

Hartmann-Wendels, Thomas (Ed.)

**Periodical Part**

Leasing: Wissenschaft & Praxis, Jahrgang 2 (2004), Nr.  
1-3

Leasing - Wissenschaft & Praxis

**Provided in Cooperation with:**

Universität zu Köln, Forschungsinstitut für Leasing

*Suggested Citation:* Hartmann-Wendels, Thomas (Ed.) (2004) : Leasing: Wissenschaft & Praxis, Jahrgang 2 (2004), Nr. 1-3, Leasing - Wissenschaft & Praxis, ISSN 1611-4558, Forschungsinstitut für Leasing an der Universität zu Köln, Köln, Vol. 2

This Version is available at:

<https://hdl.handle.net/10419/60309>

**Standard-Nutzungsbedingungen:**

Die Dokumente auf EconStor dürfen zu eigenen wissenschaftlichen Zwecken und zum Privatgebrauch gespeichert und kopiert werden.

Sie dürfen die Dokumente nicht für öffentliche oder kommerzielle Zwecke vervielfältigen, öffentlich ausstellen, öffentlich zugänglich machen, vertreiben oder anderweitig nutzen.

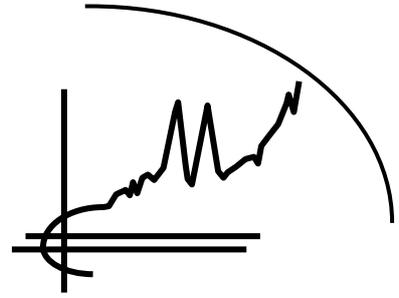
Sofern die Verfasser die Dokumente unter Open-Content-Lizenzen (insbesondere CC-Lizenzen) zur Verfügung gestellt haben sollten, gelten abweichend von diesen Nutzungsbedingungen die in der dort genannten Lizenz gewährten Nutzungsrechte.

**Terms of use:**

*Documents in EconStor may be saved and copied for your personal and scholarly purposes.*

*You are not to copy documents for public or commercial purposes, to exhibit the documents publicly, to make them publicly available on the internet, or to distribute or otherwise use the documents in public.*

*If the documents have been made available under an Open Content Licence (especially Creative Commons Licences), you may exercise further usage rights as specified in the indicated licence.*



# Leasing 2004

Wissenschaft & Praxis

Forschungsinstitut  
für Leasing an der  
Universität zu Köln

Direktoren:  
Univ.-Prof. Dr. Thomas Hartmann-Wendels  
Univ.-Prof. Dr. Hans E. Büschgen



**Leasing**  
**Wissenschaft & Praxis**  
 Jahrgang 2/2004/Nr. 2  
 ISSN 1611-4558

---

Forschungsinstitut für Leasing  
 an der Universität zu Köln  
 Albertus-Magnus-Platz  
 50923 Köln

Herausgeber:  
 Univ.-Prof. Dr. Thomas Hartmann-Wendels

---

## **INHALT**

**Festveranstaltung anlässlich des 20-jährigen Bestehens des  
 Forschungsinstituts für Leasing  
 an der Universität zu Köln am 16. Juni 2004**

**Begrüßungsansprache** **3**  
 von Prof. h.c. Klaus Feinen

**Festvortrag:**  
**Die Bedeutung des Leasings für die  
 Unternehmensfinanzierung – Theoretische Perspektiven  
 und empirische Ergebnisse** **7**  
 von Univ.-Prof. Dr. Thomas Hartmann-Wendels

**Podiumsdiskussion:**  
**Unternehmensfinanzierung in Deutschland – Ist der  
 Finanzplatz Deutschland international wettbewerbsfähig?** **41**  
 mit Univ.-Prof. Dr. Thomas Hartmann-Wendels (Moderation)  
 Univ.-Prof. Dr. Dieter Hess  
 Prof. Dr. Michael Hüther  
 Horst-Günther Schulz



## Begrüßungsansprache

Prof. h.c. Klaus Feinen<sup>♦</sup>

---

Das Investitions- und Finanzierungs-konstrukt Leasing wurde 1962 aus den USA „importiert“ und entwickelte sich erfolgreich zu einer Alternative der unternehmerischen Direktinvestitionen. Aber auch für öffentlich genutzte Investitionen wurde die privatwirtschaftlich organisierte Finanzierungsform zunehmend verwendet. Als Absatzförderungsinstrument auf Basis der Gebrauchsüberlassung eroberte das Leasing bei langlebigen Konsumgütern z.B. im Kfz-Markt auch die privaten Haushalte.

Ungeachtet der großen praktischen Bedeutung und schnellen Verbreitung des Leasing bestanden zu Beginn der 80er Jahre in der breiten Öffentlichkeit, aber auch bei zahlreichen potenziellen und tatsächlichen Leasingvertragspartnern neben Informationsdefiziten häufig unvollständige oder unrichtige Erwartungshaltungen zum innovativen, aber nicht reglementierten Leasingprodukt, die weder juristisch noch ökonomisch fundiert waren. Daneben zeichnete sich aufgrund des stark wachsenden Leasinggeschäftes ab, dass systematische Problemlösungen und Führungsansätze zu entwickeln waren, um Anforderungen komplexer Marktstrukturen und Rahmenbedingungen gerecht zu werden und individuelle unternehmerische Gestaltungsspielräume identifizieren und entwickeln zu können. Hieraus leiteten sich von der Leasingbranche selbst erkannte Notwendigkeiten ab, das Produkt verstärkt auch wissenschaftlich zu durchdringen.

---

♦ Vorsitzender des Vereins zur Förderung des Forschungsinstituts für Leasing an der Universität zu Köln e.V.

Ein Glücksfall für die das Leasing anbietenden, aber auch für die das Produkt nachfragenden Unternehmen war es, dass der renommierte Kölner Bankbetriebswirt Prof. Dr. Hans E. Büschgen, der sich als erster deutscher Wirtschaftswissenschaftler bereits 1967 mit dem Konstrukt Leasing in der Zeitschrift für Betriebswirtschaft (ZfB) auseinandergesetzt hatte, für die Gründung eines Leasingforschungsinstitutes gewonnen werden konnte.

Nach etlichen Diskussionen innerhalb der Universität zu Köln und einer unerwartet langwierigen Genehmigungsprozedur des zuständigen nordrhein-westfälischen Wissenschaftsministeriums konnte am 5. Juni 1984 das „Forschungsinstitut für Leasing an der Universität zu Köln“ unter der Leitung von Prof. Büschgen als unabhängige und wissenschaftlich orientierte Einrichtung gegründet werden. Das Institut wird seit dem gleichen Tage von dem „Verein zur Förderung des Forschungsinstituts für Leasing an der Universität zu Köln e.V.“ wirtschaftlich getragen mit dem Ziel, „die Forschung auf dem Gesamtgebiet Leasing an der Universität zu Köln zu fördern. Der Verein soll dahin wirken, die Verbindung zwischen Leasing-Praxis und Wissenschaft enger zu gestalten“ (§ 2 der Satzung).

Die in Europa einzigartige Forschungseinrichtung hat unter seinen geschäftsführenden Direktoren Prof. Dr. Hans E. Büschgen (bis 2001) und Prof. Dr. Thomas Hartmann-Wendels (seit 2002) auf dem geschaffenen Rahmen für vertiefende und systematische Untersuchungen und Dokumentationen im Dialog mit der Wirtschaftspraxis zu komplexen Fragestellungen wissenschaftlich fundierte Antworten und Hinweise gegeben, zahlreiche wissenschaftliche Aufsätze, Dissertationen und Diplomarbeiten zu Themen des Leasing publiziert, eine mit fast 1.000 Quellen ausgestattete Bibliothek geschaffen und dem Leasing hierdurch, aber auch durch viele Seminarveranstaltungen und intensive Lehrtätigkeit als Gegenstand von Forschung und Lehre besondere Reputation verschafft. Zum 20-jährigen Geburtstag des Forschungsinstituts für Leasing an der Universität zu Köln gratuliere ich im Namen des Vorstandes und aller Vereinsmitglieder sowie auch selbst ganz herzlich und danke insbesondere den Herren Prof. Dr. Büschgen und Prof. Dr. Hartmann-Wendels für ihre äußerst wichtige und erfolgreiche Arbeit. Sie hat zu einer fundierten wissenschaftlichen Analyse und Entwicklung der Innovation Leasing in eine „Spezielle Betriebswirtschaftslehre des Leasing“ geführt. Ich bin überzeugt, dass das Forschungsinstitut für Leasing auch in den nächsten Dezen-

nien ein überaus sachverständiger, konstruktiver, aber auch kritischer Begleiter unseres Produktes zum Vorteil für Anbieter und Kunden des Leasing und damit zum Nutzen der gesamten Volkswirtschaft sein wird.



# **Die Bedeutung des Leasings für die Unternehmensfinanzierung – Theoretische Perspektiven und empirische Ergebnisse**

Univ.-Prof. Dr. Thomas Hartmann-Wendels<sup>#</sup>

---

## **Gliederung**

1. Worin liegen die Stärken des Leasings? – Ergebnisse empirischer Untersuchungen
2. Formen einer ungleichen Informationsverteilung
3. Leasing und Adverse Selection
4. Leasing und Moral Hazard
5. Diversion Modelle
6. Zwischenfazit
7. Allokation von Eigentumsrechten
8. Fazit
9. Literatur

---

<sup>#</sup> Direktor des Forschungsinstituts für Leasing an der Universität zu Köln.

## 1. Worin liegen die Stärken des Leasings? – Ergebnisse empirischer Untersuchungen

Leasing hat in den vergangenen 30 Jahren erheblich an Bedeutung zugenommen. So ist die Leasingquote, d.h. der Anteil der Investitionen, der durch Leasing realisiert wird, von 2,1% im Jahre 1971 auf 18,4% im Jahre 2003 angestiegen.<sup>1</sup> Noch offensichtlicher wird die Bedeutung des Leasings, wenn die Leasinginvestitionen in Relation zu den Investitionen, die durch Außenfinanzierung ermöglicht wurden, gesetzt werden. Der Anteil des Leasings an dem außenfinanzierten Investitionsvolumen liegt bei knapp 50%. Diese Bedeutungszunahme des Leasings ist nicht nur auf Deutschland beschränkt, in wichtigen anderen Industrieländern beobachten wir eine ähnliche Entwicklung. So stieg z.B. in den USA die Marktdurchdringung im Kfz-Bereich von 3,5% im Jahre 1985 auf über 31% im Jahre 2002. Diese Entwicklung deutet auch darauf hin, dass Leasing in Deutschland sein Potenzial noch nicht ausgeschöpft hat. In den USA schwankt der Leasing-Anteil an den Ausrüstungsinvestitionen seit vielen Jahren um die 30%-Marke. Diese Fakten sind denjenigen, die in der Branche tätig sind, natürlich bekannt, für die breite Öffentlichkeit aber hat sich diese Entwicklung aber weitgehend unbemerkt vollzogen.

Wir wissen relativ wenig darüber, was die Gründe dafür sind, dass immer mehr Unternehmen Leasing präferieren. Ein Argument, das in diesem Zusammenhang immer wieder genannt wird, ist das Motiv, Steuerersparnisse durch Leasing zu erzielen. Es sind durchaus Konstruktionen denkbar, in denen durch Leasing Steuerersparnisse generiert werden können – insbesondere im grenzüberschreitenden Kontext –, darin das entscheidende Motiv für Leasing zu sehen, greift aber zu kurz. Für die Leasing-Branche wäre dies im Übrigen auch fatal, denn die Konsequenz wäre, dass eine jederzeit mögliche Änderung der Steuergesetze das Ende des Produkts Leasing bedeuten würde. Ähnlich verhält es sich mit Argument, die Bilanzunwirksamkeit sei ein entscheidendes Motiv für Leasing. Wird – was im Regelfall angestrebt wird – das Leasingobjekt beim Leasinggeber bilanziert, verbessern sich wichtige Bilanzkennzahlen des Leasingnehmers. Der Verschuldungsgrad, gebildet auf der Basis von Bilanzwerten, fällt niedriger aus als bei einer Kreditfinanzierung, die Rentabilität steigt demgegenüber verglichen mit einer Kreditfinanzierung, da das eingesetzte Kapital – bilanziell gemessen – geringer ist.

---

<sup>1</sup> Vgl. Städtler (2003), S. 6.

Es ist offensichtlich, dass hier bewusst Lücken in der Aussagekraft von Bilanzkennzahlen ausgenutzt werden, und man eigentlich die Bilanzrelationen um den Barwert der Leasingverpflichtungen anpassen müsste, um den mit einer Bilanzkennzahl intendierten Aussagegehalt wiederherzustellen. Dennoch kann man feststellen, dass Kenngrößen, gebildet ausschließlich auf der Basis von Bilanzpositionen, trotz ihrer eingeschränkten Aussagekraft großen Einfluss auf das Verhalten und die Entscheidungen in vielen Unternehmen haben und entsprechende Modifikationen der Bilanzgrößen unterbleiben. Trotzdem ist es unzulässig und aus theoretischer Sicht auch unbefriedigend, Leasing als das Ergebnis einer Fehlinterpretation von Bilanzrelationen zu erklären.

Welche empirischen Erkenntnisse liegen vor, die Aufschluss geben, warum Leasing gewählt wird? Das Institut für Mittelstandsforschung in Bonn (IfM) hat kürzlich eine umfangreiche Untersuchung durchgeführt, in der Unternehmen aller Größenklassen, unterschiedlicher Rechtsformen und aus verschiedenen Branchen nach ihrer Einstellung zur Leasingfinanzierung befragt wurden.<sup>2</sup> Unter anderem sollten Erkenntnisse darüber gewonnen werden, in welchem Ausmaße Leasing genutzt wird, welche Ziele damit verfolgt werden, welche Gründe für oder gegebenenfalls auch gegen Leasing sprechen und welche Vertragsarten präferiert werden. Hier sollen nur einige ausgewählte Ergebnisse präsentiert werden<sup>3</sup>:

- Rund zwei Drittel aller befragten Unternehmen nutzen Leasing, größere Unternehmen etwas häufiger als kleinere Unternehmen.
- Kleinere Unternehmen messen Leasing als Möglichkeit zur Realisierung ihrer Investitionsvorhaben eine höhere Bedeutung bei als größere Unternehmen.
- Das wichtigste Motiv für die Nutzung von Leasing ist in der Sicherung der Liquidität zu sehen. Leasing dehnt den Finanzierungsspielraum aus, da ein vermehrter Rückgriff auf Leasing den Kreditfinanzierungsspielraum zumindest nicht einschränkt. Wenn man bedenkt, dass kleinere Unternehmen tendenziell größere Schwierigkeiten haben, neue Finanzmittel aufzunehmen, wird der hohe Stellenwert des Leasings bei diesen Unternehmen verständlich.

---

<sup>2</sup> Vgl. Haunschild (2004).

<sup>3</sup> Vgl. Haunschild (2004).

- Steuerliche und bilanzielle Motive sind dagegen weit weniger bedeutsam als gemeinhin angenommen.
- Jüngere Unternehmen sowie wachsende, allerdings auch schrumpfende Unternehmen nutzen Leasing häufiger als etablierte Unternehmen und solche mit konstanter Größe. Auch dies ist kompatibel mit der Liquiditätssicherung als Hauptmotiv für Leasing. Wachsende Unternehmen haben aufgrund ihres Investitionsbedarfs und schrumpfende Unternehmen aufgrund wegbrechender Umsätze tendenziell größere Liquiditätsprobleme als stagnierende Unternehmen.

Die im Auftrag des Bundesverbandes Deutscher Leasing-Unternehmen e.V. (BDL) durchgeführte MARIS-Studie bestätigt diese Ergebnisse.<sup>4</sup> Die Schonung der Liquidität sowie die Erhaltung des Kreditfinanzierungsspielraums waren neben der kalkulierbaren Kostenbelastung auch hier die wichtigsten Motive für Leasing, bilanzielle und steuerliche Motive rangierten deutlich dahinter. Auch der Einfluss der Unternehmensgröße auf die Leasingneigung ist mit den Ergebnissen der Umfrage des Instituts für Mittelstandsforschung kompatibel. Ein weiteres bemerkenswertes Ergebnis ist, dass Leasing vor allem in konjunkturell schlechten Zeiten an Bedeutung gewinnt.

Abb. 1 belegt diese durch Umfragen gewonnene Aussage durch empirische Fakten. Die Zuwachsraten der Leasingquoten sind in Relation zu den Veränderungen der gesamtwirtschaftlichen Investitionstätigkeit immer dann groß, wenn die Konjunktur rezessive Tendenzen aufweist.

Die stabilisierende Wirkung von Leasing ist verständlich, wenn man bedenkt, dass in wirtschaftlich schwierigen Zeiten die Banken vielfach Kreditlinien kürzen und die Vergabe neuer Kredite deutlich restriktiver handhaben. Dieses Verhalten der Banken dürfte sich künftig durch die prozyklische Wirkung der Neuen Baseler Eigenkapitalvereinbarung (Basel II) noch verstärken.

---

<sup>4</sup> Vgl. BDL (2002).

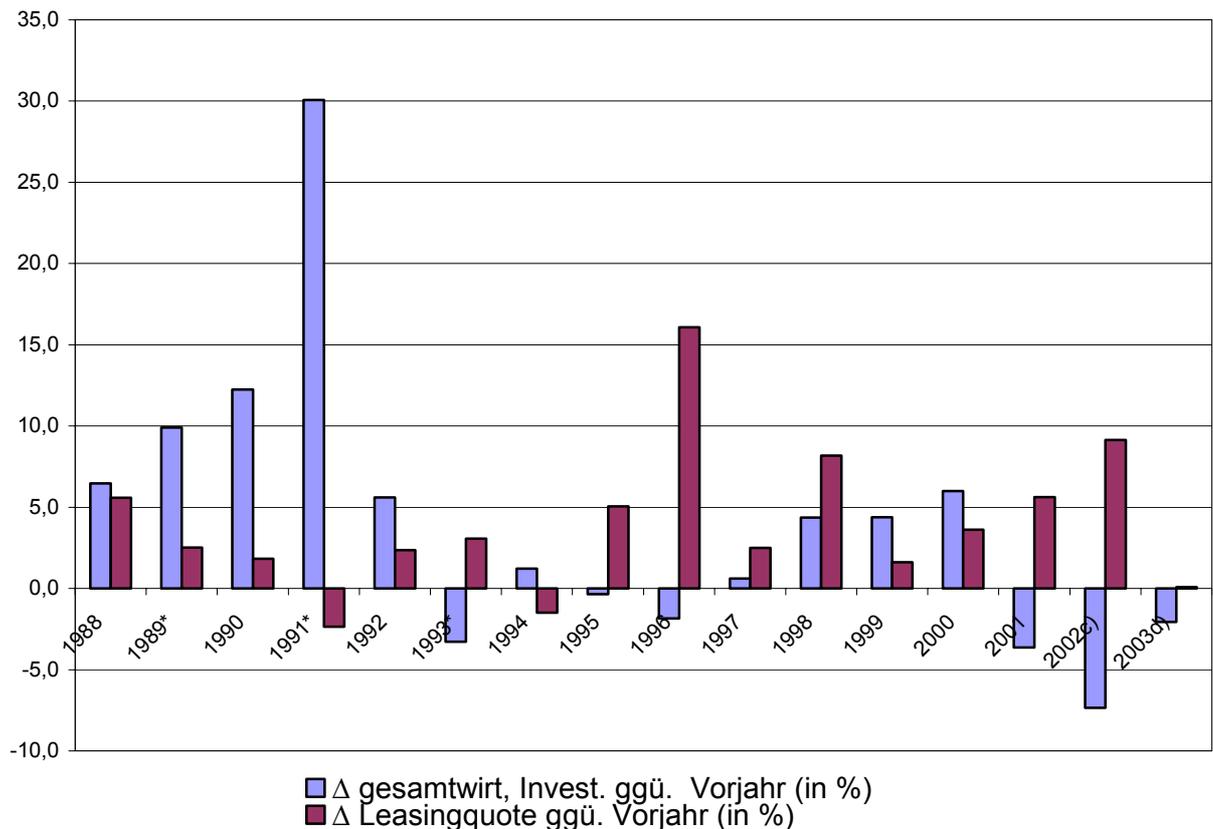


Abb. 1: Veränderung der Leasingquote in Relation zur gesamtwirtschaftlichen Investitionstätigkeit

Es stellt sich allerdings die Frage, warum Leasinggesellschaften mit der Finanzierung von Investitionen in wirtschaftlich schwierigem Umfeld besser zurecht kommen als Banken. Sind Leasinggesellschaften weniger kritisch und eher risikobereit als Banken, liegt es daran, dass Leasing nicht der Regulierung unterworfen ist oder aber können Leasinggesellschaften die Risiken besser handhaben? Auf diese Fragen wird im weiteren Verlauf noch zurückzukommen sein.

