

DR. IUR. H. C. GERHARD STRATE
KLAUS-ULRICH VENTZKE

RECHTSANWÄLTE

An die
Staatsanwaltschaft Hamburg
z. Hdn. Herrn Staatsanwalt **Gies**
Gorch-Fock-Wall 15
20355 Hamburg

Hamburg, am 5.5.2009/gs

Betr.: Ermittlungsverfahren gegen Verantwortliche der HSH Nordbank AG

Ihr Aktenzeichen: 5550 Js 4/09

Sehr geehrter Herr Staatsanwalt Gies!

in Ergänzung zu meinen früheren Schriftsätzen darf ich Ihre Aufmerksamkeit noch auf zwei Veröffentlichungen lenken:

- Zum einen auf den Artikel in der FAZ Nr. 100 vom 30.4.2009, S. 17, in welchem über den Jahresabschluss der Nord LB berichtet wird, sowie einen hierauf bezogenen Kommentar von *Johannes Ritter*. In dem Kommentar heißt es:

„Die HSH ist zu einem Sanierungsfall geworden, der nur mit milliardenschweren Landeshilfen gerettet werden kann, Die Nord LB hingegen schlägt sich wacker und braucht zumindest bislang keine Kapitalspritze. Da beide Banken auf

ähnlichen Feldern unterwegs sind, stellt sich die Frage: Was macht die Nord LB besser? Sie hat sich weitgehend ferngehalten von Wertpapieren, die durch die Finanzkrise schlagartig zu Giftmüll wurden. Sie hat sich konservativ und vorsichtig am Markt bewegt und deutlich weniger offensiv Schiffe und Immobilien finanziert. Dies hält zwar in guten Zeiten die Rendite in Grenzen, in schlechten Zeiten aber auch die Risiken im Zaum.“

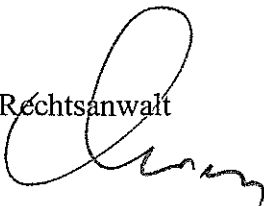
A n l a g e n 1 und 2.

- Des weiteren einen Artikel sowie ein Interview in der Frankfurter Allgemeinen Sonntagszeitung Nr. 18 vom 3.5.2009, S. 18, in welchem sich der Autor mit dem limitierten Erkenntniswert von mathematischen Risikoberechnungsmodellen befasst, die – vgl. die Geschäftsberichte – in ähnlicher Machart auch bei der HSH Nordbank zum Zuge kamen.

A n l a g e 3.

Das eigentlich Erforderliche, nämlich auch die Berechnung eines „worst-case-Szenarios“ und die Betrachtung der dabei sich zeigenden Auswirkung auf den Bestand der gesamten Bank, wurde hingegen nie angestellt.

Der Rechtsanwalt



minimale Euro gesunkenen Umsatz. Das Ebitda vor Sondereinflüssen schrumpfte um mehr als 22 Prozent auf rund 1,7 Milliarden Euro. Das operative Ergebnis (Ebit) sank um 32 Prozent auf etwas mehr als 1 Milliarde Euro. Dabei haben sich die drei Konzerne von Bayer erwartungsgemäß sehr unterschiedlich entwickelt. Jedoch konnten die Zuwachsraten in der Gesundheitssparte (Health Care) und im Pflanzenschutz (Crop Science) die Schwächen im Industriegeschäft nicht ausgleichen.

25 000 Arbeitsplätze.

Das Unternehmen „Gorkowski Awtomobilny Sawod“ (GAZ) ist vor allem als Hersteller der einstigen Sowjetkarosse Wolga bekannt, kopierte aber in den vergangenen Jahren eher Auslaufmodelle des amerikanischen Partners Chrysler. Unklar ist, ob Magna und GAZ, die ebenfalls unter der Absatzkrise leiden, sich Opel überhaupt leisten können. Die Bank JP Morgan schätzt das Eigenkapital von Opel auf etwa 1,5 Milliarden Euro. Allzu viel Geld müssen die Interessenten allerdings nicht selbst mitbringen: Einem etwaigen Investor hat die Bundesregierung

re. in der kommenden Woche sollen die angeblich sechs Interessenten jedoch elektronischen Zugang zu den Büchern von Opel erhalten, um ihre Entscheidung über eine Offerte zu substantiieren.

