



## Pioneer Investments

### Ein Markt unter vielen?

Wenn eine international tätige Investmentgesellschaft sich mit einem der hiesigen Anbieter zusammenschließt, der sich am deutschen Markt schon seit vielen Jahren zu den ersten sechs rechnen darf, dann ist es gewiss nicht ungewöhnlich, zusammen ein Vordringen in die Top drei als mittelfristige Zielsetzung auszurufen. Wie die seit Oktober dieses Jahres durch die Aufnahme von Activest gestärkte Pioneer Investments hinter der DWS freilich einen Dit, eine Union oder eine Dekade auf absehbare Zeit von einem Spitzenplatz verdrängen und gleichzeitig andere Mitbewerber wie Cominvest oder Fidelity in gebührendem Abstand halten will, erschließt sich nicht einfach aus der bloßen Formulierung dieses hehren Zieles.

Zwar darf sich die neue Gesellschaft über die üblichen Vertriebskanäle für den Drittvertrieb – eine entsprechende Platzierung in einschlägigen Rankings vorausgesetzt – sicher auch weiterhin Wachstumschancen ausrechnen. Ob aber die absehbare flankierende Unterstützung aus dem stationären Vertrieb wirklich reicht, um hierzulande eine der großen Gesellschaften unter den ersten Dreien zu verdrängen? Das alles gilt umso mehr als man sich erstens die zuletzt überdurchschnittlich gewachsenen Volumina der erfolgreichen HVB-Tochter Indexchange nach deren Verkauf an die Barclays-Tochter I-Shares nicht wird zurechnen können. Und zweitens würde ein durchschlagender Erfolg der angekündigten Service KAG für das Master-KAG-Geschäft zumindest all jene Marktkenner Lügen strafen, die diesen speziellen Markt unter den früh gestarteten Gesellschaften schon für weitgehend verteilt halten.

Deutschland ist für einen internationalen Anbieter wie Pioneer ein Markt unter vielen, wenn auch mit großem Kundenpotenzial. Und München ist aus heutiger Sicht gewiss kein unverzichtbarer Standort, der sich für jeden weltweit operierenden Asset Manager geradezu aufdrängt. Von daher wird abzuwarten bleiben, inwieweit die jetzt verkündete Liebe und der Schwung Bestand haben, wenn die Anfangserfolge nicht einfach weiter sprudeln. Denn dann reagieren angelsächsische Unternehmen oft sehr zyklisch und allokatieren das Kapital strikt nach der erzielbaren Verzinsung.

## ICBC

### Doppel-IPO in China

Dietmar K. R. Klein, Bundesbankdirektor a. D., Frankfurt am Main, schreibt der Redaktion: „Seit dem 27. Oktober wird die Aktie der größten Geschäftsbank Chinas an den Börsen in Hongkong und Schanghai über den Emissionspreisen notiert. Der Doppel-IPO der Industrial and Commercial Bank of China ([www.icbc.com.cn](http://www.icbc.com.cn)) schlägt dem Volumen nach alle Weltrekorde. Er ist ein weiterer signifikanter Meilenstein auf dem Weg zu einem funktionsfähigen chinesischen Kapitalmarkt. Seit 2005 konnten unter anderem bereits drei große Geschäftsbanken (Bank of Communications, China Construction Bank und Bank of China, siehe Kreditwesen 7-2005

und 8-2005 sowie 4-2006) in staatlicher Hand erfolgreich teilprivatisiert werden. In den letzten zwölf Monaten gehörte der Kapitalmarkt in Schanghai und Shenzhen mit einem Kursgewinn von etwa 50 Prozent zu den größten Kursgewinnern in der Welt, nachdem er sich in den Jahren zuvor – im Gegensatz zum stark ansteigenden Trend an den Weltbörsen seit 2003 – im Wert fast halbiert hatte. Zu dieser Wende haben sowohl offizielle Kapitalmarktreformen in Richtung verbesserter Transparenz als auch die Tatsache beigetragen, dass das chinesische Wirtschaftswachstum seit Jahren die Marke von zehn Prozent übersteigt und die Gewinne der zumeist exportorientierten Unternehmen überproportional zugenommen haben.

Bislang müssen sich chinesische wie internationale Anleger damit abfinden, dass es A-Aktien (in Renminbi Yuan) und B-Aktien (in Devisen) an den Börsen in Schanghai und Shenzhen gibt, die grundsätzlich nur von inländischen Anlegern gekauft und verkauft werden können. Hinzu kommen H-Aktien in der Sonderverwaltungszone Hongkong, die internationalen Investoren in Hongkong Dollar zugänglich sind. Ziel der Behörden in Beijing ist es, dass die beiden Wertpapiermärkte, die noch durch Kapitalverkehrskontrollen getrennt sind, langsam zusammenwachsen.