Untersuchungen, die sich auf ausländische Märkte beziehen, kommen tendenziell zu ähnlichen Ergebnissen wie sie für Deutschland erzielt worden sind. Eine US-amerikanische Untersuchung<sup>5</sup>, die sich nicht auf eine Befragung, sondern auf Daten des externen Rechnungswesens von Unternehmen stützt, zeigt, dass Leasing vor allem für kleinere Unternehmen in Frage kommt, die tendenziell eher wachstumsorientiert sind, noch keine hohen Cash Flows erbringen, geringe Ausschüttungen vornehmen und ein hohes Ausfallrisiko aufweisen. Das Hauptmotiv für die Wahl von Leasing sehen Sharpe/Nguyen in dem Bestreben, die Trans-

<sup>5</sup> Vgl. Sharpe/Nguyen (1995).

aktionskosten der Finanzierung zu senken. Unter Transaktionskosten werden hierbei alle Nachteile subsumiert, die das Zustandekommen von vertraglichen Beziehungen zwischen Finanzier und Investor erschweren. Die Höhe der Transaktionskosten hängt vor allem vom Ausmaß einer ungleichen Informationsverteilung zwischen den Vertragspartnern ab, bei Unternehmen mit den oben beschriebenen Merkmalen kann man davon ausgehen, dass die Auswirkungen einer ungleichen Informationsverteilung besonders gravierend sind.

Zu ähnlichen Ergebnissen kommt eine empirische Untersuchung, die sich auf Großbritannien bezieht.<sup>6</sup> Die Stichprobe bestand aus den Rechnungslegungsdaten von 3.000 Unternehmen im Zeitraum 1982-1996. Analysiert wurden die Faktoren, die zur Entscheidung für Leasing beigetragen haben. Die Ergebnisse lassen sich folgendermaßen zusammenfassen. Die Motive für Leasing sind bei großen und kleinen Unternehmen unterschiedlich: Bei kleinen Unternehmen steht wiederum das Ziel im Vordergrund, Transaktionskosten zu reduzieren. Demnach sind es vor allem wachstumsorientierte Unternehmen mit (noch) geringem Cash Flow und geringen Ausschüttungen, die auf Leasing zurückgreifen. Diese Unternehmen wählen Leasing hauptsächlich anstelle von Fremdfinanzierung. Bei großen Unternehmen spielt das Transaktionskostenmotiv eine wesentlich geringere Rolle. Hier ist der Gebrauch von Leasing vielmehr als Ergebnis eines komplexen Kalküls zur Optimierung der Kapitalstruktur zu sehen, wobei steuerliche Motive durchaus auch eine Rolle spielen können. Ähnlich wie in der Stichprobe des IfM wählten größere Unternehmen Leasing häufiger als kleine Unternehmen.

Obwohl die empirischen Untersuchungen auf unterschiedlichen methodischen Vorgehensweisen beruhen, unterschiedliche Zeiträume und geographische Räume abdecken, kommen sie übereinstimmend zu dem Ergebnis, dass Leasing für die Finanzierung von wachsenden Unternehmen unverzichtbar ist. Das Fazit von Lasfer und Levis, wonach „Our results suggest that leasing contributes significantly to the financing of growth of UK companies“<sup>7</sup>, lässt sich somit auch auf andere Länder übertragen. Die Bedeutung des Leasings für die Unternehmensfinanzierung ausschließlich anhand der Leasingquote zu bemessen, übersieht die qualitative Komponente, die dem Leasing zukommt: Es geht um die Kapitalversorgung

---

<sup>6</sup> Vgl. Lasfer/Levis (1998).

<sup>7</sup> Lasfer/Levis (1998), S. 14.

kleiner, wachstumsstarker Unternehmen, ohne deren Dynamik eine auf Innovationen angewiesene Volkswirtschaft nicht auskommt.

Wie kann man nun erklären, dass die Stärken von Leasing darin liegen, Investitionen bei wachstumsorientierten, relativ riskanten Unternehmen zu realisieren. Da bei diesen Unternehmen – wie oben schon angedeutet – Probleme einer ungleichen Informationsverteilung eine besondere Rolle spielen, kann diese Problemstellung zurückgeführt werden auf die Frage, warum durch Leasing Transaktionskosten eingespart werden können.

Um diese Frage zu beantworten, wollen wir zunächst die verschiedenen Arten einer ungleichen Informationsverteilung kurz betrachten, um anschließend im Rahmen einer modelltheoretischen Analyse der Frage nachzugehen, welchen Beitrag Leasing zur Lösung der Transaktionskostenproblematik leisten kann.

## 2. Formen einer ungleichen Informationsverteilung

Eine ungleiche Informationsverteilung kann in vielfältiger Form vorliegen, Abb. 2 enthält eine übliche Einteilung. Zunächst wollen wir die Fälle betrachten, in denen die beiden Vertragspartner unterschiedlich gut informiert sind.

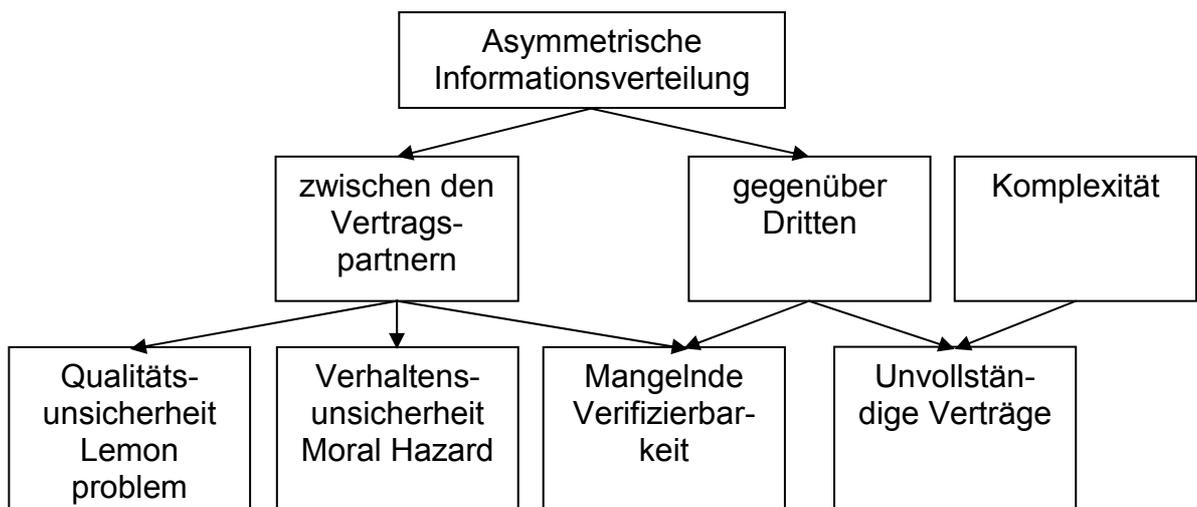


Abb. 2: Formen einer ungleichen Informationsverteilung

Von Qualitätsunsicherheit sprechen wir, wenn die ungleiche Informationsverteilung sich auf ein Merkmal bezieht, dessen Ausprägung von einem Vertragspartner nicht beobachtet werden kann, das aber für den Wert der Transaktion entscheidend ist. Im Rahmen eines Leasingvertrages könnte dies die Bonität des Leasingnehmers betreffen. Das klassische Beispiel für Qualitätsunsicherheit stammt von George Akerlof (1970) und bezieht sich auf den Markt für Gebrauchtfahrzeuge. Der Käufer kann den Qualitätszustand eines gebrauchten Fahrzeugs nur unzureichend beurteilen, der Verkäufer dagegen kennt den Zustand seines Fahrzeugs genau. Aufgrund der Unsicherheit über die Qualität wird der Käufer einen Preisabschlag vornehmen, dies wiederum kann Anbieter von Fahrzeugen mit hoher Qualität dazu veranlassen, von einem Verkauf Abstand zu nehmen, da der erzielbare Preis weit unter dem „wirklichen“ Wert des Fahrzeugs liegt. Die Konsequenz ist, dass letztlich vorwiegend „lemons“, also Fahrzeuge mit schlechter Qualität gehandelt werden. Aus wohlfahrtstheoretischer Sicht ist dieses Ergebnis unbefriedigend: Ökonomisch eigentlich sinnvolle Tauschprozesse kommen nicht zu Stande, die Funktionsfähigkeit des Marktes ist eingeschränkt.

Im nächsten Abschnitt wird gezeigt, dass Leasing dazu beitragen kann, das Ausmaß der Qualitätsunsicherheit auf dem Gebrauchtwagenmarkt zu reduzieren.

Verhaltensunsicherheit bezieht sich darauf, dass das Verhalten eines Vertragspartners für den anderen nicht beobachtbar ist, dieses Verhalten hat aber Auswirkungen auf die Vorteilhaftigkeit der Transaktion für den schlechter Informierten. Ein Beispiel hierfür ist das Verhalten des Kreditnehmers nach erfolgter Kreditaufnahme. Bei hoher Verschuldung gibt es für den Kreditnehmer Anreize, eine riskantere Unternehmensstrategie einzuschlagen. Der Grund hierfür liegt in der ungleichen Verteilung von Gewinnen und Verlusten: Gewinne, die die Verbindlichkeiten übersteigen, kommen allein dem Kreditnehmer zu Gute, Verluste aber treffen hauptsächlich den Kreditgeber. Darüber hinaus kann man zeigen, dass Kreditfinanzierung zu einem Unterinvestitionsproblem führen kann: Kommen die Erträge von Investitionen vor allem den Kreditgebern zu Gute, besteht für den Kreditnehmer ein Anreiz, auch sinnvolle Projekte nicht zu realisieren. Auch hier ist zu fragen, ob Leasing dieses Problem besser lösen kann als Kreditfinanzierung.

Finanzierungsverträge beinhalten stets eine Aufteilung des Cash Flows auf Kapitalgeber und Kapitalnehmer, wobei die Art der Aufteilung davon abhängt, ob es sich um Eigen- oder Fremdkapital handelt. Problematisch ist dies, wenn der Kapitalgeber die realisierten Cash Flows nicht beobachten kann. Hierbei muss es sich nicht um so genannte „schwarze Kassen“ oder Manipulationen der Geschäftsbücher handeln, sondern hierunter fallen auch Verhaltensweisen, die dadurch gekennzeichnet sind, dass Unternehmensressourcen in Verwendungen gelenkt werden, die dem Manager Ansehen, Macht und/oder Annehmlichkeiten verschaffen, unter produktiven Gesichtspunkten aber Fehlinvestitionen sind. Da Leasing im Gegensatz zur Kreditfinanzierung weniger Cash Flow, sondern stärker Assetbasiert ist, ist Leasing von dieser Art von Moral Hazard weniger stark betroffen.

Es ist auch möglich, dass Finanzier und Investor über alle vertragsrelevanten Tatbestände einigermaßen gleich gut Bescheid wissen, dass dieses Wissen aber Dritten – z.B. Gerichten – gegenüber nicht beweiskräftig dargelegt werden kann. So wird der Finanzier vielleicht schon erkennen, dass eine Investition weniger der Rentabilitätssteigerung des Unternehmens, sondern vor allem dem Prestigestreben des Unternehmers dient, eine Klausel im Finanzierungsvertrag, die derartige Investitionen verbietet, ist allerdings wirkungslos, solange dies einem Gericht gegenüber nicht beweiskräftig dargelegt werden kann. Eine vollständige Auflistung oder eine genaue Definition dessen, was prestigeträchtige Investition bedeutet, würde zu einem unglaublich komplexen Vertragswerk führen, da dieser Begriff schwer fassbar ist, weil er zu viele Facetten umfasst. Ungleiche Informationsverteilung und Komplexität haben zur Konsequenz, dass Verträge unvollständig bleiben. Finanzierungsverträge sind hiervon in besonderem Maße betroffen, weil sie sich auf einen längeren Zeitraum erstrecken und deshalb Unsicherheit und Unwägbarkeiten eine große Rolle spielen.

Sind Finanzierungsverträge unvollständig, so verbleiben Entscheidungsspielräume, deren Ausnutzung dem zusteht, der die Eigentumsrechte innehat. Hier besteht ein gravierender Unterschied zwischen Kredit- und Eigenkapitalfinanzierung auf der einen und Leasing auf der anderen Seite: Leasing bedeutet, dass vertraglich regelbare Nutzungsrechte auf den Leasingnehmer übergehen, alle vertraglich nicht regelbaren Nutzungsrechte – die so genannten residualen Kontrollrechte – verbleiben beim Leasinggeber. Bei der Kreditfinanzierung ist es

genau umgekehrt: Der Kreditnehmer erwirbt die vollen Eigentumsrechte am Investitionsobjekt und damit alle Nutzungsrechte mit Ausnahme derjenigen, die ihm vertraglich untersagt werden können. Inwieweit der Aspekt der Unvollständigkeit von Verträgen sich auf die relative Vorteilhaftigkeit von Leasing im Vergleich zur Kreditfinanzierung auswirkt, ist bislang noch nicht untersucht worden. Im Abschnitt 7 soll hierzu ein erster Modellierungsversuch vorgestellt werden.

### **3. Leasing und Adverse Selection**

Es gibt eine Reihe von theoretischen Modellen, die zeigen, dass Leasing die Folgen, die aus der Qualitätsunsicherheit resultieren, mildern kann.<sup>8</sup> Diese Modelle stammen vorwiegend aus der Theorie dauerhafter Konsumgüter und beziehen sich auf den Gebrauchtwagenmarkt und das nicht-gewerbliche Kfz-Leasing. Beispielfhaft sei hier das Modell von Hendel/Lizzeri (2002) skizziert.

Das Modell kommt zu dem Ergebnis, dass das Ausmaß der Qualitätsunsicherheit auf dem Gebrauchtwagenmarkt durch Leasing reduziert wird, da gebrauchte Fahrzeuge, die zuvor geleast waren, sich in einem besseren Zustand befinden, als Fahrzeuge, die als Neuwagen nicht geleast, sondern gekauft wurden. Sowohl wegen der Reduzierung der Qualitätsunsicherheit als auch aufgrund der speziellen Präferenzen von Menschen, die Leasing gegenüber dem Kauf bevorzugen, erhöht Leasing die Liquidität des Marktes für Gebrauchtfahrzeuge und trägt zu einer Verbesserung der Ressourcenallokation bei.

Das Modell geht davon aus, dass die Präferenzen der Konsumenten für den Zustand, in dem sich ein gebrauchtes Fahrzeug befindet, unterschiedlich sind. Der Zustand eines Fahrzeugs wird hier mit Qualität gleichgesetzt. Es gibt Konsumenten, die sehr großen Wert darauf legen, über ein Fahrzeug in einwandfreiem Zustand zu verfügen, es gibt aber auch Menschen, die darauf weniger Wert legen. Für den gewerblichen Bereich könnten wir uns alternativ vorstellen, dass es Produktionsprozesse gibt, bei denen ein sehr guter Zustand eines Investitionsgutes besonders wichtig ist, wohingegen in anderen Verwendungen der Zustand des

---

<sup>8</sup> Vgl. Hendel/Lizzeri (2002), Johnson/Waldman (2003), Guha/Waldman (1997), Waldman (1999).

Investitionsobjekts einen geringeren Einfluss auf Höhe und/oder Qualität des Outputs hat und daher von nachrangiger Bedeutung ist.

Wir nehmen an, dass die Qualität des gebrauchten Gutes nur dem jeweiligen Nutzer, nicht aber dem Erwerber bekannt ist. Weiterhin gehen wir davon aus, dass der Zustand des Objekts nicht vom Nutzer beeinflussbar ist, sondern sich rein zufällig entwickelt.

Man kann nun zeigen, dass Konsumenten mit hoher Wertschätzung für Qualität sich für Leasing entscheiden, andere dagegen den Kauf bevorzugen. Die Gruppe derjenigen, die sich für den Kauf entscheiden, kann weiter unterteilt werden in diejenigen, die Neufahrzeuge kaufen, und in die Gruppe der Käufer für gebrauchte Fahrzeuge. Auch diese Unterscheidung hängt von der Wertschätzung für Qualität ab, und zwar in der Weise, dass die Konsumenten mit der geringsten Wertschätzung für Qualität ihren Bedarf am Gebrauchtwagenmarkt decken.

Um möglichst einfach zu verdeutlichen, warum die Entscheidung zwischen Leasing und Kauf von der Wertschätzung für Qualität abhängt, nehme ich an, dass die Gruppe derjenigen, die sich für Neufahrzeuge interessieren, aus zwei in sich homogenen Gruppen besteht. Homogen bedeutet in diesem Fall, dass die Wertschätzung für Qualität innerhalb jeder Gruppe identisch ist.

Ein Leasingvertrag besteht aus zwei Preiskomponenten, dem Barwert der Leasingraten ( $V_{LR}$ ) und dem Ausübungspreis der Kaufoption ( $P_{Opt}$ ). Beide Komponenten sind natürlich nicht unabhängig voneinander. Auch der Kauf beinhaltet zwei Komponenten, nämlich den Kaufpreis ( $P_{Kauf}$ ) und die Option, das Fahrzeug als Gebrauchtwagen verkaufen zu können. Der Ausübungspreis dieser Option entspricht dem Marktpreis für Gebrauchtfahrzeuge ( $P_{Use}$ ).

Wir können die Kosten, die mit der Fahrzeugnutzung verbunden sind, aufspalten in denjenigen Anteil, der auf die Laufzeit des Leasingvertrages entfällt, und in denjenigen Teil, der während des Zeitraums einer eventuellen Weiternutzung entsteht.

	Kosten während der Laufzeit des Leasingvertrages	Kosten bei einer eventuellen Weiternutzung
Leasing	$V_{LR}$	$P_{Opt}$
Kauf	$P_{Kauf} - P_{Use}$	$P_{Use}$

Tab. 1: Kosten von Leasing und Kauf

Während der Vertragsdauer fallen beim Leasing die Leasingraten an, deren Barwert  $V_{LR}$  beträgt, wird das Fahrzeug danach weiter genutzt, muss die Kaufoption ausgeübt und der Ausübungspreis in Höhe von  $P_{Opt}$  bezahlt werden. Bei der Alternative Kauf ist der Kaufpreis  $P_{Kauf}$  aufzuteilen in die Wertminderung, die während der Laufzeit des alternativ betrachteten Leasingvertrages anfällt, und in die Wertminderung, die bei Weiternutzung anfällt. Die Wertminderung während der Vertragslaufzeit entspricht der Differenz aus Kaufpreis für das Neufahrzeug und Wiederverkaufswert am Ende der Vertragsdauer ( $P_{Kauf} - P_{Use}$ ), die Wertminderung bei Weiternutzung entspricht dem Restwert  $P_{Use}$ .

Wir betrachten den Fall, dass der Ausübungspreis der Kaufoption über dem zu erwartenden Marktpreis für Gebrauchtfahrzeuge liegt, d.h.  $P_{Opt} > P_{Use}$ . Es wird sich zeigen, dass nur diese Konstellation zu einer Lösung führt. Da die Neufahrzeuge in identischem Zustand sind, geht  $P_{Opt} > P_{Use}$  einher mit  $P_{Kauf} - P_{Use} > V_{LR}$ .

