

# Handelsblatt

DIE WIRTSCHAFTS- UND FINANZZEITUNG

Chefredakteur: Bernd Ziesemer  
 Stv. Chefredakteure:  
 Hermann-Josef Knipper, Peter Brors  
 Verantwortl. Redakteur Meinung & Analyse: Thomas Hanke  
 Leserbrief: Redaktion Handelsblatt, Postfach 102741, 40018 Düsseldorf  
 E-Mail: hb.leserbriefe@vhb.de

BASF

## Überfälliger Schritt

Die BASF schickt sich an, einen der prominentesten Namen der europäischen Chemielandschaft aus dem Spiel zu nehmen. In der noch immer stark fragmentierten Chemiebranche war ein solcher Schritt fast überfällig. Und der Baseler Spezialchemiehersteller Ciba erscheint nach dem starken Kursverfall der vergangenen Monate wie eine reife Frucht, die darauf wartet, geerntet zu werden. Dem BASF-Management kann man insofern nicht vorwerfen, sich in einen überstürzten Akquisitionsfeldzug zu stürzen. Im Falle Ciba wurden die Ludwigshafener immerhin schon vor Jahren als Interessent gehandelt, als der Schweizer Konzern noch mehr als doppelt so teuer war wie heute. Hambrechts Geduld zahlt sich insofern aus, als er das Baseler Spezialchemiegeschäft nun zu einem vergleichsweise moderaten Preis bekommt. Mit einem Faktor von 7,7 bezogen auf den letztjährigen Gewinn vor Zinsen, Steuern und

Abschreibungen (Ebitda) gehört der geplante BASF/Ciba-Deal zu den preiswertesten Chemie-Transaktionen der letzten Jahre. Allerdings übernimmt BASF auch ein Geschäft, das mit erheblichen Schwierigkeiten kämpft. Denn Ciba ist ein Beispiel dafür, dass die vielgelobte Spezialchemie keineswegs vor strukturellen Problemen und einem Verfall der Margen geschützt ist. Das gilt insbesondere für die Papierchemie, die sowohl bei Ciba als auch bei BASF erheblich unter Druck steht. Und das Umfeld könnte sich im kommenden Jahr weiter verschlechtern. Mit der Übernahme sind daher erhebliche Restrukturierungsaufgaben verknüpft. Die BASF wird daher einiges an Synergien benötigen, um aus dieser Transaktion eine wirkliche gute Kapitalanlage zu machen. Immerhin ist der Preis noch so niedrig, dass das Ziel nicht unerreichtbar scheint. [s.hofmann@handelsblatt.com](mailto:s.hofmann@handelsblatt.com)

GEORGIEN

## Europas Schlingerkurs

Die Europäische Union macht Ernst in Georgien. Nach wochenlanger, mehr oder weniger erfolgreicher Pendeldiplomatie zwischen Moskau und Tiflis beschlossen die EU-Außenminister gestern, 200 Beobachter in die Krisenregion zu schicken und einen Sonderbeauftragten zu ernennen. Damit wird die EU nur sechs Wochen nach Ende des Krieges zu einem wichtigen, ja zentralen Akteur. Allerdings ist immer noch nicht klar, wohin die Reise eigentlich geht. Will die EU Russland zum Rückzug aus ganz Georgien bewegen – oder ist sie bereit, sich mit der von Moskau betriebenen Abspaltung Abchasiens und Südossetiens abzufinden? Möchten die Europäer Georgiens umstrittenen Präsidenten Michail Saakaschwili stützen, oder gilt ihre Hilfe nur den Not leidenden Georgiern? Aus den Erklärungen der Außenminister war dies nicht oder nur undeutlich herauszulesen. Dabei hängt von der Antwort einiges ab.

