

### Allianz

#### Abstrakt und emotionslos?

Die Grundmuster ähneln sich ebenso wie die Reaktionen in der breiten Öffentlichkeit bis hinein in die Politik. Da war beispielsweise Anfang vergangenen Jahres die große deutsche Bank, die zeitgleich mit einem glänzenden Ergebnis den Abbau von vielen Arbeitsplätzen verkündete. Da ist der große Allfinanzkonzern, der im noch laufenden Geschäftsjahr endlich wieder eine Gewinnerwartung in satter Milliardenhöhe bestätigen kann, gleichzeitig aber über drei Jahre hinweg den Abbau von 7 500 Arbeitsplätzen ankündigt. Und da ist in diesen Tagen gerade der Elektrotechnik- und Elektronikkonzern, der in jeder Kostensenkungsrunde dieser schwierigen Zeiten Arbeitsplätze abbaut, gleichzeitig aber das Salär seiner Vorstandsmitglieder deutlich aufstockt. In diesen und ähnlich gelagerten Fällen gab und gibt es hier zu Lande regelmäßig einen lauten Aufschrei. Und dann wird mehr oder weniger laut und emotional die Frage der sozialen Verantwortung diskutiert. Wie stark und nachhaltig die öffentliche Aufregung die jeweiligen Unternehmen trifft, ist zugegebenermaßen ein wenig zufallsbedingt und hängt nicht zuletzt von der sonstigen Nachrichtenlage ab. Aber gleichwohl muss sich jedes betroffene Unternehmen im Vorfeld grundsätzliche Gedanken machen, wie offensiv und auf welchen Kanälen es solche Dinge kommuniziert.

Die Allianz als eines der öffentlicher Kritik ausgesetzten Unternehmen ist in ihrer Kommunikationspolitik zweigleisig gefahren. Ob es eigener Antrieb war oder die jüngste Diskussion um die Vorstandsgehälter beim Münchner Nachbarn Siemens die Dinge in diese Richtung getrieben haben: Mitte September hat der Finanzvorstand Paul Achleitner den Konflikt zwischen Wettbewerbsfähigkeit am Kapitalmarkt und sozialer Verantwortung vergleichsweise abstrakt im Internationalen Club Frankfurter Wirtschaftsjournalisten erörtert. Und acht Tage später stellte sich Vorstandschef Michael Dieckmann der direkten Frage eines Massenblattes, warum er im Jahr des Rekordgewinns so viele Arbeitsplätze streicht?

Paul Achleitner näherte sich in seinem Statement sehr grundsätzlich dem Thema. Fünf Einzelaspekte, angefangen von Shareholder Value versus Stakeholder Value über Arbeit versus Kapital, Globalisierung versus Heimatverbundenheit sowie Unternehmer versus Manager bis hin zu Konsens versus Konflikt in Entscheidungsprozessen waren seine Ansatzpunkte zur Beurteilung der verbreiteten Tendenzen einer Kapitalismuskritik. Er verwies dabei unter anderem auf die Verpflichtungen des Managements, die Interessen von Anteilseignern und Mitarbeitern gleichgewichtig zu vertreten. Er bemängelte die offensichtlichen Versäumnisse Deutschlands, den Kapitalmarkt zur Vorsorge der Bevölkerung zu nutzen. Er verwahrte sich gegen die Einschätzung nur die Eigentümer und nicht die „angestellten“ Manager seinen die wahren Verfechter der sozialen Verantwortung für die Bürger in der Region. Er hob die Vorteile einer weltweiten Arbeitsteilung hervor. Und schließlich diagnostizierte er in Deutschland eine mangelnde Konfliktfähigkeit bei Entscheidungen aller Art. Aber am Ende seiner Ausführungen räumte er dann doch selbstkritisch ein, dass befangene Zeitgenossen sein vergleichsweise abstraktes Statement als eine komplizierte Ausrede verstehen könnten, weshalb die Allianz bei guten Zahlen Arbeitsplätze abbaut.

Und so fügte er noch einige flankierende Aspekte zur Erläuterung der Handlungslinien seines Hauses an: Dass es im konkreten Fall trotz anstehender Umwandlung in eine Europa AG ein klares Bekenntnis zu Deutschland als Konzernsitz gibt, dass der Arbeitsplatzabbau angesichts der komfortablen wirtschaftlichen Lage des Konzerns derzeit besser abgedeckt werden kann als in Phasen wirtschaftlicher Schwäche und dass ein Handeln jetzt notwendig ist, weil sich in der langfristig orientierten Versicherungsbranche die heute feststellbaren Marktanteilsverluste im Inland in ihrer wahren Auswirkung erst Jahre später zeigen, sind solche Argumente aus Sicht der Allianz. Wer beim Anlegerverhalten für ein antizyklisches Vorgehen wirbt, müsste eigentlich Verständnis für solche Argumentationslinien aufbringen. Noch allgemeiner lässt sich diese Denk- und Handlungsweise sicherlich unter dem volkswirtschaftlichen Blickwinkel und der betriebswirtschaftlichen Kalkulation rechtfertigen. Ob das alles aber im gesellschaftspolitischen Dialog überzeugt? In der wahren Welt, das weiß die Allianz offenbar nur zu gut, lassen sich gerade bei solchen Fragen Emotionen nicht ausblenden. Nicht zuletzt deshalb stellt sich wohl auch der Vorstandsvorsitzende der wirklich breiten Öffentlichkeit.

