

### Lockruf der Sirenen

In der griechischen Mythologie wird von den Sirenen berichtet, die mit ihren betörenden Gesängen Seefahrer in ihren Bann zogen, sie auf Klippen auflaufen ließen und damit ihren Untergang herbeiführten. Bisweilen wird man an diese Sage erinnert, wenn man den Ursachen der jüngsten internationalen Finanzmarktkrise nachgeht. In Gestalt bis dato wohl beleumundeter Banken kamen die Seefahrer und vernahmten die Mär von sicheren und (!) überdurchschnittlichen Renditen verbrieftter Immobilienkredite, die in nachgerade beliebigen Volumina angeboten und abgesetzt werden konnten. Schnell war die Skepsis verfliegen, die eigentlich hätte zur Enthaltbarkeit raten sollen: Warum wurden topgeratete Produkte mit dauerhaften – und spürbaren – Zinsaufschlägen auf die risikolose Anlage in erstklassigen Staatspapieren verkauft?

Ähnlich den Seefahrern der griechischen Sage fehlte vielen institutionellen Finanzmarktakteuren die gebotene Vorsicht in schwierigen Gewässern und – was noch schwerer wiegen würde – möglicherweise auch die erforderliche Navigationskenntnis. Hinweise, dass die letztgenannte Ursache nicht gänzlich irrelevant gewesen ist, finden sich bei einem Blick auf den „Kompass“ der Finanzmarktkapitäne: Regelmäßig richten sie ihr Schiff nach der Eigenkapitalrendite aus – eine, bei näherem Hinsehen, eher fragwürdige Orientierungsgröße. Nicht selten werden Zielgrößen für das (oder vom) Management vorgegeben, einzelne Bankinstitute in Deutschland halten eine Eigenkapitalrendite von (deutlich) mehr als 15% p.a. für dauerhaft erstrebenswert und erreichbar.

Die Frage ist allerdings: wie? Die Antwort ist mit Hilfe des Leverage-Effekts schnell gefunden. Ist die erwartete (!) Gesamtkapitalrendite höher als der Fremdkapitalzinssatz, dann setzt der optimierende Investor die minimale Menge an Eigenkapital ein, mit der das Projekt realisierbar ist. Der theoretische Idealfall gebietet sogar den völligen Verzicht auf Eigenkapitaleinsatz, die Rendite wäre (rechnerisch) unendlich.

Der kritische Leser könnte einwenden, derartige Modelle seien nur für Theoretiker ernsthaft diskussionswürdig – weit gefehlt! Gerade im institutionellen Finanzsektor lie-

gen die Eigenkapitalquoten z. T. deutlich unter 10%. Die Eigenkapitalrendite wird daher in der Tat in großem Umfang über die Realisierung des Hebeleffektes generiert. Man kann sich überdies leicht klar machen, dass die oben skizzierte Vorgehensweise bei einer gegebenen Anfangsausstattung an Eigenkapital simultan für mehrere Investitionsprojekte praktiziert werden kann („mehrfacher Hebel“). Die Immobilienkrise ist auch für diesen Fall der (unrühmliche) Beleg, dass selbst dieses theoretische Ergebnis von hoher praktischer Relevanz ist.

Aber: Warum wirft man Akteuren vor, dass sie sich verhalten, wie es die Theorie von ihnen erwartet? Weil in jeder Vorlesung zum Hebeleffekt nicht nur auf die Chancen, sondern gleichzeitig (und ausführlich) auf die Risiken dieses Verfahrens hingewiesen wird. Kehrt sich im Laufe des Investitionszeitraumes das Verhältnis zwischen Investitionsrendite und Fremdkapitalzins um, weil etwa der Investitionsertrag (konjunkturbedingt) zurückgegangen ist, entsteht für jede Einheit Fremdkapital nunmehr ein Verlust. Die Konsequenzen sind ebenso offensichtlich wie dramatisch. Aus der ehemals lukrativen Anlage wird ein Existenz gefährdendes Wagnis – die internationale Finanzmarktkrise lässt grüßen.

Selbstverständlich soll hier keineswegs behauptet werden, allein der sorglose Umgang mit dem Leverage-Effekt sei schuld an den massiven Verlusten aus den Immobilienkreditgeschäften. Es sollte aber deutlich geworden sein, dass die Orientierung an einer höchst dubiosen Kennzahl die begangenen Fehler nicht gerade verhindert hat. Gewärtigt man sich darüber hinaus der zahlreichen bilanzpolitischen Gestaltungsspielräume bei der Ermittlung des Periodenerfolges, wird die mangelnde Eignung der Eigenkapitalrentabilität als Orientierungsgröße offenkundig. Eher konservativ operierende Banken haben im langfristigen empirischen Durchschnitt in der Vergangenheit rd. 10% Eigenkapitalrendite erwirtschaftet. Die Erfahrung lehrt, dass deutlich höhere Renditeversprechen mit spürbar höheren Risiken verbunden sind – das sollte sich ein Eigenkapitalgeber stets vor Augen führen.

Prof. Dr. *Horst Gischer*, Magdeburg