



MARKTVERHALTEN 15/12/2017

Aktien für alle!

von MARIUS KLEINHEYER

- Die „Volksaktie“ war für eine nachhaltige „Aktienkultur“ der falsche Weg.
- Die Aktienemissionen von Volkswagen und Telekom haben gezeigt, dass Kleinaktionäre in riskante Anlagen gelockt wurden.
- Zur „Aktienkultur“ gehören ein langfristiger Anlagehorizont und eine breite Diversifikation des Portfolios.

In Deutschland fehlt eine nachhaltige Aktienkultur. Ludwig Erhard wollte dieses Ziel mit der Emission von Volksaktien erreichen. Sein Hauptanliegen war die Verbreitung einer Eigentümer-Gesinnung in weiten Teilen der Bevölkerung. Dieses Ziel ist auch heute von herausragender wirtschaftspolitischer Bedeutung. Die Volksaktie ist aber grundsätzlich der falsche Weg. In den frühen Jahren der Bundesrepublik hat sich bereits gezeigt, dass die Aktienkultur nicht gefördert wird, indem unerfahrene Anleger in riskante Anlagen gelockt werden. Stattdessen wird dadurch das langfristige Vertrauen in die Aktienanlage zerstört. Öffentlichkeitswirksame Börsengänge im Zuge von Privatisierungsprozessen sind dabei besonders gefährlich. Werden diese genutzt, um Aktien unter das Volk zu bringen, so werden die zwei wichtigsten Voraussetzungen für die Entstehung einer Aktienkultur zerstört: Der Fokus auf einen langen Anlagehorizont und der Aufbau eines breit diversifizierten Portfolios.

Gute Absichten

In den 1950er und 1960er Jahren war die Volksaktie Gegenstand intensiver wirtschaftspolitischer Debatten in Deutschland. Anlass dazu war die (Teil-) Privatisierung der Volkswagenwerk GmbH (heute Volkswagen AG), der Preussag (heute TUI AG) und der Veba (heute E.on AG). Mit „Volksaktien“ sollte der deutsche Sparer an Unternehmensbeteiligungen herangeführt werden. Charakteristisch für die Volksaktie in dieser Zeit war, dass kleingestückelte Anteile des Staates an Bundesunternehmen mit Sozialbonus möglichst breit gestreut verkauft werden sollten. Kennzeichen waren zudem eine Stimmrechtsbegrenzung für die Volksaktionäre und eine Mindesthaltedauer. Eine klare Definition für das Konzept der Volksaktie gelang indes nicht. Es bestand noch nicht einmal Einigkeit, ob Preussag- oder VW-Aktien in dieses Konzept



passen würden.¹ Eine eigene Kategorie für das Konzept der Volksaktien wurde im Aktienrecht angedacht, aber schließlich nicht umgesetzt.²

Die Vorläufer des Konzepts der deutschen Volksaktie finden sich in den USA und in Österreich. In den USA herrschten jedoch andere Voraussetzungen. Dort lässt sich zum einen eine Neigung zu Unternehmensbeteiligungen aufgrund der geschichtlichen Entwicklung vermuten. Das zu einer Gesellschaft von Einwanderern passende und in der Verfassung garantierte Leitmotiv „pursuit of happiness“ ist bis heute Sinnbild eines besonderen Pioniergeistes, der sich günstig auf das unternehmerische Klima auswirkt. Zudem begünstigte die Etablierung des Trennbankensystems im Zuge der Great Depression die breite Vermarktung des Wertpapiergeschäftes und des Investmentbanking. In diesem Kontext gab es auch in Amerika Schlüsselmomente, ähnlich der Volksaktienbewegung, die Einfluss auf die Streuung des Aktienbesitzes hatte. 1956 fand die große Aktienemission der Ford Motor Company statt. Die Aktien des Unternehmens waren bis dahin fast ausschließlich in Familienbesitz und der Ford Foundation geblieben. Der Börsengang war in erster Linie absatzpolitisch motiviert und kam ohne Gesetzesinitiative aus. Man erhoffte sich von Seiten der Geschäftsführung, dass die vielen Aktionäre auch ein Auto „ihres“ Unternehmens kaufen würden.³

In Österreich waren die Verhältnisse denen in Deutschland sehr viel ähnlicher. Dort sollten die nach dem Zweiten Weltkrieg verstaatlichten Großbanken Creditanstalt-Bankverein und Österreichische Länderbank wieder privatisiert

werden. Dafür wurde der Begriff „Volksaktie“ geprägt. Die Entwicklung in Österreich diente als direktes Vorbild für die deutsche Initiative. Wie in Deutschland hat sich jedoch auch in Österreich daraus keine Aktienkultur entwickelt.

Das Schlagwort der politischen Debatte in Deutschland war der „Volkskapitalismus“. Dieses Konzept, das maßgeblich von Ludwig Erhard geprägt wurde, umfasste drei Dimensionen, die mit den Volksaktien abgedeckt werden sollten. Zunächst sollte sich aus ordnungspolitischen Motiven die Bundesrepublik von Teilen ihres Betriebsvermögens trennen, das ihr aus Preußen und dem Deutschen Reich zugefallen war. Durch die Privatisierungsprozesse sollte der organisierte Kapitalmarkt aufgebaut und auf ein breites Fundament gestellt werden. Zweitens sollten mit der Volksaktie sozialpolitische Ziele erreicht werden. Die Aktien wurden bevorzugt und zu Sonderkonditionen an Haushalte mit geringem Einkommen herausgegeben, um die Vermögensbildung einkommensschwacher Bevölkerungsgruppen zu fördern. Der entscheidende Aspekt für Erhard war allerdings die gesellschaftspolitische Dimension. Sie stellte die eigentliche Begründung für seine vermögenspolitischen Ziele dar. Mit der Beteiligung der Menschen an Produktivvermögen sollte eine allgemeine Eigentümer-Gesinnung in der deutschen Bevölkerung gefördert werden. Bevorzugte Bezieher bekamen einen Sozialrabatt auf den Ausgabekurs.⁴

Die Eigentümer-Gesinnung bei Ludwig Erhard

Für Ludwig Erhard waren sozialpolitische Maßnahmen nur dann sinnvoll, wenn sie auf freiwilliger Basis und nicht auf Zwang aufbauten. In einem Brief an Theodor Blank, damaliger Bundesminister für Arbeit und Sozialordnung, nimmt Erhard 1957 zu einem gesetzlichen

¹ Dietrich Yorck (1996) „Vom Miteigentum zur Vermögenspolitik“, Droste: Düsseldorf, S.335

² Thomas Hartmann-Wendels, „Von der Volksaktie zur Altersvorsorge – eine Chronologie“, Zeitschrift für das gesamte Kreditwesen, 13/2008, S.591

³ Axel Lindner(1964), „Die Volksaktienbewegung in Deutschland“, P.G.Keller: Winterthur, S.42f.

⁴ Willgerodt, Hans et. al. (1971) „Vermögen für Alle“, Econ-Verlag: Düsseldorf, S. 275



Zwang zur Eigentumsbildung Stellung: „Aber die entscheidende Wirkung, auf die es uns doch ankommt, wird auf diese Weise nicht erreicht. Ich fürchte sogar, dass sich unsere Bestrebungen in ihr Gegenteil verkehren und gerade nicht der Verselbständigung des Denkens, der Gestaltung der äußeren Existenz aus eigener Verantwortung und der vollen Einordnung des Arbeiters in unsere Wirtschafts- und Gesellschaftsordnung dient, die nun einmal auf der Freiheit der individuellen Entscheidung gerade auf diesem Gebiet basiert.“⁵ Stattdessen sieht Erhard die freiwillige Investition in Aktien, beziehungsweise die direkte und indirekte Beteiligung an Produktivvermögen als oberstes Ziel. Die Volksaktie erschien ihm als das geeignete Instrument. In einem Interview mit dem Spiegel⁶ im Jahr 1957 bezeichnete er die Idee sogar als seinen Lieblingsgedanken und beklagte, dass die Deutschen noch kein inniges Verhältnis zu dieser Form des Eigentums gewonnen hätten.

