

Corporate Financing in the Crisis

Corporate financing is a great challenge, particularly in a crisis. Enterprises are struggling with the banks over whether and how to provide credit. Various different framework conditions are influencing the credit financing decisions. Besides the conditions on the markets, these also include the relevant laws and political measures applied in the crisis. Dr. Andreas Möhlenkamp, Chief Executive of the WSM Wirtschaftsverband Stahl- und Metallverarbeitung e. V. (Association of the Steel and Metal Working Industry), takes a look at the current challenges for small and medium-sized industrial enterprises.

Unternehmensfinanzierung in der Krise

Dr. Andreas Möhlenkamp,
Düsseldorf

Die Unternehmensfinanzierung ist gerade in der Krise eine große Herausforderung. Unternehmen ringen mit Banken um das Ob und Wie der Kreditvergabe. Verschiedene Rahmenbedingungen wirken auf die Kreditentscheidungen ein. Neben den Verhältnissen in den Märkten sind dies auch die einschlägigen Gesetze und politischen Maßnahmen in der Krise. Dr. Andreas Möhlenkamp, Hauptgeschäftsführer des WSM Wirtschaftsverbandes Stahl- und Metallverarbeitung, beleuchtet die aktuellen Herausforderungen für die Unternehmen des industriellen Mittelstands.

1. Kreditklemme – Kreditschwemme

Ob es eine Kreditklemme gibt, ist durchaus eine philosophische Frage. Die einen meinen, eine Kreditklemme gibt es erst, wenn Banken in erheblichem Umfang Kredite verweigern, obwohl sich die Bonität der Kreditnehmer gar nicht verschlechtert hat. Dass die Kreditvergabe eingeschränkt werde, wenn sich die Bonität von Unternehmen verschlechtert, sei völlig normal. Kreditklemme? Nein! Andere nutzen den Zusammenhang zur Geldmarktkrise. Sie nehmen eine Kreditklemme immerhin dann an, wenn die Finanzsituation der Banken so schlecht ist, dass die Institute zu einer Drosselung oder gar Einstellung der Kreditvergabe gezwungen sind. Kreditklemme? Schon eher! Und wieder andere sprechen von Kreditklemme schon dann, wenn das Bankensystem die Kreditvergabe nicht mehr ausweitet. Kreditklemme? Ganz sicher (siehe Bild 1)! Ob man nun die Unternehmen, die Finanzmärkte, die Banken oder die Politik („US-Immobilienblase“) verantwortlich macht: Die Unternehmen haben es heute deutlich schwerer als vor der Wirtschafts- und Finanzmarktkrise, ihre Unternehmensfinanzierung durch Fremdkapital zu sichern.

Das ist fatal. Denn gerade in Zeiten des wieder leicht beginnenden Wachstums wäre „fresh money“ so wichtig. Die Aufträge, das

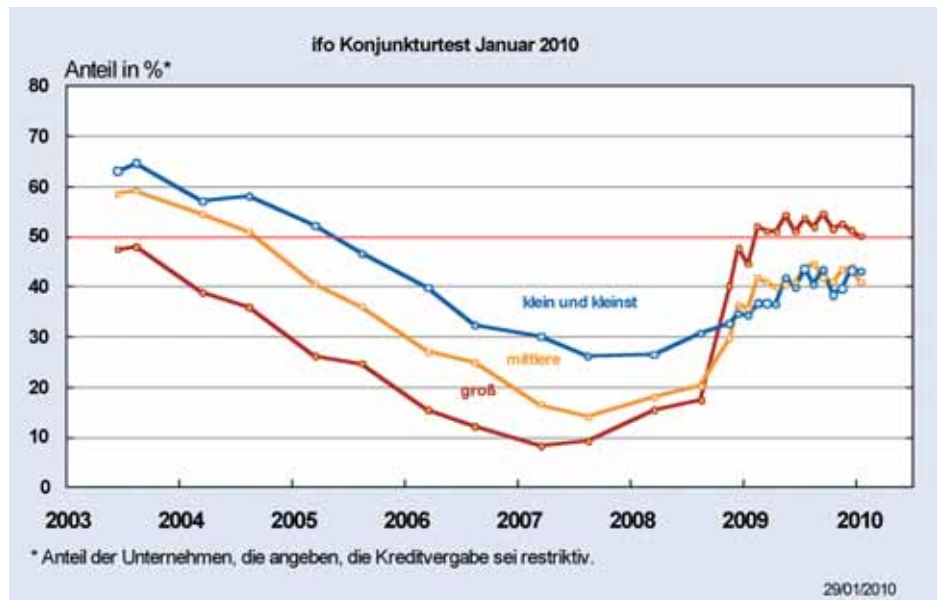


Bild 1: Kredithürde im verarbeitenden Gewerbe nach Größenklassen.

