

# BÖRSENBLATT

## FÜR DIE GEBILDETEN STÄNDE

Nr. 83, Juni 2012

### Warum wir keine Bankaktien haben

*„The directors of such [joint-stock] companies, however, being the managers rather of other people’s money than of their own, it cannot well be expected, that they should watch over it with the same anxious vigilance with which the partners in a private copartnery frequently watch over their own.... Negligence and profusion, therefore, must always prevail, more or less, in the management of the affairs of such a company.“*

Adam Smith

Adam Smith, Begründer der modernen Ökonomie, Moralphilosoph aus der Schottischen Schule, später auch Fürstenerzieher und Leiter der Zollbehörde zu Edinburgh, hat viel gesehen und gehört im Leben. Er hat Voltaire in Genf besucht, war ein guter Freund von David Hume und ein verlässlicher Berater des jüngeren William Pitt. Smith war jedenfalls ein Mann mit Erfahrungen und so argumentiert er in seinen Schriften auch selten aus obersten Prinzipien, sondern vielmehr aus dem prallen Leben.

Heute ist einer der gängigen Vorwürfe gegen Smith, er habe in seinem Buch über den *Wohlstand der Nationen* (1776) nicht die heraufziehende Industrielle Revolution und damit das Entstehen des Kapitalismus gesehen. Adam Smiths Welt ist die der persönlich haftenden Kaufleute und erdverbundenen Bauern. Die Aktiengesellschaft sieht er mit großem Misstrauen und billigt ihr keine große Zukunft zu. Damit entgeht ihm in der Tat die entscheidende Rolle, die die großen und permanenten Kapitalstöcke der Aktiengesellschaften in der Entwicklung der Wirtschaft gespielt haben.



Adam Smith

Smith mag die Aktiengesellschaft nicht, weil die Anteilseigner auf der einen Seite und das Management auf der anderen Seite falsche Anreize haben. Die Anteilseigner haften nicht mit ihrem ganzen Vermögen und in der Regel ist auch nur ein sehr kleiner Teil des Vermögens in einer einzelnen AG investiert. Der Anleger stellt sein Kapital der Firma zur

Verfügung und erhält dafür ein Rundum-Sorglos-Paket. Wenn es gut geht, bekommt er Geld ohne etwas dafür tun zu müssen. Wenn es schief geht, ist allenfalls das eingesetzte Kapital fort, mehr aber auch nicht. Dieses Paket führt nach Smith bei den Anlegern zu einer gewissen Verblödung. Sie interessieren sich nicht wirklich für die Geschäfte der Firma, an der sie beteiligt sind und wenden sich lieber angenehmeren (Un)Tätigkeiten zu.

Das Management der Aktiengesellschaft hingegen ist in der glücklichen Lage, Geld zur Verfügung zu haben, ohne einem interessierten Eigner wirklich Rechenschaft ablegen zu müssen. Jahresversammlungen der Aktionäre sind von der Stimmung her ja oft einem Platzkonzert in einem Kurort ähnlich. Der Vortrag gilt einem älteren, mäßig verständigen Publikum mit viel Zeit. Das verlockt die Firmenchefs dazu, das investierte Geld möglichst nicht zurückzuzahlen. Dazu haben sie zwei Möglichkeiten: Sie können es entweder investieren, egal ob sinnvoll oder nicht. Oder sie können sich daran machen, einen möglichst großen Teil der Gewinne in die eigene Tasche zu wirtschaften. Jedenfalls verhalten sich die Chefs von Aktiengesellschaften nicht wie Unternehmer, so Smith, weil sie weder dessen Risiko noch dessen langfristige Perspektive haben. Zum Beweis listet Smith seine schlechten Erfahrungen mit allerlei Überseeunternehmungen auf, bei denen die Aktionäre allesamt das Nachsehen hatten.

