

Stellungnahme zu Teilaspekten der geplanten Neuordnung des ERP-Sondervermögens (ERP-SV) unter Einbindung der KfW

Prof. Dr. Andreas Pfingsten

(Institut für Kreditwesen der Universität Münster und Finance Center Münster)

- Die Erreichbarkeit der angestrebten Förderbeträge in Höhe von 590 Mio. Euro p.a. kann von mir angesichts fehlender Datengrundlagen nicht beurteilt werden.
- Die Sachgerechtigkeit bzw. Ergebnisneutralität der Einbringung von 2 Mrd. Euro in den Bundeshaushalt im Austausch gegen die Übertragung einer Rücklage in der KfW in Höhe von 1 Mrd. Euro und die Auflösung von Rückstellungen in Höhe von 1 Mrd. Euro (Übernahme durch den Bund) ist nicht so klar, wie sie bei oberflächlicher Betrachtung aussieht.
- Ebenso ist die Marktgerechtigkeit der von der KfW an das ERP-SV für die Überlassung der Förderrücklage und der Nachrangdarlehen zu zahlende Vergütung noch näher zu prüfen, wobei ohnehin aus Sicht des ERP-SV die Wahl dieser beiden Finanzierungsformen nicht zwingend optimal ist.
- Zu prüfen wäre überdies, ob ggf. Anlagen außerhalb der KfW für das ERP-SV vorzuziehen wären, zumal das Sicherheitsargument zu Gunsten der KfW maßgeblich auf der Garantie des Bundes beruht und nicht zwingend für die Erträge (speziell aus der Förderrücklage) gilt.

1. Vorbemerkung

Die Einladung, als Sachverständiger an der Öffentlichen Anhörung des Ausschusses für Wirtschaft und Technologie teilzunehmen, hat mich am 13.04.2007 erreicht. Bis zur Abgabe dieser Stellungnahme am 20.04.2007 für die Sitzung des Ausschusses am 23.04.2007 konnte ich angesichts meiner Verpflichtungen im Rahmen der gerade angelaufenen Lehrveranstaltungen des Sommersemesters nur zu einem kleinen Teil der sich stellenden Fragen Hinweise erarbeiten.

Ich werde in der Folge zum einen auf Punkte eingehen, die mir bei der Durchsicht des Gesetzesentwurfes (samt Begründungen, Stellungnahmen auf Anfragen etc.) aus ökonomischer Perspektive als diskussionswürdig aufgefallen sind. Zum anderen werde ich Themen behandeln, deren

Diskussion vom Ausschussmitglied MdB Fell angeregt wurden, der mich als Sachverständigen vorgeschlagen hat.

2. Zielsetzung und Kosten des ERP-Wirtschaftsförderungsneugesetzes (Überblick)

Laut BT-Drucksache 16/4664 vom 12.03.2007, S. 1-2, ist die Zielsetzung des Gesetzesvorhabers eine Steigerung von Effizienz und Transparenz der Förderangebote des Bundes. Die Gewinnung von Finanzmitteln in Höhe von 2 Mrd. Euro für den Bundeshaushalt steht gemäß dieser Ausführungen nicht (mehr) im Zentrum des Interesses. Sie scheint, nach den knappen Ausführungen zum Thema Kosten, durch eine einfache Umschichtung von Positionen erreichbar zu sein. Im Rahmen der Neuordnung sollen das Kreditmanagement und die Schuldenverwaltung des Bundes vereinfacht werden, indem Schulden von Sondervermögen, hier die des ERP-Sondervermögens, konsequent in die Bundesschulden integriert werden.

Als Ökonom habe ich große Sympathie für Maßnahmen, mit denen die Transparenz, hier speziell die von Fördermaßnahmen, erhöht wird. Damit sind nämlich regelmäßig eine Senkung von Transaktionskosten, eine Verringerung von Marktunvollkommenheiten, eine Verbesserung der Ressourcenallokation und eine Erhöhung der Effizienz verbunden. Ähnliches gilt für die Verbesserung der Transparenz der Schulden des Bundes, bei der zudem eine einheitliche Betrachtung hilft, diejenigen Fehler zu vermeiden, die in der Behavioral Finance unter dem Stichwort „mental accounting“ bekannt sind und die darin bestehen, dass Entscheidungen auf Basis einzelner gedachter Konten (z.B. für unterschiedliche Verwendungszwecke) in der Summe nicht zu dem Ergebnis führen, das aus einer Gesamtschau heraus richtig wäre.