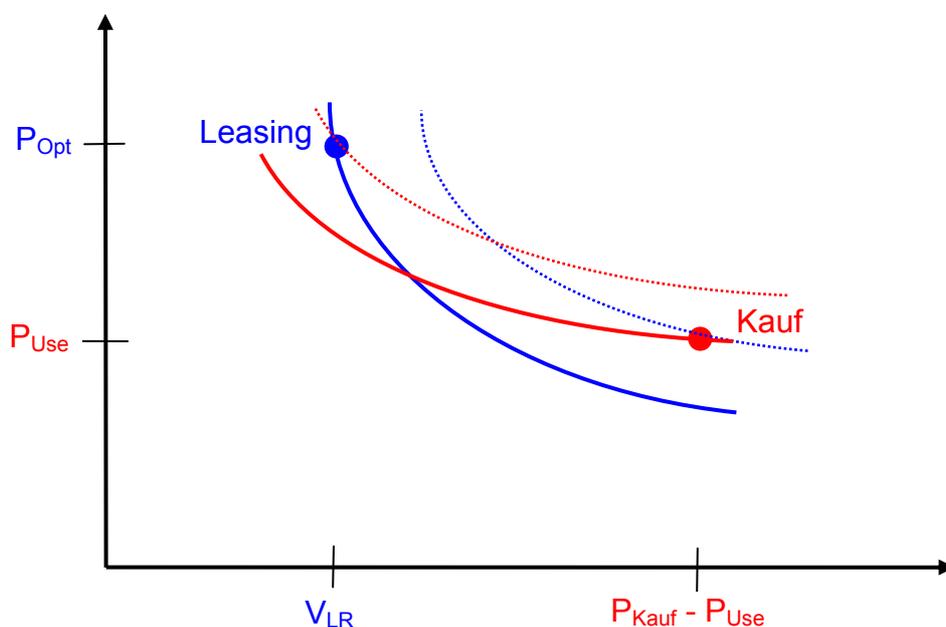
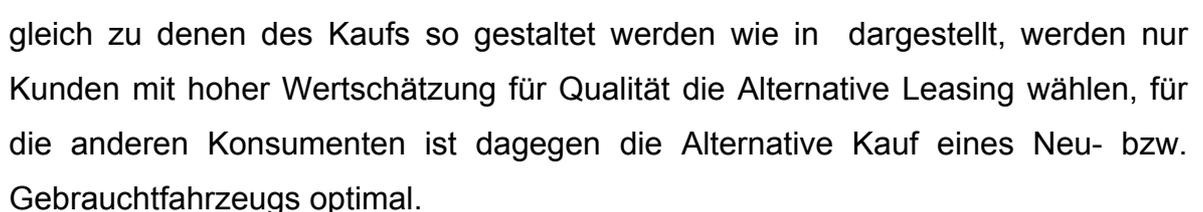


Abb. 3: Self Selection

Während  $P_{Use}$  durch die Verhältnisse am Gebrauchtwagenmarkt gegeben ist, können die beiden Preiskomponenten des Leasingvertrages von der Leasing-Gesellschaft gestaltet werden. Dies kann die Leasinggesellschaft dazu nutzen, vor allem solche Kunden anzuziehen, die eine hohe Wertschätzung für Qualität haben, während die anderen Konsumenten auf die Alternativen Kauf eines Neu- bzw. Gebrauchtwagens ausweichen. Wir nennen diesen Vorgang auch *Self-Selection*, d.h. die Konsumenten ordnen sich je nach Ausprägung des Merkmals „Wertschätzung für Qualität“ einer der beiden Vertragsvarianten selbst zu.

Diese Selbsteinordnung gelingt, weil die relative Bedeutung der beiden Preiskomponenten je nach Ausprägung des Merkmals „Wertschätzung für Qualität“ unterschiedlich ist. Grafisch können wir dies durch Indifferenzkurven darstellen, die den geometrischen Ort solcher Kombinationen von  $V_{LR}$  und  $P_{Opt}$  bzw. von  $(P_{Kauf} - P_{Use})$  und  $P_{Use}$  darstellen, die das gleiche Nutzenniveau beinhalten. Da es sich bei den Größen um Kosten handelt, die den Nutzen mindern, ist das Nutzenniveau um so höher, je näher die Indifferenzkurven zum Ursprung hin liegen. Die Indifferenzkurven für Konsumenten mit hoher Wertschätzung für Qualität verlaufen steiler, weil für diese Konsumentengruppe die Option relativ unbedeutend ist: Konsumenten mit hoher Wertschätzung für Qualität machen von dem Optionsrecht nur dann Gebrauch, wenn der Zustand des Gebrauchtwagens sehr gut ist, dies ist – wenn wir die Entwicklung des Fahrzeugzustands als zufällig gegeben ansehen – relativ unwahrscheinlich. Eine Erhöhung des Optionspreises kann für diese Konsumentengruppe durch eine geringe Reduzierung des Barwertes der Leasingraten kompensiert werden.

Konsumenten mit geringer Wertschätzung für Qualität dagegen werden das Fahrzeug nach Ablauf der Grundmietzeit auch dann weiternutzen wollen, wenn dessen Zustand nicht mehr einwandfrei ist. Da diese Kundengruppe eher an einer Ausübung der Option interessiert ist, hat die Kaufoption hier eine höhere Bedeutung relativ zum Barwert der Leasingraten, entsprechend flacher verlaufen die Indifferenzkurven. Wenn nun die Vertragskomponenten des Leasingvertrages im Vergleich zu denen des Kaufs so gestaltet werden wie in  dargestellt, werden nur Kunden mit hoher Wertschätzung für Qualität die Alternative Leasing wählen, für die anderen Konsumenten ist dagegen die Alternative Kauf eines Neu- bzw. Gebrauchtfahrzeugs optimal.

Dieses Ergebnis hat nun weitreichende Konsequenzen für den Gebrauchtwagenmarkt:

- Da Konsumenten, die sich für Leasing entscheiden, aufgrund ihrer hohen Wertschätzung für Qualität die Kaufoption bereits dann verfallen lassen, wenn das Fahrzeug geringe Mängel aufweist, wohingegen Käufer ihr Fahrzeug dann nicht weiternutzen, wenn die Mängel erheblich sind, ist die durchschnittliche Qualität von Gebrauchtwagen, die zuvor geleast waren, höher als die Qualität von Gebrauchtwagen, die als Neuwagen gekauft wurden.
- Leasing trägt somit dazu bei, dass die Qualitätsunsicherheit am Markt für Gebrauchtfahrzeuge reduziert wird, Leasing kann als Qualitätssignal angesehen werden.
- Eine Entschärfung des „Lemons-Problems“ wiederum erleichtert den Handel mit Gebrauchtfahrzeugen. Leasing führt somit dazu, dass mehr Vertragsbeziehungen, die ökonomisch sinnvoll sind, aufgrund der Informationsasymmetrie aber zu scheitern drohen, auch zu Stande kommen. Hierin liegt vor allem die wohlfahrtstheoretische Bedeutung des Leasings.
- Der Anteil der zuvor geleasten Fahrzeuge am Gebrauchtwagenmarkt ist höher als der Leasinganteil am Markt für Neufahrzeuge. Dies hat zwei Ursachen: Zum einen liegt der Ausübungspreis der Kaufoption über dem Marktpreis für Gebrauchtwagen, so dass von daher eine Ausübung eher selten ist. Zum anderen sind es ja gerade die Konsumenten mit hoher Wertschätzung, die sich für Leasing entscheiden, diese Gruppe aber neigt eher dazu, gebrauchte Fahrzeuge zu verkaufen, anstatt diese weiterzunutzen.
- Es erscheint durchaus realistisch anzunehmen, dass Wertschätzung für Qualität mit dem Einkommen der Konsumenten positiv korreliert ist. Demzufolge müsste Leasing vor allem gehobene Einkommensschichten ansprechen.
- Je größer die Wertbeständigkeit des Objektes ist, desto höher ist der Leasing-Anteil. Hohe Wertbeständigkeit bedeutet, dass Gebrauchtfahrzeuge relativ gute Substitute für Neufahrzeuge sind. Ohne Leasing hat dies zur Konsequenz, dass auch Konsumenten mit hoher Wertschätzung für Qualität seltener ihr

Fahrzeug veräußern, so dass tendenziell die schlechteren Qualitäten auf den Markt kommen. Dies verschärft das Adverse-Selection-Problem. Leasing kann dem entgegenwirken, indem der Ausübungspreis der Option so hoch angesetzt wird, dass nicht nur die schlechten, sondern auch gute Fahrzeugqualitäten am Gebrauchtwagenmarkt angeboten werden.

Soweit die Theorie und ihre Implikationen. Gibt es hierfür auch empirische Belege. Zunächst muss vorausgeschickt werden, dass der Markt für Fahrzeugleasing in den USA anders strukturiert ist als in Deutschland. Darüber hinaus ist festzustellen, dass empirische Erkenntnisse, die die Theorie stützen oder widerlegen könnten, in Deutschland nicht vorhanden sind. Daher können hier nur US-amerikanische Quellen herangezogen werden.

- Zunächst einmal vermag die Theorie zu erklären, dass wir auf dem Markt für Neufahrzeuge ein Nebeneinander von Kauf und Leasing beobachten können. Der Anteil des Leasings liegt in den USA wie in Deutschland bei ca. 30%. Unterschiede bestehen darin, dass in den USA das Leasing privater Konsumenten wesentlich weiter verbreitet ist als in Deutschland.
- Eine wichtige Implikation des Modells ist, dass der Ausübungspreis der Kaufoption deutlich über dem zu erwartenden Marktpreis für Gebrauchtfahrzeuge liegt. Auch dies konnte empirisch bestätigt werden. Johnson/Waldman (2003) berichten, dass der Ausübungspreis der Kaufoption durchschnittlich 2.400 USD über dem vergleichbarer Gebrauchtfahrzeuge liegt, dies macht ca. 14% des Restwertes aus.
- Eine umfangreiche empirische Untersuchung kommt zu dem Ergebnis, dass in den USA die Preise für Gebrauchtwagen, die zuvor geleast waren, höher sind als die Preise für vergleichbare Gebrauchtwagen, die als Neuwagen gekauft wurden.<sup>9</sup> Dies ist konsistent mit der Aussage des Modells, dass Leasing positiv mit der Qualität von Gebrauchtfahrzeugen korreliert ist.
- Hinzu kommt, dass in den USA zahlreiche Anzeigen, in denen Gebrauchtfahrzeuge angeboten werden, den Hinweis enthalten, dass dieses Fahrzeug zuvor

---

<sup>9</sup> Vgl. Desai/Purohit (1998).

geleast wurde. Dies soll offensichtlich auf die höhere Qualität des Fahrzeugs hinweisen.<sup>10</sup>

- Der Anteil der ursprünglich geleasten Fahrzeuge am Gebrauchtwagenmarkt ist deutlich höher als der Anteil des Leasings am Markt für Neufahrzeuge, d.h. Fahrzeuge aus Leasingverträgen werden überdurchschnittlich häufig als Gebrauchtfahrzeuge verkauft. So wurden in den USA 1993 bei den Neufahrzeugen 25% über Leasing abgewickelt, der Anteil der zuvor geleasten Fahrzeuge an den Gebrauchtwagenverkäufen lag drei Jahre später dagegen bei 42%.<sup>11</sup> Vergleichbare Daten für Deutschland sind leider nicht verfügbar. Wie oben gezeigt, folgt der überdurchschnittlich hohe Anteil von ehemaligen Leasingfahrzeugen am Gebrauchtwagenmarkt unmittelbar aus dem Modell.
- Das starke Wachstum des Fahrzeugleasings ist ebenfalls durch die Modellergebnisse erklärbar. In den USA ist der Anteil der geleasten Fahrzeuge im Zeitraum von 1990 bis 1999 von 7,3% auf 30,2% angestiegen. In Deutschland war die Entwicklung in diesem Marktsegment weit weniger stürmisch, der Anteil der geleasten Fahrzeuge an den Neuzulassungen stieg in den 90er Jahren von ca. 21% auf ca. 30%. Die Zunahme des Fahrzeugleasings kann mit der im Zeitablauf zunehmenden Wertbeständigkeit von Fahrzeugen, die – wie oben dargelegt – das Adverse-Selection-Problem verschärft, erklärt werden.

Qualitätsunsicherheit gibt es nicht nur auf Güter- sondern auch auf Finanzmärkten. Der Kreditgeber kann die Bonität des Kreditnehmers häufig schlechter einschätzen als dieser selbst. Reagiert der Kreditgeber darauf mit einem entsprechend hohen Risikozuschlag in der Zinsforderung, so kann es dazu kommen, dass sich für Kreditnehmer mit geringer Ausfallwahrscheinlichkeit die Kreditaufnahme nicht mehr lohnt. Bleiben aber nur noch die überdurchschnittlich riskanten Kreditnehmer übrig, so wird die Zinsforderung bald eine Höhe erreichen, dass Kreditbeziehungen nicht mehr zu Stande kommen, es kann zur Kreditrationierung kommen.<sup>12</sup> Bester (1985) hat gezeigt, dass Kreditsicherheiten ein Mittel sein können, um das Adverse-Selection- Problem zu lösen. Da Leasing Ähnlichkeiten mit einem

---

<sup>10</sup> Vgl. Hendel/Lizzeri (2002).

<sup>11</sup> Vgl. Hendel/Lizzeri (2002).

<sup>12</sup> Vgl. Stiglitz/Weiss (1981).

besicherten Kredit aufweist, ist die Argumentation des Bester-Modells auf Leasing übertragbar.

Wir vergleichen einen unbesicherten Kredit mit einem besicherten Kredit bzw. Leasing. Wir nehmen an, dass die Besicherung für den Investor mit Kosten verbunden ist. Diese bestehen darin, dass der Investor im Insolvenzfall nicht mehr über das Investitionsobjekt verfügen kann. Ein unbesicherter Kredit ist durch die Zinsforderungen des Kapitalgebers ( $r_u$ ) gekennzeichnet, ein unbesicherter Kredit dagegen besteht aus zwei Komponenten, zum einen aus dem Zinssatz ( $r_s$ ), zum anderen aus dem Ausmaß der Besicherung ( $C$ ). Da der Kapitalgeber aus der Verwertung der Sicherheit Erlöse erzielt, gilt  $r_s < r_u$ .

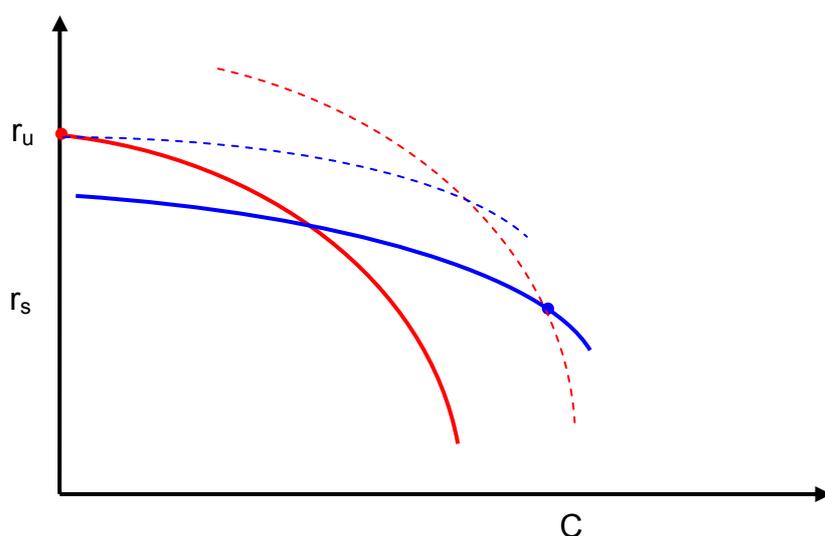


Abb. 4: Besicherung als Qualitätsmerkmal

Jeder Kapitalnehmer wählt nun diejenige Kombination aus Zinssatz und Besicherung, die für ihn optimal ist. Das Auswahlproblem kann wiederum anhand so genannte Isoertragskurven verdeutlicht werden. Jede Isoertragskurve gibt eine Kombination aus Zinssatz und Besicherungshöhe an, die den gleichen Ertrag erbringt. Für einen Kapitalnehmer mit hohem Ausfallrisiko verlaufen die Isoertragskurven relativ steil, d.h. eine geringe Erhöhung des Zinssatzes kann nur durch eine große Reduzierung der Besicherung ausgeglichen werden. Dies liegt daran, dass bei hoher Ausfallwahrscheinlichkeit die Zinszahlung nur mit entsprechend geringerer Wahrscheinlichkeit erfolgt, wohingegen die Inanspruchnahme

aus der Kreditsicherheit mit großer Wahrscheinlichkeit eintritt. Bei einem Kapitalnehmer mit geringer Ausfallwahrscheinlichkeit ist die relative Bedeutung der beiden Kostenkomponenten genau umgekehrt. Diese in Abhängigkeit von der Bonität unterschiedliche Wirkung der beiden Vertragskomponenten kann dazu genutzt werden, Verträge so zu gestalten, dass Kapitalnehmer mit hoher Ausfallwahrscheinlichkeit einen unbesicherten Kredit aufnehmen und Kapitalnehmer mit geringer Ausfallwahrscheinlichkeit sich für die Besicherung entscheiden. Dieses Modell erklärt, warum es Sicherheiten im Rahmen von Finanzierungsbeziehungen gibt. Da das Leasingobjekt als eine Art Kreditsicherheit aufgefasst werden kann, erklärt es auch die Vertragskonstruktion des Leasings. Unterschiede zwischen Leasing und einem besicherten Kredit sind in diesem Modell allerdings nur gradueller Art: Besitzt die Leasinggesellschaft eine höhere Verwertungskompetenz, so hat dies Einfluss auf die Kosten der Besicherung und damit auf die Vorteilhaftigkeit von Leasing gegenüber einem besicherten Kredit.

Eine Konsequenz aus dem Modell ist, dass Leasing vor allem von risikoarmen Investoren präferiert wird. Dies widerspricht den empirischen Erkenntnissen, wonach Leasing eher von Investoren mit höherem Ausfallrisiko gewählt wird.

#### **4. Leasing und Moral Hazard**

Risiken, die aus dem Verhalten des Vertragspartners resultieren, können in unterschiedlicher Form auftreten. Zunächst ist hier an das Wartungsrisiko zu denken. Jede Art der Nutzungsüberlassung sei es Miete oder Leasing birgt für den Vermieter bzw. Leasinggeber das Risiko einer übermäßigen Beanspruchung sowie einer Vernachlässigung der Wartung des vermieteten Objekts in sich. Der Mieter bzw. Leasingnehmer hat von sich aus kein Interesse daran, in Maßnahmen zu investieren, die die Werthaltigkeit des Objekts erhöhen, wenn diese Investitionen ausschließlich dem Mieter bzw. Leasinggeber zugute kommen. Besonders kritisch ist dieses Problem dann, wenn der Wert des vermieteten Objekts stark von der Art der Nutzung und von der Sorgfalt, mit der die Wartung durchgeführt wird, abhängt, und es keine beobachtbaren Indikatoren gibt, anhand derer die Nutzungsintensität und/oder die Wartungsaktivitäten des Nutzers überprüft werden könnten. Beim Kauf tritt dieses Problem nicht auf, da dem Investor die Vorteile einer schonenden

Nutzung und einer angemessenen Wartung in Form einer höheren Wertbeständigkeit zufallen. Der Leasinggeber kann den Leasingnehmer dazu motivieren, auf die Wertbeständigkeit des Objekts zu achten, indem er sich ein Andienungsrecht vorbehält bzw. dem Leasingnehmer ein Kaufoptionsrecht einräumt. Die Anreizwirkung, die von diesen Optionsrechten ausgeht, ist umso größer, je höher der Ausübungspreis der Kaufoption bzw. je niedriger der Andienungspreis angesetzt wird, je wahrscheinlicher es somit ist, dass das Objekt nach Ablauf der Grundmietzeit beim Leasingnehmer verbleibt.<sup>13</sup>

Bei einer Kreditfinanzierung besteht ein weiteres Verhaltensrisiko darin, dass der Kreditnehmer zu einer riskanteren Unternehmensstrategie überwechselt. Die Position des Kreditnehmers ähnelt derjenigen eines Inhabers einer Kaufoption auf das Unternehmen. Wie bei einer Kaufoption profitiert der Kreditnehmer von steigenden Erträgen, wohingegen Verluste vorrangig zu Lasten des Stillhalters, hier der Kreditgeber, gehen. Eine Erhöhung des Risikos vermehrt damit die Chancen auf höhere Erträge, die wachsende Gefahr schwerwiegender Verluste trägt zu einem Teil dagegen der Kreditgeber. Daraus resultiert für den Kreditnehmer der Anreiz, das Risiko, das mit der Unternehmenspolitik verbunden ist, zu erhöhen. Der Kreditgeber kann sich gegen die Folgen dieses Asset-Substitution-Problems zumindest teilweise schützen, indem er sich Kreditsicherheiten einräumt. Das Ausfallrisiko hängt dann nicht nur von den eingehenden Cash Flows, sondern auch von der Wertentwicklung des Sicherungsobjekts ab. Letzteres wird weniger stark durch das Risiko der Unternehmenspolitik beeinflusst. In noch stärkerer Weise wirkt dieser Effekt beim Leasing: Für den Leasinggeber ist die Unsicherheit über die Wertentwicklung des Leasingobjekts eine Hauptrisikowquelle, die Bonität des Leasingnehmers ist daneben auch wichtig, aber nicht so entscheidend wie bei einem Kredit.