In der mehrjährigen Vorbereitungsphase ist die Zahl der Geschäftsstellen der ICBC auf etwa 18 000 Ende 2005 reduziert worden, verglichen mit der Höchstzahl von etwa 37 000 Ende der Neunzigerjahre. Dementsprechend nahm die Zahl der Beschäftigten von 560 000 auf 360 000 ab. Mit 163 Milliarden US-Dollar hat der Staat direkt oder über eine Verlagerung von Problemkrediten in eine Asset Management Company (China Huarong Asset Management) dem Institut unter die Arme gegriffen. Das Volumen der faulen Kredite ist nach offiziellen Daten auf rund fünf Prozent des Kreditportfolios zurückgeführt worden, nicht zuletzt auch mit Hilfe einer Politik großzügig festgelegter Zinsmargen seitens der Zentralbank (PboC). Ende Juni dieses Jahres setzten sich 95,2 Prozent des Portfolios aus Krediten zusammen, die seit dem 1. Januar 1999 vergeben wurden und von denen nur 1,86 Prozent notleidend geworden seien.

Das Bilanzvolumen ist allein 2005 um 27 Prozent auf 7 065 Milliarden RMB (893 Milliarden US-Dollar, 710 Milliarden Euro) angestiegen. Im Vorfeld des Börsenganges wurden 2005 etwa zehn Prozent des Kapitals der ICBC von drei strategischen Auslandsinvestoren erworben (Goldman Sachs sieben Prozent, Allianz-Gruppe 2,5 Prozent und American Express 0,5 Prozent), während sich im Inland der Sozialversicherungsfonds frühzeitig engagiert hat. Arrangiert wurde die Doppelemission von Merrill Lynch, Credit Suisse, Deutsche Bank und zwei chinesischen Investmentbanken, nämlich von ICEA, der Investmenttochter der ICBC, und von CICC,

*Das Titelbild der Ausgabe 21-2006 der „Zeitschrift für das gesamte Kreditwesen“ gab offensichtlich Anlass zu Missverständnissen. Angeregt durch einen Hinweis der DZ Bank betont die Redaktion, dass mit der Auswahl der Beispiele keinerlei Wertung der Anbieter im Kreditrisikohandel verbunden war und auch keinerlei Anspruch auf Vollständigkeit bestand. Das Titelbild war lediglich als Abbild der im Heft veröffentlichten Aufsätze gedacht – ausgewogen übrigens, einer aus jeder der drei großen Bankengruppen. (Red.)*

die zusammen nach Presseberichten mit Provisionen von rund 350 Millionen US-Dollar rechnen können.

Der Gesamterlös aus dem Börsengang einschließlich der Ausübung einer Mehrzuteilungsoption beträgt 21,9 Milliarden US-Dollar für 17 Prozent des Kapitals, davon 16 Milliarden US-Dollar in H-Aktien und der verbleibende Rest in A-Aktien, verglichen mit dem bisherigen Rekorderlös von 18,4 Milliarden US-Dollar bei der Emission von NTT Mobile-Aktien in Tokio im Oktober 1998. Im Juni 2006 erbrachte die Bank of China-Emission in Hongkong einen Erlös von 11,2 Milliarden US-Dollar, und im Juli in Schanghai von drei Milliarden US-Dollar, während das Volumen der China Construction Bank-Emission im Oktober 2005 in Hongkong 9,2 Milliarden US-Dollar erreichte.

Gut die Hälfte der A-Aktien-Tranche wurde für strategische institutionelle Investoren reserviert. Aufgrund der überaus starken Nachfrage wurden die Emissionspreise mit 3,12 RMB Yuan beziehungsweise 3,07 Hongkong Dollar am oberen Ende der wertmäßig identischen Preisspannen festgesetzt. Die Endkurse am Eröffnungstag lagen in Hongkong um knapp 15 Prozent und in Schanghai um gut fünf Prozent über dem Emissionspreis, was knapp dem Zweieinhalbfachen des für 2006 geschätzten Buchwertes entspricht. Damit gehört die ICBC mit der BoC und der China Merchants Bank zu den zehn chinesischen Unternehmen mit Doppelnotierungen, die in Hongkong mit einer Prämie gehandelt werden, während die Aktien von weiteren 23 chinesischen Unternehmen vergleichsweise höhere Preise in Schanghai erzielen.

