan Market Association (in Europa) und der Asia Pacific Loan Market Association ausging, hat zu einer Verbesserung der Liquidität an diesen Märkten beigetragen. Ein Gradmesser für die Handelbarkeit von Krediten am Sekundärmarkt ist die Verbreitung von Abtretungsklauseln, die die Abtretung der Forderung an einen anderen Gläubiger

Zunehmende Bedeutung des Sekundärmarktes

¹⁰ Es kommt z.B. heute häufig vor, dass ein mittelfristiger Konsortialkredit am Ende seiner Laufzeit (oder schon vorher) durch eine Anleihe refinanziert wird. Ebenso werden Commercial-Paper-Programme in den USA häufig durch ein Akkreditiv eines Konsortiums gedeckt.

¹¹ Dies ermöglicht eine Risikoteilung unter Anlegern des öffentlichen und des privaten Sektors. Dabei handelt es sich gewöhnlich um von multilateralen Organisationen vergebene Konsortialkredite mit Tranchen, die für Banken des privaten Sektors reserviert sind.

gestatten.¹² Am US-Markt ist der Anteil an übertragbaren Krediten am grössten (25% des gesamten Kreditvolumens im Zeitraum 1993 bis 2003), gefolgt vom europäischen Markt (10%). Der Sekundärmarkt wird gewöhnlich in drei Segmente eingeteilt: Nominalwert/nahe Nominalwert, stark fremdfinanziert (bzw. hochverzinslich) und notleidend. Im Segment notleidender Kredite ist die Liquidität am grössten. Kredite an grosse Unternehmen werden gewöhnlich ebenfalls lebhaft gehandelt.

Sekundärmarkt-
teilnehmer und
Strategien:
Marktmacher ...

Die Teilnehmer am Sekundärmarkt lassen sich in drei Kategorien einteilen: Marktmacher, aktive Händler und sporadisch auftretende Verkäufer bzw. Anleger. Bei den Marktmachern handelt es sich gewöhnlich um grössere Geschäfts- und Investmentbanken, die Kapital zur Liquiditätsschaffung bereitstellen und eigene Handelspositionen halten. Finanzinstitute, die in der Primärkreditvergabe aktiv sind, haben beim Sekundärmarkthandel einen Vorsprung, namentlich aufgrund der Kenntnisse, die sie sich beim Zugang zur Kreditdokumentation und deren Verständnis erworben haben. Aktive Händler sind hauptsächlich Investmentbanken und Geschäftsbanken, auf notleidende Kredite spezialisierte Händler und sogenannte „Vulture-Fonds“ (institutionelle Anleger mit Schwerpunkt auf notleidenden Schuldtiteln). Wirtschaftsunternehmen und andere institutionelle Anleger, wie etwa Versicherungen, nehmen ebenfalls in begrenztem Umfang am Handel teil. Mit der steigenden Anzahl der Finanzinstitute, die Abteilungen für die Bewirtschaftung ihrer Kreditportfolios einrichten, nimmt offenbar auch das Interesse an Geschäften über Bewertungsdifferenzen zu. So werden Rendite- bzw. Ertragsabweichungen bei Krediten und anderen Instrumenten, wie etwa Kreditderivaten, Aktien und Anleihen, durch Arbitrage ausgeglichen (Coffey 2000, Pennacchi 2003). Schliesslich gibt es noch Marktteilnehmer, die nur sporadisch auftreten; sie wollen entweder als Verkäufer von Krediten Bilanzkapazitäten schaffen oder als Anleger Positionen eingehen und halten. Die Verkäufer von Risiken können Kredite aus ihren Bilanzen herausnehmen, um entweder aufsichtsrechtliche Beschränkungen einzuhalten, Risiken abzusichern oder ihr Engagement und ihre Liquidität zu steuern.¹³ US-Banken, deren ausstehende Konsortialkreditengagements durch das Federal Reserve Board regelmässig überwacht werden, haben offenbar erfolgreich einen Teil ihrer Konsortialkredite an Nichtbanken abgetreten, darunter auch bis zu einem Viertel ihrer Problemkredite (Tabelle 3). Kreditkäufer am Sekundärmarkt können auf diese Weise ein Engagement in bestimmten Sektoren und Ländern aufbauen, vor allem wenn ihnen die kritische Grösse fehlt, um dies am Primärmarkt zu tun.¹⁴

... aktive Händler ...