Transaktionskosten werden auch durch das so genannte „Unterinvestitionsproblem“<sup>14</sup> verursacht. Bei hoch verschuldeten Unternehmen kann der Fall eintreten, dass Investitionsprojekte, die eigentlich vorteilhaft sind, unterbleiben, weil ein Teil der Erträge dieser Projekte nicht deren Financiers, sondern den Kapitalgebern zuvor initiiertem Projekte zufallen. Verdeutlicht den Zusammenhang. Die

---

<sup>13</sup> Vgl. Krahen (1990); Neus (1991).

<sup>14</sup> Vgl. Myers (1977).

übliche Entscheidungsregel lautet, dass eine Investition dann durchgeführt werden soll, wenn der Barwert der damit verbundenen Erträge ( $V_I$ ) den Kapitaleinsatzbetrag überschreitet. Ist ein Unternehmen schon vor Durchführung der Investition hoch verschuldet, so führt die zusätzliche Investition dazu, dass die Forderungen der bisherigen Kreditgeber sicherer werden. Dieser externe Effekt zugunsten der bisherigen Kreditgeber geht zu Lasten der Kapitalgeber des neuen Projekts, die die damit verbundenen Erträge mit den bisherigen Kreditgebern teilen müssen. Das Investitionsprojekt lohnt sich damit nur dann, wenn der Barwert der Überschüsse nicht nur dessen Kapitaleinsatz ( $I$ ), sondern auch den Wertzuwachs bei den bisherigen Kreditgebern ( $\Delta V_D$ ) übersteigt. Projekte mit der Eigenschaft  $I < V(I) < V(I) + \Delta V_D$  sind somit vorteilhaft, unterbleiben aber, weil der Cash Flow nicht ausreicht, um sowohl den Kapitaleinsatzbetrag als auch den Wertzuwachs bei den bisherigen Kreditgebern zu decken.

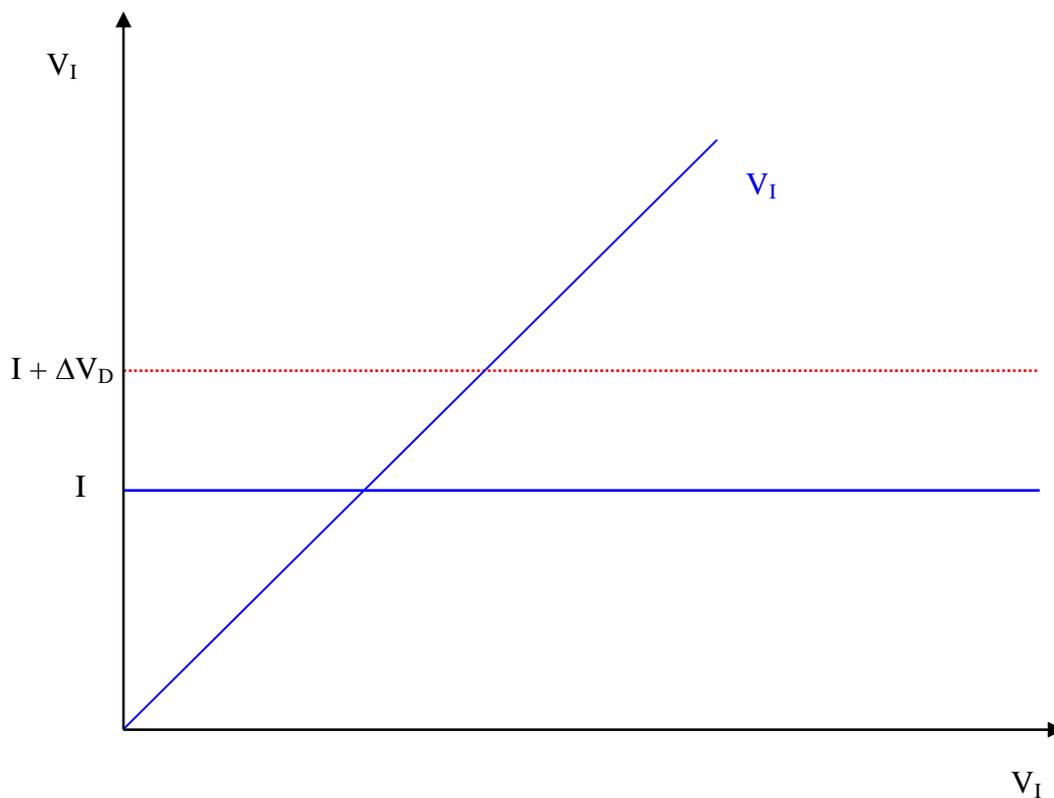


Abbildung 5: Unterinvestitionsproblem

Das Unterinvestitionsproblem lässt sich beheben, indem den neuen Kapitalgebern ein bevorrechtigter Anspruch auf die Erträge des neuen Investitionsprojekts eingeräumt wird. Dies kann durch eine bevorrechtigte Rangstellung im Insolvenzfall geschehen oder aber durch die Gewährung von Sicherheiten<sup>15</sup>. Leasing wirkt auch hier ähnlich wie ein besicherter Kredit<sup>16</sup>. Dadurch, dass die Leasinggesellschaft im Insolvenzfall auf das Leasingobjekt zugreifen kann, ist das Ausfallrisiko der Leasinggesellschaft weitgehend unabhängig von der Höhe der zuvor aufgenommenen Verbindlichkeiten.<sup>17</sup>

## 5. Diversion Modelle

Der Kreditnehmer bzw. Leasingnehmer hat die Verfügungsgewalt über die eingehenden Cash Flows. Dies kann er dazu nutzen, den Kapitalgebern die Zins- und Tilgungszahlungen vorzuenthalten, indem er die Cash Flows für Maßnahmen verausgabt, die zwar ihm persönlich Vorteile und Annehmlichkeiten erbringen, für das Unternehmen aber unproduktiv sind. Solche Ausgaben werden häufig als „perks“ oder als „consumption on the job“ bezeichnet. Der Kreditnehmer kann dies nicht unterbinden, weil er entweder selbst die Höhe des „wahren“ Cash Flows nicht kennt und dessen Höhe auch nicht mit vertretbaren Kosten ermitteln kann, oder aber weil er einem Gericht gegenüber eine von ihm bemerkte Fehlallokation von Unternehmensressourcen nicht beweiskräftig darlegen kann. In der finanzwirtschaftlichen Literatur gibt es mit den so genannten „Diversion Modellen“ eine ganze Klasse von Modellen, die von dieser Annahmekonstruktion ausgehen.<sup>18</sup>

---

<sup>15</sup> Vgl. Stulz/Johnson (1985).

<sup>16</sup> Vgl. Smith/Wakeman (1985).

<sup>17</sup> Theoretisch denkbar ist, dass durch das Aussonderungsrecht des Leasinggebers im Gegensatz zum Absonderungsrecht des Kreditgebers das Unterinvestitionsproblem reduziert werden kann. Das Absonderungsrecht kann dazu führen, dass der Kreditnehmer auch bei Eintritt der Insolvenz noch Überschüsse erhält, und zwar dann, wenn der Verwertungserlös aus dem Investitionsobjekt so hoch ist, dass die Kreditforderungen vollständig bedient werden können. Bei einem Leasingvertrag dagegen erhält der Leasingnehmer in einem solchen Fall keine Überschüsse. Die höheren Verwertungserlöse des Leasinggebers schlagen sich in niedrigeren Leasingraten nieder, so dass die Überschüsse des Leasingnehmers im Nicht-Insolvenzfall verglichen mit der Kreditfinanzierung höher ausfallen. Leasing ist in dieser speziellen Situation für den Kapitalnehmer somit mit riskanteren Zahlungsüberschüssen als die Kreditfinanzierung verbunden. Dies wiederum hilft, das Ausmaß des Unterinvestitionsproblems zu reduzieren (vgl. Huber 1994).

<sup>18</sup> Vgl. z.B. Hart (1995) und die dort zitierte Literatur.

Wir betrachten die folgende Situation, die wiederum bewusst einfach gehalten worden ist, um die Grundidee deutlicher herausarbeiten zu können. Ein Unternehmer möchte eine Investition tätigen und benötigt hierfür einen Kapitalbetrag in Höhe von  $I$ . Der Unternehmer verfüge nicht über ausreichende eigene Mittel  $\omega$ , d.h.  $\omega < I$ , so dass der Betrag  $K = I - \omega$  von außen aufgenommen werden muss. Die Investition erbringe in den beiden folgenden Perioden Überschüsse in Höhe von  $CF_t$ ,  $t = 1, 2$ , der Zinssatz sei Null. Kommt der Unternehmer seinen Zahlungsverpflichtungen in  $t_1$  nicht nach, wird das Projekt ganz oder teilweise liquidiert, der Liquidationserlös betrage  $L_1$  im Zeitpunkt  $t_1$  und Null am Ende des zweiten Jahres. In dem Maße, in dem das Investitionsobjekt in  $t_1$  liquidiert worden ist, reduzieren sich die Überschüsse in  $t_2$ . Sei  $\alpha$  der nicht liquidierte Teil des Investitionsprojekts, so gilt demnach für den Cash Flow im zweiten Zeitpunkt  $\alpha \cdot CF_2$  und für den Liquidationswert entsprechend  $\alpha \cdot L_2$ . Wir nehmen weiterhin an,

- dass das Investitionsobjekt mit zunehmender Lebensdauer an Wert verliert, d.h.  $I > L_1 > 0$ ,
- dass das Investitionsprojekt insgesamt vorteilhaft ist, d.h.  $CF_1 + CF_2 > I$ ,
- dass eine Liquidation in  $t_1$  ineffizient ist, d.h.  $CF_2 > L_1$ .

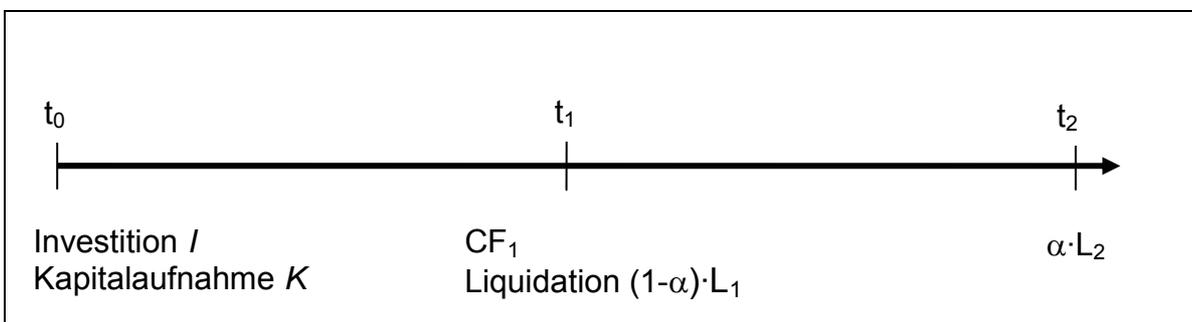


Abb. 6: Diversion Modell

Da der realisierte Cash Flow nicht verifizierbar ist, kann der Kapitalgeber seine Ansprüche nur durchsetzen, wenn er mit der Liquidation des Investitionsobjekts drohen kann. Da die Weiternutzung des Objekts für den Investor vorteilhaft ist

( $CF_2 > L_1$ ), wird er grundsätzlich daran interessiert sein, die Liquidation zu vermeiden, indem er in  $t_1$  Zins- und Tilgungszahlungen leistet. Allerdings wirkt die Liquidationsdrohung nur bis zur Höhe von  $L_1$  glaubhaft, d.h. der Kapitalgeber erhält in  $t_1$  maximal den Betrag  $L_1$ , und zwar entweder in Form von Zahlungen, wenn  $CF_1 > L_1$  gilt oder teilweise durch Liquidation, wenn der Cash Flow in  $t_1$  nicht ausreicht, um den Kapitaleinstrom zu bestreiten zu können.<sup>19</sup> Da das Investitionsobjekt am Ende des zweiten Zeitpunkts wertlos ist bzw. ohnehin liquidiert werden würde, hat der Kapitalgeber in  $t_2$  keine Möglichkeit, Zahlungen zu erzwingen. Wir erhalten damit folgende Ergebnisse:

1. Der Kapitalgeber erhält maximal den Betrag  $L_1$ . Dies ist damit zugleich der maximale Kreditbetrag, der aufgenommen werden kann. Das Projekt ist nur finanzierbar, wenn der Kapitalbedarf  $I - \omega > L_1$  kleiner als der Liquidationswert im Zeitpunkt  $t_1$  ist.
2. Wenn der Cash Flow im Zeitpunkt  $t_1$  ausreicht, um die Kapitalrückzahlung bestreiten zu können, d.h.  $CF_1 > K$  gilt, zahlt der Investor den Kredit aus dem realisierten Cash Flow zurück, um eine (Teil-)Liquidation zu vermeiden. Gilt dagegen  $CF_1 < K$ , so wird der gesamte Cash Flow für die Kreditrückzahlung verwendet und in Höhe des Restbetrages  $K - CF_1$  wird das Investitionsobjekt liquidiert. Die Lösung ist dann „second best“, da die Liquidation ineffizient ist, weil sie die Erträge im zweiten Zeitpunkt reduziert.

Wenn wir davon ausgehen, dass Leasinggesellschaften das Investitionsobjekt zu einem höheren Preis verwerten können als eine Kreditbank, d.h.  $L^{LG} > L_1$ , so hat Leasing gegenüber dem besicherten Kredit zwei Vorteile:

1. Der maximale Betrag, der zur Finanzierung des Objekts von außen bereitgestellt werden kann, wird größer. Dies erklärt, warum Leasing den Finanzierungsspielraum der Unternehmen erhöht.
2. Eine höhere Verwertungskompetenz führt dazu, dass bei niedrigem Cash Flow nur ein geringerer Teil des Objekts liquidiert werden muss, so dass die Transaktionskosten geringer sind. Dies erklärt, warum Leasing vor allem von wach-

---

<sup>19</sup> Hierbei unterstellen wir – wie in der Literatur üblich –, dass der Kapitalnehmer die gesamte Verhandlungsmacht hat.

senden Unternehmen, die (noch) geringe Cash Flows aufweisen gegenüber dem Kredit bevorzugt wird.

Leasing besitzt mit dem Optionsrecht noch ein weiteres Merkmal, das sich positiv auf die Finanzierungsmöglichkeiten auswirkt: Wird der Ausübungspreis der Kaufoption  $P_{Opt}$  oberhalb des Liquidationswertes  $L^{LG}$ , aber unterhalb des Fortführungswertes  $CF_2$  festgesetzt, d.h. gilt  $L^{LG} < P_{Opt} < CF_2$ , so erhöht sich der Finanzierungsspielraum zusätzlich, da der Investor – sofern der realisierte Cash Flow dazu ausreicht – den höheren Betrag  $P_{Opt}$  an den Leasinggeber zahlt.

## 6. Zwischenfazit

Die vorangegangenen Überlegungen haben gezeigt, dass Leasing ein geeignetes Instrument sein kann, um Transaktionskosten, deren Ursache in einer ungleichen Informationsverteilung zwischen den Vertragsparteien liegt, zu reduzieren. Leasing erscheint in diesen Modellen als eine Art Sonderform eines besicherten Kredits, aus modelltheoretischer Sicht ist stets entscheidend, dass der Kapitalgeber im Insolvenzfall ein Zugriffsrecht auf einen Vermögensgegenstand besitzt. Damit spitzt sich die Frage einer Vorteilhaftigkeit des Leasings gegenüber der Kreditfinanzierung zu auf die Frage, warum Leasing gegenüber der Vergabe eines besicherten Kredits überlegen ist.

Trotz aller Unterschiedlichkeit der Modelle in den Details beinhalten sie übereinstimmend die Implikation, dass die Transaktionskosten umso stärker gesenkt werden können, je geringer die Verwertungsverluste sind. Es spricht viel dafür, dass Leasinggesellschaften eine besondere Verwertungskompetenz besitzen und damit der Vergabe eines besicherten Kredits überlegen sind. Anders als der Sicherungseigentümer hat die Leasinggesellschaft volles juristisches Eigentum über das Leasingobjekt, daher ist sie im Insolvenzfall aussonderungsberechtigt. Das Leasingobjekt zählt nicht zu Konkursmasse, sondern kann von der Leasinggesellschaft unmittelbar durch Verkauf oder Neuvermietung weiterverwertet werden. Anders als der besicherte Gläubiger wird die Leasinggesellschaft auch nicht an den Verfahrenskosten beteiligt. Zudem muss die Leasinggesellschaft nicht bis zur

Insolvenz warten, um ihre Rechte durchzusetzen, sondern kann bereits auf das Objekt zugreifen, wenn der Leasingnehmer mit zwei Raten in Verzug ist. Aufgrund des schnellen und weitreichenden Zugriffsrechts lohnt es sich für Leasinggesellschaften, spezielles Know-How in der Verwertung zuvor vermieteter Objekte aufzubauen.

Empirische Untersuchungen bestätigen die Hypothese, dass Leasinggesellschaften tendenziell höhere Verwertungserlöse erzielen als Kreditgeber. Schmit/Stuyck (2002) haben die Recovery Rates von ca. 37.000 ausgefallenen Leasingverträgen von zwölf großen europäischen Leasinggesellschaften in sechs Ländern analysiert. Die Recovery Rates – definiert als Quotient aus den diskontierten Rückflüssen und dem ausstehenden Forderungsbetrag im Ausfallzeitpunkt – liegen je nach Objektkategorie in den einzelnen Ländern zwischen knapp 50% und knapp 100 %, wobei in diesen Werten nicht nur die Erlöse aus dem Verkauf der Leasingobjekte, sondern auch andere Rückflüsse z. B. aus weiteren Sicherheiten mit eingerechnet worden sind. Am höchsten sind die Recovery Rates im Automobilbereich (je nach Land zwischen 64,8% - 96,4%), am niedrigsten bei Maschinen und Ausrüstungsinvestitionen (49,5% - 73,8%). In die gleiche Richtung weisen eine weitere empirische Untersuchung von Schmit (2004) sowie eine Studie von De Laurentis/Geranio (2001). Wie Tab. 2 zeigt, sind die Recovery Rates aus ausgefallenen besicherten Krediten demgegenüber tendenziell niedriger.

Die höheren Recovery Rates aus Leasing erklären, warum Leasing vor allem dann gewählt wird, wenn die Risiken hoch sind: Immer dann, wenn die Gefahr groß ist, dass die Cash Flows nicht ausreichen, um den Kapitaleinsatz bestreiten zu können, wachsen für den Kapitalgeber auch die Gefahren, die aus einer ungleichen Informationsverteilung resultieren. Damit gewinnen Sicherheiten, auf die der Kapitalgeber im Notfall zurückgreifen kann, an Bedeutung, um die Transaktionskosten zu reduzieren.