Inmitten aller Börseneuphorie gibt es aber auch kritische Stimmen. Sie verweisen darauf, dass der niedrige Anteil bedrohter Kredite (NPL Loans) in Höhe von 5,5 Prozent per 30. Juni 2006 laut Börsenprospekt nur durch mehrere staatliche Kapitalhilfen und Ablösungen von NPL-Krediten in der jüngeren Vergangenheit zustande gekommen ist. Ferner sei der Staat immer noch der Mehrheitseigner, der seine Machtstellung, insbesondere auf der Ebene der Provinzial- und Lokalbehörden, auch zukünftig missbrauchen könnte, um die ICBC zur Vergabe von Krediten an Staatsunternehmen (SOEs) zu nicht risikoadäquaten Konditionen zu veranlassen. Jedenfalls hat eine kürzliche IWF-Studie ergeben, dass die vom Staat beherrschten Großbanken erfolgreiche Kreditkunden tendenziell an kleinere und privatwirtschaftlich kontrollierte Banken verlieren und damit auch Marktanteile (Anteil der vier Großen zurzeit 53 Prozent), jedoch weiterhin in Provinzen mit wirtschaftlich dominanten SOEs und industriellen Großprojekten eine marktbeherrschende Stellung behaupten."

da, Asien-Pazifik, Lateinamerika und Karibik, Zentral- und Osteuropa, mittlerer Osten und Afrika (CEMEA) zunächst fusioniert werden, um anschließend in zwölf bis 18 Monaten als Visa Incorporation an die Börse gebracht zu werden, bleibt Visa Europe – 2004 von der Visa-Region zur eigenen Gesellschaft aufgewertet – als unabhängige Non-Profit-Organisation erhalten und im Besitz und unter Führung der 4 500 europäischen Mitgliedsbanken. Anders als bei Europay, wo die Europäer nach der Fusion mit Mastercard und dem Börsengang von Mastercard ihre Einflussnahme aufgegeben haben, bleibt für die Banken bei Visa Europe damit alles beim Alten. Und (ein weiterer Unterschied zu Mastercard): Die Europäer haften ebenso wenig für anhängende Wettbewerbsklagen in den USA wie für eventuelle zukünftige Prozesse.

Begründet wird die Sonderstellung Europas in erster Linie mit der Single European Payments Area (Sepa). Das weltweit einzigartige Projekt, einen einheitlichen Zahlungsverkehrsraum über Ländergrenzen hinweg zu schaffen, rechtfertigt eine solche Sonderrolle, meint man bei Visa. Zum einen, weil ein rein europäisches Unternehmen gegenüber der EU-Kommission in einer weitaus besseren Verhandlungsposition sei als eines, dem das Stigma des US-Konzerns anhafte. Zum anderen gehe es auch um den Investitionsschutz: Wenn sich die europäischen Banken den Aufbau der Sepa-Infrastruktur etwa fünf Milliarden Euro kosten ließen, müssten sie auch die Kontrolle über die Systeme behalten.

Eine Trennung von der weltweiten Visa-Organisation wird mit der neuen Unabhängigkeit der Europäer nicht vollzogen. Um die Verbundenheit zu dokumentieren, werden die Europäer auch künftig Anteile an Visa Inc. halten. Zudem erhält Visa Europe eine dauerhafte und unwiderrufliche Visa-Lizenz, und auch bei Produkten, die speziell mit Blick auf den europäischen Markt entwickelt werden, ist die Interoperabilität gesichert. Diese neue Konstruktion ist im Grunde eine alte – nur dass das Modell früher beim Wettbewerber Europay/Mastercard so gepflegt wurde. Bei all denen, die den alten Europay-Zeiten nachtrauern, mag dies für Visa durchaus ein Wettbewerbsvorteil sein. Die Umsatzentwicklung scheint die Zufriedenheit der deutschen Banken mit der Entscheidung für die Dezentralisierung jedenfalls widerzuspiegeln. Inwieweit sich dies auch auf die Entscheidung auswirkt, im Debitgeschäft auf V-Pay statt auf Maestro zu setzen, muss die nähere Zukunft zeigen.