Wenn sich die EU wegen Abchasiens und Südossetien mit Moskau anlegt und Saakaschwili den Rücken stärkt, dürfte es so schnell keine Entspannung geben, auch nicht in Kerngeorgien. Gibt sie hingegen die abtrünnigen Regionen verloren, wird sie sich Schwäche vorwerfen lassen müssen. Schon jetzt klagt Nato-Generalsekretär Jaap de Hoop Scheffer, die europäischen Zugeständnisse seien inakzeptabel. Scheffers Kritik wäre freilich glaubwürdiger, wenn er nicht nur Russland und die EU, sondern auch Georgiens Präsident infrage stellen würde. In Brüssel glaubt kaum noch jemand die Mär vom unschuldigen Saakaschwili, der vom bösen russischen Bären überfallen wurde. Die EU will nun eine unabhängige Untersuchung der Kriegsursachen einleiten. Gleichzeitig will sie den Druck auf Russland weiter erhöhen. Zu diesem pragmatischen Kurs gibt es derzeit keine Alternative. [bohnse@handelsblatt.com](mailto:bohnse@handelsblatt.com)

SIMBABWE

## À la Kenia

So brutal wie Robert Mugabe hat sich kaum ein Staatsmann an seine Macht geklammert. Nach drei Jahrzehnten autoritärer Herrschaft muss sich der 84-jährige nun zwar mit seinem Widersacher Morgan Tsvangirai arrangieren, doch er bleibt im Amt und genießt weitgehende Befugnisse. Ist das nun eine gute oder schlechte Nachricht? Absehbar ist, dass die Ära Mugabe sich dem Ende zuneigt. Schlimmer als er hat selten ein Diktator sein Land zugrunde gerichtet. Eine vollkommen verkorkte Landreform, kaum in Zahlen zu fassende Hyperinflation und nackte Repression gegen die Opposition haben Simbabwe zum Armenhaus Afrikas gemacht. So gesehen kann es eigentlich nur aufwärtsgehen. Das „kenianische Modell“, die gemeinsame Herrschaft der Gegner, wird in Simbabwe einen Aufschwung aber nur dann einleiten, wenn sich die tief zerstrittenen Parteien tatsächlich zusammenraufen. Angesichts von Mugabes Machtan-