Die Selbstverantwortlichkeit für das eigene Schicksal ist nicht nur Versprechen, sondern eine zentrale Forderung der Sozialen Marktwirtschaft im Sinne von Ludwig Erhard. Eigentum ist dabei kein Selbstzweck, sondern Mittel zur freien und verantwortlichen Lebensplanung. Insbesondere die Bezieher von Einkommen aus unselbstständiger Arbeit nehmen durch das Eigentum am Produktivvermögen die Perspektive des Eigentümers ein. Dafür ist ein freier, breit gestreuter Kapitalmarkt wichtig.

Mit der Volksaktie war auch eine politische Strategie Erhards verbunden. Er wollte dem sozialdemokratischen Konzept einer staatlich dirigierten Umverteilung und Angleichung der Eigentumsverhältnisse die Idee des „Volkskapitalis-

mus“ entgegensetzen.⁷ Letztlich stand auf deutschem Boden die junge Soziale Marktwirtschaft in direkter Konkurrenz mit dem marxistischen Konzept der Abschaffung jeglichen Privateigentums an Produktionsmitteln. Zu beachten ist in diesem Kontext, dass die SPD erst 1959 auf dem Godesberger Parteitag ihren offiziellen Abschied vom Sozialismus verkündete. Die Volksaktie war damit auch ein Versuch, den ökonomischen Grundkonflikt der Moderne zwischen Arbeit und Kapital, also die soziale Frage, aufzulösen.

In seiner Rede anlässlich der Einweihung des neuen Börsensaals in Frankfurt 1957 betonte Erhard: „Es ist unbedingt notwendig, im deutschen Volke das Gefühl für individuelles frei verfügbares, d.h. nicht anonymes Eigentum zu wecken. Jene verlogene Art der Eigentumsbildung, dass irgendwo in der Hand des Staates sich ein Kollektivvermögen bildet, und ich als Staatsbürger bin sozusagen daran beteiligt...“⁸ Der unheilvolle Drang zum umfassenden Versorgungsstaat, so Erhard, führe zur Schaffung des sozialen Untertans.⁹

Eigentum ist für Erhard mehr als der tatsächliche Anspruch auf materielle Güter. Erst das Eigentum, das sich in der Hand und unter der Letztverantwortung des Eigentümers bildet, kann seinen Zweck erfüllen und zur individuellen Entfaltung und Gestaltung der Persönlichkeit befähigen. Um es anschaulich zu formulieren, es ist ein wesentlicher kultureller Unterschied, ob Essen zentral ausgegeben wird oder ob man selber zwischen einer Vielzahl von Restaurants entscheiden kann, selbst wenn man annimmt, dass beide Varianten satt machen. Im Bundestag erklärte Erhard, es gehe ihm um „eine geis-

⁵ Brief an Theodor Blank vom 7. Mai 1957, siehe: <http://www.ludwig-erhard.de/wp-content/uploads/GeschichteSopoD-1945.pdf>

⁶ Spiegel-Interview vom 20. Februar 1957, siehe: <http://www.spiegel.de/spiegel/print/d-41120520.html>

⁷ Heidrun Edelmann, Privatisierung als Sozialpolitik. „Volksaktien“ und Volkswagenwerk, in: Jahrbuch für Wirtschaftsgeschichte 1999, Seiten 55 ff.

⁸ Rede anlässlich der Einweihung des neuen Börsensaals der Wertpapierbörse Frankfurt a.M. am 9. Februar 1957, Archiv der Ludwig-Erhard-Stiftung

⁹ Ludwig Erhard (1957), „Wohlstand für Alle“, Econ-Verlag: Düsseldorf, S.252



tige und seelische Befreiung des Menschen von zu viel Staat und von zu viel kollektiver Abhängigkeit.“¹⁰

Ein wichtiger Aspekt für Ludwig Erhard war die Einordnung vermögenspolitischer Maßnahmen in das Gesamtkonzept des ökonomischen Ordnungsrahmens. Immer wieder verweist er dabei auf die Wichtigkeit der Geldwertstabilität als unabdingbare Voraussetzung für echten sozialen Fortschritt.

Die Privatisierung von Volkswagen

Volkswagen erschien bereits durch den Namen prädestiniert für die erste Volksaktie. Der VW-Käfer war das Symbol der aufstrebenden Bundesrepublik im Wirtschaftswunder und das Unternehmen erwirtschaftete Gewinne. Die Idee der Privatisierung im Allgemeinen und die Durchführung bei Volkswagen im Speziellen waren trotzdem hoch umstritten. Streitigkeiten über die Eigentumsverhältnisse zogen die Privatisierungsverhandlungen über vier Jahre hin. Schließlich wurden 60 Prozent des Aktienkapitals in Privateigentum überführt, je 20 Prozent behielten der Bund und das Land Niedersachsen. Während sich der Bund 1988 von seinem Anteil getrennt hat, hält das Land Niedersachsen nach wie vor seinen Anteil am Unternehmen. Grundlage ist das VW-Gesetz. Der 20 Prozent Anteil von Niedersachsen ist mit einem Vetorecht mit Sperrminorität für Kapitalmaßnahmen und Satzungsänderungen ausgestattet. Die vollständige Privatisierung wurde somit nie abgeschlossen. Das politische Ziel war, feindliche Übernahmen, insbesondere aus dem Ausland abzuwehren. Für den Aktionär hingegen bedeutet das VW-Gesetz die Einschränkung der Eigentumsrechte der Aktienbesitzer. Der Börsenwert der VW Aktie war damit systematisch

gegenüber anderen Automobilherstellern wie Daimler oder BMW benachteiligt. Zusätzlich lässt sich argumentieren, dass durch politische Einflussnahme der Effizienz- und Innovationsdruck schwächer ausgeprägt ist.¹¹

Das Grundkapital wurde vor der Privatisierung vom Bundesschatzministerium auf 600 Millionen DM festgesetzt. Heinrich Nordhoff, Geschäftsführer und dann erster Vorstandsvorsitzende der Volkswagenwerk AG war gegen eine hohe Eigenkapitalaustattung, denn er fürchtete, dass hohe Dividendenzahlungen die Bewegungsfreiheit des Unternehmens einschränken würden. Doch genau diese Aussicht auf hohe Dividenden sollten die potentiellen Volksaktionäre zum Kauf ermuntern.¹²

Im Herbst 1960 startete die Werbekampagne für die VW-Aktie. Es wurden Anzeigen in 100 Tageszeitungen geschaltet. Neben Plakat und Prospektaktionen wurden 17 Millionen Postwurfsendungen verschickt und der Werbefilm „Von Menschen, Geld und Liebe“ produziert.¹³

Als im Januar 1961 die Frist für die erste Zeichnung begann, wurde ein Ausgabekurs von 350 DM je 100 DM Nennwert vereinbart. Bis zum Ende der Zeichnungsfrist im März 1961 meldeten sich über 1,5 Millionen Interessierte, darunter 63.000 von 65.000 Belegschaftsangehörigen.¹⁴ Ihre Zeichnungsanträge wurden bis zu einem Nennwert von 1.000 DM, also bis zu 10 Aktien, bevorzugt behandelt. Danach wurde an die Berechtigten des Sozialrabatts zugeteilt. Bei einem Jahreseinkommen von 6.000 DM (Ehe-

¹⁰ Deutscher Bundestag, Zweite Wahlperiode, 214. Sitzung vom 31. Mai 1957; Stenographische Berichte, Bd. 37, S. 12596-12600

¹¹ Claus Döring (2015) „Es ist höchste Zeit, das VW Gesetz abzuschaffen“, Festrede anlässlich der Verleihung des Ludwig Erhard Preises für Wirtschaftspublizistik

¹² Rainer Nicolaysen (2002) „Der lange Weg zur VolkswagenStiftung“ Vandenhoeck&Ruprecht: Göttingen S.389