Quelle: ifo Konjunkturtest

Vormaterial, der Produktionsdurchlauf, das Fertigteilelager und zuletzt die Zahlungsziele müssen vorfinanziert werden. Das kann der Umsatz eines halben Jahres sein. Im Mittelstand ist die Fremdfinanzierung noch wichtiger als in börsennotierten Unternehmen, weil dem börsenunabhängigen Mittelstand der Zu-

gang zu den Kapitalmärkten fehlt. Nervig ist darum auch das öffentliche Rhetorik-Ping-Pong zu diesem Problem. „Kreditklemme“ (Unternehmen) – „Kreditwürdigkeitsklemme“ (Banken) – „Kreditkonditionenklemme“ (Unternehmen) – „Margenklemme“ (Banken) – „Kreditschwemme“ (Politik).

2. Hintergründe

Und natürlich haben alle Recht. Zuerst die Banken. Das Eigenkapital der Banken ist durch reale – wengleich zuweilen selbst verschuldete – Verluste sowie durch Buchverluste („Fair Value“) heute geringer als vor der Krise. Aufgrund der Eigenkapitalvorschriften von Basel II – und aus kaufmännischer Vorsicht (!) – muss jeder Kredit mit einem risikoadäquaten Eigenkapital ausgestattet sein. Daraus ergibt sich ein doppelter, Krisen verstärkender Effekt: Das mögliche Kreditvolumen sinkt exponentiell mit dem niedrigeren Eigenkapital der Banken („negativer Leverage“) und stößt auf eine krisenbedingt schlechtere Unternehmensbonität („Bilanzen 2009!“), die wiederum von den Banken mit mehr Eigenkapital, an dem es gerade mangelt, unterlegt werden muss. Die Erwartung des höheren Risikos wird in die Zinsmarge eingepreist. Die Zinskonditionen und das Sicherheitsbedürfnis der Banken steigen.

Recht haben aber auch die Unternehmen. Denn obwohl Banken auf das KfW-Programm

zugreifen können und obwohl die Europäische Zentralbank durch Zinssenkungen und Offenmarktender Milliarden zur Verfügung gestellt hat, gelingt der Kredittransfer zu den Unternehmen nur schleppend – auch dann, wenn die Geschäftserwartungen relativ zu den Wettbewerbern gut sind. Allein Deutschland hat den Banken fast 500 Milliarden mit dem Bankenrettungsschirm und weitere 115 Milliarden mit dem KfW-Sonderprogramm bereitgestellt (beides nicht nur „Cash“, sondern auch als Garantie-Kapital). Wo ist Sand im Getriebe? Wie kann die Unternehmensfinanzierung gesichert werden?

3. Kredit- und Bürgschaftsprogramm der KfW

Am Anfang muss ein Wort zur Ordnungspolitik stehen, die in der Krise allzu leise geworden ist. Nicht jedes Unternehmen kann in der Krise aus seinen Finanzierungsschwierigkeiten gerettet werden. Wirtschaft und Politik dürfen die Krise nicht verschleiern („Don't waste the crisis!“). Wenn sich die Struktur der

Märkte nach der Krise nicht anders darstellt als vor der Krise, wenn die Unternehmen nach der Krise nicht stärker aufgestellt sind als vor der Krise, dann ist etwas schief gelaufen, dann fallen wir in der Wettbewerbsfähigkeit insgesamt zurück. Andererseits hat jedes Unternehmen das Recht – und mit Blick auf seine Arbeitsplätze auch die Pflicht – zu kämpfen. Und das Kredit- und Bürgschaftsprogramm will diejenigen Unternehmen stärken, die nicht ausichtslos kämpfen (Bild 2).

Die KfW vergibt Kredite aber nicht direkt. Beantragen können die staatlichen Mittel nur die Hausbanken, seien es Sparkassen, Volksbanken oder Geschäftsbanken. Denen aber ist das KfW-Programm offenbar ein Dorn im Auge. Denn wenn die Bonität des Unternehmens (gerade noch) ausreichend ist, überlassen die Banken das Geschäft nur ungern dem Staat. Hinzu kommt ein oft monatelanger bürokratischer Aufwand, der selbst den verständigsten Unternehmern, die den Kredit beantragt haben, die Haare zu Berge stehen lässt. Und teuer ist das KfW-Geld noch dazu. Besonders schwierig wird es in Fällen von großvolumigen Konsortialkrediten. Es sind Fälle bekannt, in denen sich die KfW den Ball seit September 2009 mit den beteiligten Hausbanken hin und her spielt. Nicht, weil es noch unbeantwortete Fragen an die Unternehmen gibt, sondern weil der Saldenausgleich, also das interne Risikoverhältnis während der Kreditlaufzeit, zwischen KfW und den Banken noch ungeklärt ist. Das alles zeigt: Es ist bald eine Exit-Strategie erforderlich. Raus aus den staatlichen Programmen, zurück zu einem selbst tragenden und solide finanzierten Aufschwung.