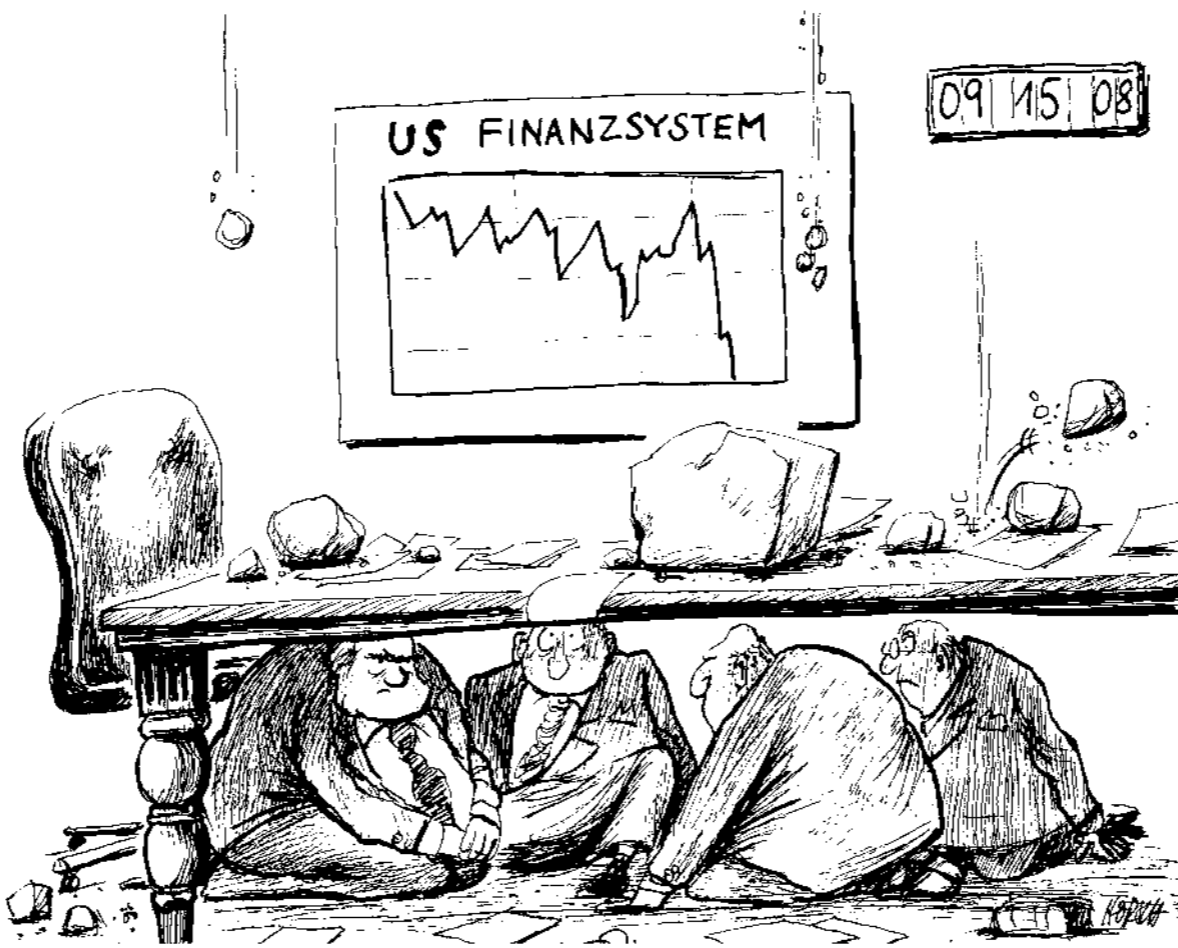
spruch scheint das aber noch längst nicht ausgemacht. Die Opposition mag die Mehrheit der Kabinettsmitglieder stellen, aber Mugabe hat es bislang noch immer verstanden, die Zügel in der Hand zu behalten. Dass er Tsvangirai seine Erfahrung für die Regierungsgeschäfte anbietet, mutet angesichts des desolaten Zustands Simbabwes mehr als Drohung denn als Ermunterung an. Fest steht, dass Simbabwe aus der Misere nur mit kräftiger Unterstützung des Auslands wieder herausfinden kann. Die Geberländer geraten dadurch in eine missliche Lage. Was auch immer sie unternehmen, um Simbabwe zu stabilisieren – sie unterstützen zwangsläufig den alten Despoten. Hilfspfänder sind in Simbabwe bislang allzu schnell in dunklen Kanälen versickert. Die EU ist daher gut beraten, dem Duo Mugabe/Tsvangirai nicht ohne Sicherheiten unter die Arme zu greifen. Faire Wahlen sind dabei die Mindestforderung. [rahe@handelsblatt.com](mailto:rahe@handelsblatt.com)

ZITAT DES TAGES

„Sie kommen ohne Erfahrung in die Regierung – wir können Ihnen unsere Erfahrung anbieten. Wir bringen eine Menge davon ein.“



ROBERT MUGABE, Staatschef in Simbabwe, bei der Unterzeichnung des Koalitionsabkommens zum bisherigen Oppositionsführer Morgan Tsvangirai.