Die 1932 gegründete GAZ gehört mehrheitlich dem russischen Multimilliardär Oleg Deripaska, der sein Vermögen in der Aluminiumindustrie machte und in den vergangenen Jahren mit Hilfe von Krediten Beteiligungen an vielen westlichen Unternehmen erwarb. Im Zuge der Finanzkrise musste er sich jedoch von seinem Anteil von 15 Prozent an Magna sowie 10 Prozent am deutschen Baukon-

sc:
to:
20
ka
To

En
Ch
Do
am
set
Ch
sch
nis:

Nord LB bewältigt Krise aus eigener Kraft

Die Landesbank braucht vorerst kein frisches Kapital / Risikovorsorge wird verdoppelt

rit. HANNOVER, 29. April. Die Norddeutsche Landesbank will weiterhin ohne Hilfen ihrer öffentlichen Träger durch die Krise kommen. „Wir haben die Krise deutlich zu spüren bekommen, aber aus eigener Kraft bewältigen können“, sagte Gunter Dunkel bei der Bilanzvorlage in Hannover. Dunkel hat zum Jahreswechsel den Vorstandsvorsitz von Hannes Rehm übernommen. Die Nord LB wird von Niedersachsen und Sachsen-Anhalt sowie von den Sparkassen dieser Länder und Mecklenburg-Vorpommerns getragen. Sie ist neben der Landesbank Berlin der einzige Landesbanken-Konzern, der 2008 noch mit Gewinn abgeschlossen hat. Dieser fiel mit 22 Millionen Euro vor Steuern allerdings nicht nur dramatisch niedriger aus als im Jahr zuvor, als ein Bruttogewinn von 503 Millionen Euro zu Buche gestanden hatte. Der Konzern blieb damit auch deutlich unterhalb der Vorhersage Rehms, der kurz vor seinem Abschied im Dezember einen Vorsteuergewinn in niedriger dreistelliger Millionenhöhe avisiert hatte. Dank der Auflösung von Steuerrückstellungen brachte es die Bank unter dem Strich auf einen Nettogewinn von 151 (Vorjahr: 305) Millionen Euro.

In das laufende Jahr sei die Bank gut gestartet, sagte Dunkel. Dank steigender operativer Erträge und einer nur minima-

len Risikovorsorge sei im ersten Quartal mit einem sehr ordentlichen Ergebnis zu rechnen. Dieses könne freilich unter keinen Umständen auf das Gesamtjahr hochgerechnet werden. „Wir richten unsere Strategie nicht auf eine Erholung der Märkte aus.“ Weil sich die Finanzmarktkrise nun auf die Realwirtschaft auswirke, sei mit einem deutlichen Anstieg der Kreditrisiken zu rechnen, sagte Dunkel. Er glaubt, dass die Bank die Risikovorsorge gegenüber dem langjährigen Durchschnittskorridor von 280 bis 320 Millio-

Kommentar Seite 20

nen Euro nahezu verdoppeln müsse. Dabei dürfte das starke Engagement im Schifffahrts- und Immobiliengeschäft eine große Rolle spielen. „Wir werden die Folgen alleine bewältigen können“, beteuerte Dunkel, der auch 2009 mit Gewinn abschließen will. „Unter heutigen Gesichtspunkten“ benötige die Bank auch kein frisches Eigenkapital. Ende 2008 betrug die Kernkapitalquote 8,1 Prozent.

Viele Sparkassen suchen händeringend den Ausstieg aus ihren (verlustreichen) Landesbanken. Eine derartige Fluchtbe-

wegung gebe es bei der Nord LB nicht, sagte Dunkel. Dies mache die Bank stark. Über einen Schulterabschluss mit einer anderen Landesbank würde Dunkel nur dann nachdenken, wenn dadurch das eigene Geschäftsmodell gestärkt und der potentielle Partner sich zuvor in einer Kernbank gesundgeschrumpft hätte. Es gebe in diese Richtung aber derzeit keinerlei Gespräche, auch nicht mit der krisengeschüttelten HSH Nordbank, mit der die Nord LB früher einmal anbandeln wollte. An einer nationalen „Bad Bank“ werde sich die Nord LB nicht beteiligen, weil sie gar keine toxischen Papiere habe, die dort eingebracht werden könnten.

Genau deshalb ist die Nord LB 2008 auch relativ glimpflich durch die Finanzkrise gekommen. Allerdings hat auch sie geblutet, zum Teil aufgrund eigener Fehler: In einem misslungenen Aktiengeschäft mit dem Finanzinvestor Vatas wurden 120 Millionen Euro versenkt. In Island hat die Bank 160 Millionen Euro verloren. Der Fall Lehman schlug mit 30 Millionen Euro negativ zu Buche. Insgesamt summieren sich die belastenden Sondereffekte nach Lesart des Vorstands auf fast 700 Millionen Euro. Wegen der Übernahme der Deutschen Hypothekbank kletterte die Bilanzsumme um 21 Prozent auf 244 Milliarden Euro.