¹³ Rainer Nicolaysen (2002) „Der lange Weg zur VolkswagenStiftung“ Vandenhoeck&Ruprecht: Göttingen S.389

¹³ Der Spiegel, 28. April 1965, siehe: <http://www.spiegel.de/spiegel/print/d-46272408.html>

¹⁴ Der Spiegel, , 28. April 1965, 18/1965 S.34 siehe: <http://www.spiegel.de/spiegel/print/d-46272408.html>



paare 12.000 DM) gab es einen Abschlag vom Kaufpreis von 20 %. Bei einem Jahreseinkommen bis 8.000 DM (Ehepaare 16.000 DM) betrug der Nachlass 10 %. Die Empfänger konnten bis zu fünf Aktien vergünstigt erwerben. Bei mehr als zwei Kindern kam noch ein Nachlass von 5 % dazu.¹⁵ Die Inanspruchnahme von Sozialrabatten bedeutete die Verpflichtung zur Einhaltung einer zweijährigen Sperrfrist bis zum Verkauf.¹⁶ Es entwickelte sich ein Run auf die Aktie, am Ende war sie zu 85 % überzeichnet. Jeder Zeichnungsberechtigte bekam zwei Aktien zugeteilt, über die dritte entschied das Los.¹⁷ Mit dem Erlös der Privatisierung wurde die Volkswagen-Stiftung gegründet.¹⁸

Am ersten Handelstag im April 1961 notierte die Aktie bei 750 DM. Am 6. Juni 1961 erreichte die Aktie einen vorläufigen Höchstkurs von 1.110 DM. Danach zeigte der Kurs einen langfristigen Trend nach unten (Abbildung 1).

Im Rückblick zeigt sich, dass die Volkswagenaktie vor allem für diejenigen ein Gewinn war, die das Papier am Anfang erhalten und möglichst früh wieder verkauft haben. Der langfristig orientierte Kleinsparer, also die eigentliche Zielgruppe der Volksaktie, musste nach anfänglichem Kursfeuerwerk ein langfristig sinkendes Kursniveau akzeptieren (Abbildung 2).

Politisch blieb die Aktie auch nach der Emission im Gespräch. „Der Spiegel“ titelte am 19. April 1961 „Auf dem Schleuderbrett“ und warf der Bundesregierung vor, Geschenke für die Bun-

destagswahl im September 1961 zu verteilen.¹⁹ Die Gewerkschaften warfen der Regierung Verschleuderung von Bundesvermögen vor.²⁰ Einige der Interessenten, die nicht berücksichtigt wurden, zogen vor das Bundesverfassungsgericht. Dies wies die Klage zwar zurück, in der Bevölkerung blieb aber bei Vielen der Eindruck eines krummen Geschäfts zurück.²¹

Eine Auswertung des Zeichnungsergebnisses kommt zu der Feststellung, dass nur etwa 8 % der Aktionäre Arbeiter waren. Auffällig dagegen war die Zahl der Angestellten, Hausfrauen, und Pensionäre (Abbildung 3). Es kursierten Vermutungen, dass über Strohmänner beträchtliche Spekulationsgeschäfte getätigt wurden.²² Aktien konnten vor der Zahlungsabrechnung („Settlement“) wieder verkauft werden. Insbesondere in den ersten Monaten wurde dadurch ein kräftiger Spekulationsgewinn realisierbar, ohne einen Pfennig zu investieren. Dass man dafür den Sozialrabatt zurückzahlen musste fiel nicht weiter ins Gewicht. Bereits im November 1961 haben 20 % der Ersterwerber ihre Aktie wieder verkauft. Auf der anderen Seite zeigen Untersuchungen, dass Ende 1965 noch 69 % der VW-Aktien in den Händen der Erstzeichner lagen.²³

Die Privatisierung der Preussag

Zwar war die Volksaktie konzeptionell eng verbunden mit dem Volkswagenwerk, das erste Unternehmen, das unter dem Label privatisiert wurde war allerdings die Preussag (Preußische Bergwerks- und Hütten AG). Ende der fünfziger Jahre brauchte die Preussag unbedingt Kapital und die Bundesregierung war der Auffassung,

¹⁵ Rainer Nicolaysen (2002) „Der lange Weg zur VolkswagenStiftung“ Vandenhoeck&Ruprecht: Göttingen, S.389

¹⁶ Thomas Hartmann-Wendels, „Von der Volksaktie zur Altersvorsorge – eine Chronologie“, Zeitschrift für das gesamte Kreditwesen, 13/2008, S.591

¹⁷ Dietrich Yorck (1996) „Eigentum für Jeden“, Droste: Düsseldorf, S.332

¹⁸ s. ausführlich dazu Rainer Nicolaysen (2002) „Der lange Weg zur VolkswagenStiftung“ Vandenhoeck&Ruprecht: Göttingen

¹⁹ Der Spiegel, 19. April 1961, siehe: <http://www.spiegel.de/spiegel/print/d-43160845.html>

²⁰ Kurt Hirche (1961), Das Experiment der Volksaktie, Bund-Verlag: Köln, S.119

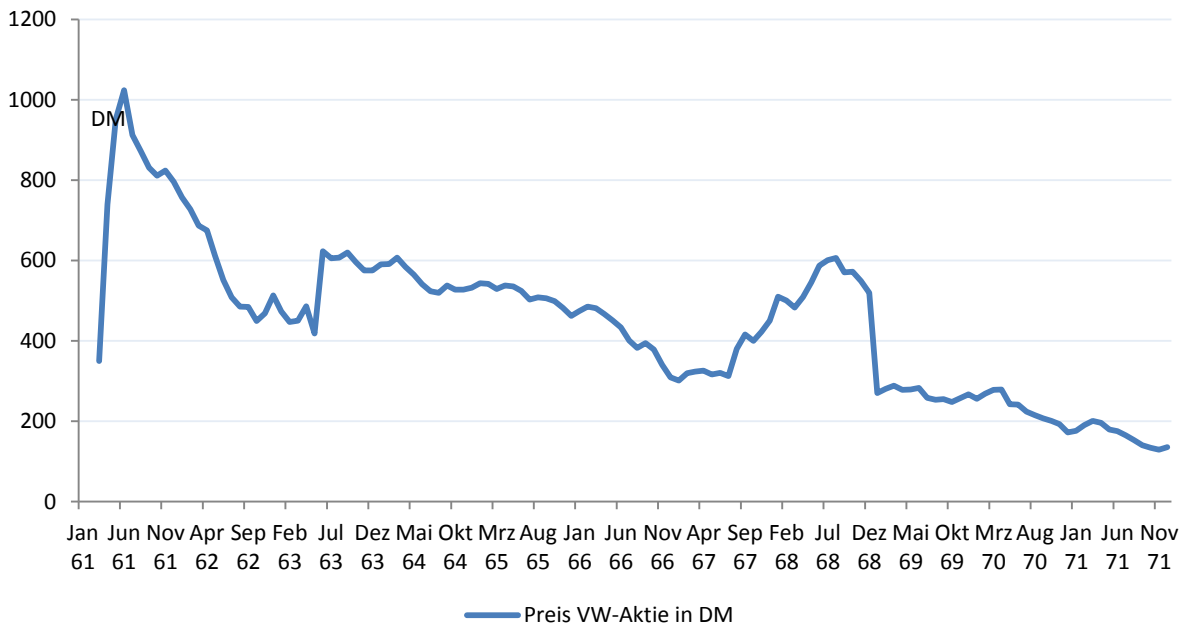
²¹ Rainer Nicolaysen (2002) „Der lange Weg zur VolkswagenStiftung“ Vandenhoeck&Ruprecht: Göttingen, S.391