... und sporadische
Teilnehmer

¹² Die Übertragbarkeit hängt vom Einverständnis des Kreditnehmers ab, das in der ursprünglichen Kreditvereinbarung festgehalten wird. Einige Schuldner erlauben den Handel mit ihren Krediten am Sekundärmarkt nicht, da sie ihre Bankbeziehungen beibehalten wollen.

¹³ Die veräussernden Banken steigern oftmals ihr Provisionseinkommen, indem sie neue Kredite arrangieren, mit denen zuvor bereitgestellte Fazilitäten für die Schuldner erneuert werden. Dann verkaufen sie vielleicht alte Fazilitäten am Sekundärmarkt, um in ihrer Bilanz Kapazitäten zu schaffen, da sie einige der Neukredite nur so halten können.

¹⁴ Zum Beispiel übersteigt die erforderliche Mindestbeteiligung am Primärmarkt möglicherweise das Kreditlimit der Bank.

US-Konsortialkredite ¹								
	Anteil an Gesamtkreditvolumen ²			Nachrichtlich: Gesamtkredit- volumen (Mrd. US-\$)	Eingestufte Kredite, in Prozent ³			
	US- Banken	Ausländische Bank- konzerne	Nicht- banken		US- Banke n	Ausländische Bankkonzerne	Nicht- banken	Gesamt- kredit- volumen
2000	48	45	7	1 951	2,8	2,6	10,2	3,2
2001	46	46	8	2 050	5,1	4,7	14,6	5,7
2002	45	45	10	1 871	6,4	7,3	23,0	8,4
2003	45	44	11	1 644	5,8	9,0	24,4	9,3

¹ Ausstehende Kredite und unbeanspruchte Kreditzusagen. ² Gruppenanteil am Gesamtkreditvolumen, auf Dollarbasis gerechnet. ³ Anteil der von Prüfern als „nicht voll werthaltig“, „zweifelhaft“ oder „Verlust“ eingestuften Kredite am Gesamtkreditvolumen, auf Dollarbasis gerechnet.

Quelle: Board of Governors of the Federal Reserve System. Tabelle 3

Das Handelsvolumen am Sekundärmarkt nimmt zwar zu, ist aber im Vergleich zum Volumen der am Primärmarkt bereitgestellten Konsortialkredite immer noch relativ gering. Der grösste Sekundärmarkt für Kredite existiert in den USA, mit einem Handelsvolumen von \$ 145 Mrd. im Jahr 2003. Dies entsprach in jenem Jahr 19% des Zeichnungsvolumens am Primärmarkt und 9% der ausstehenden Konsortialkreditzusagen. In Europa schoss das Handelsvolumen 2003 im Vorjahresvergleich um 50% auf \$ 46 Mrd. (bzw. 11% des Zeichnungsvolumens am Primärmarkt) hoch (Grafik 5).

Bisher nur relativ geringe Umsätze am Sekundärmarkt ...

Der Handel mit notleidenden Krediten macht am Sekundärmarkt in den USA weiterhin einen hohen Anteil aus, und auch in Europa ist seine Bedeutung gestiegen. Dies ist allerdings bis zu einem gewissen Grad auf grössere Anspannungen im Unternehmenssektor in Europa zurückzuführen. Da das Segment der Kredite mit Anlagequalität weitgehend ausgeschöpft ist, ist es aber auch ein Hinweis darauf, dass das Anlegerinteresse weiterbesteht und der Markt einen höheren Anteil von Krediten unter Nominalwert aufnehmen kann (BIZ 2004).