<b>Leasing</b>						
Recovery Rates in %		Automobile	Ausrüstungen			Immobilien
			Büromaschinen	Mediz. Ausrüstungen	Sonst. Ausrüstungen	
De Laurentis, Geranio 2001	2804 Ausfälle, diskontierte Erträge nur aus Objektverwertung	52,0 – 99,6	28,3 – 85,7			60,8 – 98,0
Schmit, Stuyck 2002	37.259 Ausfälle, diskont. Erträge aus Objektverwertung und sonstige Rückflüsse	64,8 – 96,4	49,5 – 73,8			56,1 – 94,7
Schmit 2004	4.263 Ausfälle, diskont. Erträge aus Objektverwertung und sonstige Rückflüsse	80	44,9	77,3	67,9	-
<b>Besichertes Fremdkapital</b>						
Moody's 2003	Ausfälle im Zeitraum 1982 – 2002	Besicherte Bankkredite			Besicherte Obligationen (Senior Secured Bonds)	
		47,6			48,3	

Tab. 2: Recovery Rates aus ausgefallenen Leasing- und Kreditengagements im Vergleich

Die höhere Verwertungskompetenz von Leasing-Gesellschaften ist sicherlich ein ganz entscheidendes Motiv, warum Leasing gegenüber der Kreditfinanzierung bevorzugt wird. Aus theoretischer Sicht unbefriedigend bleibt, dass Leasing sich letztlich nicht grundlegend, sondern eher graduell vom Kredit unterscheidet. Aus diesem Blickwinkel betrachtet ist nachvollziehbar, dass Forderungen erhoben wurden, Leasing in der Bilanz grundsätzlich immer wie einen Kredit abzubilden.<sup>20</sup> Im Folgenden soll ein anderer Aspekt in den Vordergrund gestellt werden, der einen grundsätzlichen Unterschied zwischen Leasing und Kreditfinanzierung betont: Die Zuordnung der Eigentumsrechte ist bei beiden Finanzierungsformen unterschiedlich: Beim Kredit erwirbt der Kreditnehmer die vollen Eigentumsrechte über das Investitionsobjekt, beim Leasing erwirbt er nur Nutzungsrechte, nicht

<sup>20</sup> Vgl. McGregor (1996).

aber Eigentumsrechte. Oben wurde bereits darauf hingewiesen, dass dies für die Möglichkeiten des Kapitalgebers, im Insolvenzfall auf das Objekt zugreifen zu können, Konsequenzen hat. Hier soll dieser juristische Aspekt nicht betrachtet werden, sondern es soll der Unterschied zwischen Nutzungs- und Eigentumsrechten aus ökonomischer Perspektive beleuchtet werden.

## **7. Allokation von Eigentumsrechten**

Um den Unterschied zwischen Nutzungs- und Eigentumsrechten zu verdeutlichen, beginnen wir in einer vollkommenen (Modell-)Welt, in der alle Vertragspartner gleich gut informiert sind und Verträge beliebiger Komplexität abgeschlossen werden können. In einem perfekten Vertrag wäre unter anderem für alle denkbaren Fälle festgelegt, in welcher Weise das Leasingobjekt genutzt wird. Jede beliebige Nutzung wäre vertraglich vereinbar und damit auf den Vertragspartner übertragbar, für die Zukunft verbliebe hinsichtlich der Nutzung des Objekts keinerlei Entscheidungsspielraum mehr. In einer solchen Welt gäbe es somit nur Nutzungsrechte, aber keine Eigentumsrechte. Eigentumsrechte im ökonomischen Sinn gibt es nur dort, wo Verträge unvollständig sind, d.h. wo nicht sämtliche Nutzungsrechte eindeutig spezifizierbar und damit übertragbar sind, so dass Entscheidungsspielräume verbleiben. Eigentum im ökonomischen Sinne fällt demjenigen zu, der das Recht hat, diese Spielräume auszufüllen, d.h. der über die nicht-übertragbaren Nutzungsrechte entscheiden darf. Eigentumsrechte werden daher auch als residuale Nutzungsrechte bzw. als residuale Kontrollrechte bezeichnet.<sup>21</sup> Die Frage, wem die residualen Kontrollrechte zufallen, ist immer dann relevant, wenn es Interessendivergenzen zwischen den Vertragspartnern gibt, dann hängt nämlich von der Zuordnung der Eigentumsrechte ab, welche Entscheidungen getroffen und welche Maßnahmen ergriffen werden.

Verträge werden vor allem dann unvollständig sein, wenn die Anzahl der Eventualitäten, die berücksichtigt werden müssen, sehr groß wird und/oder wenn Situationen eintreten können, die zu Vertragsbeginn nicht hinreichend genau beschrieben werden können. Verträge werden vor allem dann unvollständig sein, wenn sie langfristig sind, dies ist eine typische Eigenschaft von Finanzierungsbeziehungen.

---

<sup>21</sup> Vgl. Hart (1995), S. 6.

Wenn man die drei Vertragsformen Miete, Leasing und Kreditkauf hinsichtlich der damit verbundenen Zuordnung von Eigentumsrechten ordnet, liegt Leasing in der Mitte zwischen Miete und Kreditkauf. Beim Mietvertrag verbleiben die Eigentumsrechte definitiv beim Vermieter, beim Kreditkauf erwirbt der Käufer die Eigentumsrechte. Typisch für den Leasingvertrag ist, dass die Eigentumsrechte zunächst beim Leasinggeber verbleiben, wenn das mit dem Leasingvertrag typischerweise verbundene Optionsrecht ausgeübt wird, können diese aber am Ende der Grundmietzeit auf den Leasingnehmer übergehen. Es soll nun gezeigt werden, dass die Möglichkeit, die Zuordnung der Eigentumsrechte am Leasingobjekt zu vorher festgelegten Konditionen ändern zu können, einen Wert besitzt, und die Vorteilhaftigkeit von Leasing gegenüber Miete und Kreditkauf begründen kann.

Miete	Leasing	(Kredit-)Kauf
residualen Kontrollrechte verbleiben beim Vermieter	Zuordnung der residualen Kontrollrechte abhängig von der Ausübung des Kaufoptionsrechts	Investor erwirbt residuale Kontrollrechte

*Tab. 3: Vergleich von Miete, Leasing und (Kredit-)Kauf hinsichtlich der Zuordnung der residualen Kontrollrechte*

Das folgende Beispiel ist als eine vorläufige Modellskizze zu verstehen, die den Weg aufzeigen soll, wie eine Theorie aussehen könnte, die Leasing unter dem Aspekt der Zuordnung von Eigentumsrechten analysiert. Wir betrachten einen Unternehmer, der im Rahmen einer Investitionsmaßnahme einen Vermögensgegenstand beschafft. Da der Unternehmer über keine eigenen Mittel verfügt, wird die Anschaffung von einem Kapitalgeber finanziert. Je nachdem, ob der Kapitalgeber eine Bank, eine Leasinggesellschaft oder ein Vermieter ist, erhält der Unternehmer die residualen Kontrollrechte über den Vermögensgegenstand sofort, eventuell erst später nach Ausübung einer Kaufoption oder gar nicht.

Es wird angenommen, dass eine gewisse Zeit nach Vertragsbeginn für den Unternehmer die Möglichkeit besteht, das Investitionsobjekt an seine spezifischen Bedürfnisse anzupassen. Dies hat den Effekt, dass die künftigen Cash Flows zunächst sinken und auch der Wert bei einer Verwertung des Objekts geringer wird. Dem stehen Vorteile gegenüber, die allerdings ausschließlich dem Unternehmer

zufallen und deshalb als „private benefits“ bezeichnet werden sollen. Wir können uns hierunter nicht-monetäre Vorteile des Unternehmers vorstellen oder aber den Aufbau von Geschäftsmöglichkeiten, deren Erträge erst nach Ablauf der Projektdauer anfallen. Entscheidend ist, dass diese private benefits nicht auf den Kapitalgeber übertragbar sind. Die Zweiteilung der Investitionserträge in Cash Flow und private benefits schafft einen Interessengegensatz zwischen Kapitalgeber und Unternehmer: Der Kapitalgeber ist ausschließlich daran interessiert, dass ein möglichst hoher Cash Flow generiert wird, der Unternehmer dagegen schaut zunächst auf die private benefits, der Cash Flow interessiert ihn nur in dem Maße, in dem dieser die an den Kapitalgeber zu leistenden Zahlungsverpflichtungen übersteigt.

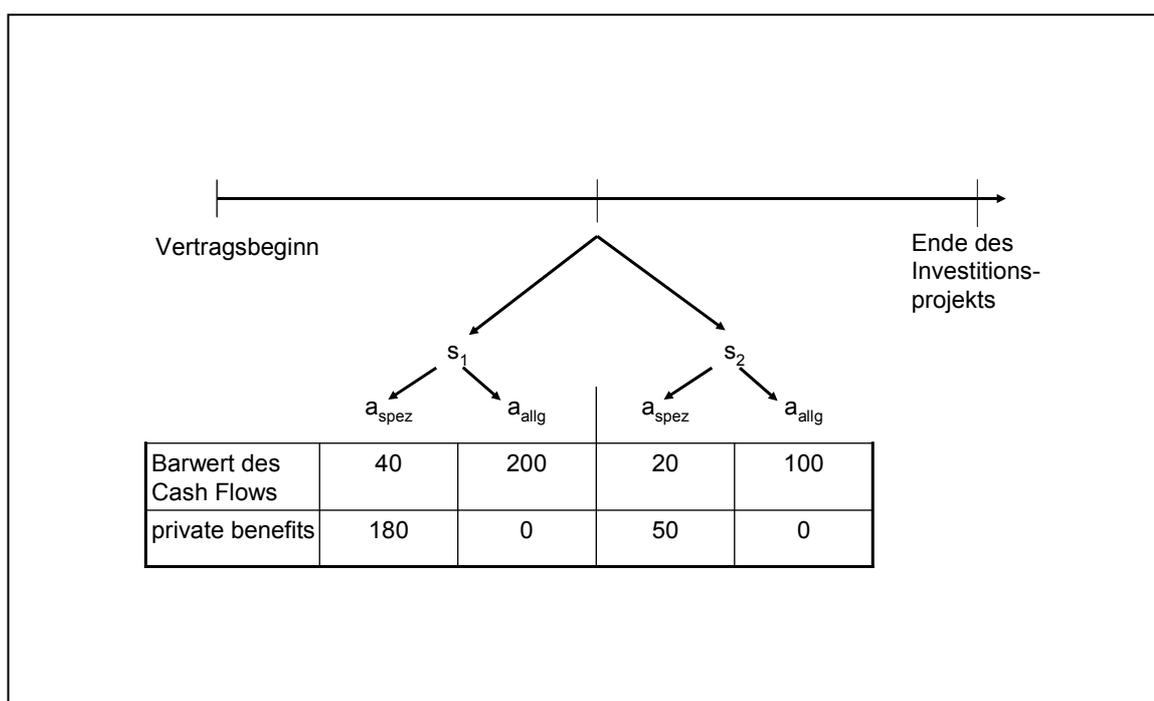


Abb. 7: Leasing und unvollständige Verträge

Zum Zeitpunkt des Vertragsabschlusses ist nicht bekannt, ob die Anpassung des Investitionsobjekts an die spezifischen Bedürfnisse des Unternehmers insgesamt, d.h. Cash Flow-Wirkungen und private benefits zusammen betrachtet, vorteilhaft ist. Dies hängt von der weiteren Unternehmensentwicklung ab. Tritt während der Vertragslaufzeit die Umweltentwicklung  $s_1$  ein, so ist die Modifikation des Leasingobjekts ( $a_{spez}$ ) vorteilhaft, da die Summe aus dem Barwert der Cash Flows und den private benefits den Barwert bei Nicht-Anpassung ( $a_{allg}$ ) übersteigt

( $40 + 180 > 200$ ). Tritt die Umweltentwicklung  $s_2$  dagegen ein, so ist es insgesamt gesehen besser, keine Modifikation am Investitionsobjekt vorzunehmen ( $20 + 50 < 100$ ). Ein vollständiger Vertrag, der eine first-best-Lösung darstellen würde, müsste daher vorsehen, dass bei Eintritt von  $s_1$  eine vorher genau definierte Anpassung vorgenommen wird, und bei Eintritt von  $s_2$  jegliche Veränderung unterbleibt.

Können die Umweltbedingungen  $s_1$  bzw.  $s_2$  und/oder die Aktion  $a_{\text{spez}}$  nicht hinreichend genau beschrieben werden, so bleibt der Vertrag unvollständig, es kann dann derjenige über die Anpassung des Investitionsobjekts entscheiden, der die residualen Kontrollrechte besitzt.

- Der Vermieter wird eine Veränderung des Investitionsobjekts nicht vornehmen, wenn der Barwert seiner restlichen Mietforderungen größer als 40 ist, da er hierdurch den Erhalt seiner Mietforderungen gefährden würde. Wenn der Unternehmer über keine eigenen Mittel verfügt, kann er auch nicht durch Leistung einer Kompensationszahlung den Vermieter dazu bewegen, einer Anpassung zuzustimmen. Die Zuordnung der residualen Kontrollrechte zum Vermieter erweist sich im Fall, dass  $s_1$  eintritt, als schlechte Lösung, im Fall, dass  $s_2$  eintritt, dagegen als gute Lösung. Da ex ante nicht sicher ist, welcher Fall eintreten wird, ist die Lösung insgesamt suboptimal.
- Beim Kreditkauf liegen die residualen Kontrollrechte beim Unternehmer. Tritt  $s_1$  ein, so nimmt dieser in jedem Fall die Modifikation des Investitionsobjekts vor, im Fall  $s_2$  wird er sich für die Alternative  $a_{\text{spez}}$  entscheiden, wenn der Barwert des noch zu leistenden Kapitalsdienstes größer als 50 ist. Grundsätzlich bestünde für den Kreditgeber die Möglichkeit, den Unternehmer durch einen teilweisen Forderungsverzicht dazu zu bewegen, von  $a_{\text{spez}}$  auf die – insgesamt überlegene – Alternative  $a_{\text{allg}}$  überzuwechseln. Antizipiert der Kreditgeber im Zeitpunkt des Vertragsabschlusses, dass ein teilweiser Forderungsverzicht notwendig werden könnte, so schmälert dies die Kreditvergabebereitschaft.

Miete und Kreditkauf haben die Eigenschaft, dass die damit verbundene Zuordnung von Eigentumsrechten in genau einem Umweltzustand die optimale Entscheidung induziert, im jeweils anderen Umweltzustand dagegen zur falschen

Entscheidung führt. Da zum Zeitpunkt des Vertragsabschlusses nicht definitiv feststeht, welche Zuordnung von residualen Kontrollrechten optimal ist, bietet es sich an, bei der Vertragsgestaltung einen Mechanismus vorzusehen, der einen Übergang der Kontrollrechte ermöglicht. Die mit einem Leasingvertrag verbundene Kaufoption kann ein solcher Mechanismus sein.

- Es wird angenommen, dass der Barwert des Cash Flows zugleich der Wert ist, zu dem das Leasingobjekt vom Leasinggeber verwertet werden kann. Gilt für den Ausübungspreis der Kaufoption  $P_c$ ,  $20 < P_c < 40$ , so erhalten wir folgende Lösung:
  - Im Fall, dass  $s_1$  eintritt, wird der Leasingnehmer das Optionsrecht ausüben und  $a_{spez}$  durchführen. Den Ausübungspreis kann er durch eine Kreditaufnahme finanzieren, da der Barwert der Cash Flows auch bei Durchführung von  $a_{spez}$  größer als der Ausübungspreis der Option ist.
  - Tritt dagegen der Fall  $s_2$  ein, so kann der Leasingnehmer das Optionsrecht nicht ausüben, da er keinen ausreichend hohen Kredit erhalten wird, denn jeder Kreditgeber muss befürchten, dass er nach Kreditaufnahme die suboptimale Alternative  $a_{spez}$  wegen der damit verbundenen private benefits wählt.<sup>22</sup> Das Leasingobjekt geht somit an den Leasinggeber zurück, der es zum Barwert der Cash Flows verwerten kann.

Durch Leasing wird in diesem Beispiel somit die jeweils optimale Zuordnung von Eigentumsrechten erreicht. So illustrativ das Beispiel auch sein mag, viele Fragen bleiben offen. Um nur einige zu nennen:

- Welche Voraussetzungen müssen erfüllt sein, damit der Übergang der Eigentumsrechte immer dann erfolgt, wenn dies optimal ist?

---

<sup>22</sup> Es wird vorausgesetzt, dass die Überschüsse aus dem Investitionsprojekt bis zu dem Zeitpunkt, an dem das Optionsrecht ausgeübt werden kann, gerade ausreichen, um den Kapitaldienst (Mietzahlungen, Zins- und Tilgungszahlungen bzw. Leasingraten) zu erfüllen, so dass die Ausübung des Kaufoptionsrechts vollständig fremdfinanziert werden muss. Dies gibt die Vorstellung wieder, dass Leasing vor allem von wachsenden Unternehmen mit geringen Cash Flows bevorzugt wird.

- Wie kann man in diesem Modellrahmen das Andienungsrecht des Leasinggebers bzw. eine Mietverlängerungsoption erklären?
- Welche Aussagen können über die Vorteilhaftigkeit von Voll- und Teilamortisationsverträgen getroffen werden?

## **8. Fazit**

Die vorangegangenen Ausführungen sollten zeigen, dass das Instrumentarium der Finanzierungstheorie eine Reihe von Ansatzpunkten bereithält, die die empirisch beobachtbaren Fakten bezüglich des Produkts Leasing erklären können. Dennoch besteht ein weiterer Forschungsbedarf, sowohl hinsichtlich der Weiterentwicklung der theoretischen Instrumente als auch hinsichtlich der empirischen Erkenntnisse über Leasing.

## 9. Literatur

- Aghion, P., Bolton, P. (1989): The financial structure of the firm and the problem of control, in: *European Economic Review*, vol. 33, S. 286-293.
- Aghion, P., Bolton, P. (1992): An incomplete contracts approach to financial contracting, in: *Review of Economic Studies*, vol. 59, S. 471-494.
- Akerlof, G. (1970): The market for 'lemons': Qualitative uncertainty and the market mechanism, in: *Quarterly Journal of Economics*, vol. 89, S. 488-500.
- Bester, H. (1985): Screening versus rationing in credit markets with imperfect information, in: *American Economic Review*, vol. 75, S. 850-855.
- Bundesverband Deutscher Leasing-Unternehmen e.V. (2002): *Marketing-Studie Leasing 2002*, Berlin.
- De Laurentis, G., Geranio, M. (2001): *Leasing recovery rates*, unveröffentlichtes Manuskript, Bocconi University, Mailand.
- Guha, R., Waldmann, M. (1997): *Leasing solves the lemon problem*, mimeo, Johnson Graduate School of Management, Cornell University.
- Hart, O. (1995): *Firms, contracts, and financial structure*, Oxford.
- Haunschild, L. (2004): *Leasing in mittelständischen Unternehmen: Ergebnisse einer schriftlichen Befragung*, unveröffentlichtes Manuskript, Institut für Mittelstandsforschung Bonn.
- Hendel, I., Lizzeri, A. (2002): The role of leasing under adverse selection, in: *Journal of Political Economy*, vol. 110, S. 113-143.
- Huber, B. (1994): *Ökonomische Analyse von Leasingverträgen*, in: *Zeitschrift für Wirtschafts- und Sozialwissenschaften*, 114. Jg., S. 63-80.
- Johnson, J. P., Waldman, M. (2003): *Leasing, lemons, and buybacks*, in: *Rand Journal of Economics*, vol. 34, S. 247-265.
- Krahn, J. P. (1990): *Objektfinanzierung und Vertragsgestaltung*, in: *Zeitschrift für Betriebswirtschaft*, 60. Jg., S. 21-38.