Conti könnte Schaeffler führen

Konzernverlust im ersten Quartal / Mehr Sparmaßnahmen

hena. HAMBURG, 29. April. Der Vorstandsvorsitzende der Continental AG,

lich. Und für Conti muss es wieder eine Perspektive geben“ sagte Neumann

Börse honoriert Vossloh-Zahlen

csc. DÜSSELDORF, 29. April. Die Börse



Foto Bloomberg

schaften große Teile der Arbeit delegieren. 2008 war die Ölindustrie mit 6,2 Milliarden Pfund (rund 6,8 Milliarden Euro) der größte industrielle Investor in Großbritannien und steuerte mit rund 13 Milliarden Pfund ein Drittel des gesamten Unternehmenssteueraufkommens bei.

Jetzt ist die Party vorbei. Nach einer Studie der Unternehmensberatung Deloitte ist die Zahl der Explorationsbohrungen im britischen Teil der Nordsee im ersten Quartal im Vorjahresvergleich um fast 80 Prozent zurückgegangen. Der Branchenverband Oil & Gas UK befürchtet, dass sich bis 2010 die Gesamtinvestitionen halbieren könnten. Die Branche hat in den vergangenen Monaten mächtig auf den Putz gehauen, um dem klammen britischen Finanzminister Alistair Darling, Steuererleichterungen abzurufen.

„Großbritannien ist einer der teuersten Plätze auf der Welt, um Öl zu fördern“, klagt Carl Thompson, Finanzmanager beim Dienstleister Petrofac. Das Land hat in den Zeiten der steigenden Ölpreise eine Sondersteuer von 20 Prozent eingeführt. Die Hälfte der Unternehmensgewinne in der britischen Ölindustrie kassiert seither der Staat. Und der braucht das Geld dringender denn je. Darlings in der vergangenen Woche vorgelegter neuer Haushaltsplan sieht die höchste Neuverschuldung seit dem Zweiten Weltkrieg vor. Dennoch hat der Finanzminister der Ölindustrie einen Steuernachlass für Investitionen in kleine und schwer erschließbare Ölfelder zugesagt. Die Sorgen in Aberdeen dämpft er damit kaum. „Diese Erleichterungen sind zu gering, als dass sie großen Einfluss auf die Investitionen haben werden“, sagt die Sprecherin von Oil & Gas UK.

selbst wenn es vorbildlich funktioniert hat. Wann kommt es schon vor, dass eine Gewinnerwartung um rund 2 Milliarden Euro nach unten korrigiert und mit hohen Kursgewinnen belohnt wird? Das geht nur mit einem guten Drehbuch. Schon im Januar begann der Konzern mit der Demontage der Prognose, obwohl der Vorstandsvorsitzende Peter Löscher offiziell immer noch an seiner schon Mitte 2008 abgegebenen Gewinnerwartung festhielt. Über Monate wurde an alten Aussagen so lange herumgedoktert, bis Börse und Analysten einfach nicht mehr daran glauben durften. Nun kann sich Siemens ruhigen Gewissens auf ebendiese zurückgeschraubten Erwartungen des Marktes berufen. Das ist ein fragwürdiger Umgang mit Aktionären. Es war weniger eine falsche Lagebeurteilung durch Löscher, die ihn zum überfälligen Schritt bewegte. Es ging um einen schmerzfreien Weg aus einer Prognosefalle. Die Manöver lassen Transparenz und Berechenbarkeit vermissen. Schon gar nicht dienen sie der Glaubwürdigkeit und dem Vertrauen, das der hochbezahlte Löscher nach der Prügel an der Börse vor einem Jahr zurückholen wollte.