RUSSLAND

## Politik mit Köpfchen

ANDREAS RINKE

Als der russische Bär im Georgien-Konflikt kurz und heftig brüllte, jagte dies vielen im Westen Angstschauer über den Rücken. Denn hatte ein ähnlicher Bär in Moskau nicht früher schon einmal gebüllt? Doch so verständlich die Erinnerung an den Kalten Krieg auch ist: Es häufen sich die Signale, dass der Einmarsch in Georgien keineswegs das Ende der Zusammenarbeit mit Russland in vielen anderen Bereichen bedeuten wird. Im Gegenteil. Das hat verschiedene Gründe: Der wichtigste ist sicher, dass sich auch nach dem Kaukasus-Konflikt die Interessenlagen sowohl des Westens als auch Russlands im Grundsatz nicht verändert haben. Sie stimmen in wesentlichen Punkten überein. Beide haben kein Interesse an einem Vormarsch des islamischen Terrorismus. Beiden liegt deshalb daran, dass sich die Situation in Afghanistan stabilisiert. Denn das Land dient als Brutstätte für Terroristen, die ihre tödliche Mission auch in andere Länder tragen. Die USA sind davon ebenso betroffen wie Russland, man denke nur an Tschetschenien. Weil es dieses gemeinsame Interesse in Afghanistan gibt, hat sich trotz aller Spannungen nichts an der Versorgung der Nato-Truppen über Russland geändert. Einig ist man sich auch weiter, dass sich Iran nicht nuklear bewaffnen darf. Eine atomare islamische Macht an seiner Südfanke will Russland verhindern, zumal Iran dann versucht sein könnte, im geostrategischen Spiel um die Gas- und Ölorkommen

im kaspischen Raum stärker mitzuspielen. Russland deutet deshalb an, die nächste Verschärfung der Sanktionen gegen Teheran mitzutragen. Daneben fördert ein nicht minder starkes russisches Motiv die Kooperationsbereitschaft: Die Angst vor der Isolation. Denn so laut der Bär auch brüllen mag, der Lärm überdeckt nur die berechtigte Sorge vor einer wachsenden Isolation. Selbst in Moskau wächst die Einsicht, dass man mit der Anerkennung der beiden abtrünnigen georgischen Provinzen in eine Sackgasse gerannt ist, in die nicht einmal die zentralasiatischen Republiken oder Weißrussland folgen wollen. Ähnlich bedeutsam sind die wirtschaftlichen Folgen des Kaukasus-Krieges. Russlands Führung spielt sie zwar ständig herunter. Aber auch in Moskau bedeutet es politischen Sprengstoff für eine Regierung, wenn viele gesellschaftliche Aufsteiger um ihr Vermögen bangen, weil der russische Aktienmarkt plötzlich rasant an Wert verliert. Und der dem Georgien-Krieg folgende internationale Vertrauensverlust bei den Investoren vermindert die Aussichten auf Erholung. Deshalb muss Moskau gegensteuern und demonstrieren, dass die Zusammenarbeit mit den anderen wichtigen Spielern dieser Welt weiter funktioniert. Zugegeben: Es ist derzeit nicht immer einfach, angesichts des Getöses in Russland die leisen, konzilianten Töne zu vernehmen. Aber hinter den Kulissen hat die russische Führung längst eine moderatere Tonlage angeschlagen. Auch der demonstrative Besuch des russischen Außenministers

in Polen war ein wichtiges Signal. Eine Ausnahme gibt es aber: den Konflikt im Kaukasus selbst. Denn die russische Botschaft an die Nato war brutal deutlich und in einem Punkt sehr bewusst gesetzt. Die als permanente Nadelstiche empfundene Politik des westlichen Militärbündnisses will Moskau nicht länger hinnehmen. Die Ostausweitung der Nato und die US-Raketenstationierung in Polen hat Moskau noch geschluckt. Aber sollte die Nato die Prozedur einer Aufnahme Georgiens und der Ukraine forcieren, droht ernsthafter Ärger. Die Kunst der europäischen Diplomatie wird darin bestehen, die Felder der möglichen Kooperation und der möglichen Konfrontation klar zu differenzieren und sich nicht in eine dumpfe Kalte-Kriegs-Angst hineintreiben zu lassen. Die Europäer müssen ihre eigenen Interessen formulieren: gegenüber Russland, aber auch gegenüber den USA. Sie müssen ausloten, wann eine Konfrontation lohnt und wann nicht. EU und Nato sollten sich dabei auch die Frage stellen, wo sie durch eigenes Verhalten unnötige Konflikte schüren, statt Stabilität zu erzeugen. Die abgekühlten Beziehungen zu Moskau wird dies dennoch nicht so schnell wieder erwärmen können. Aber der Blick auf die vorhandenen gemeinsamen Interessen hilft zumindest, die Beziehungen zu Russland wieder auf die richtige Basis zu stellen. Nötig ist eine Politik, die mit dem Kopf entschieden und nicht aus dem Bauch heraus betrieben wird. [rinke@handelsblatt.com](mailto:rinke@handelsblatt.com)

