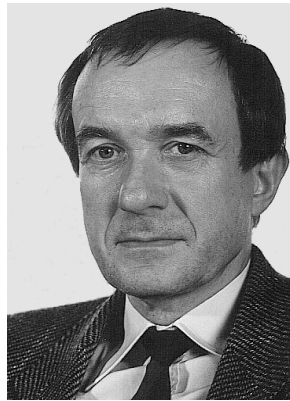


Mit einem Anstieg des DAX um 30% gehören die Aktionäre zu den Gewinnern des vergangenen Jahres. Anders als beim spektakulären Boom vor nunmehr sechs Jahren ist die Kursentwicklung nicht von einem Marktsegment – damals den Technologiewerten – getragen, sondern basiert auf breitem Fundament. Anders als damals, als die Kursphantasie von illusionären Gewinnerwartungen befeuert wurde, wird diesmal der Kursanstieg durch die Gewinnentwicklung unterstützt. Selbst die in den vergangenen Jahren arg gebeutelten Banken haben wieder Fuß gefaßt. War es zeitweise zweifelhaft, ob es künftig überhaupt noch eine deutsche Großbank geben wird, meldete kürzlich die Deutsche Bank AG für die ersten drei Quartale 2005 eine Eigenkapitalrendite vor Steuern von 28% (dies entspricht einer Rendite nach Steuern von 15%) und übertraf damit bereits das vom Vorstand gesetzte langfristige Ziel von 25%. Auch die kürzlich noch als Übernahmekandidat durchgereichte Commerzbank AG konnte ihre angestrebte Eigenkapitalrendite nach Steuern von 8% auf 10% heraufsetzen; dies wären brutto rund 15%.

Berechtigt die gute Stimmung auf den – nicht nur deutschen – Aktienbörsen die Erwartung, daß der langersehnte Aufschwung, der auch auf dem Arbeitsmarkt nachhaltig Besserung verspricht, endlich in Sicht ist? Hier ist allein schon deshalb Skepsis angebracht, weil die Gewinne deutscher Konzerne großenteils im Ausland erwirtschaftet werden. Bei der Deutschen Bank stammen die Gewinne überdies überwiegend aus dem Investmentbanking, einem höchstprofitablen Segment, für das relativ wenige höchstbezahlte Spezialisten verantwortlich sind.



Hans-Hagen Härtel

Frühling an den Aktienbörsen

Dagegen hinkt die Ertragslage im personalintensiven Massengeschäft noch hinterher.

Skeptisch stimmen aber auch die – nicht nur in Deutschland – angestrebten und realisierten Renditeziele, die jeglichen Kontakt mit der Rendite für festverzinsliche Wertpapiere (Umlaufrendite gut 3%) verloren haben. Früher galt die Faustregel, daß sich die Eigenkapitalrendite von Aktiengesellschaften in der Nähe des mit Staatsanleihen erzielbaren Realzinses plus einer nicht üppigen Risikomarge bewegt. Sie lag in der Vergangenheit bei börsennotierten Standardwerten im Trend durchaus im einstelligen Bereich.

Heute klappt aber zwischen der geforderten Eigenkapitalrendite nach Steuern und dem Kapitalmarktzins eine Lücke von 10 Prozentpunkten und mehr. Dies heißt aber: Die heutigen Vorstände von Aktiengesellschaften stellen erheblich höhere Anforderungen als früher, sie scheuen Investments, die frühere Vorstände fraglos riskiert hätten. Die hohen Renditeanforderungen von heute gehen damit vordergründig zu Lasten von Beschäftigungsmöglichkeiten.

Diese gravierende Änderung verlangt nach Erklärung, doch es scheint, daß die ökonomische Zunft dies ebenso wenig thematisiert wie die Explosion der Managergehälter. Im folgenden wird versucht, eine plausible Hypothese für die ehrgeizigen Renditeziele zu formulieren. Die Renditeansprüche werden den Vorständen nicht vom Markt, also von den Aktionären, vorgegeben; die Aktionäre der Deutschen Bank begnügten sich im Jahre 2004 mit einer Dividende von 3%, bezogen auf den damaligen Börsenkurs. Die Bank ist auf frisches Eigenkapital auch nicht angewiesen, sie hat vielmehr in den letzten Jahren Aktien aufgekauft.

Das Ziel des Vorstandes ist letztlich, den Börsenkurs in die Höhe zu treiben. Das Motiv dürfte weniger der eigene Profit aus Aktienoptionen sein als die Abwehr von unliebsamen Übernahmen. Auch die ehrgeizigen Renditeziele dienen diesem Zweck, denn sie regen die Kursphantasie der Anleger an. Zudem stärkten sie die Kriegskasse für eigene Fusionsvorhaben. Daneben dürften die Vorstände angesichts der gestiegenen Volatilität im Bankgeschäft darauf bedacht sein, für Krisenzeiten Vorsorge zu treffen. Gerade das Investmentbanking ist äußerst abhängig von den Personen und von den Fusionsaktivitäten. Niemand weiß auch, ob die hohen Margen auf Dauer Bestand haben.

Man mag es beklagen, daß für die Vorstände der großen Aktiengesellschaften die Schaffung von Arbeitsplätzen in Deutschland trotz der guten Ertragslage keinen Vorrang hat. Sie dafür aber als unanständig zu brandmarken, ist nicht angebracht. Für die Sicherung des Standortes und der Arbeitsplätze sind gut verdienende Unternehmen allemal besser als notleidende.