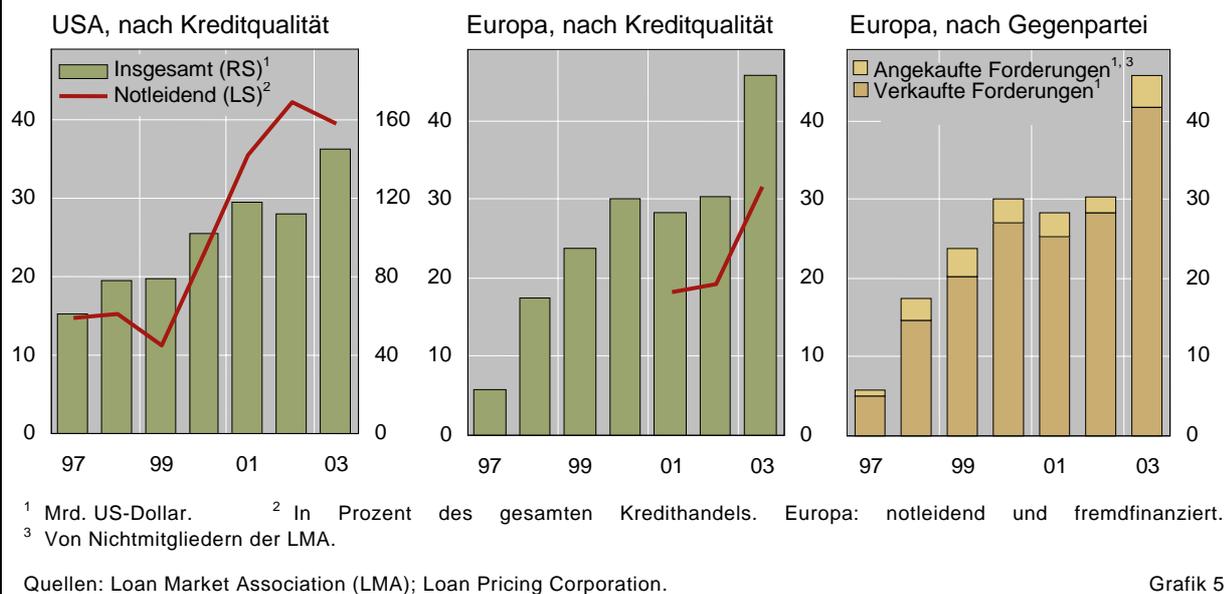
In der Asien-Pazifik-Region, wo nur sechs oder sieben Banken in der Sonderverwaltungsregion Hongkong spezielle Handelsabteilungen unterhalten und keine Nichtbank am Handel teilnimmt, ist das Handelsvolumen am Sekundärmarkt wesentlich geringer als in den USA und Europa. 1998 verlief der Sekundärmarkt in Asien aussergewöhnlich lebhaft. In jenem Jahr wechselten grosse Kreditportfolio-Blöcke den Besitzer, da japanische Banken ihre Portfolios notleidender Kredite sanierten.¹⁵ In den folgenden Jahren verlief der Handel verhaltener.¹⁶ Allerdings ist das Interesse der Banken in letzter Zeit

... insbesondere in Asien

¹⁵ Wenn Banken ganze Portfolios sanieren, handeln sie gewöhnlich Kreditblöcke. In normalen Zeiten werden Kredite dagegen üblicherweise einzeln gehandelt.

¹⁶ Dennoch haben japanische Banken in letzter Zeit zahlreiche Kredite am japanischen Sekundärmarkt abgegeben. Laut einer vierteljährlichen Erhebung der Bank of Japan beliefen sich diese Abgaben im Geschäftsjahr April 2003 bis März 2004 auf insgesamt ¥ 11 Bio.; davon waren 38% notleidende Kredite. Im anschliessenden zweiten Quartal 2004 waren die Umsätze am Sekundärmarkt im historischen Vergleich aussergewöhnlich schwach.

Sekundärmärkte für Konsortialkredite: USA und Europa



offenbar wieder gewachsen, da die Preise für Kredite am Sekundärmarkt weniger zurückgegangen sind als die Preise von besicherten Schuldtiteln und Anleihen.¹⁷

Geografische Integration des Marktes

Mit der wachsenden geografischen Integration der Finanzmärkte stellt sich die Frage, inwieweit sich dieser Prozess im Konsortialkreditgeschäft in Form von grenzüberschreitenden Transaktionen ablesen lässt. Zur Beantwortung wird die nationale Zusammensetzung der Syndikate am Primärmarkt überall dort untersucht, wo Informationen über die einzelnen Teilnehmer problemlos erhältlich sind. Die Untersuchung erfolgt zunächst weltweit und anschliessend innerhalb des Euro-Raums, damit mögliche Wirkungen der Einführung des Euro beurteilt werden können.