- Lasfer, A., Levis, M. (1998): The determinants of the leasing decision to small and large companies, in: *European Financial Management*, vol. 4, No. 2, S. 159-184.
- McGregor, W. (1996): *Accounting for leases. A new approach*, Financial Accounting Series, Financial Accounting Foundation.
- Myers, S. C. (1977): Determinants of corporate borrowing, in: *Journal of Financial Economics*, vol. 5, S. 147-175.
- Moody's Investors Service (2003): *Default and recovery rates of European corporate bond issuers, 1985-2002*.
- Neus, W. (1991): Finanzierungsleasing aus vertragstheoretischer Sicht, in: *Zeitschrift für Betriebswirtschaft*, 61. Jg., S. 1431-1449.
- Schmit, M. (2004): Credit risk in the leasing industry, in: *Journal of Banking and Finance*, vol. 28, S. 811-833.
- Schmit, M., Stuyck, J. (2002): *Recovery rates in the leasing industry*, unveröffentlichtes Manuskript, Leaseurope, Brussels.
- Sharpe, S. A., Nguyen, H. H. (1995): Capital market imperfections and the incentive to lease, in: *Journal of Financial Economics*, vol. 39, S. 271-294.
- Smith, C. W., Wakeman, L. M. (1985): Determinants of corporate leasing policy, in: *Journal of Finance*, vol. 60, S. 895-908.
- Stulz, R. M., Johnson, H. (1985): An analysis of secured debt, in: *Journal of Financial Economics*, vol. 14, S. 501-521.
- Waldman, M. (1999): *Leasing, lemons and moral hazard*, mimeo, Johnson Graduate School of Management, Cornell University, Ithaca.

**Podiumsdiskussion:  
Unternehmensfinanzierung in Deutschland – Ist der  
Finanzplatz Deutschland international wettbewerbsfähig?**

Univ.-Prof. Dr. Thomas Hartmann-Wendels (Moderation)<sup>‡</sup>

Univ.-Prof. Dr. Dieter Hess<sup>∞</sup>

Prof. Dr. Michael Hüther<sup>◇</sup>

Horst-Günther Schulz<sup>\*</sup>

---

**Prof. Hartmann-Wendels (fortan: „Prof. H.-W.“):** Meine sehr verehrten Damen und Herren, die „Initiative Finanzstandort Deutschland“ ist Ihnen sicherlich bekannt, aber vielleicht geht es Ihnen so wie mir, dass man sich noch daran erinnert, wie diese Initiative mit viel Medienspektakel in Szene gesetzt wurde und dann doch allmählich aus dem Fokus des Interesses verdrängt wurde, so dass man sich heute fragt: Was ist eigentlich aus diesem Vorhaben geworden? Ich darf daher noch einmal die Eckdaten in Erinnerung rufen. Aus der Taufe gehoben wurde die „Initiative Finanzstandort Deutschland“ im Frühsommer 2003, beteiligt an ihr sind neben zehn großen deutschen Banken auch die Deutsche Börse, die Bundesbank und das Finanzministerium. Hans Eichel, der Bundesfinanzminister, und Josef Ackermann, der Chef der Deutschen Bank, verkörpern an der Spitze die gemeinsame Anstrengung von Staat und privater Wirtschaft, zur Stärkung des Finanzplatzes Deutschland beizutragen. Ziel der Initiative ist es, innovative Instrumente und Maßnahmen zu erarbeiten, die auf dem Finanzstandort Deutschland in dieser Form nicht vorhanden sind. Im Mittelpunkt stehen dabei die Mittelstandsfinanzierung, die Reform der Altersvorsorge und die Modernisierung der Finanzausbildung.

---

<sup>‡</sup> Direktor des Forschungsinstituts für Leasing an der Universität zu Köln.

<sup>∞</sup> Direktor des Seminars für Allgemeine Betriebswirtschaftslehre und Unternehmensfinanzen an der Universität zu Köln.

<sup>◇</sup> Chefvolkswirt der DekaBank.

<sup>\*</sup> Präsident des Bundesverbandes Deutscher Leasing-Unternehmen e.V. (BDL).

Da die Initiative Finanzstandort Deutschland in diesen Tagen quasi ihren ersten Geburtstag begeht, ist es an der Zeit, einmal darüber zu nachzudenken, wie es mit der Unternehmensfinanzierung in Deutschland aussieht, was erreicht worden ist und welche Defizite nach wie vor bestehen im Hinblick auf die internationale Wettbewerbsfähigkeit des Finanzplatzes Deutschland. Ich begrüße auf dem Podium die Herren

- Prof. Dr. Dieter Hess, Direktor des Seminars für Corporate Finance der Universität zu Köln,
- Prof. Dr. Michael Hüther, Chefvolkswirt der DekaBank und künftiger Direktor des Instituts der deutschen Wirtschaft in Köln, sowie
- Horst-Günther Schulz, Präsident des Bundesverbandes Deutscher Leasing-Unternehmen e.V.

Herr Kollege Hess, die Verbesserung der Mittelstandsfinanzierung wird als eine der Zielsetzungen der Initiative Finanzstandort Deutschland genannt. Was die Mittelstandsfinanzierung anbelangt, geistert seit vielen Jahren das Stichwort von der Eigenkapitallücke umher. So plausibel dies angesichts der niedrigen Eigenkapitalausstattung vieler Unternehmen in Deutschland auf den ersten Blick auch klingt, mir kommen gelegentlich doch Zweifel. Die Wortwahl „Eigenkapitallücke“ impliziert, dass man weiß, es gibt irgendwo ein Optimum und man ist davon weg. Die erste Frage ist: Können wir das so behaupten und uns hinstellen, als wüssten wir: 30-40%, das wäre optimal und wir haben durchschnittlich z.B. 15% oder weniger, also haben wir eine Lücke? Vorausgesetzt, wir könnten dies so feststellen, dann frage ich mich zweitens: Warum haben wir diese Eigenkapitallücke, warum ist die Eigenmittelausstattung in Deutschland niedriger als in anderen Ländern?

**Prof. Hess:** Wenn wir von der reinen Theorie ausgehen, d.h. von einer Modigliani-Miller-Welt ohne Steuern und sonstige Restriktionen, dann spielt die Kapitalstruktur keinerlei Rolle. In der realen Welt sieht dies jedoch anders aus. Dort spielt die Kapitalstruktur eine Rolle, und zwar offenbar dergestalt, dass in den meisten Ländern eine höhere Eigenkapitalquote beobachtet wird als dies in Deutschland der Fall ist. In Amerika liegt die Eigenkapitalquote zur Zeit etwa bei 40-50%, während sie im gesamtdeutschen Durchschnitt derzeit nur bei ungefähr 17% liegt. Be-

trachtet man aber die Eigenkapitalquote kleiner und mittelständischer Unternehmen an, dann ist diese sogar deutlich niedriger: Sie liegt ungefähr bei 7%. Hieraus ergibt sich ein für kleine und mittlere Unternehmen ein erheblich geringes Potential zur Abfederung von Risiken, obwohl diese Risiken dort typischerweise größer sind.

Man kann sagen, dass dies einerseits auf Probleme zurückzuführen ist, die in besonderem Maße bei kleinen und mittleren Unternehmen anzutreffen sind. Beispielsweise bestehen insbesondere für kleinere Unternehmen steuerliche Anreize, Eigenkapital nach außen zu verlagern, da Eigenkapital steuerlich bestraft wird. Zudem ist es für kleine Unternehmen auch schwieriger, den Kapitalmarkt anzuzapfen, insbesondere wenn es sich um Personengesellschaften handelt. Hinzu kommen auch einige hausgemachte Probleme. In verschiedenen Studien wurde festgestellt, dass kleine Unternehmen zum Teil keine oder nur eine unzureichende Finanzplanung durchführen und dass zudem das Risikomanagement wenig ausgeprägt ist. Erschwerend kommt hinzu, dass bei kleinen Unternehmen tendenziell wenig Bereitschaft besteht, externe Kapitalgeber aufzunehmen. Diese Verhaltensweisen führen dann letztendlich zu niedrigen Eigenkapitalquoten.

Mittlerweile sind jedoch wichtige Anstöße getroffen worden, dem entgegenzusteuern. Insbesondere mit der Verbriefungsinitiative, die Sie erwähnt hatten, und natürlich auch im Mezzanine-Bereich bekommen wir neue Instrumente, die dafür sorgen, dass die Eigenkapitalausstattung besser werden kann. Grundsätzlich muss man sagen, dass hier auch dringend Handlungsbedarf gegeben ist. Denn bei einer niedrigen Eigenkapitalausstattung fällt es den Banken auch schwer, neue Kredite zu bewilligen. So wird gerade in jüngster Zeit als Hauptgrund für eine negative Kreditvergabeentscheidung eine zu geringe Eigenkapitalquote angeführt. Die niedrige Eigenkapitalausstattung verwehrt dann auch den Zugang zu neuem Fremdkapital. Die sich daraus ergebenden Kapitalengpässe wirken sich dann letztendlich auch hemmend auf die Innovationstätigkeit aus. Ich denke, Basel II und auch die Verbriefungsinitiative stellen hier sicherlich gute Schritte in die richtige Richtung dar, kurzfristig mehr Fremdkapital bereitzustellen und vielleicht auch langfristig zu einer besseren Eigenkapitalversorgung zu kommen.

**Prof. H.-W.:** Herr Schulz, kann Leasing die Finanzierungsprobleme des Mittelstands lösen? Fühlen Sie sich eigentlich, oder besser gesagt, fühlt sich die Leasingbranche wohl dabei, wenn wir sagen: „Wir sind der Finanzier für hohe Risiken.“ Oder sagen Sie: „Wir hätten auch lieber die guten Risiken, aber die kriegen wir nicht, die gehen zu den Banken.“

**Herr Schulz:** Zunächst einmal glaube ich nicht, dass wir uns auf hohe oder mittlere Risiken konzentrieren. Es werden, wie Sie es schon dargestellt haben, von Produkten und Märkten abhängig, verschiedene Kunden angesprochen. Dort ist dann der Mittelstand nach wie vor ein Kernbereich. Wir haben im Kfz-Bereich und im Immobilienbereich andere Kunden – im Immobilienbereich ist er traditionell eher bei den großen Unternehmen anzusiedeln und im Kfz-Bereich ist die Spreizung des Kundensegments etwas größer. Wenn ich die Erfolge der Leasinggesellschaften mit den Banken vergleiche, dann hat sich eine Schere aufgetan. In der deutschen Kreditwirtschaft ist es zu einer Verschlechterung der Gewinne bis zum Verlustausweis gekommen, wie es in Deutschland bisher noch nicht der Fall war. Für Leasinggesellschaften gilt das nicht, mir sind keine oder kaum Leasinggesellschaften bekannt, die in den letzten Jahren Verlustausweise vornehmen mussten. Wofür spricht das? Das spricht erst mal für eine sehr solide Leasingindustrie in Deutschland. Dazu der Hinweis: Die deutsche Leasingindustrie spielt in der europäischen Champions League der Leasinggesellschaften und ab und zu gewinnt Sie die auch. Wenn ich mir die Statistik der europäischen Leasingunternehmen anschau, die LEASEEUROPE gerade veröffentlicht hat, so wird die Liste der größten europäischen Leasingunternehmen von einer deutschen angeführt und in mehreren speziellen Segmenten tauchen in den Top 10 immer wieder mehrere deutsche Leasingunternehmen auf, d.h. die deutsche Leasingindustrie steht im Vergleich zu den Banken anders da. Ziehe ich als Vergleich die Größe heran, lässt das für mich darauf schließen, dass wir – das gilt auch für die Produkte – nicht nur wettbewerbsfähig sind, sondern wir stehen an der Spitze der Entwicklung in vielen Bereichen. Also wir schauen nicht in irgendeiner Weise mit Neid nach Paris oder nach London.

Es ist nicht so, dass die Leasingindustrie die schlechten Risiken verwaltet. Im Gegenteil: Ich glaube, wir sind alle bestrebt, gute Bonitäten hereinzuholen, der Erfolg am Ende gibt uns Recht. Eine regionale Aufstellung, gute Produktkenntnis, Nähe

zum Kunden, eine hohe Innovationskraft sind es, was die Leasingindustrie auszeichnet und die sie auch immer wieder in die Lage versetzt, erfolgreich zu bestehen. Die Ausfallquoten haben wir auf europäischer Ebene ausführlich in den Diskussionen um Basel II behandelt. Das hat in einigen Bereichen der Handhabung von Basel II dazu geführt, dass Leasinggesellschaften anders behandelt werden als ursprünglich geplant. Diese Dinge zeigen, dass wir nicht derjenige sind, der nur noch die schlechten Bonitäten nimmt.

**Prof. H.-W.:** Es war auch mehr als Provokation gedacht, um Sie aus der Reserve zu locken. Wenn ich gleich noch mal anknüpfen darf an den Vergleich von deutschen mit ausländischen Leasingunternehmen: Ist der Erfolg der deutschen Leasingindustrie nicht auch ein Argument dafür, zu sagen, Leasing bedarf keiner Regulierung. Wir hatten am Montag Herrn Sanio hier zu Gast, und ich darf sagen, er hat mit keiner Silbe erwähnt, dass Leasing irgendwie reguliert werden soll, und später beim Abendessen wurde mir auch deutlich, dass den Mann im Moment ganz andere Sorgen plagen. Aber wenn es denn einmal so kommen sollte, sähen Sie das Produkt Leasing in Gefahr in Deutschland?

**Herr Schulz:** Zunächst auch da der Blick über die Grenzen. Es ist kaum in der Öffentlichkeit bekannt, dass Leasing völlig unterschiedlich in Europa behandelt wird. Möglicherweise handelt es sich auch um ganz verschiedene Produkte, die alle dann unter einem Dachnamen Leasing behandelt werden. Wir haben einen romanistischen Bereich, in dem Leasing jetzt schon reglementiert wird. Es ist ein bankähnlicher Status. Der nordische Ansatz in Schweden, Niederlande, Deutschland, auch Großbritannien sieht keine Regulierung vor. Daher ist die Situation jetzt schon unterschiedlich in Europa. Es ist hierbei zu beachten, dass auch von der europäischen Kommission immer wieder Nachfragen kommen, aber bis heute keine Initiative zum Regulieren gestartet wurde. Dies finde ich ziemlich bedeutend. Was Deutschland angeht, bin ich immer skeptisch, wenn ich von Initiativen und solchen Dingen höre. Das Beste, was der Leasingindustrie passieren kann, ist, dass man uns zufrieden lässt. Es gibt auch eine Selbstregulierung – die funktioniert, die funktioniert, und ich glaube, dass der Erfolg der Leasingindustrie ein Musterbeispiel dafür sein kann, dass so etwas auch ohne staatliche Eingriffe funktioniert. Die Leasingbranche ist eine skandalfreie Industrie, die einen stetigen Weg gegangen ist.

Sie haben es ja auch angesprochen: Für mich ist die Leasingquote eines der entscheidenden Argumente. Sie beträgt im Ausland bis zu 30%. Teilweise ist da sicherlich noch Platz in Deutschland.

Ganz kurz zur Frage, was passierte, wenn da reguliert würde: Wir haben durch die Nichtregulierung auch Nachteile gegenüber unseren Mittelmeerkollegen. Beispielsweise haben wir keinen Status und damit auch keinen Zugriff zum Kapitalmarkt. Wir müssen ja immer den Umweg über die Bank gehen oder uns Private Equity oder andere Finanzierungsformen besorgen. Das ist natürlich bei unseren südlichen Nachbarn, französischen Nachbarn eben nicht der Fall, und letztlich sind die Kollegen in diesen Bereichen, vielleicht etwas weniger, etwas mehr, das mag im Einzelfall unterschiedlich sein, das ist fast, lässt das die Antwort zu ob reguliert wird oder nicht - „Leasing ist immer erfolgreich.“

**Prof. H.-W.:** Herr Hüther, Herr Schulz hat gerade den Begriff Champions League für die deutsche Leasingbranche verwendet. Was die Banken anbetrifft, ist es momentan so, dass von der Politik gefordert wird, wir bräuchten eine Bank, die in der Champions League spielt. Ist die Stärke des Leasing in Deutschland die Schwäche der Banken? Oder anders ausgedrückt: Ist der Bankensektor in Deutschland krank; brauchen wir wirklich eine große Bank, die in der Champions League spielt; wird dadurch die Kreditversorgung des Mittelstandes besser? Wie schätzen Sie das ein?

**Prof. Hüther:** Ich gehe zunächst einmal von den Fakten aus, die wir vom Internationalen Währungsfonds haben: Der Währungsfonds hat im Herbst letzten Jahres einen Stresstest für das deutsche Finanzsystem durchgeführt. Das Ergebnis ist insgesamt, dass der deutsche Finanzsektor - das deutsche Bankensystem - hochstabil ist. Ein wichtiger Grund hierfür ist die gute Eigenkapitalausstattung. In allen Dimensionen - Kreditausfallrisiko, Marktrisiko und gesamtwirtschaftliches Risiko - kommt die Simulation zu dem Ergebnis, dass keine Grenzwerte gefährdet sind, die unter diesen Simulationsannahmen als bedenklich angesehen werden müssten. Wir können also erstens feststellen, dass unser Bankensystem sehr stabil ist. Zweitens ist es auch durch die Krisen der letzten drei Jahre stabiler hindurch gekommen als die Bankenlandschaft in manch anderen Ländern, wo eine viel weniger breite Aufstellung der Bankenstruktur gegeben war und wo eine strategische

Eindimensionierung der Banken vorherrschte, was bei uns nicht der Fall ist. Daher habe ich auch mit dem Befund Schwierigkeiten, dass wir wirklich einen kränkenden Bankensektor haben. Dies scheint mir zuweilen etwas herbeigeredet zu werden.

Ich war bei den Gesprächen des Deutschen Sparkassen- und Giroverbandes (DSGV) mit dem Währungsfonds in Berlin, dem Financial Sector Assessment, zugegen. Es war schon erstaunlich: Eine der ersten Fragen der IWF-Delegation war: „Warum ist denn nun die Rendite des Sektors so gering?“ Ich habe noch nie von einer Regierung gehört, dass sie sich um die Rendite eines Sektors kümmert. Mit der Frage wurde nicht nur die geringe Rendite, sondern auch die vergleichsweise günstigen Konditionen für die Kunden angesprochen. Also haben wir scheinbar die Wahl zwischen günstigen Konditionen und hoher Rendite. Wenn wir nun den Eindruck haben, dass dies das Ergebnis einer Fehlregulierung oder eines Staatseingriffes ist, dann könnte man durchaus Handlungsbedarf diagnostizieren. Dabei ist jedoch festzuhalten, dass die vorhandenen Staatseingriffe derzeit zurückgenommen werden. Im Übrigen sind die Marktanteile ja nicht durch staatliche Maßnahmen zustande gekommen. Der Marktanteil des Sparkassensektors im Privatkunden- und Firmenkundenbereich ist deshalb traditionell hoch, weil man im Privatkundengeschäft seit den 60er Jahren bereit war, das Lohn- und Gehaltskonto zu führen. Es sind ganz simple Entscheidungen, die dann einen Pfad auslösen, wie die Ökonomen es nennen. Pfadabhängige Prozesse sind nicht ohne Weiteres revidierbar. Hier kommt eines zum anderen. Mit dem Girokonto entsteht der Druck, eine EDV-Abwicklung zu etablieren. Mit der EDV-Abwicklung entstehen nach einer Anlaufzeit Kostenreduktionen allein aus dem Umfang des Geschäfts. Man muss sich sehr genau anschauen, warum der Markt in Deutschland so aufgeteilt ist, wie er sich heute darstellt.