Aktiengesellschaften machen daher in Adam Smiths Augen nur Sinn in Branchen, wo wenig unternehmerische Kreativität und ein unvermeidlich hoher Kapitalstock gefordert ist. Damit meint er Wasserversorger, Straßenbauer (wir würden heute sagen: Infrastrukturunternehmen) und Banken. Wären die Banken doch nie kreativ geworden!

### **Ein schwarzes Loch für Aktionäre**

Es gibt Branchen, in denen man sein Geld grundsätzlich nicht anlegen will. So war es beispielsweise fast immer bei Eisenbahnaktien: Erst waren sie unglaublich teuer, weil den Eisenbahnen die Zukunft gehörte, in derselben Weise wie sie heute den sozialen Medien gehört. Die hohen Kosten für die Entwicklung des Geschäftsmodells und die geringen Gewinne in der Gegenwart wurden mehr als kompensiert von der Vorstellung, dass eines Tages alle Waren eines Kontinents über die Gleise der Eisenbahngesellschaft rollen würden.

Dann, als dieser Traum vorbei war, passierte die nächste Katastrophe, denn die Regierungen und die Gewerkschaften nahmen sich der Branche an. Die Eisenbahngesellschaften wurden in vielen Ländern verstaatlicht oder sehr stark reguliert. Hohe Löhne und beamtenartige Sozialleistungen sorgten dafür, dass die Unternehmen immer defizitär waren und vom Steuerzahler alimentiert werden mussten.

Als Investition waren Eisenbahnen fast immer eine Katastrophe, wie man noch heute an der Griechischen Staatsbahn ablesen kann, die ein Überbleibsel aus der Zeit des Staatsmonopolkapitalismus ist. Sie macht einen Umsatz von € 100 Millionen, hat einen Personalaufwand von € 400 Millionen und € 300 Millionen an sonstigen Ausgaben. Das Durchschnittsgehalt eines griechischen Eisenbahners liegt bei € 65.000 und es käme den Staat wohl billiger, wenn man sämtliche Bahnpassagiere in Taxis chauffieren würde.

Aber auch solche Zustände sind nicht für die Ewigkeit. In den USA etwa sind, nachdem etliche Gesellschaften pleite gemacht haben und das Bahnnetz grausam geschrumpft ist, die Bedingungen wieder von den wirtschaftlichen Realitäten geprägt. Gewerkschaften, Regierung und Kapitalgeber kooperieren und alle sind zufrieden.

Aber bis es so weit war, hat es über 100 Jahre gedauert.

