

## Das Renditeziel der Commerzbank erscheint illusorisch

Zweistellige Eigenkapitalrendite bis 2016 kaum zu realisieren, außer es wird an der Kapitalbasis gedreht – Analystenschätzungen klaffen weit auseinander

Auch wenn der Commerzbank im abgelaufenen Geschäftsjahr nur ein kleiner Nettogewinn gelang, so nährt er doch die Hoffnung, dass in den Folgejahren mehr drin ist. Mit ihrem Ziel einer Eigenkapitalrendite von 10 % hat die Bank die Latte für 2016 aber reichlich hoch gehängt.

Von Björn Godenrath, Frankfurt

Börsen-Zeitung, 19.2.2014

Wenn Analysten Kursziele für Unternehmen berechnen, dann entwerfen sie für den besten denkbaren Fall ein so genanntes „Blue-Sky-Szenario“. Kein Wölkchen verdeckt den Sonnenschein, die Gewinne sprudeln nahezu risikofrei. Kurz, es herrscht Friede, Freude, Eierkuchen unter einem ewiglich blauen Himmel. Doch die Realität sieht meist ein wenig grauer aus. Risiken materialisieren sich unerwartet, es muss zusätzliche Vorsorge eingestellt werden. Oder Geschäftspläne erweisen sich als allzu optimistisch, die operativen Erträge bleiben hinter den Erwartungen zurück, und auf der Kostenseite könnte man nur gegensteuern, indem erstmal Geld in die Hand genommen wird, um den Personalaufwand zurückzudrängen. Und im Fair Value, der Marktschwankungen im Handelsbuch von Banken erfasst, ist sowieso immer Bewegung – vieles von dieser Volatilität hebt sich über die Laufzeit der Papiere wieder auf, aber stichtagsbezogen können hohe Lasten hängen bleiben.

### Stichtag vor Augen

Einen solchen Stichtag haben auch die Investoren der Commerzbank vor Augen. Für 2016 wird ihnen versprochen, dass die vom Staat in der Finanzkrise vor dem Untergang gerettete Großbank außerhalb ihrer Abwicklungseinheit eine Eigenkapitalrendite nach Steuern von mehr als 10 % erreichen kann – berechnet auf Basis einer kalkulatorischen Steuerrate, heißt es im Disclaimer

beim vorläufigen Zahlenwerk für 2013. Dabei ist die Steuerquote eine Variable, die immer wieder für Überraschungen sorgt – im jüngst absolvierten vierten Quartal war es eine positive für das Zahlenwerk der Commerzbank, so dass im abgelaufenen Geschäftsjahr nur 65 (i.V. 803) Mill. Euro an Ertragssteuern abgeführt wurden. Das sorgte mit dafür, dass die Bank 2013 ein den Aktionären zurechenbares Ergebnis von 73 (-43) Mill. Euro erzielte. Daran eine Eigenkapitalrendite zu errechnen kann man sich sparen, steht doch samt Abwicklungseinheit ein bilanzielles Eigenkapital von 28,5 Mrd. Euro inklusive Abbaueinheit NCA (Non-Core Assets) zu Buche.

Die Kennzahl Eigenkapital führt aber auch vor Augen, in welcher Dimension die Commerzbank 2016 in absoluten Zahlen verdienen müsste, um dem eigenen Anspruch gerecht zu werden: Mindestens 2,85 Mrd. Euro müssten, ein unverändertes bilanzielles Eigenkapital unterstellt, unterm Strich verbleiben. Das erscheint auf den ersten Blick illusorisch, auch wenn starke Ergebnisverbesserungen absehbar sind.

Die für 2016 vorliegenden Analystenschätzungen klaffen jedenfalls weit auseinander. Thomson One Analytics zufolge beläuft sich die Schätzung für den Nettogewinn 2016 auf 1,594 Mrd. Euro bei operativen Erträgen von 10,188 Mrd. Euro. Zum Vergleich: 2013 betragen die operativen Erträge in verschlechtertem Zinsumfeld 9,3 (9,9) Mrd. Euro. Bleibt die Zinswende bzw. deren Vorwegnahme an den Märkten bis 2016 aus, erscheint die Annahme von knapp 1 Mrd. Euro zusätzlicher operativer Erträge doch gewagt.

Die größten Optimisten sind die Analysten von Credit Suisse. Sie halten operative Erträge von 10,797 Mrd. Euro für möglich. Dabei unterstellen sie einen um gut 1 Mrd. auf 7,167 Mrd. Euro ausgebauten Zinsüberschuss – soll das allein über eine Geschäftsausweitung gesche-

hen? Dem Provisionsüberschuss wird eine Verbesserung um mehr als 400 Mill. Euro auf 3,665 Mrd. Euro zugetraut. In diesem Szenario wird der Verwaltungsaufwand bei rund 7 Mrd. Euro eingefroren und die Kreditrisikovorsorge auf 920 Mill. Euro begrenzt – für 2013 wurden gut 1,7 Mrd. Euro Risikovorsorge eingestellt.

Die Credit-Suisse-Prognose kommt einem „Blue-Sky-Szenario“ schon recht nahe. Diesem zufolge würde die Commerzbank 2016 einen Nettogewinn von 2,251 Mrd. Euro einfahren. Mit einem solchen Ergebnis wäre eine konzernweite Eigenkapitalrendite von 10 % in Reichweite, vorausgesetzt, das bilanzielle Eigenkapital verringert sich, wie es mitunter bei erfolgsneutraler Verrechnung von Posten etwa aus der Neubewertungsrücklage vorkommt. Das dürfte sich die Commerzbank mit fortschreitendem Abbau der Risikoaktiva (RWA) aus der NCA sogar in gewissem Maß leisten können und trotzdem das Ziel von mindestens 10 % harter Kernkapitalquote bei voller Umsetzung von Basel III erreichen. Ein solches Ausbalancieren der Stellgrößen könnte ein elegantes Hilfsmittel darstellen, um die gewünschte Rendite auf das Eigenkapital zu erzielen.