²² Dietrich Yorck (1996), Eigentum für Jeden, Droste: Düsseldorf, S.333

²³ Dietrich Yorck (1996), Eigentum für Jeden, Droste: Düsseldorf, S.333

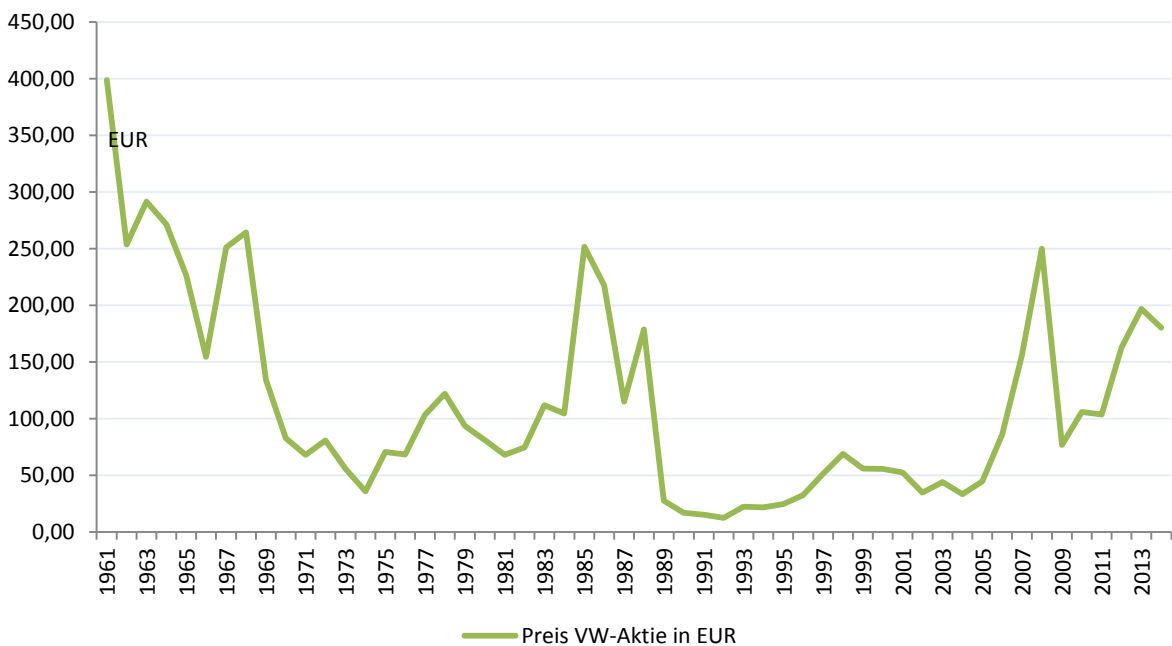


Abbildung 1: Aktienkursentwicklung VW-Stammaktie auf Basis des Monatsdurchschnitts April 1961- Dezember 1971



Quelle: Aufzeichnungen Lehrstuhl Professor Hartmann-Wendels (Universität Köln) und eigene Berechnungen Flossbach von Storch Research Institute

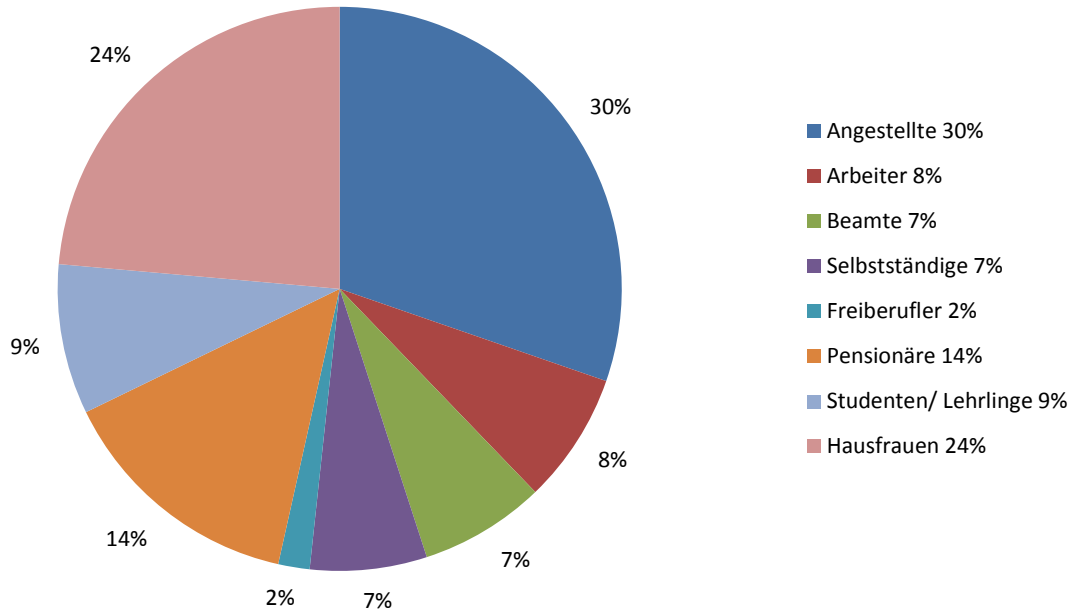
Abbildung 2: Aktienkursentwicklung VW-Stammaktie auf Basis der Jahresendkurse 1961-2014



Quelle: Volkswagen Investor Relations und eigene Berechnungen Flossbach von Storch Research Institute



Abbildung 3: Zeichnungsergebnis nach Berufsgruppen



Quelle: Rainer Nicolaysen „Der lange Weg zur VolkswagenStiftung“ S.391 und eigene Berechnungen Flossbach von Storch Research Institute

dass dafür keine Gelder aus dem Haushalt zur Verfügung gestellt werden sollten.²⁴ Da sich die Preussag als Tochterunternehmen der VEBA nur mittelbar im Bundesbesitz befand, war für die Teilprivatisierung kein eigenes Gesetz notwendig und der Prozess lief schneller.²⁵ Die Idee der Volksaktie, die bereits für den Fall Volkswagen entwickelt war, wurde 1959 bei der Teilprivatisierung der Preussag zum ersten Mal in der Praxis angewendet.

Die Begleitumstände waren der späteren Volkswagen-Privatisierung sehr ähnlich. Nur Personen mit einem Familienjahreseinkommen bis zu 16.000 DM konnten das Papier kaufen. Der Kurs wurde mit 145 DM auf 100 DM Nennwert festgelegt. Die Aktie war um das Dreifache

überzeichnet. Im November 1960 notierte das Papier bei 261 DM. Mehr als 200.000 Menschen machten von dem Angebot Gebrauch. Der Gesamterlös der Teilprivatisierung betrug am Ende 120 Mio. DM.²⁶ Die Preussag Privatisierung profitierte von der größten Nachkriegshausse an der deutschen Börse, die erst 1961 endete. Die Kursgewinne veranlassten allerdings viele Anleger, sich kurz nach der Zeichnung mit Gewinn wieder von ihren Papieren zu trennen.

Spätling Deutsche Telekom

Obwohl die Erfahrung mit den Volksaktien der 1960er Jahre eine Warnung hätte sein können, unternahm die deutsche Bundesregierung nach dem Herauslösen des Fernmeldegeschäfts aus der früheren Deutschen Bundespost im Rahmen der zweiten Postreform im Jahr 1995 einen er-