### Banken ohne Geschäftsmodell

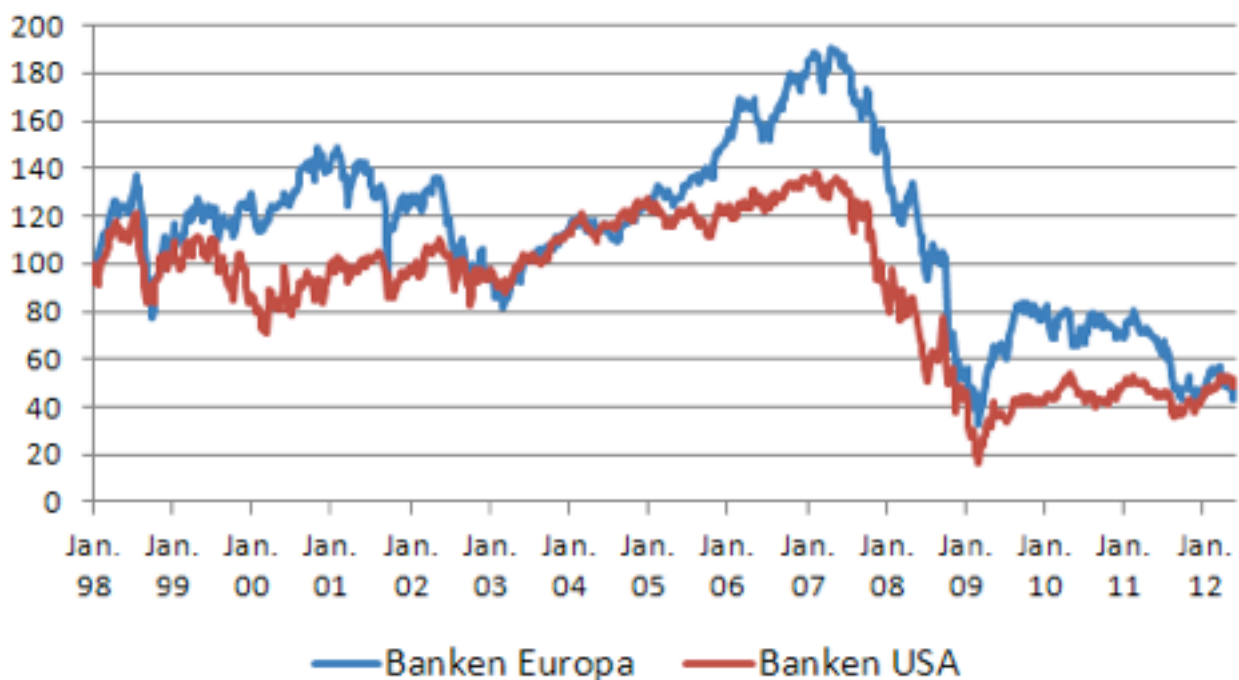
Sieht man sich heute den Bankensektor an, so denkt man zunächst nicht an die Eisenbahn, sondern an ganz dringende Probleme mit den Kreditbüchern. In Europa sind viele überschuldete Regierungen darauf angewiesen, dass Banken mit schwachem Eigenkapital und einer Menge fauler Kredite ihnen ihre Anleihen abkaufen. Dieses Paar wirkt wie zwei angeschlagene Boxer, die nur so lange stehen bleiben, wie sie sich an einander lehnen können. In diesem Licht wird der Bankensektor heute fast ausschließlich diskutiert.

Aber tatsächlich sind die Banken - neben den akuten Problemen - heute in einer ähnlichen Situation wie die Eisenbahnen im 20. Jahrhundert. Am Ende des Tunnels ist leider kein Geschäftsmodell mehr, das ist in den letzten 10 Jahren verloren gegangen.

Auf der einen Seite haben die Banken Personal, das in jeder Hinsicht überbezahlt ist. Das gilt nicht für die Schalterbeamten und das klassische Kreditgeschäft, wohl aber für den großen Rest des Geschäfts. Investmentbanker, Fondsmanager, Private Banker, etc. sind viel zu teuer im Verhältnis zum BMW-Ingenieur (der eine solide Ausbildung hat und rechnen kann), zur messbaren Leistung (der Mehrwert gegenüber dem Zufall ist oft nicht auszumachen) und zu dem, was für den Aktionär übrig geblieben ist. In den Banken haben die meisten Angestellten hervorragend verdient, während für die Aktionäre in der letzten halben Generation nur Verluste verzeichnet werden konnten.

Damit ist bei den Banken genau das passiert, wovor Adam Smith gewarnt hatte: Zu viele Angestellte haben sich eher um das eigene Wohlergehen gekümmert als um das der Aktionäre. Sie sind mit dem Geld des Unternehmens nicht so umgegangen, als wäre es ihr Eigenes.

### 15 Jahre Elend: Zeit für eine Aktionärsrevolte?



Die Unternehmen haben ihre Kostenstrukturen - d.h. im wesentlichen die Gehälter - an die extrem guten 90er-Jahre angepasst. Nun kommen sie davon nicht mehr los. Aber da bei den Aktionären nichts mehr zu holen ist, werden die Banken früher oder später mehr einnehmen müssen als sie ausgeben. Wenn es mit den Einnahmen aber nicht mehr so läuft unter der genauen Beobachtung durch die Regulierer, dann werden wohl die Ausgaben und damit die Gehälter sinken müssen. Solange davon aber nicht die Rede ist, kann der Bankensektor insgesamt kein gutes Investment sein.<sup>1</sup> Unternehmen, die unter normalen wirtschaftlichen Bedingungen (normale Risiken, normale Zinsen, normales Wachstum) nicht in der Lage sind, Geld zu verdienen, verschwinden über kurz oder lang oder werden verstaatlicht. Für Aktionäre ist das jedenfalls keine schöne Aussicht. Der Verlust von etwa 50% des Börsenwertes innerhalb von 15 Jahren war wohl noch nicht alles.