### Steuerungsgröße für Konzern

Man sollte einfach mal davon ausgehen, dass der Einfluss der NCA auf das Konzernergebnis ab 2016 nicht mehr so groß sein wird. Nachdem die interne Abbaueinheit 2013 einen Fehlbetrag von 1 Mrd. Euro einfuhr, fallen im Zeitraum bis 2016 den Projektionen des Commerzbank-Vorstands zufolge NCA-Verluste von kumuliert 1,9 Mrd. Euro an. Damit sollte die NCA dann aber auch das Schlimmste hinter sich haben. Zwar ist das Eigenkapitalziel nur für die Kernbank formuliert, Investoren können aber gar nicht anders als auf eine Konzernrendite abzustellen. Insofern besteht vielleicht ein

gewisser Reiz darin, die erwarteten Fehlbeträge der NCA möglichst umfangreich 2014 und 2015 zu verarbeiten, so dass der Konzern 2016 bereinigt dasteht. Gegenüber den Anlegern dann noch auf eine Steuerungsgröße zu bestehen, welche nicht den Gesamtkonzern abbildet, wäre schlichtweg lächerlich, zumal sich der Pfad steigender Gewinne in den (von Vara Research erhobenen) Analystenberechnungen deutlich abzeichnet. Dem Konsens zufolge kann 2014 ein den Aktionären zurechenbarer Überschuss von 829 Mill. Euro eingefahren werden. Ergebnishelpe sind wegfallende Restrukturierungskosten von 500 Mill. Euro sowie eine auf 1,6 (1,8) Mrd. Euro sinkende Risikovorsorge. Hinzu kommen sinkende Belastungen im sonstigen Ergebnis und ein um 200 Mill. Euro geringerer Fehlbetrag in der NCA, so zumindest der Konsens. Im Gegenzug wird aber auch mit auf 300 Mill. Euro hochschnellenden Steuerzahlungen gerechnet.

2015 ist gemäß Konsensschätzung

ein Überschuss von 1,338 Mrd. Euro drin. Basis dafür sollen kräftig anziehende operative Erträge und eine weiter sinkende Risikovorsorge sein. Was solche Voraussagen taugen, darüber gerät man jedoch ins Zweifeln, wenn man sich das Delta bei den Schätzungen zu den operativen Erträgen zu Gemüte führt: Der Höchstwert beträgt 11,767 Mrd. Euro, was bei einem Tiefstwert von 8,748 Mrd. einen Konsens von 9,953 Mrd. Euro ergibt. Bei einer Differenz von 2,928 Mrd. Euro entsteht der Eindruck, zumindest ein Experte habe ein komplett anderes Institut durchgerechnet.

Dabei lauern auf dem langen Weg bis 2016 noch genug Fallstricke. Mit Schrecken denkt man an Ereignisse wie die Abschreibung auf latente Steuern im Schlussquartal 2012. Das ergab einen Einschnitt von 673 Mill. Euro in der Ergebnisrechnung, weil sich konturierte, dass die Bank nicht mehr genug verdient, um Verlustvorträge zu nutzen. Oder zuletzt die Rückstellungen in Höhe ei-

nes dreistelligen Millionbetrages infolge eines Rechtsstreits um die Herabsetzung von Genussrechten, was die Erfolgsrechnung zusätzlich verhegelte.

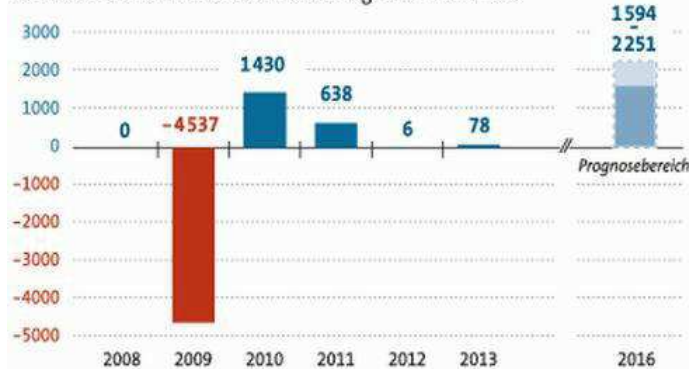
Die größte Bedrohung für die Ergebnisse 2014 bis 2016 liegt wohl im Abbau der Altlasten und entsprechenden Veräußerungsverlusten, wenn man mal von exogenen Faktoren wie Konjunkturrisiken oder einer sich verändernden Zinslandschaft absieht. Zum einen können steigende Zinsen die operativen Erträge stärker sprudeln lassen, zum anderen aber kann gerade dies infolge von Absicherungsgeschäften wiederum Kollateralschäden im Ergebnis nach sich ziehen. In IFRS-Bilanzen mit all ihren gegenläufigen Effekten gibt es so etwas wie eine stabile Wetterlage überhaupt nicht. Bis 2016 kann sich die Erfolgsrechnung beträchtlich aufhellen. Damit es zu einer Eigenkapitalrendite von mindestens 10 % reicht, muss aber eine Menge zusammenkommen.

### Konsensschätzung für die Geschäftsentwicklung der Commerzbank



### Der Commerzbank wird einiges zugetraut

Den Aktionären zurechenbares Konzernergebnis in Mill. Euro



© Börsen-Zeitung

Quelle: Commerzbank, Thomson Reuters, Credit Suisse