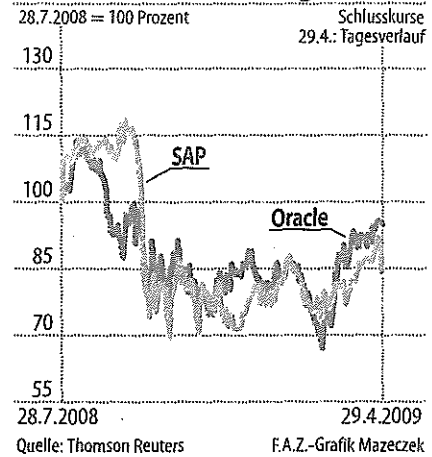
SAP in der Klemme

Von Stephan Finsterbusch

SAP steckt in der Klemme. Die Erlöse aus dem Geschäft mit Softwarelizenzen fallen stärker als die des Konkurrenten Oracle, die Kostenschnitte bleiben hinter denen des Branchenriesen Microsoft zurück, und die Prognosen für den Verlauf dieses Geschäftsjahres sind eher vage als aussagekräftig. Aktionären darf das nicht genügen. Darüber hinaus könnte Europas größtes Softwarehaus eine wichtige Entwicklung im Markt verpassen: Während Wettbewerber wie Hewlett-Packard und IBM Hard- und Software aus einer Hand anbieten können, Oracle mit dem Kauf von Sun Microsystems nun auf diesen Pfad einschwenkt, halten die Deutschen an ihrem bisherigen Geschäftsmodell fest. Sie setzen auf Partnerschaften und Allianzen, Kooperationen und Bündnisse mit den großen Herstellern von Netzwerkrechnern (Servern). Das hat sich für SAP zwar bislang bewährt.

Vorstand ändern, die Kosten straffer managen und Klarheit in die Zukunftsaussichten bringen.

SAP und Oracle im Vergleich



Kalte Schulter im Norden

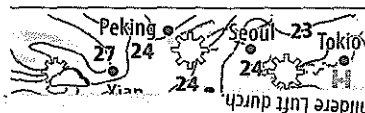
Von Johannes Ritter

Wie sich die Zeiten ändern. Vor einigen Jahren hätte die Norddeutsche Landesbank in Hannover nur allzu gerne gemeinsame Sache gemacht mit der HSH Nordbank. Doch die Hamburger zeigten den Niedersachsen die kalte Schulter. Das hat sich inzwischen als Glücksfall für die Nord LB erwiesen. Die HSH ist zu einem Sanierungsfall geworden, der nur mit milliardenschweren Landeshilfen gerettet werden kann. Die Nord LB hingegen schlägt sich wacker und braucht zumindest bislang keine Kapitalspritze. Da beide Banken auf ähnlichen Feldern unterwegs sind, stellt sich die Frage: Was macht die Nord LB besser? Sie hat sich weitgehend ferngehalten von Wertpapieren, die durch die Finanzkrise schlagartig zu Giftmüll wurden. Sie hat sich konservativ und vorsichtig am Markt bewegt und deutlich weniger offensiv Schiffe und Immobilien finanziert. Dies hält zwar in guten Zeiten die Rendite in Grenzen, in schlechten Zeiten aber auch die Risiken im Zaum. Zwar kommt auch die Nord LB nicht trocken aus dem Krisengewitter heraus. Aber sie wird darin wohl nicht so viele Federn lassen, dass sie in Hamburg notlanden will. Die HSH Nordbank hat in Hannover jegliche Anziehungskraft verloren.

NORDAMERIKA



ASIEN



Städte Wetter im Ausland

	Mi.	Do.	Fr.	Sa.	Mi.	Do.	Fr.	Sa.
Europa	29.4.	30.4.	1.5.	2.5.				
Amsterdam	15° w	19° h	21° w	18° w				
Afrika					29.4.	30.4.	1.5.	2.5.
Lagos					31° w	33° w	33° w	32° w
Berlin	20° b	25° h	4° s	23° s				
Airtona	14° n	14° n	11° h	14° s				

minimale Euro gesunkenen Umsatz. Das Ebitda vor Sondereinflüssen schrumpfte um mehr als 22 Prozent auf rund 1,7 Milliarden Euro. Das operative Ergebnis (Ebit) sank um 32 Prozent auf etwas mehr als 1 Milliarde Euro. Dabei haben sich die drei Konzerne von Bayer erwartungsgemäß sehr unterschiedlich entwickelt. Jedoch konnten die Zuwachsraten in der Gesundheitssparte (Health Care) und im Pflanzenschutz (Crop Science) die Schwächen im Industriegeschäft nicht ausgleichen.

25 000 Arbeitsplätze.