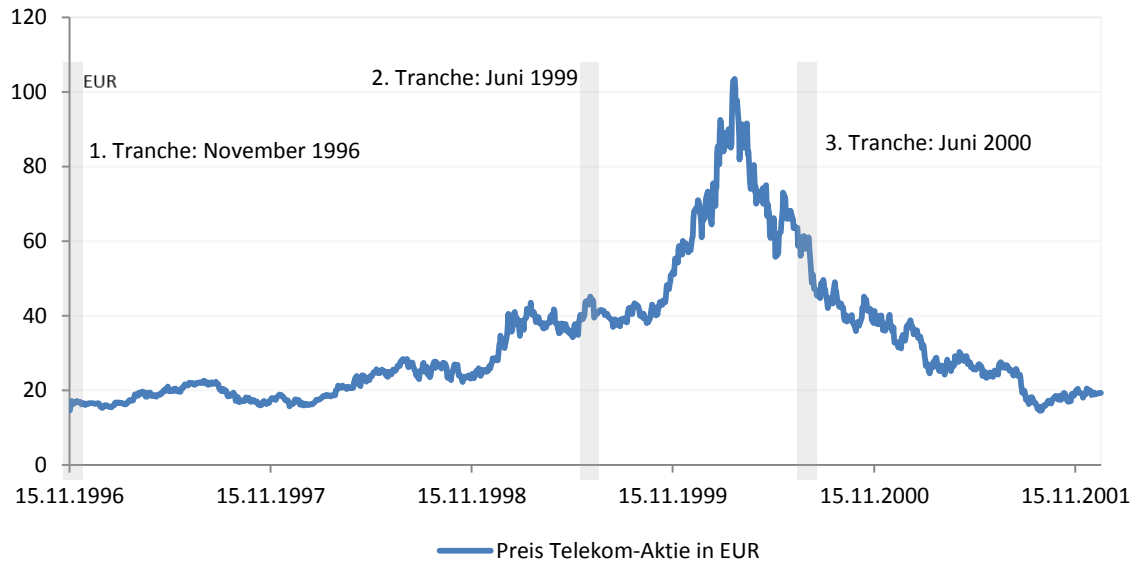
²⁴ Heiner Radzio (1979) „Unternehmen Energie“, Econ-Verlag: Düsseldorf, S. 192

²⁵ Achim von Loesch „Die Privatisierung mittels Volksaktien im Rahmen der Vermögenspolitik“, S.138, in: Helmut Bredde (Hrsg.) (1988) „Privatisierung und die Zukunft der öffentlichen Wirtschaft“, Nomos: Baden-Baden

²⁶ Achim von Loesch „Die Privatisierung mittels Volksaktien im Rahmen der Vermögenspolitik“, S.138, in: Helmut Bredde (Hrsg.) (1988) „Privatisierung und die Zukunft der öffentlichen Wirtschaft“, Nomos: Baden-Baden



Abbildung 4: Aktienkursentwicklung der Telekom November 1996 - 2002



Quelle: Reuters und eigene Berechnungen Flossbach von Storch Research Institute

neuten Anlauf zur Popularisierung von Aktien. Unter dem 1995 eingesetzten Vorstandsvorsitzenden Ron Sommer erfolgte am 18. November 1996 der Börsengang der Telekom. Es handelt sich um den bis dahin größten Börsengang der Welt. Nicht nur in Frankfurt, auch auf den Handelsplätzen in Tokio und New York konnte das Papier gehandelt werden.

Zwar gab es weder Sozialrabatte noch bevorzugte Zuteilung von Aktien an Kleinanleger, doch die Telekom sollte als Volksaktie vermarktet werden. Das Unternehmen investierte rund 100 Millionen DM in eine umfassende Werbekampagne. Unter anderem mit dem populären „Tatortkommissar“ Manfred Krug wurde der Begriff der T-Aktie geprägt. Ron Sommer war die schillernde Persönlichkeit des Börsengangs. Er gab die Parole aus: "Die T-Aktie soll eine echte Volksaktie werden."²⁷ Fatalerweise ließ sich Sommer auch den Spruch entlocken: „Die T-Aktie wird so sicher wie eine vererbte Zusatz-

rente sein.“²⁸ Später wollte er von einer Volksaktie nichts mehr wissen. Im Februar 2002 gab Sommer zu Protokoll: „Volksaktien haben wir noch nie verkauft, auch die T-Aktie ist keine Volksaktie.“²⁹ Tatsache ist, dass Millionen Deutsche vom „Aktienfieber“ erfasst wurden. Für die rund 700 Millionen T-Aktien lagen nicht weniger als 3,6 Milliarden Bestellungen vor. 1,9 Millionen Kleinanleger kauften die Papiere. Der Einstandskurs lag bei 14,57 Euro (28,50 DM). Der Börsengang brachte der Telekom 20 Milliarden DM ein.

Auf den Börsengang 1996 folgten noch zwei weitere Tranchen. Die zweite folgte im Juni 1999 emittiert zu einem Kurs von umgerechnet 39,50 Euro. Die dritte Tranche wurde bereits nach dem Allzeithoch zu 66,50 Euro im Juni 2000 emittiert (Abbildung 4). Bei jeder Platzierung waren deutsche Kleinanleger mit großem Enthusiasmus dabei.

²⁷ Süddeutsche Zeitung, 21. Mai 2010, siehe: <http://www.sueddeutsche.de/geld/boersengang-der-deutschen-telekom-im-jahre-der-kult-um-das-t-1.879052>

²⁸ Der Tagesspiegel, 18. November 2016, siehe: <http://www.tagesspiegel.de/wirtschaft/20-jahre-telekom-boersengang-eine-aktie-fuers-volk/14852362.html>

²⁹ Thomas Hartmann-Wendels, „Von der Volksaktie zur Altersvorsorge – eine Chronologie“, Zeitschrift für das gesamte Kreditwesen, 13/2008, S.588



Wertberichtigungsbedarf auf das Immobilienvermögen und kostspielige Beteiligungen auf dem amerikanischen Mobilfunkmarkt lösten bei den T-Aktien Sparern Verunsicherung aus.³⁰ Zusätzlich belasteten die Preise für UMTS-Lizenzen das Ergebnis. Der Aktienkurs bleibt bis heute weit unter dem Preis der zweiten und dritten Tranche zurück. Ein langjähriger Musterprozess, angestrengt von etwa 17.000 Kleinanlegern, dauert an.

Ähnlich wie bei den Volksaktien der 1960er Jahre lohnte sich nur die Spekulation mit der Aktie statt der langfristigen Beteiligung am Unternehmen.

Enttäuschte Erwartungen

Volksaktien haben nicht dazu geführt, dass die langfristige Geldanlage in Aktien bei deutschen Sparern populär wurde. Im Gegenteil, die Erfahrung mit den Volksaktien, die mit der T-Aktie erneuert wurde, hat das Vorurteil gestärkt, dass Aktien etwas für „Zocker“ sind. Insbesondere die Zielgruppe der Arbeiter, beziehungsweise der einkommensschwachen Schichten hatten am Ende des „Jahrzehnts der Volksaktien“ in den 1960er Jahren nach wie vor keinen signifikanten Anteil am Aktienbesitz (Abbildung 5). So besaßen nur 6 % aller Arbeiter-Haushalte Aktien, die überwiegende Mehrheit davon ausschließlich Volksaktien. Lediglich 0,6 % aller Arbeiter-Haushalte verfügten 1969 sowohl über Volksaktien als auch über sonstige Aktien. Der Anteil der Menschen, der neben einer Volksaktie weiteres Aktienkapital gebildet hat, ist sehr gering, insbesondere bei den Arbeitern (Abbildung 6).

Im Rückblick zeigt sich außerdem, dass die Volksaktien-Emissionen Ende der fünfziger und Anfang der sechziger Jahre in die Zeit am Ende

eines langanhaltenden Kursaufschwungs gefallen sind. In den sechziger Jahren war die Kursentwicklung auf dem Aktienmarkt negativ (Abbildung 7). Die Dividendenrendite war geringer als bei festverzinslichen Wertpapieren (Abbildung 8).

Falsche Versprechungen

Zwar sind die Absichten von Ludwig Erhard aller Ehren wert, doch hat die Volksaktie gravierende konzeptionelle Mängel. Letztlich widerspricht sie den Maßgaben der Diversifikation und betont auch nicht die notwendige Regelmäßigkeit der zu leistenden Beiträge für die Vermögensbildung.

Eine große öffentlichkeitswirksame Aktienemission im Zuge einer Privatisierung gibt immer Anlass zu Spekulationen. Insbesondere für Kleinanleger ohne größere Erfahrungen mit Aktienanlagen ist dieses Segment ungeeignet. Die Probleme der Volksaktien zeigen sich in vielen Details.