AUSSENANSICHT

## Die Kettenreaktion bleibt aus

Mit der Insolvenz von Lehman geben die US-Behörden die bedingungslose Stützung der Banken auf

Die internationale Finanzkrise, die vor etwas mehr als einem Jahr offen ausgebrochen ist, erlebt seit dem vergangenen Wochenende ein völlig neues Szenario. Nachdem staatliche Hilfen für bedrohte Banken in den Vereinigten Staaten in den vergangenen Monaten die Regel denn die Ausnahme waren, sollte es bei den US-Investmentbanken Lehman Brothers und Merrill Lynch der Markt richten. Mit fataler Konsequenz. Weil über das Wochenende die angestrebte Aufteilung in eine werthaltige Bank und eine „bad bank“, die alle „Giftpüll-Papiere“ übernehmen sollte, nicht zustande kam, musste Lehman Brothers am Montag Gläubigerschutz nach US-Recht beantragen. Nach dem Scheitern der Verkaufsbemühungen blieb die Insolvenz als einziger Ausweg. Wie andere Banken litt auch Lehman Brothers an einem Mangel an Kapital, verursacht durch das Engagement in strukturierten Produkten, die letztlich auf faulen Immobilienkrediten aufbauen. Für Merrill Lynch hingegen endete der Blick in die Bücher mit dem Verkauf an die Bank of America zu einem zweistelligen Milliardenbetrag. Obwohl weitere Details dieser Rettungsaktion noch nicht bekannt sind, reagierten die Aktienmärkte welt-

weit auf diese beiden Ereignisse mit sehr starken Kursverlusten. Daran änderte auch die Bekanntgabe eines Notihilfefonds in Höhe von 70 Milliarden Dollar durch zehn Banken wenig. Wie sind diese erneuten Entwicklungen zu beurteilen? Unter den Verwerfungen der Hypothekenkrise haben weltweit vor allem Banken gelitten. Starke Kursverluste von Bankaktien waren die Regel. Trotz unterschiedlicher Ausgangslage haben viele Banken eine Gemeinsamkeit. Sie sind durch die Hypothekenkrise angeschlagen. Es herrscht Unsicherheit über ihre Ausstattung an Liquidität, die Risiken ihres Geschäftsmodells sowie ihre Beteiligung an Geschäften mit Wertpapieren minderer Güte. Zudem benötigen einige Geldinstitute dringend neues Kapital. Um dies über die Kapitalmärkte einzusammeln, müssten Aktien ausgegeben werden. In den letzten Wochen waren jedoch einige geplante Ausgaben neuer Anteilscheine gefährdet, da der zu erzielende Verkaufspreis nach dem Kursverfall nicht mehr attraktiv war. Mit der Insolvenz von Lehman Brothers, einer großen Investmentbank, ändert sich nun die Informationslage des Marktes. Hier haben Konkurrenten wie die britische Bank Barclays und die US-amerikanische Bank of America die Risiken gewo-