Das Unternehmen „Gorkowski Awtomobilny Sawod“ (GAZ) ist vor allem als Hersteller der einstigen Sowjetkarosse Wolga bekannt, kopierte aber in den vergangenen Jahren eher Auslaufmodelle des amerikanischen Partners Chrysler. Unklar ist, ob Magna und GAZ, die ebenfalls unter der Absatzkrise leiden, sich Opel überhaupt leisten können. Die Bank JP Morgan schätzt das Eigenkapital von Opel auf etwa 1,5 Milliarden Euro. Allzu viel Geld müssen die Interessenten allerdings nicht selbst mitbringen: Einem etwaigen Investor hat die Bundesregierung

te. In der kommenden Woche sollen die angeblich sechs Interessenten jedoch elektronischen Zugang zu den Büchern von Opel erhalten, um ihre Entscheidung über eine Offerte zu substantiieren.

Die 1932 gegründete GAZ gehört mehrheitlich dem russischen Multimilliardär Oleg Deripaska, der sein Vermögen in der Aluminiumindustrie machte und in den vergangenen Jahren mit Hilfe von Krediten Beteiligungen an vielen westlichen Unternehmen erwarb. Im Zuge der Finanzkrise musste er sich jedoch von seinem Anteil von 15 Prozent an Magna sowie 10 Prozent am deutschen Baukon-

sc
to
20
ka
To

En
Ch
Do
am
set
wic
Ch
sch
nis

Nord LB bewältigt Krise aus eigener Kraft

Die Landesbank braucht vorerst kein frisches Kapital / Risikovorsorge wird verdoppelt

rit. HANNOVER, 29. April. Die Norddeutsche Landesbank will weiterhin ohne Hilfen ihrer öffentlichen Träger durch die Krise kommen. „Wir haben die Krise deutlich zu spüren bekommen, aber aus eigener Kraft bewältigen können“, sagte Gunter Dunkel bei der Bilanzvorlage in Hannover. Dunkel hat zum Jahreswechsel den Vorstandsvorsitz von Hannes Rehm übernommen. Die Nord LB wird von Niedersachsen und Sachsen-Anhalt sowie von den Sparkassen dieser Länder und Mecklenburg-Vorpommerns getragen. Sie ist neben der Landesbank Berlin der einzige Landesbanken-Konzern, der 2008 noch mit Gewinn abgeschlossen hat. Dieser fiel mit 22 Millionen Euro vor Steuern allerdings nicht nur dramatisch niedriger aus als im Jahr zuvor, als ein Bruttogewinn von 503 Millionen Euro zu Buche standen hatte. Der Konzern blieb damit auch deutlich unterhalb der Vorhersage Rehms, der kurz vor seinem Abschied im Dezember einen Vorsteuergewinn in niedriger dreistelliger Millionenhöhe avisiert hatte. Dank der Auflösung von Steuerrückstellungen brachte es die Bank unter dem Strich auf einen Nettogewinn von 151 (Vorjahr: 305) Millionen Euro.

In das laufende Jahr sei die Bank gut gestartet, sagte Dunkel. Dank steigender operativer Erträge und einer nur minima-

len Risikovorsorge sei im ersten Quartal mit einem sehr ordentlichen Ergebnis zu rechnen. Dieses könne freilich unter keinen Umständen auf das Gesamtjahr hochgerechnet werden. „Wir richten unsere Strategie nicht auf eine Erholung der Märkte aus.“ Weil sich die Finanzmarktkrise nun auf die Realwirtschaft auswirke, sei mit einem deutlichen Anstieg der Kreditrisiken zu rechnen, sagte Dunkel. Er glaubt, dass die Bank die Risikovorsorge gegenüber dem langjährigen Durchschnittskorridor von 280 bis 320 Millio-

Kommentar Seite 20

nen Euro nahezu verdoppeln müsse. Dabei dürfte das starke Engagement im Schifffahrts- und Immobiliengeschäft eine große Rolle spielen. „Wir werden die Folgen alleine bewältigen können“, beteuerte Dunkel, der auch 2009 mit Gewinn abschließen will. „Unter heutigen Gesichtspunkten“ benötige die Bank auch kein frisches Eigenkapital. Ende 2008 betrug die Kernkapitalquote 8,1 Prozent.

Viele Sparkassen suchen händeringend den Ausstieg aus ihren (verlustreichen) Landesbanken. Eine derartige Fluchtbe-

wegung gebe es bei der Nord LB nicht, sagte Dunkel. Dies mache die Bank stark. Über einen Schulterchluss mit einer anderen Landesbank würde Dunkel nur dann nachdenken, wenn dadurch das eigene Geschäftsmodell gestärkt und der potentielle Partner sich zuvor in einer Kernbank gesundgeschrumpft hätte. Es gebe in diese Richtung aber derzeit keinerlei Gespräche, auch nicht mit der krisengeschüttelten HSH Nordbank, mit der die Nord LB früher einmal anbandeln wollte. An einer nationalen „Bad Bank“ werde sich die Nord LB nicht beteiligen, weil sie gar keine toxischen Papiere habe, die dort eingebracht werden könnten.