Die an der angegebenen Stelle knappen Ausführungen zu den Kosten werfen allerdings Fragen auf:

1. 1 Mrd. Euro der Zuführung zum Bundeshaushalt werden durch Übertragung von Rechten des BMF an Rücklagen in der KfW finanziert. Zum einen ist festzuhalten, dass sich dadurch die Situation des ERP-SV insofern verschlechtert, als dass liquide Mittel (etwa Bankguthaben) in eine eher illiquide Anlage getauscht werden. Dies muss jedoch nicht unbedingt nachteilig sein, wenn nämlich z.B. problemlos (aber unter Verursachung von Zinskosten) mit dieser Rücklage besicherte Darlehen für das ERP-SV verfügbar sind. Zum anderen wäre wohl noch im Detail zu prüfen, ob der Marktwert der zu übertragenden Rücklage, der grundsätzlich vom Buchwert abweichen kann, tatsächlich genau 1 Mrd. Euro beträgt.
2. Zweite Finanzierungskomponente ist die Auflösung von Rückstellungen des ERP-SV in Höhe von ebenfalls 1 Mrd. Euro. Rückstellungen sind Positionen, die Verpflichtungen an Fremde darstellen, die dem Grunde nach bekannt sind, in ihrer Höhe oder Fälligkeit aber

(noch) nicht genau feststehen. Letztlich stellen sie Schulden dar und werden deshalb dem Fremdkapital zugerechnet. Sieht man einmal davon ab, dass Unternehmen (angeblich) gelegentlich versuchen, aus Gründen von Bilanzpolitik und Steueroptimierung überhöhte Rückstellungen zu bilden oder beizubehalten (Stichwort: stille Reserven), können deshalb Rückstellungen nicht willkürlich aufgelöst werden; entweder droht die Inanspruchnahme oder sie droht nicht. Damit ergeben sich aus meiner Sicht im vorliegenden Fall zwei Möglichkeiten:

- a. Entweder sind die aufzulösenden Rückstellungen nicht (mehr) erforderlich; dann können (und sollten) sie aufgelöst werden und dem ERP-SV zur Verfügung stehen, das sie erwirtschaftet hat.
 - b. Oder die Rückstellungen sind nach wie vor begründet; dann dürfen sie nicht einfach aufgelöst werden, um den Liquiditätsabfluss auf der Aktivseite zu kompensieren, außer wenn ein Dritter, im vorliegenden Fall der Bund (oder, gegen Kompensation, die KfW), die entsprechenden Verpflichtungen übernimmt. In diesem Fall ist zusätzlich dann aber noch die Äquivalenz zu überprüfen, d.h. die vermutliche Inanspruchnahme mit der zur Verfügung gestellten 1 Mrd. Euro zu vergleichen. (Streng genommen müsste hierbei noch über die Höhe eines Laufzeitabschlages und einer Risikoprämie nachgedacht werden, da der tatsächliche Finanzbedarf für die Abdeckung der Rückstellungen nicht sofort und in unsicherer Höhe anfällt. Davon soll hier im Moment abstrahiert werden.)
3. Nach einer reinen Umgruppierung sieht es aus, wenn der Bund die Verbindlichkeiten und die Forderungen des ERP-SV übernimmt. Allerdings könnte hier faktisch eine Verschiebung von Mitteln vorliegen, wenn der *Marktwert* der Verbindlichkeiten vom *Nominalwert* der Forderungen abweicht. Differenzen können z.B. aus unterschiedlichen Laufzeiten oder mangelhafter Werthaltigkeit der Forderungen herrühren. Prinzipiell kann der Wertunterschied, unter einigen Zusatzannahmen, finanzmathematisch berechnet werden. Übrigens soll der Bund gemäß §4 Abs. (2) des ERP-Verwaltungsgesetzes ohnehin für die Verbindlichkeiten des ERP-SV haften. Damit werden vom Bund Risiken übernommen, für die keine ausdrückliche Kompensation angegeben ist.