Mit ihrer Kostenstruktur haben Banken nur Geld verdient, solange sie große Risiken eingehen konnten und das Wetter schön war. Dagegen wenden sich nun aber die Regierungen. Sie regulieren das Geschäft immer stärker und sagen den Banken, wie sie ihr Geschäft zu führen haben. Vor allen Dingen verlangen sie mehr Eigenkapital, damit die Banken stabiler sind, und sie reduzieren den in guten Jahren sehr profitablen Eigenhandel. Die Banken sehen sich gezwungen, immer stärker in Staatsanleihen der Heimatländer zu investieren, und haben einen immer kleineren Hebel, mit dem sie ihr Geschäft betreiben können. Je kleiner der Hebel, desto geringer

fallen aber die Verdienstmöglichkeiten der Banken aus.

Viele Banken sind nun - trotz des billigen Geldes von den Zentralbanken - kaum noch profitabel. Sollte sich die Zinslandschaft jemals normalisieren, werden sie das Gegenteil von profitabel sein. Einige Banken beschwerten sich schon, dass sie ohne den großen Hebel nicht arbeiten können und dass sie das Kreditvolumen deutlich einschränken werden, wenn die Aufsicht die Vorschriften nicht lockert.

Nicht nur die Aktionäre, auch die Anleihegläubiger haben offensichtlich Grund zur Skepsis. Anleihen von Banken mit hervorragendem Rating handeln auf demselben Niveau wie die Anleihen von Industrieunternehmen mit Ramsch-Rating. Die Investoren glauben den Bankbilanzen schlicht nicht. Das gilt nicht nur für die Banken aus Lateineuropa. Daraus spricht ein tiefes Misstrauen der Branche sich selbst gegenüber, ihre Probleme in den Griff zu bekommen.

Angesichts ihrer hohen Lohnkosten und der starken Regulierung wird die Branche auf der Suche nach einem neuen Geschäftsmodell sein. Sollte sie keines finden - und davon ist auszugehen - dann wird es ihr, eingezwängt zwischen hohen Löhnen und starker Regulierung, ergehen wie den Eisenbahnen. Bis sich die Gehälter der Realität angepasst haben, bleiben die Banken ein attraktiver Arbeitsplatz und ein mieses Investment. Adam Smith hat das gut beobachtet.

Dr. Georg v. Wallwitz, CFA  
+49-89-255 466-0

DISCLAIMER: Dieser Artikel enthält die gegenwärtigen Meinungen des Autors, aber nicht notwendigerweise die der Eyb & Wallwitz Vermögensmanagement. GmbH. Diese Meinungen können sich jederzeit ändern, ohne dass dies mitgeteilt wird. Der Artikel dient der Unterhaltung und Belehrung und ist kein Anlagevorschlag bezüglich irgendeines Wertpapiers, eines Produkts oder einer Strategie. Die Informationen, die für diesen Artikel verarbeitet worden sind, kommen aus Quellen, die der Autor für verlässlich hält, für die er aber nicht garantieren kann. Die Quelle für die Grafiken ist, so weit nicht anders vermerkt, Bloomberg.

<sup>1</sup> Einzelne Banken haben ihre Kosten nach wie vor im Griff. Die vorstehende Verzweiflung an der Kostenstruktur der Banken trifft auf die Branche insgesamt zu, nicht auf die Ausnahmen, die die Regel bestätigen.