## Währungen

### Poker um das Erdöl im Tschad

Liest man die monetäre Statistik, dann sollte man nicht glauben, dass die afrikanische Republik Tschad zu den ärmsten Ländern der Erde zählt. In der Tat leben die – geschätzten – 8,8 Millionen Einwohner in großer Armut: Auf der UN-Skala, die 177 Länder umfasst, bildet das Land mit der Rangstelle 173 fast das Schlusslicht. Dennoch hat dies in den vergangenen Jahren der Währung keinen negativen Effekt beschert. Im Gegenteil: Mussten Ende 2000 noch 704,95 Francs CFA für einen US-Dollar hingebältert werden, verbesserte sich die Relation bis Ende 2005 auf 556,04 Franc und bis Ende Juni 2006 auf 515,97 Francs. Das gilt auch für die Entwicklung der Währungsreserven, so bescheiden sie auch sein mögen.

## Visa Europe

### Ein neues „Europay“

Nicht zuletzt mit Blick auf die Prozessierwut der US-Amerikaner hat sich nun nach Mastercard auch Visa zum Gang an die Börse entschlossen. Dass die Banken künftig nicht mehr Eigentümer der Kartenorganisation sind, soll die Position bei Wettbewerbsklagen verbessern. Doch anders als bei Mastercard spielen die Europäer bei Visa eine besondere Rolle. Während die Regionen USA, Kana-



Sie beliefen sich im Jahre 2000 auf 110,70 Millionen US-Dollar, erhöhten sich bis 2005 auf 225,58 Millionen US-Dollar und bis zum April 2006 auf 279,83 Millionen US-Dollar. Die Zahlen verstehen sich ohne den geringen Goldbestand, der zum Beispiel heuer im Frühjahr lediglich 7,11 Millionen US-Dollar betrug.

Auch die Teuerung dürfte sich weitaus moderater entwickelt haben als in manch anderen Staaten des afrikanischen Kontinents. Nimmt man den Index der Verbraucherpreise von 100 im Jahre 2000, dann waren – nach offiziellen Angaben – Ende vergangenen Jahres 113,2 erreicht. Die guten Daten sind das Spiegelbild der Wirtschaft seit der Zeit, als das Erdöl zu sprudeln begann. Vorher nährte sich der Tschad, dessen Gebiet nur zu etwa einem Drittel landwirtschaftlich nutzbar ist, vom Anbau der im eigenen Land gebrauchten Lebensmittel wie Hirse, Maniok, Datteln, Sesam oder Reis, wobei die wichtigste Anbaukultur die Baumwolle war. Darüber hinaus war der Tschad von der Entwicklungshilfe abhängig. Das schwarze Gold änderte freilich die Situation. Zwischen Oktober 2003 und Dezember 2005 konnten 133 Millionen Fass Erdöl exportiert werden, was dem Land 307 Millionen US-Dollar oder 12,5 Prozent der Erlöse je Fass bescherte.

Dann freilich bewahrheitete sich wieder einmal die Erkenntnis, dass Kasse sinnlich macht. Ende 2005 setzte sich die Regierung unter dem Präsidenten Idriss Déby über eine Vereinbarung hin-

weg, die 1999 unter Mithilfe der Weltbank zustande gekommen war. Diese sah vor, dass 80 Prozent der Öleinnahmen für Bildung, Gesundheit und öffentliche Infrastruktur auszugeben seien. Weitere zehn Prozent sollten für künftige Generationen auf die hohe Kante gelegt werden. Indessen hat das Gesetz von Ende 2005 das Ganze auf den Kopf gestellt. Das Ölgeld fließt seither einfach in die Staatskasse, ausstehende Beamtengehälter wurden beispielsweise damit gezahlt und der 10-Prozent-Fonds zur Zukunftssicherung wurde aufgelöst. Die empörte Weltbank stoppte postwendend ihre Entwicklungshilfe, womit 124 Millionen US-Dollar an Krediten und direkten Zuschüssen eingefroren wurden.

Unbeeindruckt davon sucht sich der Tschad jetzt andere Einnahmequellen zu erschließen. Ende August dieses Jahres wurden die Ölkonzerne Chevron (USA) und Petronas (Malaysia) des Landes verwiesen, weil sie angeblich 488,9 Millionen US-Dollar Steuern nicht bezahlt hätten. Der Staat sollte mehr Einfluss auf die Ölförderung ausüben und natürlich mehr Geld für sich beanspruchen. Angeblich ist auch eine gemeinsame Gesellschaft mit französischen und chinesischen Partnern geplant. Den Franzosen werde dafür gedankt, dass sie im April 2006 halfen, eine Rebellion gegen Déby niederzuschlagen, und China sollte im Gegenzug davon Abstand nehmen, den Rebellen über den Sudan Waffen zu verkaufen. Ob sich all diese Winkelzüge einmal auszahlen, muss die Zukunft zeigen. Zweifel sind angebracht. OS. ■