3. Kapitalanlagen in der KfW

Teile des ERP-SV sollen der KfW zugeführt werden. Die entsprechenden Formulierungen in §6 Abs. (1) des ERP-Verwaltungsgesetzes finde ich für diesen Zweck nicht präzise genug. An der genannten Stelle wird keine Aufteilung auf die beiden Anlageformen (Förderrücklage bzw. Nachrangdarlehen) vorgenommen. Damit ist eine noch deutlichere Stärkung der Kernkapitalbasis der KfW möglich als aus Zahlen an anderer Stelle folgen würde. (Erst in §4 Abs. (3) im „Gesetz zur Mitübernahme der Schulden [...]“ wird ein Betrag von 4,65 Mrd. Euro für die Förderrücklage genannt.)

Zur Frage der aus Sicht des ERP-SV „besten“ Kapitalform, die der KfW zur Verfügung gestellt werden kann, gelten nach wie vor meine diesbezüglichen Ausführungen aus der Vorbereitung der Anhörung am 25.10.2004 (Deutscher Bundestag, Ausschuss für Wirtschaft und Arbeit, Ausschussdrucksache 15(9)1459, S. 14 f.):

Zitat Anfang:

- Fremdkapital hätte mit Blick auf die *Fristigkeit* für das ERP-SV den Vorteil, dass eine Entscheidung, die sich im Nachhinein als ungünstig herausstellt, in absehbarer Zeit korrigiert werden kann. Wirtschaftet die KfW also z.B. nicht so erfolgreich mit dem zur Verfügung gestellten Kapital, wie es den Vorstellungen des ERP-SV entspricht, könnte nach Ablauf der Bindungsdauer eine neue und ggf. andere Anlageentscheidung getroffen werden. Diese Disziplinierungsmöglichkeit durch den Kapitalmarkt ist aus Sicht der Agency-Theory im Übrigen ein Grund, warum insbesondere diejenigen Manager, die von ihren Eigenkapitalgebern relativ wenig überwacht werden, eine gewisse Vorliebe für Eigenkapital haben.
- Die Möglichkeit, auf die *Geschäftspolitik* Einfluss nehmen zu können, spricht aus Sicht des ERP-SV tendenziell für die Wahl von Eigenkapital. Allerdings ist einschränkend zu bemerken, dass bereits über die bisherige Beteiligung Einflussmöglichkeiten bestehen dürften, die u.U. durch eine Erhöhung der Beteiligung nicht gesteigert werden. Zudem bietet, wie oben ausgeführt, die beschränkte Laufzeit des Fremdkapitals marktmäßige Disziplinierungsmöglichkeiten, die ebenfalls mit Einflussnahme einhergehen.
- Der feste *Vergütungsanspruch* für Fremdkapital führt für das ERP-SV zu einer besseren Planbarkeit seiner Kapitalentwicklung bzw. seiner Fördermöglichkeiten. Insbesondere würde damit eine ungünstige Entwicklung der übrigen Aktivitäten der KfW im Normalfall nicht negativ auf das ERP-SV durchschlagen. Auf der anderen Seite entgehen dem ERP-SV damit evtl. Zusatzerträge, die in besonders guten Zeiten anfallen. Aus der Sicht der Vergütung wären also wiederum Rendite-Risiko-Überlegungen relevant.

- Im *Insolvenzfall* werden, wenn man einige Details vernachlässigt, zunächst (ggf. anteilig) die Fremdkapitaltitel bedient und erst dann, sofern noch etwas übrig ist, erhalten auch die Eigenkapitalgeber das eingesetzte Kapital bzw. Teile davon zurück. Für die Verbindlichkeiten der KfW hat m.W. der Bund eine Garantieerklärung abgegeben, so dass – außer im Falle seiner Zahlungseinstellung – kein Insolvenzrisiko der KfW besteht. Zu prüfen wäre allerdings, ob diese Garantie auch gegenüber Miteigentümern wie dem ERP-SV gilt. Wäre das nicht der Fall, so dürfte mit Blick auf das Insolvenzrisiko aus Sicht des ERP-SV Fremdkapital zu bevorzugen sein.

Ist eine eher konservative Anlagestrategie für das ERP-SV gewünscht, was sich mit dem Gebot der Substanzerhaltung begründen ließe, so sprechen die obigen Argumente m.E. eher dafür, *Fremdkapital* zur Verfügung zu stellen. Mit Blick auf erzielbare Zusatzerträge mit begrenztem Risiko sollten dabei vermutlich hybride Formen mit anteiliger Gewinnbeteiligung (z.B. Genussscheine oder Ähnliches) näher untersucht werden.