(i) Volksaktie als Modewort

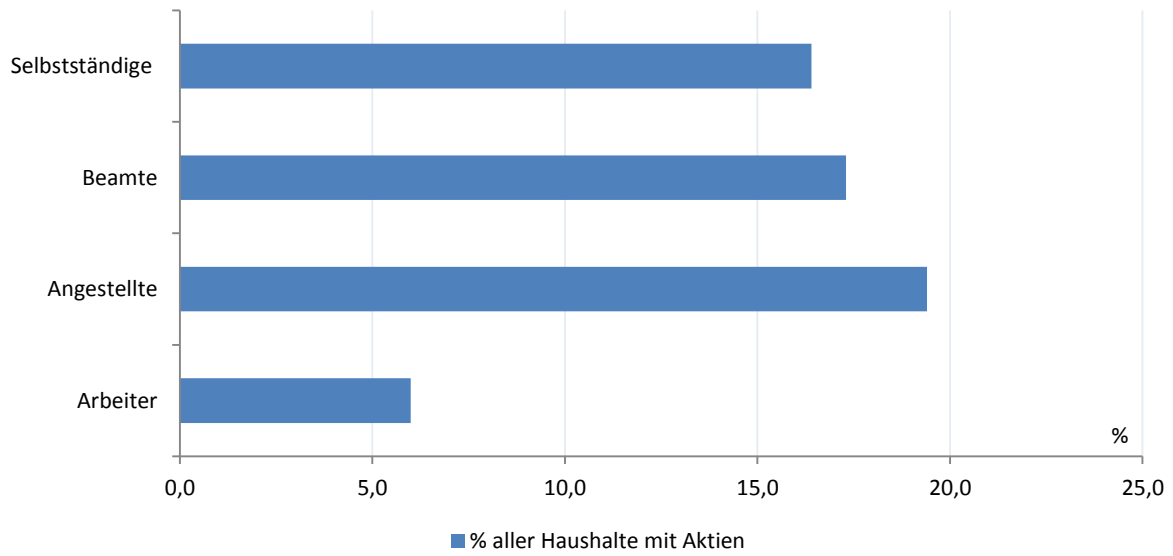
Während Erhard in seiner politischen Zielsetzung, im Nachhinein betrachtet, zu viel auf einmal wollte, hatte die Situation der Aktienmarkthausse Anfang des Jahrtausends nur noch wenig mit der ursprünglichen Idee der Volksaktie gemeinsam. In der jüngeren Geschichte kehrte der Begriff als Modewort zurück in den Markt. Beflügelt durch den erfolgreichen Start der Telekomaktie und der Börsen-Hausse Ende der 90er Jahre wurden einige Börsengänge mit dem Label Volksaktie versehen. Den Anfang machte Infineon im März 2000. Im April folgte T-Online und im November die Deutsche Post.³¹ Der Volksaktie haftet per se der Makel des Zeitgeistigen an.

³⁰ Nicole Munk (2003) „Die T-Aktie als Marke – staatliche und private Einflussnahme zur Kurspflege einer Volksaktie“, S.37f.

³¹ Thomas Hartmann-Wendels, „Von der Volksaktie zur Altersvorsorge – eine Chronologie“, Zeitschrift für das gesamte Kreditwesen, 13/2008, S.588

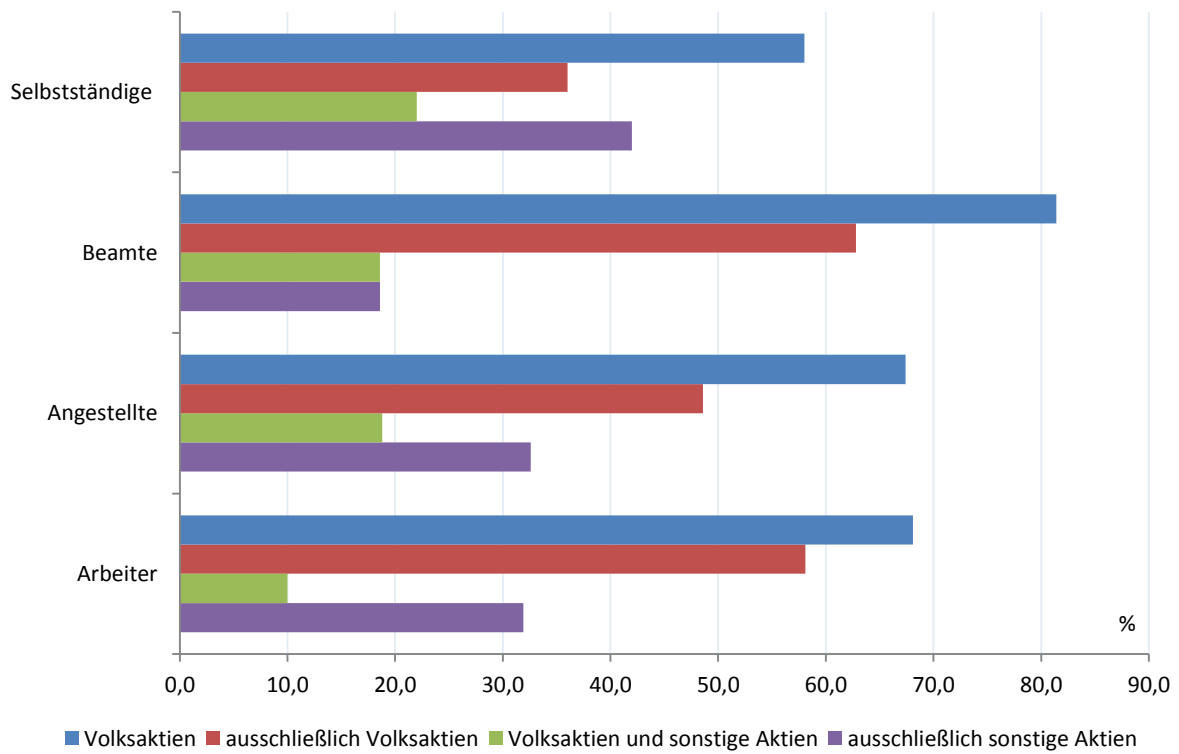


Abbildung 5: Struktur des Aktienbesitzes der privaten Haushalte nach sozialer Stellung (31.12.1969)



Quelle: Willgerodt (1971) „Eigentum für Alle“, S.58 und eigene Berechnungen Flossbach von Storch Research Institute

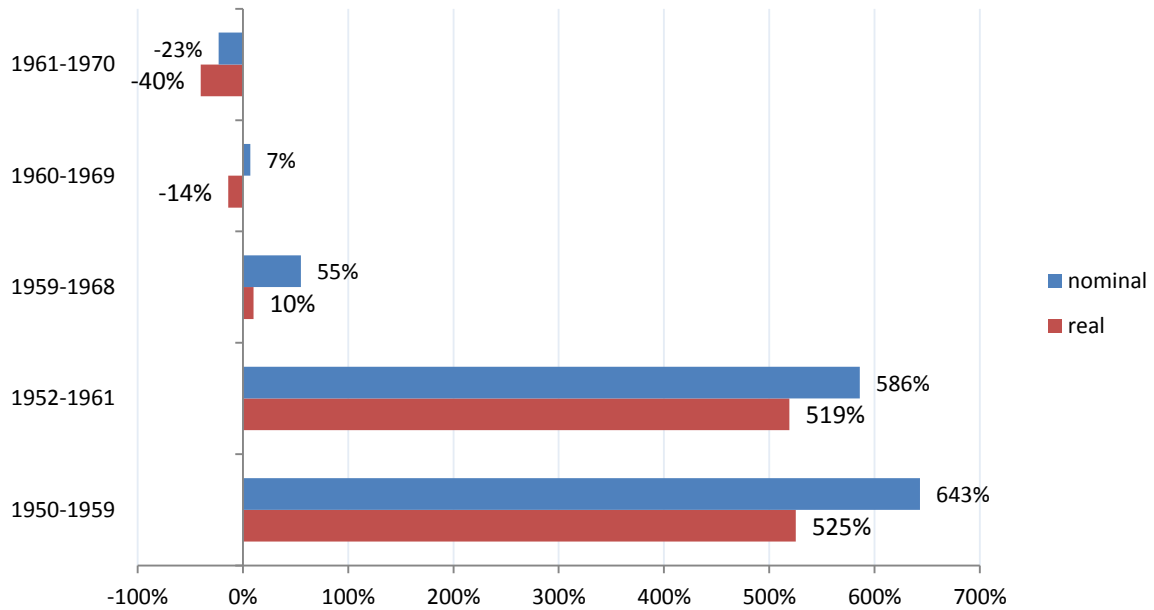
Abbildung 6: Anteil der Volksaktien in den Portfolios privater Haushalte (31.12.1969)