Genau deshalb ist die Nord LB 2008 auch relativ glimpflich durch die Finanzkrise gekommen. Allerdings hat auch sie geblutet, zum Teil aufgrund eigener Fehler: In einem misslungenen Aktiengeschäft mit dem Finanzinvestor Vatas wurden 120 Millionen Euro versenkt. In Island hat die Bank 160 Millionen Euro verloren. Der Fall Lehman schlug mit 30 Millionen Euro negativ zu Buche. Insgesamt summieren sich die belastenden Sondereffekte nach Lesart des Vorstands auf fast 700 Millionen Euro. Wegen der Übernahme der Deutschen Hypothekbank kletterte die Bilanzsumme um 21 Prozent auf 244 Milliarden Euro.

Conti könnte Schaeffler führen

Konzernverlust im ersten Quartal / Mehr Sparmaßnahmen

hena. HAMBURG, 29. April. Der Vorstandsvorsitzende der Continental AG, Karl-Thomas Neumann,

lich. Und für Conti muss es wieder eine Perspektive geben“, sagte Neumann.

Börse honoriert Vossloh-Zahlen

csc. DÜSSELDORF, 29. April. Die Börse

Vergesst Prognosen

Von Rüdiger Köhn



Foto Bloomberg

schaften große Teile der Arbeit delegieren. 2008 war die Ölindustrie mit 6,2 Milliarden Pfund (rund 6,8 Milliarden Euro) der größte industrielle Investor in Großbritannien und steuerte mit rund 13 Milliarden Pfund ein Drittel des gesamten Unternehmenssteueraufkommens bei.

Jetzt ist die Party vorbei. Nach einer Studie der Unternehmensberatung Deloitte ist die Zahl der Explorationsbohrungen im britischen Teil der Nordsee im ersten Quartal im Vorjahresvergleich um fast 80 Prozent zurückgegangen. Der Branchenverband Oil & Gas UK befürchtet, dass sich bis 2010 die Gesamtinvestitionen halbieren könnten. Die Branche hat in den vergangenen Monaten mächtig auf den Putz gehauen, um in klammen britischen Finanzminister C. Stair Darling, Steuererleichterungen abzurufen.

„Großbritannien ist einer der teuersten Plätze auf der Welt, um Öl zu fördern“, klagt Carl Thompson, Finanzmanager beim Dienstleister Petrofac. Das Land hat in den Zeiten der steigenden Ölpreise eine Sondersteuer von 20 Prozent eingeführt. Die Hälfte der Unternehmensgewinne in der britischen Ölindustrie kassiert seither der Staat. Und der braucht das Geld dringender denn je. Darlings in der vergangenen Woche vorgelegter neuer Haushaltsplan sieht die höchste Neuverschuldung seit dem Zweiten Weltkrieg vor. Dennoch hat der Finanzminister der Ölindustrie einen Steuernachlass für Investitionen in kleine und schwer erschließbare Ölfelder zugesagt. Die Sorgen in Aberdeen dämpft er damit kaum. „Diese Erleichterungen sind zu gering, als dass sie großen Einfluss auf die Investitionen haben werden“, sagt die Sprecherin von Oil & Gas UK.

Siemens hat ein Prognose-Perpetuum-Mobile entwickelt, das hoffentlich keine Nachahmer findet, selbst wenn es vorbildlich funktioniert hat. Wann kommt es schon vor, dass eine Gewinnerwartung um rund 2 Milliarden Euro nach unten korrigiert und mit hohen Kursgewinnen belohnt wird? Das geht nur mit einem guten Drehbuch. Schon im Januar begann der Konzern mit der Demontage der Prognose, obwohl der Vorstandsvorsitzende Peter Löscher offiziell immer noch an seiner schon Mitte 2008 abgegebenen Gewinnerwartung festhielt. Über Monate wurde an alten Aussagen so lange herumgedoktert, bis Börse und Analysten einfach nicht mehr daran glauben durften. Nun kann sich Siemens ruhigen Gewissens auf ebendiese zurückgeschraubten Erwartungen des Marktes berufen. Das ist ein fragwürdiger Umgang mit Aktionären. Es war weniger eine falsche Lagebeurteilung durch Löscher, die ihn zum überfälligen Schritt bewegte. Es ging um einen schmerzfreien Weg aus einer Prognosefalle. Die Manöver lassen Transparenz und Berechenbarkeit vermissen. Schon gar nicht dienen sie der Glaubwürdigkeit und dem Vertrauen, das der hochbezahlte Löscher nach der Prügel an der Börse vor einem Jahr zurückholen wollte.