Tabelle 4 zeigt das Ausmass der internationalen Verflechtung der Konsortialkreditmärkte anhand des Anteils der Kredite, die von Banken aus dem Land oder der Region des Schuldners arrangiert oder bereitgestellt wurden. Bei den hochrangigen Arrangeuren wird die nationale Zusammensetzung auf Basis der Anzahl der Geschäfte berechnet, bei den niederrangigen Teilnehmern auf der Basis des Dollarbetrags, der von den einzelnen Finanzinstituten zur Verfügung gestellt wurde. Die Untersuchung erbrachte mehrere wichtige Erkenntnisse.

¹⁷ Marktkreisen zufolge handelt es sich bei den Verkäufern von Krediten hauptsächlich um internationale Banken mit Präsenz in Asien, während die Nachfrage von Banken in Taiwan und China kommt.

Internationale Verflechtung des Marktes				
Nach Nationalität der Schuldner	% der Geschäfte ¹ , bei denen der Arrangeur die gleiche Nationalität ² aufweist wie der Schuldner (Basis: Anzahl Geschäfte)		% der Mittel ¹ , die von Banken der gleichen Nationalität ² wie der Schuldner bereitgestellt wurden (Basis: US-Dollar-Beträge)	
	1993–98	1999–2004 ³	1993–98	1999–2004 ³
Wichtigste Länder und Regionen				
USA	74	70	61	62
Euro-Raum ⁴	59	72	71	67
Vereinigtes Königreich	58	43	35	42
Übriges Westeuropa	37	26	36	25
Japan	62	84	63	87
Sonstige Industriestaaten	67	65	61	57
Asien & Pazifik	29	37	34	51
Osteuropa	9	12	10	13
Lateinamerika/Karibik	5	7	6	8
Naher Osten & Afrika	15	20	22	28
Offshore	54	36	44	31
Länder des Euro-Raums				
Belgien	17	22	31	16
Deutschland	43	46	57	44
Finnland	26	13	16	9
Frankreich	48	50	45	46
Griechenland	7	29	8	24
Irland	20	18	16	14
Italien	34	53	39	48
Luxemburg	10	8	30	7
Niederlande	24	29	28	25
Österreich	5	42	33	42
Portugal	31	27	30	23
Spanien	64	51	64	49
Euro-Raum ⁵	39	42	43	38

¹ Berechnet mit Einschluss rein inländischer Geschäfte. ² Bzw. gleiche Region. ³ 2004: nur erstes Quartal. ⁴ Schuldner aus jedem beliebigen Land des Euro-Raums, Arrangeur/Mittelgeber aus jedem beliebigen Land des Euro-Raums. ⁵ Schuldner aus demselben Land des Euro-Raums wie der Arrangeur/Mittelgeber, Durchschnitt Euro-Raum.

Quellen: Dealogic Loanware; Berechnungen des Autors. Tabelle 4

Erstens ist die Präsenz internationaler Kreditgeber an den Kreditmärkten für Schuldner in Japan, dem Euro-Raum und den USA erwartungsgemäss relativ gering. Oftmals stammen die Banken, die die Kreditfazilität arrangiert oder als Teilnehmer mitfinanziert haben, aus dem gleichen Land wie der Schuldner. Der Anteil internationaler Finanzinstitute an den arrangierten Transaktionen bzw. den zur Verfügung gestellten Finanzmitteln übersteigt nur selten 30%.¹⁸

Integration in
Industrieländern ...

¹⁸ Im Falle von US-Schuldern ist die Aussage einer geringen ausländischen Präsenz zu relativieren. So ist der Anteil der gesamten Konsortialkredite, die von ausländischen Bankkonzernen gehalten werden, mit rund 45% seit dem Jahr 2000 (unter Berücksichtigung von Abgaben am Sekundärmarkt) relativ hoch (Tabelle 3).