Quelle: Willgerodt (1971) „Eigentum für Alle“ S.60 und eigene Berechnungen Flossbach von Storch Research Institute

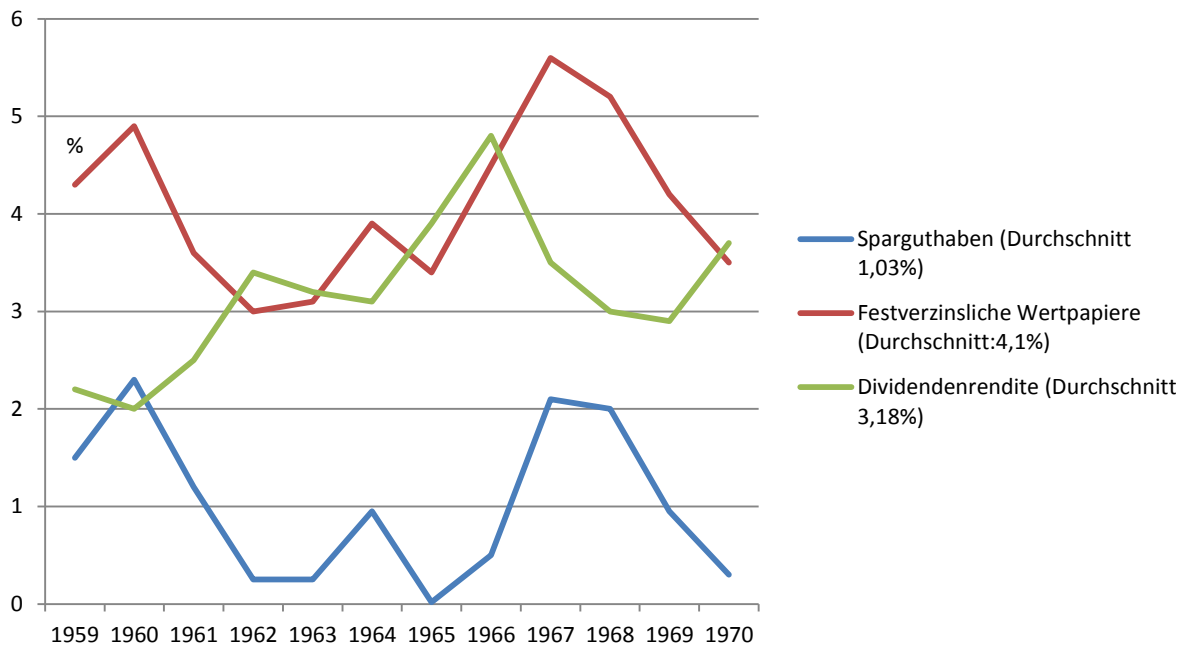


Abbildung 7: Ausgewählte 10-Jahresvergleiche für die Entwicklung der Kurse deutscher Aktien auf der Basis des Index der F.A.Z.



Quelle: Willgerodt (1971) „Vermögen für Alle“, S. 100 und eigene Berechnungen Flossbach von Storch Research Institute

Abbildung 8: Zinsen und Renditen von Sparguthaben, festverzinslichen Wertpapieren und Aktien im Vergleich



Quelle: Willgerodt (1971) „Vermögen für Alle“, S.60 und eigene Berechnungen Flossbach von Storch Research Institute



(ii) Kurzfristiges Gewinninteresse vs. langfristiger kultureller Wandel

Sowohl bei der Emission der VW-Aktie als auch in der Krise am Neuen Markt hat sich ein grundsätzliches Missverständnis der Deutschen in Bezug auf Aktien gezeigt: Die Aktie ist kein Instrument für schnellen Reichtum ohne großen Aufwand. Das war auch nie das Versprechen der Marktwirtschaft.

Letztlich spiegeln die Anlageentscheidungen vieler Menschen tief verankerte kulturelle Vorstellungen über Geld und Marktwirtschaft wieder. Europa und insbesondere Deutschland waren immer ein bankenbasiertes System, indem die Sparer engen Kontakt zu ihrer „Hausbank“ gehalten haben. Kapitalmärkte wurden in der Wahrnehmung vieler Menschen als das Spielfeld der Wohlhabenden und Spekulanten betrachtet. Die angelsächsische Welt lässt sich traditionell eher als ein marktbasierendes System definieren. Der Kapitalmarkt ist sehr viel breiter und tiefer als in Europa. Die Gründe sind primär in der Mentalität und folgerichtig auch in der Politik zu finden. Eine große Aktienemission des deutschen Staats ist nicht in diesem Kontext eingebettet und erzeugt eher den Eindruck einmaliger kurzfristiger Geschenke mit staatlicher Unterstützung. Die Volksaktie wirkt so, als würde man versuchen, einer Gruppe von Jugendlichen mit Freibier beizubringen, dass ein Glas Rotwein am Abend den Blutdruck senken kann.

(iii) Emissionskurs

Bereits die Preisfindung des Emissionskurses stellte sich als ein problematisches politisches Unterfangen heraus. Sind bei einem „Initial Public Offering“ (IPO) bereits komplizierte Bewertungsfragen über den Zustand des Unternehmens zu klären, kommt bei der Volksaktien-Emission noch der öffentliche Druck verschiedener Interessensgruppen hinzu. Ist der Kurs zu niedrig entsteht der Verdacht des Stimmenkaufs

für Wahlen oder der Vergeudung öffentlichen Unternehmensbesitzes. Wird der Kurs für zu hoch bewertet, gerät die sozialpolitische Motivation in Zweifel. Betriebswirtschaftliche Überlegungen auf Grund der Ertrags- und Liquiditätssituation werden überschattet von dem Wunsch des Gesetzgebers, die Aktienemission zu einem vollen Erfolg in der Öffentlichkeit werden zu lassen.