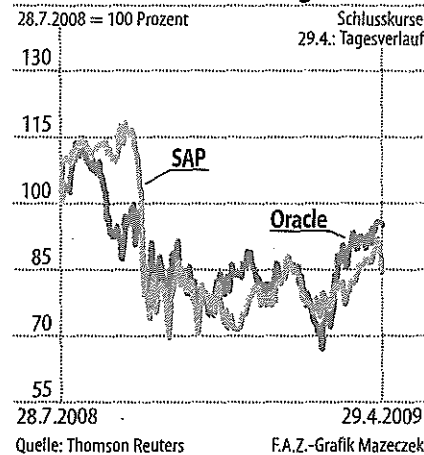
SAP in der Klemme

Von Stephan Finsterbusch

SAP steckt in der Klemme. Die Erlöse aus dem Geschäft mit Softwarelizenzen fallen stärker als die des Konkurrenten Oracle, die Kostenschnitte bleiben hinter denen des Branchenriesen Microsoft zurück, und die Prognosen für den Verlauf dieses Geschäftsjahres sind eher vage als aussagekräftig. Aktionären darf das nicht genügen. Darüber hinaus könnte Europas größtes Softwarehaus eine wichtige Entwicklung im Markt verpassen: Während Wettbewerber wie Hewlett-Packard und IBM Hard- und Software aus einer Hand anbieten können, Oracle mit dem Kauf von Sun Microsystems nun auf diesen Pfad einschwenkt, halten die Deutschen an ihrem bisherigen Geschäftsmodell fest. Sie setzen auf Partnerschaften und Allianzen, Kooperationen und Bündnisse mit den großen Herstellern von Netzwerkrechnern (Servern). Das hat sich für SAP zwar bislang bewährt.

Doch in einer Branche, die vom Wechsel, von Veränderungen geradezu lebt, könnte das bald schon zu wenig sein – trotz momentaner Gewinnspannen im zweistelligen Prozentbereich. Im Rennen um die Branchenspitze ist SAP ein Getriebener. Das muss der Vorstand ändern, die Kosten straffer managen und Klarheit in die Zukunftsaussichten bringen.

SAP und Oracle im Vergleich



Kalte Schulter im Norden

Von Johannes Ritter

Wie sich die Zeiten ändern. Vor einigen Jahren hätte die Norddeutsche Landesbank in Hannover nur allzu gerne gemeinsame Sache gemacht mit der HSH Nordbank. Doch die Hamburger zeigten den Niedersachsen die kalte Schulter. Das hat sich inzwischen als Glücksfall für die Nord LB erwiesen. Die HSH ist zu einem Sanierungsfall geworden, der nur mit milliardenschweren Landeshilfen gerettet werden kann. Die Nord LB hingegen schlägt sich wacker und braucht zumindest bislang keine Kapitalspritze. Da beide Banken auf ähnlichen Feldern unterwegs sind, stellt sich die Frage: Was macht die Nord LB besser? Sie hat sich weitgehend ferngehalten von Wertpapieren, die durch die Finanzkrise schlagartig zu Giftmüll wurden. Sie hat sich konservativ und vorsichtig am Markt bewegt und deutlich weniger offensiv Schiffe und Immobilien finanziert. Dies hält zwar in guten Zeiten die Rendite in Grenzen, in schlechten Zeiten aber auch die Risiken im Zaum. Zwar kommt auch die Nord LB nicht trocken aus dem Krisengewitter heraus. Aber sie wird darin wohl nicht so viele Federn lassen, dass sie in Hamburg notlanden will. Die HSH Nordbank hat in Hannover jegliche Anziehungskraft verloren.

Die Sache mit der Laus hatte keiner auf der Rechner

Die Erfindungen der Finanzmathematik haben der Welt einen Aufschwung beschert. Ihre Fehler haben die Welt in die Krise gestürzt.