Zweitens scheinen internationale Banken in Syndikaten für Schuldner ausserhalb des Euro-Raums, insbesondere aus dem Vereinigten Königreich, stärker vertreten zu sein (oftmals mit einem Anteil von über 60%). Interessanterweise zahlen japanische Schuldner im Durchschnitt höhere Provisionen als Schuldner aus dem Vereinigten Königreich, wo der Markt stärker durch internationale Banken durchdrungen ist. Dies lässt möglicherweise darauf schliessen, dass der Markt im Vereinigten Königreich stärker umkämpft ist.

... und
aufstrebenden
Volkswirtschaften

Drittens werden Syndikate, die für Schuldner aus den aufstrebenden Volkswirtschaften (möglicherweise mit Ausnahme Asiens) zusammengestellt wurden, gewöhnlich von ausländischen Kreditgebern dominiert. Interessanterweise sind bei allen Schuldnern aus den aufstrebenden Volkswirtschaften, insbesondere jedoch im Nahen Osten und Afrika und in der Asien-Pazifik-Region, „inländische“ Banken (d.h. Banken aus der gleichen Region wie der Schuldner) stärker als unterrangige Mittelgeber vertreten und weniger als hochrangige Arrangeure. Offenbar ist es die Regel, dass eine grössere internationale Bank die Syndizierung arrangiert und dann den Kredit regionalen Kreditgebern zuteilt.¹⁹ Da die Präsenz eines angesehenen, bedeutenden ausländischen Arrangeurs eine „Zertifizierungswirkung“ für Banken mit tieferem Rang im Konsortium hat, ist es einfacher, als unterrangige Bank grenzüberschreitend Finanzmittel zur Verfügung zu stellen, denn als Arrangeur die Kreditkontrolle und -überprüfung vornehmen zu müssen.

Etwas verstärkte
europaweite
Integration

Schliesslich hat die Einführung des Euro offenbar die Integration des europaweiten Konsortialkreditmarktes, insbesondere auf der Ebene der Arrangeure, etwas verstärkt. Die ersten zwei Spalten in Tabelle 4 zeigen, dass sich innerhalb des Euro-Raums der prozentuale Anteil der Kredite, die von Banken aus dem gleichen Land wie der Schuldner arrangiert wurden, nach 1999 im Vergleich zu der Zeit davor kaum vergrössert hat (42% gegenüber 39%).²⁰ Dabei stieg der Anteil der Arrangeure aus dem Euro-Raum insgesamt von 59% auf 72%, was darauf hinweist, dass Banken aus dem Euro-Raum einen höheren Anteil der Kredite für Schuldner aus anderen Ländern des Euro-Raums arrangiert haben.²¹ Gleichzeitig wurden die neuen Kredite, die europaweit arrangiert wurden, offenbar zu einem grossen Teil durch Banken ausserhalb des Euro-Raums finanziert, da der Anteil der Banken aus dem Euro-Raum an den unterrangigen Mittelgebern vergleichsweise stabil blieb (s. die letzten

¹⁹ S. McCauley et al. (2002) für weitere Hintergrundinformationen und eine Erweiterung der Analyse auf den Anleihemarkt.

²⁰ Kredite europäischer (einschl. osteuropäischer) Schuldner sind weitgehend in Euro denominiert. Weltweit erfolgt die Konsortialkreditvergabe dagegen nach wie vor hauptsächlich in US-Dollar (der Anteil der US-Dollar-Fazilitäten an der gesamten Konsortialkreditvergabe belief sich 2003 auf 62%, der Anteil des Euro auf 21%, der Anteil des Pfund Sterling und des Yen auf je 6%).

²¹ In einer Studie über den Markt der Anleiheemissionen zeigen Santos und Tsatsaronis (2003), dass der mit der europäischen Einheitswährung verbundene Wegfall der Marktsegmentierung nicht zu einer Zunahme der Geschäftsverbindungen zwischen den Kreditnehmern und den Emissionsinstituten des Euro-Raums geführt hat. Zu beachten ist allerdings, dass sich die Märkte für Anleiheemissionen und für Konsortialkredite stark unterscheiden, da Anleihen an institutionelle Anleger, Kredite aber hauptsächlich an andere Banken verkauft werden.

zwei Spalten von Tabelle 4). Dies könnte auf eine grössere Bilanzkapazität ausserhalb des Euro-Raums zurückzuführen sein.