(iv) Frustrationstoleranz

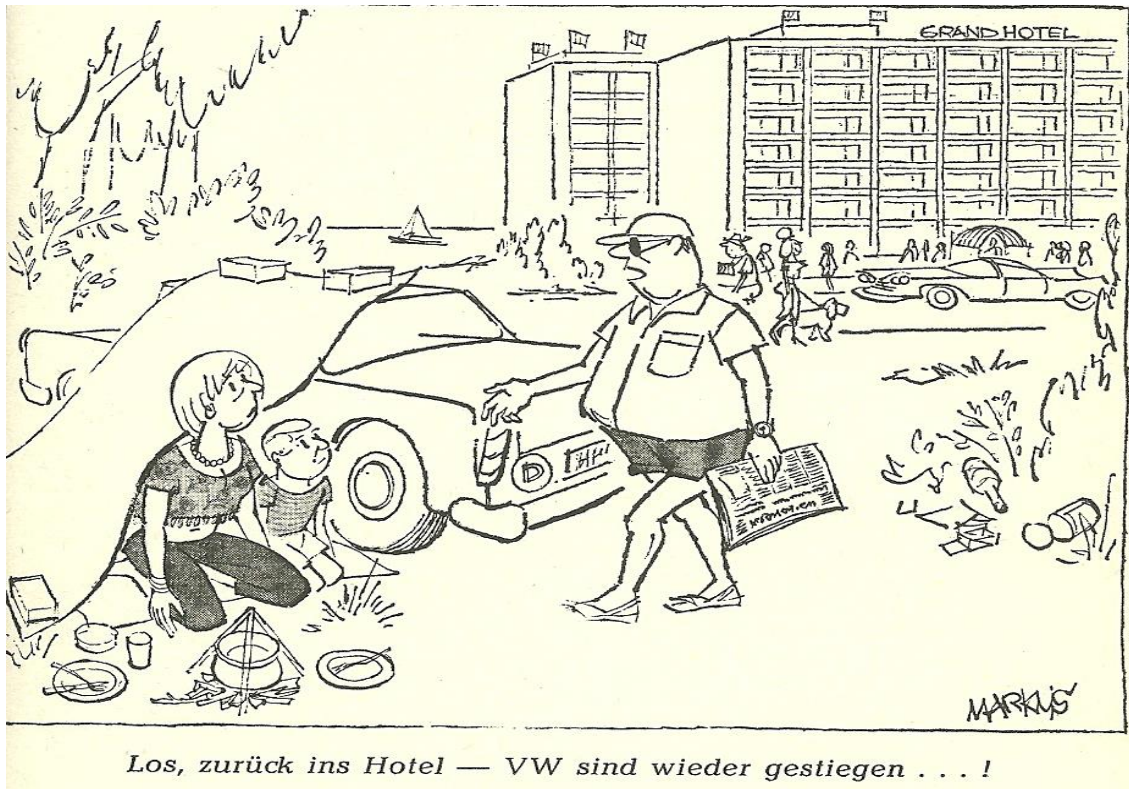
Bei allen Volksaktien lässt sich die Problematik des angewendeten Verfahrens erkennen: Sobald sich der Börsenkurs verschlechtert, fühlen sich einige Kleinaktionäre enttäuscht und wenden sich unter Umständen endgültig von der Aktienanlage ab. Die Sozialrabatte erwecken zunächst den Eindruck, als handele es sich hier um eine Anlage, bei der der Eigentümer kein Risiko trägt.

(v) Diversifikation vs. Klumpenrisiko

Das entscheidende Problem der Volksaktie ist, dass es gegen eine Grundregel des Vermögensaufbaus verstößt: Nicht alle Beträge sollten in eine Einzelanlage fließen. Der Kleinaktionär kann nur pro forma als Mitunternehmer bezeichnet werden. Die dem Unternehmer eigene Haftung für das Unternehmen gilt in Höhe seiner Einlage. Setzt ein Anleger sein gesamtes Vermögen auf eine Aktie und ist womöglich auch noch Mitarbeiter dieses Unternehmens, begibt er sich in eine gefährliche Abhängigkeit. Seine Einflussmöglichkeiten auf die Entwicklung des Unternehmens sind dagegen äußerst limitiert. Insbesondere der Kleinanleger sollte darauf achten, dass er neben seinem Erwerbseinkommen breiter gestreute Einnahmequellen besitzt, die ihn von der Entwicklung eines einzelnen Unternehmens unabhängig machen.



Abbildung 9



Quelle: Die Welt, 18. August 1962

Fazit und Ausblick

Der Börsengänge der Volksaktien waren zu ihrer Zeit spektakuläre Ereignisse. Auch wenn sich die wirtschaftspolitische Grundausrichtung der Bundesrepublik seit Ende der 1960er Jahre weg von der Idee des Volkskapitalismus entwickelt hat, ist es doch erstaunlich, wie stark die Erfahrungen mit der Volksaktie insbesondere mit Blick auf den Börsengang der Telekom in Vergessenheit geraten sind.

Ludwig Erhard hat versucht, die Aktienkultur bei der Vermögensbildung zu fördern, weil er Unternehmensbeteiligungen breiter Bevölkerungsschichten für ein wichtiges Element einer Gesellschaft freier Bürger hielt. Heute scheint der Politik weder die Festigung der freiheitlichen Gesellschaftsordnung noch die Vermögensbildung der Bürger wichtig zu sein. Im Gegenteil,

die Geldersparnis wird durch „unkonventionelle Notenbankpolitik“ heute bestraft. Auch wenn Erhards Anliegen einer freien Bürgergesellschaft heutigen Politikern völlig fremd geworden scheint, so ist doch mehr private Vorsorge fürs Alter angesichts der Alterung der Bevölkerung dringend notwendig. Im gegenwärtigen Umfeld ist diese Vorsorge aber nur mit Aktien möglich.

Die „Volksaktie“ hat die Bemühungen zur Schaffung einer Aktienkultur auf den Holzweg geführt, weil zwei elementare Regeln der Aktienanlage missachtet wurden: (1) die Anlage muss in einem breit diversifizierten Portfolio erfolgen; (2) der Anlagehorizont muss sich über mehrere Jahrzehnte erstrecken. Möglicherweise hätte mit einem „Volksportfolio“, das diese Regeln erfüllt, statt mit einzelnen „Volksaktien“ eine Aktienkultur begründet werden können. Und vielleicht ist es auch noch nicht zu spät dafür.



RECHTLICHE HINWEISE

Die in diesem Dokument enthaltenen Informationen und zum Ausdruck gebrachten Meinungen geben die Einschätzungen des Verfassers zum Zeitpunkt der Veröffentlichung wieder und können sich jederzeit ohne vorherige Ankündigung ändern. Angaben zu in die Zukunft gerichteten Aussagen spiegeln die Ansicht und die Zukunftserwartung des Verfassers wider. Die Meinungen und Erwartungen können von Einschätzungen abweichen, die in anderen Dokumenten der Flossbach von Storch AG dargestellt werden. Die Beiträge werden nur zu Informationszwecken und ohne vertragliche oder sonstige Verpflichtung zur Verfügung gestellt. (Mit diesem Dokument wird kein Angebot zum Verkauf, Kauf oder zur Zeichnung von Wertpapieren oder sonstigen Titeln unterbreitet). Die enthaltenen Informationen und Einschätzungen stellen keine Anlageberatung oder sonstige Empfehlung dar. Eine Haftung für die Vollständigkeit, Aktualität und Richtigkeit der gemachten Angaben und Einschätzungen ist ausgeschlossen. **Die historische Entwicklung ist kein verlässlicher Indikator für die zukünftige Entwicklung.** Sämtliche Urheberrechte und sonstige Rechte, Titel und Ansprüche (einschließlich Copyrights, Marken, Patente und anderer Rechte an geistigem Eigentum sowie sonstiger Rechte) an, für und aus allen Informationen dieser Veröffentlichung unterliegen uneingeschränkt den jeweils gültigen Bestimmungen und den Besitzrechten der jeweiligen eingetragenen Eigentümer. Sie erlangen keine Rechte an dem Inhalt. Das Copyright für veröffentlichte, von der Flossbach von Storch AG selbst erstellte Inhalte bleibt allein bei der Flossbach von Storch AG. Eine Vervielfältigung oder Verwendung solcher Inhalte, ganz oder in Teilen, ist ohne schriftliche Zustimmung der Flossbach von Storch AG nicht gestattet.

Nachdrucke dieser Veröffentlichung sowie öffentliches Zugänglichmachen – insbesondere durch Aufnahme in fremde Internetauftritte – und Vervielfältigungen auf Datenträger aller Art bedürfen der vorherigen schriftlichen Zustimmung durch die Flossbach von Storch AG

© 2017 Flossbach von Storch. Alle Rechte vorbehalten.

IMPRESSUM

Herausgeber Flossbach von Storch AG, Research Institute, Ottoplatz 1, 50679 Köln, Telefon +49. 221. 33 88-291, research@fvsag.com; *Vorstand* Dr. Bert Flossbach, Kurt von Storch, Dirk von Velsen; *Umsatzsteuer-ID* DE 200 075 205; *Handelsregister* HRB 30 768 (Amtsgericht Köln); *Zuständige Aufsichtsbehörde* Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht, Marie-Curie-Straße 24 – 28, 60439 Frankfurt / Graurheindorfer Str. 108, 53117 Bonn, www.bafin.de; *Autor* Marius Kleinheyer; *Redaktionsschluss* 13. Dezember 2017