Zitat Ende.

Vor diesem Hintergrund ist die Optimalität der beiden gewählten Kapitalformen zumindest nicht offensichtlich. Unklar ist zunächst außerdem z.B. die Länge des Zeitraums der Darlehensgewährung, die wichtig dafür ist, wie hoch eine angemessene Verzinsung sein müsste und mit welcher Frist eine Alternativanlage erfolgen könnte. Sollten Nachrangdarlehen sogar unbegrenzt zur Verfügung gestellt werden, so würde damit ein aus Anlegersicht wesentlicher Vorteil dieser Anlageform gegenüber Eigenkapital beseitigt, nämlich die oben angesprochene Möglichkeit, durch Abzugsdrohung am Ende der Laufzeit das Verhalten des Schuldners marktmäßig zu disziplinieren. In §6 Abs. (2) des ERP-Verwaltungsgesetzes fehlt bei der Auflistung spezieller notwendiger Vertragsinhalte (für die Vereinbarung zwischen ERP-SV und KfW) jeglicher Hinweis auf Laufzeiten. Der mir vorliegende Vertragsentwurf für den Durchführungsvertrag zwischen ERP-SV und BMWi vom 26.03.2007 ist in diesem Punkt genauer. So ist dort zwar zunächst nur von einer Staffelung der *Zinsbindungsfristen* die Rede, d.h. von der Länge der Zeiträume mit unveränderlichen Zinssätzen, *Kapitalbindungsdauern*, d.h. die Länge der Zeiträume für die das Geld unwiderruflich überlassen wird, tauchen jedoch dann in §10 auf, wo im wesentlichen von Zeiträumen von 10 Jahren die Rede ist.

Das Erfordernis, eine befristete Kapitalüberlassung mehr als zwei Jahre vor dem vereinbarten Laufzeitende kündigen zu müssen (§7 Abs. (1) des Entwurfs des Durchführungsvertrages), um eine automatische Verlängerung um weitere 10 Jahre zu vermeiden, finde ich befremdlich. Faktisch stellt diese Bestimmung ein Recht zugunsten der KfW dar, für das eine Vergütung, d.h. ein Aufschlag auf den ansonsten zu zahlenden Zinssatz, zu fordern wäre. Bei der Preisfindung ist auch zu berücksichtigen, dass ein unbesichertes Darlehen vorliegt (§9 a.a.O.).

4. Vergütung der Kapitalanlagen

Das leitet direkt über zu der Frage, ob die im Entwurf des Durchführungsvertrages vorgesehenen Vergütungssätze von 4,8 % (Förderrücklage) und 4,5 % (unbesichertes Nachrangdarlehen über 10 Jahre) marktgerecht sind. Zunächst ist dabei zu klären, ob in beiden Fällen von festen Vergütungen oder im ersten Fall von gewinnabhängigen Vergütungen auszugehen ist:

- Eigenkapitaltitel zeichnen sich u.a. dadurch aus, dass eine Teilnahme des Kapitals an Gewinn und Verlust erfolgt und dementsprechend die Vergütung gewinnabhängig ist. Angesichts schwankender Gewinne müsste damit die Höhe der Vergütung der Förderrücklage grundsätzlich schwanken. Ob andere Vereinbarungen – vgl. zu diesem Thema die Stellungnahme von PWC (Dr. Gelhausen) – die Anerkennung als bilanzielles und/oder regulatorisches Eigenkapital verhindern und damit gemäß Stellungnahme der KfW (Matthäus-Maier) die Generierung der Förderbeiträge unmöglich machen würden, vermag ich im Moment nicht zu beurteilen.
- Eine Schwankung der Vergütungen müsste nach den üblichen Vorstellungen am Kapitalmarkt mit zusätzlichen Risikoprämien kompensiert werden. Eine Risikoprämie ist regelmäßig auch dann zu zahlen, wenn Ausfallrisiken bestehen, z.B. auch in der Weise, dass die vereinbarte bzw. erwartete Verzinsung nicht erreicht wird. Um im Detail zu prüfen, bei welchen Geschäftsentwicklungen der KfW ein derartiges Risiko besteht, wären Zusatzinformationen sowie deutlich mehr Zeit für eine Analyse nötig als aktuell zur Verfügung steht.