Zusammenfassung

Dieses Feature vermittelt einen geschichtlichen Überblick über die Entwicklung des Konsortialkreditmarktes. Dabei wird gezeigt, wie sich diese Form der Kreditvergabe, die in den siebziger Jahren im Wesentlichen als ein Geschäft mit staatlichen Schuldnern begann, im Laufe der neunziger Jahre zu einer der wichtigsten Finanzierungsquellen für Unternehmensschuldner weiterentwickelt hat.

Der Konsortialkreditmarkt bietet sowohl den unterrangigen als auch den hochrangigen Kreditgebern Vorteile. Hochrangigen Banken gibt er die Gelegenheit, mit ihrer Expertise in der Risikokreditvergabe Provisionen zu verdienen und ihre bilanzwirksamen Engagements zu steuern. Unterrangigen Kreditgebern ermöglicht er, Engagements gegenüber neuen Schuldnern einzugehen, ohne dass dabei Überwachungskosten in Ländern oder Sektoren anfallen, in denen sie möglicherweise nicht die notwendige Expertise oder Präsenz vor Ort haben. Die Primärkreditvergabe im Konsortium und der damit verbundene Sekundärmarkt ermöglichen daher eine effizientere Risikostreuung und Risikoübernahme, sowohl geografisch als auch unter Finanzinstituten. Beispielsweise werden Konsortialkredite für Schuldner aus den aufstrebenden Volkswirtschaften gewöhnlich von grossen Banken aus den USA oder Europa arrangiert, die in der Folge das Risiko an inländische Banken weitergeben. Die Banken aus dem Euro-Raum haben mit der Einführung des Euro ihr europaweites Kreditgeschäft gestärkt und dabei Mittelgeber für die hieraus entstandenen Risiken ausserhalb des Euro-Raums gefunden.

Das Ausmass der geografischen Integration des Marktes scheint jedoch in den Regionen unterschiedlich zu sein, was sich im unterschiedlichen Grad der Präsenz internationaler Finanzinstitute widerspiegelt. Diese Unterschiede könnten wohl auf die unterschiedliche Grösse der nationalen Märkte zurückzuführen sein. Es sind jedoch weitergehende Untersuchungen erforderlich, um besseren Einblick in die Zugangsmöglichkeiten zu den Märkten zu erhalten. Zu prüfen ist dabei, ob die Unterschiede im Zusammenhang mit der unterschiedlichen Preisgestaltung der Kredite, insbesondere der Provisionen, stehen.

Bibliografie

Allen, T. (1990): „Developments in the international syndicated loan market in the 1980s“, *Quarterly Bulletin*, Bank of England, Februar.

Bank für Internationalen Zahlungsausgleich (2004): *74. Jahresbericht*, Kapitel 7, S. 133f.

Coffey, M. (2000): „The US leveraged loan market: from relationship to return“, in T. Rhodes (ed.), *Syndicated Lending, Practice and Documentation*, Euromoney Books.

Dennis, S. und D. Mullineaux (2000): „Syndicated loans“, *Journal of Financial Intermediation*, Vol. 9, Oktober, S. 404–426.

Madan, R., R. Sobhani und K. Horowitz (1999): „The biggest secret of Wall Street“, Paine Webber Equity Research.

McCauley, R.N., S. Fung und B. Gadanecz (2002): „Finanzielle Verflechtung in Ostasien“, *BIZ-Quartalsbericht*, Dezember.

Pennacchi, G. (2003): „Who needs a bank, anyway?“, *Wall Street Journal*, 17. Dezember.

Robinson, M. (1996): „Syndicated lending: a stabilizing element in the Latin markets“, *Corporate Finance Guide to Latin American Treasury & Finance*.

Santos, A.C. und K. Tsatsaronis (2003): „The cost of barriers to entry: evidence from the market for corporate euro bond underwriting“, *BIS Working Papers*, Nr. 134.