Heute beschäftigt die Frage nach einem nationalen Champion die gesamte Bankenlandschaft. Die Privatbanken waren ja bereits auf dem Weg der Konsolidierung. Die Frage ist letztlich: Brauchen wir wirklich eine in Deutschland dominierende Bank, um unter politischen schwierigen Rahmenbedingungen eine größere Finanzierungssicherheit zu gewährleisten, als wenn wir nur noch Banken am Standort Deutschland hätten, deren Headquarters in den USA oder in Großbritannien säßen. Ich denke, das Potential ist in den einzelnen Sektoren des deutschen

Bankensystems vorhanden. Mein Bild der Weiterentwicklung des Bankensektors ist eines, das die Drei-Säulen-Struktur nicht aufhebt. Ich glaube auch nicht, dass das funktionieren würde. Wir haben den Genossenschaftsverbund und wir haben den Sparkassenverbund - die auch aus Gründen des Risikomanagements über Haftungsverbände viel engere Einheiten darstellen als das früher der Fall war. Abgesehen davon sind in diesen beiden Säulen erhebliche Konsolidierungsleistungen erbracht worden. So ist die Zahl der Volksbanken durch zahlreiche Fusionen von über 2.800 auf 1.400 gesunken, bei den Sparkassen war es eine Reduktion von über 870 auf 480 Institute. Anhand dieser erheblichen Konsolidierungserfolge fragt man sich auch nach den Bemühungen der Privatbanken. Man hätte die Schmidt Bank ja auch zum Exempel machen können. Dies wäre ein sinnvoller Beitrag zur Konsolidierung gewesen.

Ich glaube, dass wir einen solchen Champion brauchen. Die Argumente der internationalen Dimension und der politischen Rahmenbedingungen sprechen dafür. Aber die Perspektive ist für mich die Konsolidierung zwischen den Privatbanken. Der Preis für einen international wettbewerbsfähigen Champion kann ja nicht sein, dass wir im Inland keinen Wettbewerb mehr haben. Das Modell kann auch nicht sein, dass Genossenschaften und Privatbanken verschmelzen und dann vor Ort Marktanteile von 80% bei einem Institut liegen. Wir brauchen gerade den Wettbewerb vor Ort, um für die Kunden die Versorgung zu angemessenen Konditionen sicherzustellen. Aus den vielen Gesprächen, die ich in den letzten Jahren bei den Sparkassen führen durfte, wurde deutlich, dass in der Tat ein Teil der Unternehmensfinanzierung gefährdet ist. So brechen Konsortialkredite zusammen, wenn sich ein Sektor aus der Finanzierung zurückzieht. Es bleiben nur noch Genossenschaften und Sparkassen, die aber den Kredit unter einer ganz anderen Perspektive gegeben haben. Wir werden hier einen Wandel in der Finanzierung unserer unternehmerischen Aktivitäten erleben. Und ich glaube im Gegensatz zur Bundesbank, dass wir Andeutungen von Schwierigkeiten in der Kreditfinanzierung haben. Ich will nicht von einer Kreditklemme sprechen. Aber in einzelnen Sektoren gibt es in der Tat erhebliche Schwierigkeiten.

**Prof. H.-W.:** Danke schön. Mir scheint manchmal das Problem nicht die mangelnde Größe zu sein, sondern eher in der mangelnden Klarheit der strategischen Ausrichtung zu liegen, wenn ich mir den nationalen Champion einmal ansehe. Vor

einigen Jahren hatte man das Gefühl, das Privatkundengeschäft sollte abgegeben werden, und vor kurzem wollte man dort noch die Postbank übernehmen oder es stand im Raume. Wenn man dies beobachtet, dann fragt man sich: Sind diese Kehrtwendungen unbedingt vertrauenserweckend? Herr Hess, Sie hatten eben schon einmal die True Sale-Initiative angesprochen – die Verbriefungsinitiative. Ich kann verstehen, dass Banken mit der Kreditvergabe der letzten Jahre wenig Freude hatten, wenn wir uns anschauen, was da an Wertberichtigungsbedarf entstanden ist. Welche Hoffnungen sind an die Initiative knüpft? Sind die berechtigt aus Ihrer Sicht? Wird das die Kapitalversorgung der deutschen Unternehmen nachhaltig verbessern?

**Prof. Hess:** Nun, die True Sale-Initiative ist so angedacht, dass ein Spezialinstitut, gegründet von 13 Banken, Forderungen von den teilnehmenden Banken sowie von anderen Banken ankauft und diese Forderungen dann in verbriefter Form am Kapitalmarkt verkauft. Wenn es zu einem tatsächlichen Verkauf – also einem True Sale – kommt, hat das dann natürlich den Effekt, dass unterlegtes Eigenkapital wieder frei wird und dann grundsätzlich wieder neue Kredite vergeben werden könnten. Die Preisfrage ist aber: An wen werden diese Kredite verkauft? Wenn sie nur an andere Banken verkauft werden, dann haben wir zwar eine bessere Risikoallokation im System, aber es wird insgesamt gesehen kein Eigenkapital frei. Kapital wird nur dann frei, wenn diese Forderungen von außen stehenden Investoren gekauft werden, wenn diese Forderungen also tatsächlich über den Kapitalmarkt an Nichtbanken verkauft werden. In dem Fall können dann auch wieder neue Kredite vergeben werden. Es bleibt allerdings noch abzuwarten, ob diese Kredite dann auch wieder an mittelständische Unternehmen vergeben werden – weil man sich gerade die Finger in dem Segment verbrannt hat – oder ob diese Kredite dann nicht doch an andere vergeben werden. Dennoch, grundsätzlich ist die Verbriefungsinitiative sehr positiv zu beurteilen. Verbriefung kann dazu führen, dass mehr Neukreditgeschäft getätigt wird. Dies ist also durchaus ein positiver Effekt. Zudem können sich zusätzliche Vorteile ergeben, beispielsweise dass wir mehr Transaktionen in Asset Backed Securities (ABS) sehen. Damit würde Deutschland attraktiver werden für Investmentbanken, die in dem Geschäft tätig sind. Insgesamt kann das zu einer Aufwertung des ABS-Segmentes führen und damit zu einer Stärkung des Finanzplatzes Deutschland. Ob die True Sale-Initia-

tive tatsächlich auch die Kreditklemme der kleinen und mittleren Unternehmen löst, würde ich einmal sagen, bleibt abzuwarten.

**Prof. H.-W.:** Herr Hüther, teilen Sie den vorsichtigen Optimismus von Herrn Hess?

**Prof. Hüther:** Theoretisch ist Optimismus natürlich angebracht. Aber wir erleben auch, dass wir mit dieser Verbriefungsinitiative mehr als ein Jahr gebraucht haben. Noch heute fehlt es an Handlungsfähigkeit. Relativ schnell war eine Geschäftsführung berufen, was aber auch nicht viel genutzt hat. Zuerst herrschte Unsicherheit über die Rechtsform, bevor man sich auf eine Stiftung einigen konnte. Und was ist zwischenzeitlich passiert? Die Häuser, die eigentlich die Volumina hinein bringen wollten, Dresdner Bank und HypoVereinsbank, haben einen großen Teil ihrer Problemkredite bereinigt. Ohnehin sollten nur Forderungen bester Qualität verbrieft werden. Man muss ich aber folgendes fragen: Wenn die guten Risiken herausgegeben und die schlechten behalten werden, was für eine Risikostruktur verbleibt dann bei den Häusern? Die erste Idee wäre, dass sie dann versuchen müssten, den verbleibenden „Mist“ zu verkaufen, indem sozusagen auf systematische Weise der Dümmere gesucht wird. Wenn man aber erkennt, dass es sich nicht rechnet, dann merken die anderen das auch. Eine „Wunderwaffe“ ist die Verbriefung mit Sicherheit nicht. Mit der These, dass die Initiative wirklich ein großer Erfolg wird, möchte ich doch etwas zurückhaltend sein.

**Prof. H.-W.:** Herr Schulz, Verbriefung von Leasingforderungen, ist das ein Thema für die Leasingbranche? Könnten Sie sich vorstellen, dass sich die Refinanzierung von Leasinggesellschaften künftig weniger über Banken vollzieht, gerade auch vor dem Hintergrund des Wegfalls der Gewährträgerhaftung/Anstaltslast bei den Landesbanken, die ja doch auch in der Refinanzierung von Leasinggesellschaften teilweise sehr stark engagiert waren? Halten Sie es für möglich, dass sie auch stärker die Finanzmärkte direkt anzapfen?

**Herr Schulz:** Wenn ich den Bereich Refinanzierung insgesamt anschau, so ist die Leasingindustrie von zwei Seiten betroffen. Für mich gibt es wohl eine Verkapung der Kreditvergabe. Für mich ist sie auch nicht weg zu diskutieren. Es ist sicherlich so, dass der eine oder andere unserer Kunden eher zu Leasinginvestitionen gekommen ist, weil sich seine persönlichen Rahmenbedingungen in Bezug auf klassische Kreditfinanzierung geändert haben. Das hat auch zum Teil Erfolge

gebracht. Ich kann nicht quantifizieren, wie viel das ist. Dies ist die positive Seite. Die negative Seite ist, dass uns in einigen Bereichen fast jegliche Refinanzierungsmöglichkeit in den letzten Jahren weggefallen ist, großflächig im Immobilienleasingbereich. Dinge, die also vor Jahren ohne Probleme finanzierbar waren, sind heute vielleicht, wenn Sie Glück haben, zu 10 % finanzierbar. Das hat mit verschiedenen Faktoren zu tun, wie zum Beispiel der Langfristigkeit. Basel II wird uns zu einem Umdenken zwingen, in kürzeren Segmenten zu planen. 20-Jahres-Kredite mit einem offenen Restwert sind heute kaum noch darstellbar. Einige Kreditinstitute haben sich aus speziellen Segmenten zurückgezogen. Wir können froh sein, dass es noch genügend Kreditinstitute gegeben hat, die trotzdem zur Verfügung gestanden hatten. Die Leasingrefinanzierung steht dem öffentlich-rechtlichen Bereich als Refinanzierer weitaus stärker zur Verfügung als der private Bereich. Wenn da zwei große Landesbanken verschmelzen, die beide sehr aktiv in der Refinanzierung der Leasingindustrie waren, dann führt das gleich zu großer Skepsis in der Leasingindustrie, ob das alsdann zu nachhaltigen Störungen führt. Faktisch ist dies nicht so gewesen. Dafür ist die Leasingindustrie auch dankbar, aber das kann ja auch mal anders werden. Ich glaube auch, dass sich wieder mehr Kreditinstitute an der Refinanzierung der Leasingindustrie beteiligen werden. Das wird aber unabhängig dazu führen, dass natürlich andere Refinanzierungsalternativen für Leasinggesellschaften geprüft und eingesetzt werden. Dies sind ABS-Strukturen, die teilweise gemacht wurden und weiter gemacht werden, die aber teilweise gewisse Probleme im Volumen haben. Daher kommt ABS für kleine oder mittlere Leasinggesellschaften eher nicht in Frage. ABS ist ein durchaus anzudenkendes Instrument im Bereich der Immobilienleasingrefinanzierung, nur braucht man gewisse Portfoliogrößen. Aber ich sehe darüber hinaus andere Quellen, die einfach in Deutschland in der Form noch nicht ganz so beheimatet sind, wie es etwa in anderen Bereichen ist. Ob das jetzt Mezzanine-Kapital ist, ob es Private Equity, institutionelles Equity, da kann ich mir alles gut vorstellen. Diese Art der Refinanzierung wird zwar nie zur vollständigen Refinanzierung, wohl aber zur Beimengung dienen. Ich glaube, dass wir uns in der Leasingindustrie schon umgestellt haben, von der klassischen 100-prozentigen teilweise von den Muttergesellschaften zur Verfügung gestellten Refinanzierung auf ein breiteres Spektrum. Diese Herausforderung mussten wir schon länger annehmen. Dies ist uns gelungen, und die Leasingindustrie und die sie betreuenden Banken haben auch heute ein sehr gesundes Verhältnis zueinander.

**Prof. H.-W.:** Danke sehr. Nun, keine Diskussion im Finanzbereich ohne Basel II, das ist zur Zeit das überall verbreitete Thema. Herr Hüther, wenn ich Sie eben richtig verstanden habe, sagten Sie, dass die Banken zunächst versucht haben, die guten Risiken zu verkaufen. Das klingt nach regulatorischer Arbitrage, die darin besteht, dass man konstant 8% Eigenmittelunterlegung hat, und zwar auch dann, wenn man die Risiken behält und die risikoarmen Positionen verkauft, so dass die Eigenmittelunterlegung insgesamt deutlich sinkt, obwohl das Risiko bleibt. Wenn nun Basel II kommt und ein Ziel von Basel II war, dass solche Regulierungsarbitrage ausgeschlossen werden soll, gerade die Vorschriften für ABS sind ja grundlegend überarbeitet worden, dann wäre damit die Sache schon wieder am Ende, wenn das das Hauptmotiv ist.

**Prof. Hüther:** Die Verbriefungsinitiative ist in den Erwartungen von Anfang an überhöht worden. Es gibt auch gar nicht mehr die nötigen Mengen. Ich wüsste nicht, wo die Volumina herkommen sollten, die in diese Initiative hinein sollen. Sie sind bereits weitgehend in anderen Bereichen untergebracht worden. Das haben die Häuser im Grunde erledigt. Aber wir kommen ja von Basel II und der Frage, was für Veränderungen der Kreditvergabe zu erwarten sind. Im Grunde handelt es sich ja - und das hat auch in der Finanzstandortinitiative eine Rolle gespielt - zunächst einmal um einen Lernprozess in der Kreditvergabe. Die Kreditnehmer lernen, dass Konditionen etwas mit dem Risiko zu tun haben, welches sie und ihr Projekt für die Bank darstellen. Damit beginnt auch eine neue Diskussionskultur. So kann und sollte die Bank im bilateralen Gespräch dem Kreditnehmer die Ergebnisse des hausindividuellen Ratings offen legen und ihm damit Hinweise geben, wo er steht und wo er sich hin bewegen kann. Dieser Diskussionsprozess ist zunächst einmal das entscheidende.

Noch gibt es aber bezüglich Basel II andere Diskussionen. Es ist interessant zu beobachten, wie die Interessenlagen sich verschieben. Mittlerweile ist die Begeisterung der Geschäftsbanken durchaus reduziert. Auch die amerikanischen Banken treiben den Prozess inzwischen weniger intensiv an. Das Ergebnis bleibt abzuwarten. Nach meiner Ansicht wird Basel II derzeit in der Kreditvergabe – jenseits des generellen pädagogischen Ansatzes – viel zu sehr überhöht und auch als Vorwand genommen. Wir haben festzustellen, dass es einen Bereinigungsprozess in der Kreditvergabe gibt, nachdem wir im New Economy-Boom ein Kredit-

volumen hatten, das gemessen an den Risikokosten zu hoch war. Dafür gab es eine Vielzahl von Gründen: Es gab Strategieunsicherheiten; es herrschte eine Philosophie des Cross Selling, nach der Kredite billiger vergeben wurden, um später im Investmentbanking-Geschäft berücksichtigt zu werden. Nun läuft das Investmentbanking heute nicht mehr so gut wie noch vor ein paar Jahren, trotzdem sind die Kredite in den Büchern. Diese Volumenorientierung im Wettbewerb hat zu Margen geführt, die heute nicht mehr darstellbar sind. Was wir jetzt erleben, ist eine Normalisierung der Marge. Man sieht in jeder Kreditentscheidung, dass peu à peu eine Erhöhung der Marge in Richtung eines Normalniveaus angestrebt wird. Man muss also fragen, woher tatsächlich die Schwierigkeiten bei der Kreditvergabe kommen. Dabei muss man aufpassen, dass man nicht einfach nur Basel II wie das Kaninchen aus dem Hut zaubert und damit alles erklären will. Basel II ist ein Diskussionsforum, mehr ist es noch nicht. Wir stellen uns drauf ein, aber faktisch wirkt heute die Kreditvergabe der letzten Jahre nach. Nun muss korrigiert werden, weil man Risiken lange nicht angemessen bewertet hat. Abgesehen davon führt Basel II auch zu neuen Ratingmodulen. Die bankinternen oder verbundinternen Ratingmodule bringen ganz andere Möglichkeit der Risikoeinschätzung. Damit treffen sie den Kern des Problems aus der Vorgeschichte. Die schlechten Erfahrungen auf der einen und die mit Basel II verbundenen Neuerungen auf der anderen Seite führen zu einer verbreitete Strategieunsicherheit der Häuser, wo man sich dann einfach völlig aus dem gewerblichen Kredit zurückzieht.

**Prof. H.-W.:** Wenn man mit Leuten diskutiert, die etwas außerhalb des Finanzsektors stehen und die mit Basel II nur am Rande etwas zu tun haben, dann hat man den Eindruck, nach außen wird getragen, Basel II sei eine Preisverordnung für Kredite. Die Kredite werden jetzt teurer, insbesondere Kredite für mittelständische Unternehmen wären davon betroffen, dies wäre in Basel II so enthalten. Für mich war es immer erstaunlich, dass der Staat oder eine Institution – die eigentlich nicht staatlich, sondern unabhängig ist - dass die den Banken erst den Schritt verkaufen muss: Ihr müsst Ratingsysteme installieren. Warum haben die Banken nicht von sich aus gesagt, es wäre ganz gut, wenn wir die Kreditrisiken besser einschätzen können? Warum bedurfte es da eines solchen Anstoßes von außen, Herr Hüther?

**Prof. Hüther:** Es ist ja nicht so, dass alle Banken völlig unbefriedigende Kreditportfolien aufgebaut hätten. Es gibt schon Unterschiede. Da schaue ich mit gewis-

sem Stolz auf das eigene Haus. Wir haben im letzten Jahr mehr Wertberichtigungen aufgelöst als neue aufgelaufen sind. Bei uns im Haus galt immer der Grundsatz: Finanziert wird nichts, was wir nicht verstehen. Deshalb haben wir Medien und ähnliches nicht finanziert. Das kann als unmodern kritisiert werden, aber am Ende führte es dazu, dass wir keine Probleme und Abschreibungen in diesen Bereichen hatten.

Doch selbst wenn wir in den 90er Jahren Ratingmodelle gehabt hätten, hätte sich die Bewertung zahlreicher Kredite nicht anders dargestellt, weil die überwiegende Strategie eine andere war. Natürlich hat man mit dem Rating im Rahmen der Kreditwürdigkeitsprüfung und in der Dokumentation eine andere Systematik, von der man sich nicht verabschieden kann. Auch muss die Kreditrisikostategie der BaFin gegenüber dargelegt werden. Hier müssen die Felder ausdifferenziert werden, in denen sie sich engagieren. Kreditbereiche müssen ebenso definiert werden wie die zu akzeptierenden Risiken. Das führt alles zu einer Systematik, aber letztendlich ist natürlich auch früher schon Kreditpolitik betrieben worden. Auch ohne Rating sind nicht nur Bauchentscheidungen getroffen worden. Die Vorstellung wäre absurd, man könnte Kreditpolitik oder Kreditgeschäfte betreiben, ohne mögliche Ausfälle zu kalkulieren.

Mit zu strengen Maßstäben könnte man in eine Situation kommen, in der man überhaupt nichts mehr finanzieren kann. Mein Vorgänger am Institut der deutschen Wirtschaft Köln, Gerhard Fels, formulierte diese Sorge immer so: „Kredite kriegen nur die, die keine benötigen!“ Mein Eindruck ist mitunter, so sehr ich die BaFin als sektorübergreifende Finanzaufsicht schätze, dass im Grunde bei jeder Kreditentscheidung der Eindruck vorherrscht, man stünde mit einem Bein im Gefängnis. Das kann natürlich auch nicht sein. Wir brauchen gesundes Risikoempfinden. Es darf aber nicht dazu kommen, dass man aus Angst vor der Aufsicht überhaupt kein Kreditgeschäft mehr betreibt.

**Prof. H.-W.:** Sind eigentlich die deutschen Unternehmen und besonders die Mittelständler reif für Basel II? Was kommt da auf sie zu, worauf müssen sie sich einstellen – höhere Kreditzinsen vielleicht, weniger Kredite, größeres Auskunftsbegehren der Banken? Muss da nicht vielleicht ein Umdenken stattfinden, dass die Bank, die Information will, nicht jetzt diejenige ist, die da vielleicht rumschnüffelt,

sondern dass das durchaus auch ein berechtigtes Interesse ist. Sind das nicht Dinge, die in der Vergangenheit etwas zu kurz gekommen sind?