gen und für nicht akzeptabel befunden. Bisher stand in den meisten Ländern der Schutz bedrängter Institute im Vordergrund, und die Kosten, die durch staatliche Rettungsaktionen für den Steuerzahler entstanden, wurden wenig problematisiert. Auch bedenkliche Folgen anderer Manöver, die eine Eindämmung der Krise zum Ziel hatten, wurden kaum kritisiert. So würde zum Beispiel in den USA und Großbritannien versucht, durch Leerverkaufsbeschränkungen Kursstürze abzufedern oder sogar zu verhindern. Diese Verbote und Meldepflichten brachten jedoch nicht die gewünschte Entlastung. Auch die Verstaatlichung von Finanzinstituten in Großbritannien und USA stieß schnell an finanzielle Grenzen und brachte nicht die erhoffte stabilisierende Wirkung. Trotz einer zeitweisen Beruhigung der Märkte ermög-

lichte sie nicht die Aufdeckung der Risiken. Die Insolvenz von Lehman Brothers basiert hingegen auf einer Marktbewertung. Die damit erzielte Transparenz könnte deshalb auch eine Entwicklung zum Besseren einleiten. Obwohl der Arbeitsplatzverlust für die Angestellten schmerzlich und der Verlust des eingesetzten Kapitals für die Aktionäre von Lehman Brothers dramatisch ist, stellt sich die Frage, ob dies wirklich mit allen Mitteln vermieden werden muss. So könnten sich nach einer kurzen Anpassung die Aktienkurse von Banken, die nicht mit Risiken von Papieren minderer Güte belastet sind, stark erholen. In jedem Fall sind starke Vermögensverschiebungen mit diesem Anpassungsprozess verbunden. Dies ist aber nicht der aktuellen Lage „post Lehman“ geschuldet, sondern liegt in der Hypothekenkrise begründet. Welches sind die Konsequenzen aus der Insolvenz von Lehman Brothers? Durch Wegfall der staatlichen Bemühungen um jeden Preis wird die Suche nach Aktionären wieder verstärkt aufzunehmen sein. Hier könnten die großen Staatsfonds eine wichtige Rolle spielen. Sie haben die Mittel und suchen dringend Anlagemöglichkeiten auch in risikobehafteten Anlagen. Auch ha-

AIG

## Schlachtreif

THOMAS SCHMITT

Es war einmal die größte Versicherung der Welt. Für einen Nachruf auf AIG ist es zwar noch zu früh, doch viel fehlt nicht mehr. Egal, wie das Drama in Amerika ausgeht und wie viele Milliarden die US-Notenbank nun kurzfristig in das Unternehmen pulvert, AIG ist seit gestern kein Aushängeschild der amerikanischen Wirtschaft mehr. Der Versicherer steht vor dem Aus. Und das ausgerechnet in einer Branche, der man nachsagt, dass sie Risiken besonders gut einschätzen kann. AIG konnte das nicht, wie die vergangenen zwölf Monate mit immer neuen Milliardenverlusten eindrucksvoll belegen. Das hat vor allem zwei Gründe. Erstens haben sich die Amerikaner in Bereich der Kerngeschäfte, dem Verkauf von Versicherungen, nur wenig bis gar nichts zu tun haben. Zweitens ist die Kontrolle von Versicherungsunternehmen in Amerika völlig ungenügend und antiquiert. Jeder Bundesstaat prüft seine jeweiligen Unternehmen. Die übergeordnete Ebene ist in einem Verband organisiert und fachlich nicht auf der Höhe. In Zeiten der Globalisierung ist solch eine Struktur überholt. Es gehört nicht viel Fantasie dazu, sich auszumalen, wie der Weltkonzern AIG seine lokal orientierten Aufseher immer wieder geschickt ausgebootet und auf diese Weise das wahre Risiko vieler seiner Geschäfte im amerikanischen Hypothekenmarkt jahrelang verschleierte hat. Dass die Kontrolle der Versicherer in der Europäischen Union besser funktioniert, dafür liefert auch die Schweiz einen Beleg. Interessanterweise hat in dem Nicht-EU-Mitglied das zweite Sorgenkind der Versicherungswirtschaft seinen Sitz. Gemeint ist Swiss Re, deren Abschreibungsbedarf im Zuge der Finanzkrise ebenfalls gigantische Ausmaße angenommen hat. Von einer Existenzkrise wie bei AIG kann in der Schweiz aber keine Rede sein. AIG ist in vieler Hinsicht ein Sonderfall und wird es zumindest mit Blick auf die EU wohl auch bleiben. Dennoch bleibt der Niedergang des amerikanischen Flaggschiffs nicht folgenlos für den Rest der Branche. Ob und in welcher Form AIG überlebt, ist dabei zweitrangig. Der Vertrauensverlust betrifft alle. Investoren werden nun erneut alle Versicherer durchleuchten und deren Bilanzen hinterfragen. Dagegen hilft nur eins: gadenlos transparent sein und alle möglichen, weiteren Risiken offenlegen. Nur wenn sich die Finanzmärkte ein noch besseres Bild von