4. Verbriefungsmärkte

Ein wichtiger Baustein der Unternehmensfinanzierung ist der Verbriefungsmarkt. Im ersten Moment schreckt man zurück. Die Verbriefung von Krediten war immerhin eine wichtige Ursache für die Krise. Erst durch den Kauf großer Kreditportfolios aus den USA konnten sich europäische Banken an den

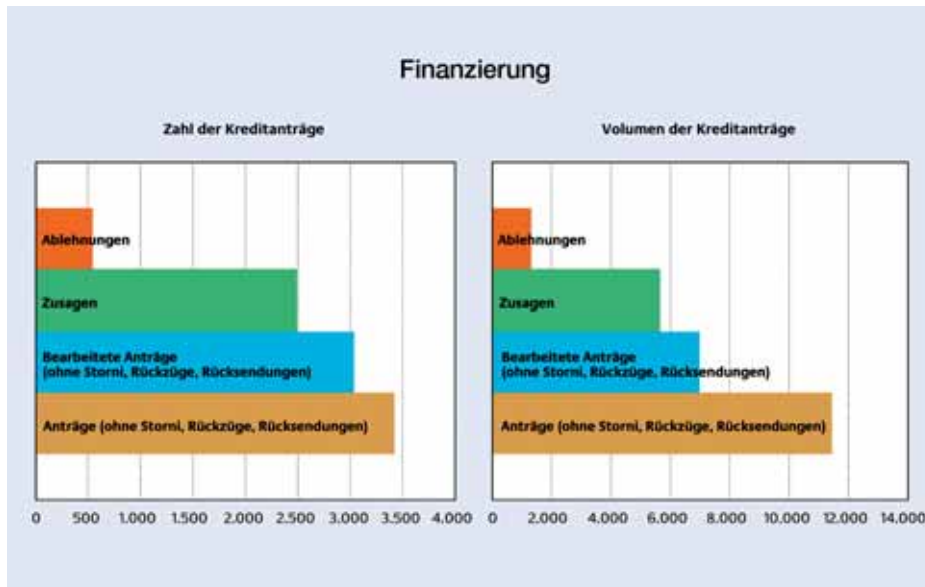


Bild 2: Zahl und Volumen der Kreditanträge, Stand: Ende Dezember 2009.

Quelle: Kreditanstalt für Wiederaufbau (KfW)/BMW, eigene Berechnung

„Toxic Papers“ des US-Immobilienmarktes anstecken. Die „systemische Verbundenheit der Banken“ beruht auf eben dieser Risikoverzahnung durch verbriefte Kredite.

Andererseits bietet die Verbriefung von Krediten mittelständischen Unternehmen den indirekten Zugang zum Kapitalmarkt. Banken entlasten ihr Eigenkapital und können neue Kredite vergeben. Dass solche Verbriefungen zum Teil in Zweckgesellschaften außerhalb der sichtbaren Bankbilanz versteckt worden sind, ist eine schockierende Erkenntnis aus der Krise. Dennoch darf das Instrument als solches nicht vorschnell verteufelt werden. Denn es bleibt der wichtige Hebel-Effekt. Wer den Kredit verbrieft / verkauft, kann mit dem frei gewordenen Eigenkapital neue Kredite vergeben. Das ist kein Schneeball- oder Kettenbriefsystem, weil, wenn und solange hinter den Geldgeschäften reale Werte als Sicherheit oder Tauschgegenstand stehen.

Es bleibt die Herausforderung, die Verbriefungsmärkte wieder zu beleben. Vertrauen ist der Schlüssel. True Sale International (TSI), eine Vereinigung deutscher Banken zur Beförderung des Verbriefungsgeschäfts, wirbt mit Qualitätsportfolios. Gütesiegel über die Werthaltigkeit der gegebenen Sicherheiten sollen Vertrauen zurückholen. Das könnte gelingen. Der Bankenverband wirbt ebenfalls in diese Richtung, will sich aber zusätzlich ein Türchen für (weitere) Subventionen offen halten. Die KfW soll, wenn es mit der Kreditvergabe wirklich eng würde, eine erste größere Tranche verbrieftener Kredite kaufen und dadurch das Eigenkapital der Banken entlasten. Subventionen für Vertrauen: Wohl eher eine Zumutung. Wirksamer wäre ein höherer Risikoselbstbehalt der Banken an den verbrieften Krediten: „Der Koch, der die Suppe später selbst kosten muss, passt beim Salz besser auf.“ Vertrauen entsteht am ehesten dort, wo die verbrieftende Bank selbst einen substanziellen Teil des verbrieften Risikos mit trägt. Die Banken bieten bisher 5 Prozent an, besser wären wohl 15 Prozent. Die Bankenaufsicht müsste mitziehen. Zwar wäre der Kredithebel kürzer („Leverage“), aber eben auch stabiler. Die Bundesregierung hat im Koalitionsvertrag angekündigt, diesen Fragen in der Erarbeitung eines Verbriefungsgesetzes nachzugehen.