In der Folge unterstelle ich, dass auch die oben angegebene Verzinsung der Förderrücklage fest sein soll. Die Angemessenheit der Verzinsung müsste, streng genommen, in einem finanzierungstheoretisch fundierten Modell überprüft werden. Darin wären u.a. die folgenden Faktoren zu berücksichtigen: Zinsstruktur am relevanten Kapitalmarkt, Laufzeit des Finanztitels, Liquiditäts- und Volumeneffekte z.B. mittels der Höhe der Emission, Rang der Forderung, weitere Ausstattungsmerkmale wie Kündigungsrechte etc. Das ist kurzfristig (leider) nicht leistbar.

Alternativ könnten börsengehandelte, in ihren wesentlichen Merkmalen ähnliche Finanztitel für einen Vergleich herangezogen werden. Angesichts vieler denkbarer Alternativen (Nachrangdarlehen von Banken und Bausparkassen, Nachrangdarlehen an Landesbanken, Junior-Tranchen aus ABS-Transaktionen u.v.m.), die jeweils in einigen Merkmalen mehr und in anderen weniger ähnlich sind, ist dies ebenfalls eine größere Aufgabe. Nur als erstes Indiz sollen hier aktuelle Renditen von Anleihen der KfW selbst (Quelle: comdirect, 19.04.2007) präsentiert werden:

| WKN | Volumen | Nominalzins | Restlaufzeit | Rendite |
|------------|----------------|--------------------|---------------------|----------------|
| 276 090 | 5 Mrd. | 3,250 % | 1,0 Jahre | 4,109 % |

| | | | | |
|---------|----------|---------|------------|---------|
| 276 083 | 2 Mrd. | 5,250 % | 2,7 Jahre | 4,203 % |
| 276 096 | 4 Mrd. | 2,500 % | 3,5 Jahre | 4,136 % |
| 276 901 | 5 Mrd. | 3,875 % | 6,2 Jahre | 4,237 % |
| 276 098 | 5 Mrd. | 3,500 % | 14,2 Jahre | 4,396 % |
| A0AZA7 | 900 Mio. | 4,250 % | 27,8 Jahre | 4,740 % |

(Beim letzten Finanztitel in der Tabelle handelt es sich um eine etwas anders zu bewertende Inhaberschuldverschreibung.)

Die aktuelle Zinsstruktur für Bundeswertpapiere (Quelle: Website der Deutschen Bundesbank) ist nahezu flach, d.h. die Renditeunterschiede zwischen Papieren mit kurzen und solchen mit langen Laufzeiten sind vergleichsweise gering:

| Datum | 1 Jahr | 2 Jahre | 3 Jahre | 4 Jahre | 5 Jahre | 6 Jahre | 7 Jahre | 8 Jahre | 9 Jahre | 10 Jahre | 11 Jahre | 12 Jahre | 13 Jahre | 14 Jahre | 15 Jahre |
|------------|--------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 2007-04-19 | 4,10 | 4,12 | 4,10 | 4,10 | 4,10 | 4,11 | 4,13 | 4,15 | 4,18 | 4,20 | 4,22 | 4,25 | 4,27 | 4,28 | 4,30 |
| 2007-04-18 | 4,10 | 4,13 | 4,11 | 4,11 | 4,11 | 4,13 | 4,15 | 4,17 | 4,20 | 4,22 | 4,24 | 4,27 | 4,29 | 4,31 | 4,33 |
| 2007-04-17 | 4,13 | 4,17 | 4,17 | 4,17 | 4,18 | 4,20 | 4,22 | 4,25 | 4,28 | 4,31 | 4,33 | 4,36 | 4,38 | 4,40 | 4,42 |
| 2007-04-16 | 4,11 | 4,15 | 4,15 | 4,16 | 4,17 | 4,19 | 4,22 | 4,24 | 4,27 | 4,30 | 4,32 | 4,34 | 4,37 | 4,39 | 4,40 |