der Situation der Branche machen können, kann verspieltes Vertrauen neu aufgebaut werden. Dabei dürfte klar sein, dass die Aussichten der meisten Versicherer kurzfristig immer trüber werden. Denn je länger die Börsenbaisse anhält, umso höher sind die Verluste aus ihren Aktienengagements. Zum Glück halten deutsche Versicherer nur noch rund zehn Prozent ihrer Kapitalanlagen in dieser Risikoklasse. In Europa sind es jedoch im Schnitt eher 15 Prozent. Besonders übel dran sind da britische Versicherer, auch weil dort Aktienkäufe in einem wesentlich großzügigeren Rahmen möglich sind. Im Zuge der Finanzkrise wird auch das Kerngeschäft der Versicherer weiter leiden, weil die Menschen nur solche Finanzprodukte kaufen, die sie unbedingt brauchen. Sinkende Prämieinnahmen werden umso wahrscheinlicher, je länger Zusammenbrüche von Finanzunternehmen die Kapitalmärkte in Atem halten. Möglich ist auch, dass einige Versicherer noch direkt unter dem AIG-Desaster zu leiden haben. Zum AIG-Konzern gehört auch ein Rückversicherer, der Risiken von anderen Versicherungsunternehmen übernommen hat. Ob dieser handlungsfähig bleibt, ist fraglich. Theoretisch wäre AIG nach dem Kursverfall derzeit an der Börse zwar günstig zu haben. Doch wer soll die Versicherung kaufen? Eine Bank kann damit wenig anfangen, eine andere Versicherung wird die Übernahme unkalkulierbarer Risiken scheuen. Also dürfte AIG wohl eher ausgeschlachtet werden. Ob eine kleinere AIG danach noch in der Lage sein wird, am Markt zu agieren? Das ist nicht ausgemacht, denn die Amerikaner kommen künftig so oder von zwei Seiten unter Druck. Gute Kunden werden zur Konkurrenz abwandern, weil sie das Vertrauen verloren haben. Eine Rabatt-Strategie ließe die Probleme von AIG noch wachsen: Denn die Amerikaner wären künftig gezwungen, schlechteres Geschäft zu zeichnen, um im Markt zu bleiben. Die Risiken in der Bilanz stiegen dadurch. Ob AIG aus dieser Falle herausfindet, ist derzeit noch nicht zu beurteilen. Sicher aber dürfte sein, dass die deutsche Allianz und die französische Axa nun die große Chance haben, sich weltweit als Marktführer in der Versicherungswirtschaft zu etablieren. Die Allianz befindet sich nach dem Verkauf der Dresdner Bank sogar in der Poleposition. [schmitt@handelsblatt.com](mailto:schmitt@handelsblatt.com)

Das Desaster des US-Konzerns könnte auch andere Versicherer treffen.