**Prof. Hess:** Ich denke schon, dass Basel II im Grunde erzieherischen Charakter hat, dass also Basel II in erster Linie das Bewusstsein für die Relevanz von Risikomessung erst einmal stärkt. Sicherlich haben die Banken auch in der Vergangenheit schon ihre Kreditnehmer mit der Lupe betrachtet, aber vielleicht – möglicherweise aus bestimmten Volumenüberlegungen heraus – hat nicht immer eine so starke Differenzierung der einzelnen Kreditnehmer stattgefunden. Es ist zu vermuten, dass man eben auch ein wenig Quersubventionierung betrieben hat, indem man sozusagen eine Einheitsmarge verlangt hat. Der Begriff Einheitsmarge ist sicherlich ein wenig übertrieben, man hat aber auf jedenfalls in der Vergangenheit eine zu wenig stark ausgeprägte Differenzierung der Kreditvergabeentscheidung und der Kreditmargen gehabt. Dass diese Differenzierung nun mit Basel II verstärkt in den Fokus rückt, ist sicherlich sehr wichtig. Dies ist nicht nur negativ zu sehen, sondern auch als Chance für die Banken, eine stärkere Selektion zu betreiben. Dass bislang eine gewisse Quersubventionierung stattgefunden hat – also eine Subventionierung der schlechten Kreditnehmer durch die guten – ist natürlich auch volkswirtschaftlich nicht unbedingt besonders sinnvoll, weil es nicht zu einer optimalen Kapitalallokation führt. Insofern sollte Basel II sicherlich zu einer Bewusstseinschärfung für Ausfallrisiken führen. Damit werden aber auch Unternehmen stärker unter Rechtfertigungsdruck kommen, wenn sie bestimmte Informationen nicht vorhalten oder nicht herausgeben wollen. Wenn man den Kredit haben will, muss man eben einfach auch ein besseres Risikomanagement und bessere Risikozahlen präsentieren. Davon sollten auch die Unternehmen selbst profitieren.

**Prof. H.-W.:** Führt Basel II, Herr Hess, nicht auch dazu, dass Kreditrisiken besser handelbar wären, was dann doch wieder Richtung Verbriefung – die ist dann vielleicht eher möglich – führt? Das große Problem bei Kreditrisiken ist, dass sie wenig transparent sind, der Verkäufer hat potentiell natürlich immer das Interesse, das Risiko gering darzustellen, und der Käufer muss Angst haben, dass man immer die Zitronen angeboten bekommt, die man aber nicht als solche erkennt. Wird nicht Basel II etwas von dieser Qualitätsunsicherheit herausnehmen und damit etwas wie eine indirekte Kapitalmarktfinanzierung über Verbriefung ermöglichen?

**Prof. Hess:** Es ist ein bisschen visionär, aber im Grunde genommen könnte man sich vorstellen, dass es so etwas wie ein einheitliches Ratingverfahren gibt, das dann von allen Banken akzeptiert wird. Wenn beispielsweise die HypoVereinsbank einen Kreditnehmer mit AAA ratet und die Commerzbank dem zustimmt, dann wird der Kredit handelbar. Wenn alle Banken das gleiche Verfahren anwenden würden, dann würden wir praktisch dazu kommen, dass jeder Kredit ein Preisschild erhält, z.B. BB, und dass dieses Preisschild auch etwas zählt. Allerdings glaube ich, dass es noch ein gewisser Weg ist, bis wir dahin kommen. Aber grundsätzlich ist das natürlich eine gewisse Vision. Wenn wir zu einem einheitlicheren Rating und damit zu einer besseren Preisgestaltung von Krediten kämen, wäre es sicherlich ein Schritt auf dem Weg zu einer verbesserten Handelbarkeit – vielleicht sogar eine Voraussetzung für die Handelbarkeit.

**Prof. Hüther:** Eigentlich bin ich immer für Wettbewerb, auch für Wettbewerb der Ratingsysteme. Wenn wir ein Einheitsrating haben, können wir auch die Einheitsbank haben. Als Volkswirt reagiere ich schnell allergisch, wenn wir Institutionen zusammenführen, die Ausdruck von Wissensverarbeitung sind. Die Marktteilnehmer haben ganz unterschiedliche historische Datenreihen, jeder hat seinen eigenen Informationspool. Die Deutsche Bank hat bestimmte Erfahrungen, die Volksbanken haben andere Informationen und die Sparkassen kennen wiederum ihr Kundensegment am besten. Insofern macht es auch Sinn, dass es unterschiedliche Ratingsysteme für unterschiedliche Problemfelder gibt, auch wenn innerhalb eines Verbundes zunächst die gleichen Verfahren angewendet werden. So gibt es den Ratingervice der Landesbanken, mit dem das Länderrisiko, das Finanzsystemrisiko, bewertet wird. Es gibt eine Ratingunit für die Sparkassen, die das Unternehmensrating machen. Bei uns im Haus nutzen wir ein Landesbankenmodul mit einem Ratingverfahren für Emerging Market-Kredite. Wenn wir aber aufgrund unserer Risikobewertung anderer Auffassung sind, können wir die Ergebnisse dieses Verfahrens überschreiben. Es muss auch weiterhin möglich sein, dass die einzelnen Häuser zu individuellen Entscheidungen kommen können. Das führt dazu, dass sie letztlich auch individualisierte Systeme haben, selbst wenn sie aus einem Verbund kommen. Wir brauchen den Wettbewerb der Ratingsysteme. Es war Ziel der Finanzstandortinitiative, ein Mapping der Ratingskalen zu machen. Die Idee war, dass die KfW ein Internetportal einrichtet, in dem jeder angibt, was sich im jeweiligen Institut hinter den einzelnen Ratingstufen genau verbirgt. Damit

ist man aber faktisch auf dem Weg, den Wettbewerb der Ratingsysteme aufzulösen. Das kann nicht zielführend sein. Die besten Ratingverfahren erhalten wir nicht durch Zusammenschluss der vorhandenen Systeme, durch Mischung, durch Kartell, sondern letztlich nur durch einen Such- und Irrtumsprozess.

**Prof. H.-W.:** Aber schafft nicht gerade für den Sparkassenbereich ein einheitliches Rating Chancen, wenn man die Handelbarkeit eine Stufe tiefer hängt, nicht über alle Banken hinweg, sondern innerhalb des Sparkassenbereichs, da gibt es ja einen großen Bedarf an Handel von Krediten, da die Institute sehr lokal aufgestellt sind und damit sehr unterschiedlich strukturierte oder risikomäßig sehr einseitige Portfolios haben, so dass durch die Einheitlichkeit dort große Synergien realisiert werden könnten.

**Prof. Hüther:** Das ist genau das, was nicht nur diskutiert wird, sondern was wir auch gemacht haben. Wir haben als bundesweit aufgestelltes Zentralinstitut einen ersten solchen Kreditbasket geschnürt, wo wir alle Sparkassen bundesweit einladen, Kredite aus ihren Beständen herein zu geben. Die Voraussetzung ist natürlich, dass sie auch geratet sind, sonst bekommt man keine vernünftige Struktur in den Korb, den man ja schließlich wieder verkaufen will. Am Ende soll eine Diversifizierung der regionalen Risiken realisiert werden, die sich aus dem Regionalprinzip der Sparkassen ergeben. Die Voraussetzung müssen erfüllt sein: Bei den Sparkassen vor Ort muss geratet werden. Das ist die Hürde, die wir da zu nehmen haben. Es war relativ schwierig, den ersten Basket zu schneiden. Nun wird versucht, dies auf regionaler Ebene fortzuführen. Die Hessen sind auf die Idee gekommen, die hessischen Risiken noch mal umzusortieren. Ob das so ergiebig ist, weiß ich nicht. Ich würde eher versuchen, von der Küste bis zu den Alpen zu denken, um dann die unterschiedliche Struktur auch wirklich zu mischen. Dies ist eine der zahlreichen Fragen, wie sie die Risikostruktur eines solchen Verbundes verbessern können.

**Prof. H.-W.:** Danke. Herr Schulz, ist die Leasingbranche fit für Basel II? Sie sind zwar nicht direkt betroffen, weil sie nicht reguliert werden, aber sie werden demnächst als Kreditnehmer geratet werden, und Sie stehen in Konkurrenz zu Banken, die Ratingsysteme aufbauen, teilweise sind Sie auch Tochterunternehmen

von Banken, und dann erreicht sie doch wieder der lange Arm der BaFin. Sind sie darauf vorbereitet? Ist die Branche vorbereitet?

**Herr Schulz:** Wir haben uns natürlich mit der Frage Basel II auch auseinandergesetzt, aber aus einem anderen Blickwinkel. Wir werden als Kunde geratet. Das Problem haben wir frühzeitig erkannt und darauf reagiert. Die Handelsbilanz ist wie bei allen anderen Unternehmen auch für Leasinggesellschaften die Ausgangsbasis für das Rating. Wir wissen, dass das HGB deutsche Leasingunternehmen nicht richtig abbildet. Der wahre Wert, nämlich der Substanzwert eines Leasingunternehmens, wird nicht richtig abgebildet. Ob das andere Systeme besser können, mag dahingestellt sein. Es hat ein kleines Pflänzchen gegeben, die so genannte Substanzwertrechnung, die es eigentlich immer schon gab, die aber nie so richtig beachtet wurde. Der BDL hat vor einiger Zeit diese Problematik erkannt, und wir haben dann diese Substanzwertrechnung sehr forciert. Die Substanzwertrechnung ist eine Ermittlung des inneren Wertes einer Leasinggesellschaft, ausgehend von der Bilanz, aber letztlich künftige, gesicherte Cash Flows mit eingerechnet. Diese so genannte Substanzwertrechnung haben wir dann nicht nur verfeinert, sondern auch abgestimmt. Wir haben sie sowohl mit Wirtschaftsprüfern abgestimmt als auch mit einigen Kreditinstituten, die Refinanzierung dieser Leasingunternehmen betreiben, besprochen. Alle Beteiligten sind zu dem Ergebnis gekommen, dass das eine vernünftige Darstellungsweise ist. Es ist das erste Mal, dass die Leasingindustrie eine Art Industriestandard geschaffen hat. Das ist ein wichtiger Schritt, der auch in der Praxis akzeptiert wird. Darüber hinaus schauen wir natürlich auch auf die Inhalte von Basel. Das ist deshalb in hohem Maße erforderlich, weil einige Leasinggeber in einem Bankkonzern aufgehängt sind, und gewisse Werkzeuge ihnen nicht völlig fremd sein dürften. Das wird künftig dazu führen, dass sie das Handwerkszeug für Basel II beherrschen müssen. Und das wird dazu führen, dass die Leistungsfähigkeit und so letztlich der Preis des Kredites auch davon abhängt, welche Instrumente eine Leasinggesellschaft in ihrem eigenen Haus einsetzt – in vergleichbarer Umsetzung der Dinge, die von Basel gefordert werden. Deshalb wird Basel II Auswirkungen auf die Leasingindustrie haben, einmal als Kunde – Stichwort Substanzwertrechnung, aber auch darüber hinaus, wenn Leasinggeber die Risikomanagementsysteme einsetzen müssen.

**Prof. H.-W.:** Aber wird es nicht auch Strukturveränderungen innerhalb der Leasingbranche geben? Der Charme der Branche ist, so empfinde ich es, dass es bislang sehr große Leasinggesellschaften gibt wie Ihr Haus, das geht aber dann runter bis zu Ein- bis Zwei-Mann-Betrieben. Dass Ihr Haus ein Risikomanagementsystem hinbekommt, das glaube ich, aber wie sieht es mit den vielen kleineren, den mittelständischen Leasinggesellschaften aus? Werden die sich halten können, können die so etwas überhaupt nachvollziehen?

**Herr Schulz:** Die Leasingindustrie ist auch in einem Veränderungsprozess, wir werden arbeitsteiliger. Es wird teilweise lokaler werden, auch ein Erfolgskriterium der Leasinggesellschaften. Es wird auch zukünftig local heroes geben. Das sind die, die in der Region stark sind und ganz bewusst in diesem Bereich bleiben. Und wir werden natürlich andere Refinanzierungsquellen haben müssen: Meiner persönlichen Meinung nach wird Maklerleasing mehr an Bedeutung erlangen. Man kann es auch feiner beschreiben: Es wird arbeitsteiliger werden. Ich glaube, dass einige kleine Leasinggesellschaften den künftigen Anforderungen nicht mehr gewachsen sein werden. Sie müssen im Rechtsbereich permanent einen Blick auf ihre AGBs haben, sie müssen im Steuerbereich fit sein, im Bilanzrecht, um ihre Kunden zu beraten, und sie müssen diese Dinge eben auch noch umsetzen können. Ich bin der Auffassung, es wird andere Arbeitsteilungen geben. Andere Länder praktizieren das bereits. Diese Unternehmen werden sich auf ihr Kerngeschäft konzentrieren und gewisse Dinge einfach anderen überlassen – ob das über eine Forfaitierung geht, eine Vermittlung geht. Die Industrie wird sich in diesem Bereich verändern müssen, weil die Anforderungen komplex geworden sind. Dies kann kaum noch von kleinen oder mittleren Unternehmen geleistet werden. Aber da sehe ich keinen Konflikt oder Verlust von Arbeitsplätzen oder Attraktivität der Leasingprodukte, sondern es wird arbeitsteiliger sein. Möglicherweise werden diese Gesellschaften nach wie vor als Leasinggesellschaft nach außen auftreten. Beispielsweise funktioniert in Italien der Mobilienmarkt in hohem Maße so, dass es lokale Agenturen gibt, die dann exklusiv - oder teilweise nicht mal das – die Verträge abschließen, und dahinter steht dann eine Organisation, die sich um den Rest kümmert. Aber die kleinen und mittleren Leasinggesellschaften werden, vielleicht in etwas modifizierter Form, weiterhin ihre Bedeutung behalten.

**Prof. H.-W.:** Unser Zeitbudget neigt sich leider dem Ende entgegen. Meine letzte Fragerunde an alle Diskutanten. Der Finanzplatz Deutschland - wo sehen sie das größte Defizit und was wäre die wichtigste Maßnahme, um Verbesserungen, wenn sie denn notwendig sind, zu erreichen? Das ist vielleicht mehr eine Zumutung als eine Frage, trotzdem möchte ich sie Ihnen nicht ersparen. Herr Hess, wenn Sie den Anfang machen?

**Prof. Hess:** Das größte Defizit? Ich denke, es gibt einige Defizite. Basel II ist hier sicherlich ein Fortschritt für die Praxis. Aber auch in der Wissenschaft gibt es Defizite. Wenn wir schon vorhin den Kreditinstituten vorgeworfen haben, zu wenig Rating in der Vergangenheit gemacht haben, muss man fairerweise auch sagen, dass die Wissenschaft bislang auch wenig Ansätze hervorgebracht hat, die in der Lage sind, eine wirklich guten Prognose von Ausfällen zu bewerkstelligen. Immerhin sind hier in der letzten Zeit sehr viele neue Aktivitäten zu beobachten. Somit bleibt vielleicht festzuhalten, dass wir sicherlich eine bessere Ausbildung und natürlich mehr Wissenschaft brauchen.

**Prof. H.-W.:** Dafür brauchen wir mehr Geld! ...

**Prof. Hüther:** Lassen Sie mich mal eins voran stellen – wir sollten nicht immer nur über die Defizite reden. Sprechen wir auch über das, wo wir gut sind. Wir haben im internationalen Vergleich eine unbestritten gute Infrastruktur des Finanzmarktes! Es gibt keinen Finanzmarkt, der im Zahlungsverkehr, im Clearing und Settlement so effizient ist wie der deutsche. Wir sind immer geneigt, die negativen Dinge nach vorne zu stellen. Daher war auch der Vergleich zwischen Frankfurt und London etwas schief. Lassen sie uns doch einmal die positiven Eigenschaften festhalten und überlegen, wie diese in Europa transportiert werden können. Gerade mit den Themen Zahlungsverkehr und Finanzmarktintegration wollen wir das mit unserer Finanzstandortinitiative versuchen. Wenn man den Finanzstandort wirklich stärken möchte, sollte endlich die unsinnigen Regulierungen für die private Altersvorsorge beseitigt werden. Die ganze Riesterförderung läuft nicht, weil sie so gestaltet ist, dass die Privaten nicht damit umgehen können. Wir brauchen eine stärkere Mobilisierung der privaten Altersvorsorge. Damit würden wir auch dem Finanzplatz Gutes tun. Wir brauchen mehr Freiheiten bei der Gestaltung der Produkte. Wenn sie überlegen, dass es eine Zertifizierungsbehörde für die Riester-

rente mit 1.000 Beschäftigten gibt, und dass die Gesetzliche Rentenversicherung das Zertifikat selbst nie bekäme, zeigt das die ganze Absurdität des Verfahrens. Die wichtigsten Voraussetzungen für eine stärkere private Altersvorsorge liegen im steuerlichen Bereich und bei den maßgeblichen gesetzlichen Rahmenbedingungen.

**Herr Schulz:** Wir wollen keine weiteren Regulierungen haben. Ich war in den letzten Jahren als Präsident immer im Herbst unterwegs, nur um steuerlichen Unsinn der Regierung abzuwehren. Stichwort „Leasingsteuer“: Jedes Jahr kam sie wieder ins Gesetzgebungsverfahren. Letztes Jahr war es haarscharf davor, dass diese unsinnige Belastung gekommen wäre. Weitere Gesetzesinitiativen waren die Dienstwagensteuer, dann Verlustverrechnung und Mindeststeuer. Die Mindeststeuer macht in Deutschland Projektfinanzierungen unmöglich. Sie betrifft vor allem Leasingobjektgesellschaften, die durch die nicht vorhersehbare Gewerbesteuer dramatisch betroffen sind und teilweise vor der Insolvenz stehen. Ein weiteres Beispiel für die Überregulierung ist der Entwurf zum Prospektprüfungsgesetz. Hiervon sind auch Leasingfonds betroffen, die Eigen- mit Fremdkapital bündeln, um Leasinginvestitionen darzustellen. Auch hier hat die Marktregulierung bisher funktioniert. Der Gesetzentwurf bringt nur mehr Bürokratie, aber keine materiellen Verbesserungen. Deshalb bleibt am Ende nur der Wunsch, die Leasingindustrie nicht durch weitere Steuergesetze oder andere bürokratische Hemmnisse zu behindern, sondern einen der gesunden Wachstumsmotoren der deutschen Volkswirtschaft zu fördern.

**Prof. H.-W.:** Meine Damen und Herren, der Finanzplatz Deutschland ist in Bewegung und dies ist auch notwendig, wenn wir mit der internationalen Entwicklung Schritt halten wollen. Die Diskussion hat gezeigt, dass es keine einfachen Antworten gibt auf die Frage, wohin die Reise geht. Allein schon eine Standortbestimmung fällt schwer. Dies fängt an bei den Banken: Krankt der deutsche Bankensektor, weil es in Deutschland keine Bank gibt, die mit den ganz großen Playern dieser Welt mithalten kann, oder ist die häufig als zersplittert bezeichnete deutsche Bankenlandschaft nicht in Wahrheit ein Musterbeispiel an funktionierendem Wettbewerb zum Wohle der Kunden? Wie sieht es aus mit der Kreditversorgung der deutschen Wirtschaft? Gibt es hier Engpässe, die Investitionen und damit das

Wachstum behindern oder liegen die Wachstumshemmnisse auf ganz anderen Gebieten?

Die Podiumsdiskussion heute hat diese Fragen nicht beantworten können, dies war sicherlich nicht zu erwarten. Es ist uns aber hoffentlich gelungen, etwas mehr Sachlichkeit in die von vielen unbelegten Behauptungen überfrachtete Diskussion hineinzutragen. Hierfür danke ich meinen Diskussionspartnern auf dem Podium, ich danke aber auch Ihnen, die Sie uns ein aufmerksames und fachkundiges Auditorium waren. Ich schliesse damit die Festveranstaltung und darf Sie zu einem Imbiss in das Foyer einladen.