Auf beiden Argumentationsebenen verbleibt für die Allianz ein erhebliches Restrisiko, wie sich die Debatte um die Vereinbarkeit der Wettbewerbsfähigkeit am Kapitalmarkt und die soziale Verantwortung stimmungsmäßig auswirkt. Es ist gleichwohl wichtig und lobenswert, dass dieser gesellschaftspolitische Dialog von dem Unternehmen auf breiter Ebene geführt wird.

### KfW

#### Amtswechsel mit Stahl und Eisen

Zumindest in seinem musikalischen Rahmenprogramm war der Amtswechsel bei der KfW ganz anders als bei solchen Anlässen gewohnt. Nicht das vielfach bewährte Ensemble mit Streichern und/oder Bläsern lieferte die Musik bei der Übergabe von Hans W. Reich an Ingrid Matthäus-Maier, sondern ein Quartett intonierte moderne Klänge mit ungewohnten Exponaten aus Eisen und Stahl. Die Aufklärung für diese ungewöhnliche Variante musikalischer Untermalung lieferte die neue Sprecherin in ihrer Auftaktrede gleich nach: Weil Hans W. Reich in seinem langen Bankerleben so oft bei der Finanzierung von Projekten aus Eisen und Stahl dabei war, habe man sich für diese Variante entschieden. Die anwesende Festgemeinde regte diese musikalische Untermalung zu manch heiterer Reaktion an. Das ist ein typisch schwäbisches Orchester, die sparen an der Geige, war zu hören. Der Bundeswirtschaftsminister vermutete darin den hessischen Beitrag zum Mozart-Jahr. Und einem Großbanker kam spontan die Idee, das Ganze auf einen jener hochmodernen Tonträger zu bannen, um damit den seinerzeit anstehenden Flug zur IWF-Tagung nach Singapur mit sicherlich nicht einschläfernden Klängen zu untermalen.

Anders als die frostige Entscheidungsphase im Herbst vergangenen Jahres lief die Amtsübergabe an der KfW-Spitze gelöst und harmonisch ab – bis hin zur angemessenen Länge von immerhin fünf kurzweiligen Reden seitens der neuen und alten KfW-Spitze, den Bundesministern der Finanzen und Wirtschaft als regelmäßig



wechselnden Verwaltungsratsvorsitzenden sowie dem hessischen Ministerpräsidenten als Ländervertreter vor Ort. Hans W. Reich durfte dabei breite Anerkennung für die klassische Förderpolitik allgemein sowie im Besonderen die Pionierarbeit seines Hauses bei der „Anschubung“ neuer Kapitalmarktsegmente ernten. Und die neue Vorstandssprecherin konnte sich der breiten Unterstützung der Politik für eine kontinuierliche Arbeit ihres Hauses versichern: Allem Eindruck nach wird die KfW auch künftig zuweilen im sichtbaren politischen Auftrag handeln. Je nach Standpunkt mag die hochrangig und ausgewogen im Verwaltungsrat wie beim Festakt vertretene Kreditwirtschaft eine allzu großzügige Auslegung des Förderauftrags als erfreuliche oder unerfreuliche Kontinuität empfunden haben. Sie zieht zwar immer mal wieder Grenzlinien, um eine Einmischung der Förderbank in private Bankgeschäfte vertretbar klein zu halten oder wieder etwas zurückzudrehen (Kreditwesen 17-2006), kann und will die Arbeit der KfW aber nicht grundsätzlich in Frage stellen, solange sie politisch erwünscht ist.

## Kapitalmarkt

### Pfandbrief-Blues

Dass Henning Rasche, der Präsident des Verbandes deutscher Pfandbriefbanken (vdp) die Bühne des diesjährigen Pfandbriefforums in Frankfurt zur Filmmusik von „Es war einmal in Amerika“ betrat, war durchaus symbolisch gemeint. Denn Covered Bonds sollen künftig auch aus den USA kommen. Wenn in Kürze der US-Immobilienfinanzierer Washington Mutual seinen US-Covered-Bond an den Kapitalmarkt bringt, dürfte dies die europäische und insbesondere die deutsche Pfandbrief-Community mit gemischten Gefühlen zur Kenntnis nehmen.