Entsprechendes gilt für Pfandbriefe (Quelle wie oben), für die der typische Renditeaufschlag gegenüber Bundeswertpapieren festzustellen ist:

| Datum | 1 Jahr | 2 Jahre | 3 Jahre | 4 Jahre | 5 Jahre | 6 Jahre | 7 Jahre | 8 Jahre | 9 Jahre | 10 Jahre | 11 Jahre | 12 Jahre | 13 Jahre | 14 Jahre | 15 Jahre |
|------------|--------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 2007-04-18 | 4,35 | 4,35 | 4,35 | 4,36 | 4,38 | 4,40 | 4,43 | 4,45 | 4,47 | 4,49 | 4,51 | 4,52 | 4,54 | 4,55 | 4,56 |
| 2007-04-17 | 4,35 | 4,36 | 4,36 | 4,38 | 4,40 | 4,43 | 4,45 | 4,47 | 4,49 | 4,51 | 4,53 | 4,54 | 4,55 | 4,56 | 4,57 |
| 2007-04-16 | 4,35 | 4,36 | 4,36 | 4,39 | 4,41 | 4,44 | 4,46 | 4,48 | 4,50 | 4,51 | 4,52 | 4,53 | 4,54 | 4,55 | 4,55 |
| 2007-04-13 | 4,34 | 4,34 | 4,34 | 4,36 | 4,38 | 4,40 | 4,43 | 4,45 | 4,47 | 4,48 | 4,50 | 4,51 | 4,52 | 4,53 | 4,54 |

Auf Basis dieser wenigen, nur exemplarischen Daten kann die Angemessenheit der geplanten Vergütungen keinesfalls auch nur annähernd abschließend beurteilt werden. Immerhin scheinen die Sätze für Pfandbriefe jedoch zu signalisieren, dass ein Satz von 4,5 % für 10-jährige Nachrangdarlehen nicht eben üppig bemessen ist.

Nun ist sicherlich zu berücksichtigen, dass alle genannten Finanztitel der KfW das Rating Aaa von Moody's haben, das geringe Aufschläge rechtfertigt. Andererseits haben aber auch Pfandbriefe oft eine ähnliche Qualität. Und die sehr guten Ratings der KfW, etwa das AAA von Standard & Poor's vom Oktober 2006 und das AAA von FitchRatings vom Juni 2006, basieren explizit auf der Garantie der Bundesrepublik Deutschland für die KfW. Damit ist gegenwärtig – zukünftig mag das anders aussehen – die Stärkung der Kapitalbasis der KfW meinem Eindruck nach (letztlich kann das nur von den Rating-Agenturen in Erfahrung gebracht werden) *keine* Voraussetzung für die Beibehaltung des Spitzenratings.

5. Alternativen zur Anlage bei der KfW

Die letzten Ausführungen leiten über zu der Frage, ob nicht andere Anlagealternativen, außerhalb der KfW, existieren, die bei einer Neustrukturierung der ERP-SV zu noch besseren Ergebnissen führen würden. Als Entscheidungskriterien hierbei würden im Sinne der Finanzierungstheorie Rendite und Risiko der Anlagen zu beurteilen.

Die Parlamentarische Staatssekretärin Wöhrl hat in ihrer mir vorliegenden Antwort auf die Frage 2/236 des Abgeordneten Fell, welche Gründe gegen eine Anlage des ERP-SV außerhalb der KfW sprächen, schlichtweg auf „die Rentierlichkeit und die Sicherheit der Anlagen“ verwiesen. Ich als Gutachter habe derzeit keine Informationen darüber, ob überhaupt und, falls ja, in welchem Umfang, mit welchen Daten und auf Basis welcher Methodik Vergleiche mit denkbaren Alternativen stattgefunden haben. Ohne Jurist zu sein, schiene mir das als Ökonom nach §5 des Entwurfes für das ERP-Verwaltungsgesetz („Das Sondervermögen [...] ist nach wirtschaftlichen Grundsätzen zu verwalten“ jedenfalls geboten zu sein.

Die Sicherheit der Anlage des ERP-SV in der KfW – wohlgemerkt damit keinesfalls automatisch die Sicherheit der damit zu erzielenden Erträge (s.o.) – rührt ganz wesentlich aus der Haftung des Bundes her und darf damit bei der Bewertung der Bundesschulden nicht übersehen werden. Außerdem wird bei dem beschriebenen Vorgehen natürlich keine sonst übliche und vorteilhafte Diversifikation der Anlagen vorgenommen, sondern die Risikokonzentration auf die KfW gesteigert.