5. Warenkreditversicherung

Auch die Warenkreditversicherungen haben eine wichtige Rolle in der Krise gespielt. Wenige Anbieter (Euler Hermes, Atradius, Coface, Zurich) gegen viele Unternehmen. Ohne vorherige Ankündigungen wurden Kreditlimite gekürzt oder gekündigt und damit den Unternehmen die Sicherheit für Zahlungsziele genommen. Es blieb keine Alternative, als die Zahlungsziele zu kürzen oder gegen Vorkasse zu liefern. Aber genau das konnten sich die meisten Unternehmen entlang der Wertschöpfungskette nicht leisten. Freies Working Capital war Mangelware.

Das „Top-up-Modell“ ist darum der richtige Weg. Der Staat springt – finanziert aus dem KfW-Bürgschaftsprogramm – ein, wenn die Warenkreditversicherung noch einen Teil des Risikos übernimmt (kein „Ground-up“). Zwar ist auch dieses staatliche Angebot teuer (2,88 Prozent), aber das ist wohl immer noch besser als das Material nur risikobehaftet liefern zu können. Geklärt sind inzwischen auch die letzten offenen Fragen, vor allem zur Frage der „Unternehmen in Schwierigkeiten“, die ebenfalls das Top-up-Modell in Anspruch nehmen können. Die Abwicklung ist einfach. Der Warenkreditversicherer übernimmt das erste Risiko nach seinen Konditionen, das Top-up schließt dieselbe Warenkreditversicherung mit dem Unternehmen ab, aber mit den Konditionen des staatlichen Programms, das die Refinanzierung sichert.

Diskutiert wird nun noch zu Recht, ob nicht dauerhaft auch etwas im System schief ist. Die Unternehmen sollten sich überlegen, ob sie nicht nach der Krise entlang der Wertschöpfungsketten grundsätzlich mit kürzeren Zahlungszielen und damit ohne Warenkreditversicherungen auskommen. Das ist eine Frage zwischen Wettbewerbsparametern und ökonomischer Vernunft. Und der Gesetzgeber sollte beim Versicherungsvertragsrecht nachbessern: Rechtzeitige Auskunftspflichten der Warenkreditversicherer, Stellungnahmerechte für das versicherte Unternehmen (Kunde), Kündigungsfristen sowie materielle Kündigungsgründe würden die strukturellen Defizite im derzeitigen System der Warenkreditversicherung mildern.

6. Bilanzrecht und Publizität

Oft unterschätzt wird schließlich die Wirkung des Bilanzrechts. Der amerikanische Kongress hat die so genannte Financial Crisis Inquiry Commission („FCIC“) eingesetzt, um den Ursachen der weltweiten Finanzmarktkrise nachzugehen. Von 22 Gründen wird an fünfter Stelle die Methode des Bilanzrechts genannt. Nicht etwa die betrügerische Ausnutzung des Bilanzrechts durch einzelne Manager, sondern die Methode als solche. Es geht um die Zeitwertmethode, nach

der der jeweils aktuelle Wert eines Vermögensgegenstandes in die Bilanz aufgenommen werden muss. Dadurch entstehen kurzfristige Buchgewinne, ebenso wie kurzfristige Wertabstürze. Die Rechnungslegung wird volatil. Es wäre darum das falsche Signal an den börsenunabhängigen Mittelstand, wenn auch er in Europa die Zeitwertmethode anwenden müsste („IAS/IFRS für KMU“). Genau darüber diskutiert man zurzeit in Brüssel.

Besser ist der Verbleib beim Vorsichtsprinzip ehrbarer Kaufleute. Zwar kann die Bilanzmethode keine Absatzschwächen beheben. Aber der Unternehmenserfolg weht mit dem Vorsichtsprinzip nicht wie ein Fähnlein im Winde der Konjunktur. Das wirkt besonders vor dem Hintergrund der Publizitätsanforderungen. Wer die Unternehmenserfolge elektronisch einsehen kann, sollte nicht zu falschen Schlüssen kommen. Die Treffsicherheit der Bewertung sollte in der Transparenz steigen, nicht fallen. Dass das Maß der Transparenz mit der elektronischen Publizität ganz unabhängig davon heute viel zu weit geht, ist eine andere wichtige Frage, die wir im Blick haben.



■ Dr. Andreas Möhlenkamp