Einerseits müssten sich der vdp und insbesondere sein Präsident freuen, dass sich die Pfandbriefidee endlich auch in Amerika verbreitet und die Covered-Bonds-Familie weiteren Zuwachs erhält. Andererseits sollte das neue Familienmitglied nicht mit allzu großen Sympathien seitens der Verwandtschaft rechnen. Denn für die etablierten Emittenten kommt ein potenter Wettbewerber hinzu, der sein Produkt ausschließlich außerhalb der USA platziert will. Der nach eigenen Angaben drittgrößte Immobilienfinanzierer in den USA plant immerhin mit einem Volumen von bis zu 20 Milliarden Euro. Angekündigt sind immerhin vier bis fünf Benchmark-Emissionen von jeweils mindestens einer Milliarde Euro pro Jahr. Dabei hatte der Pfandbrief-Verband jahrelang versucht, auch US-amerikanische Investoren für den (Hypotheken-)Pfandbrief zu begeistern. Bislang blieben die Anstrengungen jedoch vergebens, erstens weil viele Investoren eine langfristige Bindung mit festen Zinsen kaum akzeptieren. Zweitens gelang es nicht zu vermitteln, dass für verbrieft Hypothekenforderungen – im Vergleich zu Staatssteln bester Bonität – nur ein geringer Risiko-Aufschlag gezahlt werde.

Als persönlichen Erfolg kann Rasche dagegen verbuchen, dass sich das Market Making des US-Covered-Bonds eng an die Vorgaben für Jumbo-Pfandbriefe anlehnt, zeigt sich darin doch, dass die jüngst verbesserten Mindeststandards auch international große Anerkennung und sogar Nachahmung erfahren. Umgekehrt müs-

sen sich die deutschen Immobilienfinanzierer fragen, ob sie es vielleicht versäumt haben, weitere innovative pfandbriefähnliche Produkte nach den Bedürfnissen von US-amerikanischen Investoren zu entwickeln.

Noch bestehe dafür keine Notwendigkeit, heißt es dazu von den Pfandbriefemittenten, denn Liquidität gebe es derzeit mehr als genug im Markt. Da die Refinanzierungssituation jedoch nicht immer so günstig bleiben wird, heißt es schon jetzt, neue Produkte zu entwickeln. Für den Gedankenaustausch zwischen Produzenten und Investoren kann das Pfandbriefforum eine durchaus nützliche Plattform sein.

## Fitch

### Verbundrating – noch offene Fragen

Manchmal führt die Logik zu kniffligen Fragen. Etwa bei der Betrachtung von Verbundratings wie dem, das die Agentur Fitch den Instituten des genossenschaftlichen Finanzverbands ausgesprochen hat: Kann die Geno-Bankengruppe mit testierter, konsolidierter Rechnungslegung und der (durch das Rating gegebenen) Betrachtung als singuläre Risikoeinheit nun neben Deutscher, Dresdner, HVB, Commerz- und Postbank als weitere Großbank betrachtet werden? In letzter Konsequenz müsste Fitch das schließlich anerkennen. Und im Verbund würde das sicherlich denen gut passen, die schon länger stolz mit der konsolidierten Bilanz(summe) wedeln. Aus aufsichtsrechtlicher Sicht ist die Lage nicht weniger komplex. „Es sind faktische Risikoverbünde entstanden, die man in der Praxis nicht mehr trennen darf“, hieß es von der BaFin an dieser Stelle schon im März dieses Jahres. Gleichwohl dürfe man einen Verbund nicht wie einen Konzern behandeln, weil er eben keiner ist, sondern deutlich unterschiedliche Strukturen aufweist. Im KWG kommt der Begriff Verbund gar nicht vor, bedauert die Aufsicht ein wenig den fehlenden Handlungsrahmen. Und genau aus diesem Grund sieht auch der Bundesverband der Volks- und Raiffeisenbanken Klärungs- beziehungsweise Änderungsbedarf. Die Ratingagentur tut also wohl gut daran, die Gleichstellung von Konzern und (geratetem) Verbund nur am Rande zu thematisieren und nur die „echten“ Großbanken als eben solche zu betrachten.

Gleichwohl steht man naturgemäß zum eigenen Ratingkonzept und denkt schon einmal weiter, wo neben den drei bereits bewerteten Verbänden (Sparkassen-Verband Hessen-Thüringen, Sachsen-Finanzgruppe und genossenschaftlicher Finanzverbund) noch weitere Kandidaten zu finden sein könnten. Die Sparkassenfinanzgruppe als Ganzes (analog also zum Geno-Finanzverbund) komme aus Sicht von Fitch derzeit jedenfalls erst einmal nicht in Betracht. Dazu seien die S-internen Strukturen (noch) nicht homogen genug, und dazu passe auch nicht der bestehende Wettbewerb zwischen den Landesbanken. In Frage kämen aber möglicherweise Sparkassen und Landesbanken auf regionaler Ebene, so lange sie einen einheitlichen Marktauftritt pflegen. Insbesondere zielt man aber auf jene Sparkassenverbände ab, die bereits einen regionalen Unterstützungsfonds geschaffen haben, aber noch kein Verbundrating besitzen. Dazu zählen gegenwärtig die in Bayern, Nordrhein-Westfalen und Niedersachsen.