VON PATRICK BERNAU

Wer in den vergangenen Jahren die vollmundigen Versprechen der Finanzmathematiker hörte, der konnte glauben, ein Risiko bei der Geldanlage gäbe es nicht mehr. Die Rechenkunst hätte so enorme Fortschritte gemacht, dass sie jedes Risiko der Finanzwelt beliebig stückeln und weiterverschieben kann – und dann so geschickt mit anderen Risiken kombiniert, dass nie im Leben alle gleichzeitig eintreten. Die Finanzwelt galt als praktisch sicher.

Heute weiß jeder: Diese Hoffnung war trügerisch. Die Möglichkeiten der Finanzmathematik sind offenbar erheblich überschätzt worden – und diese Überschätzung war einer der wichtigsten Gründe dafür, dass die Wirtschaft jetzt in der tiefsten Rezession der Nachkriegsgeschichte steckt. Schließlich sind überschätzte Innovationen laut dem berühmten Wirtschaftshistoriker Charles Kindleberger eine der zentralen Voraussetzungen dafür, dass sich eine Blase bilden kann. Im 17. Jahrhundert war das der Handel mit der Südsee, im 19. Jahrhundert der Stahl und im 20. Jahrhundert das Internet. Dieses Mal waren es neue Wertpapiere mit verbrieften zweitklassigen Immobilien-Krediten, sagt der Leipziger Ökonom Gunther Schnabl, der sich mit Krisenmodellen auseinandergesetzt hat – und diese Wertpapiere konnten nur entstehen, weil Banken und Ratingagenturen sich auf die neuartigen Risikomodelle verließen, die sagten: Nie und nimmer gehen da alle Schuldner auf einmal pleite. Doch jeder weiß: Die Modelle hatten deren Sicherheit überschätzt.

Dabei hat die Mathematik in ihrer Geschichte schon einige Finanzrisiken unter Kontrolle gebracht. Das begann in den 50er Jahren mit Henry Markowitz und seiner Theorie der Portfolio-Optimierung. Nach einigem Rechnen bereicherte er die Welt um die Idee: Wer sein Geld sichern möchte, muss es gut verteilen. Später schufen Ökonomen mit Hilfe der Mathematik die Möglichkeit, dass sich Anleger für die Zukunft absichern konnten – zum Beispiel, indem sie sich zu ihrer VW-Aktie die Option einräumten ließen, die Aktie auch wieder zu einem bestimm-

ten Preis zu verkaufen. Solche Optionsgeschäfte galten als reines Glücksspiel, bis Fischer Black, Myron Scholes und Robert Merton eine Formel entwickelten, mit der sich angemessene Optionspreise ausrechnen ließen.

Doch in den neuen Modellen der vergangenen Jahre blieb mehr Risiko übrig, als die meisten Leute dachten. Das hat mehrere Gründe: Die Modelle waren falsch. Es gab zu wenige Daten, um die Modelle zu testen. Und kaum einer kümmerte sich um die Schwächen.

Dass die Modelle falsch sind, diesen Vorwurf erheben Kritiker schon seit Jahren – auch, als alles noch in Ordnung schien. Der Amerikaner Nassim Taleb hat daraus unter dem Titel „Der Schwarze Schwan“ ein ganzes Buch gemacht und zieht von Podium zu Podium mit dem Vorwurf an die Banker, sie hätten die Risiken der Finanzwelt systematisch unterschätzt. Zum Beispiel hätten sie nicht berück-

den Risikomodelle der Banken gefehlt: Eine zuverlässige Vorstellung darüber, wie verschiedene Risiken voneinander abhängen.

Das Problem daran ist einfach zu erklären, zum Beispiel mit zwei Schulkindern: Dass Anna Läuse bekommt, ist an sich recht unwahrscheinlich. Dass der neben ihr sitzende Tom Läuse bekommt, auch. Aber wenn es bei Anna einmal losgegangen ist, kratzt sich wahrscheinlich auch bald Tom am Kopf. So ähnlich ist es mit amerikanischen Immobilienkrediten auch: Wenn ein Schuldner seinen Kredit nicht mehr zahlen kann, hat vielleicht auch bald der Nachbar Schwierigkeiten. Das ist ein systemisches Risiko, und Risiken dieser Art waren nach Ansicht von Rachev in den Modellen nicht richtig berücksichtigt. Der Grund ist einfach: In so einem Risikomodelle stecken oft 17 000 Zahlen. „Das ist auch heutzutage noch eine Herausforderung für die IT“, sagt der

die Date Dann schi Immobilien de mit un sie noch e te dieses es die net lange, also kenntnisse lung. Und über fallen die waren in den 30er dieser Zei nungen. I sich, inder annahmen testeten. Fachjargon fenbar nie

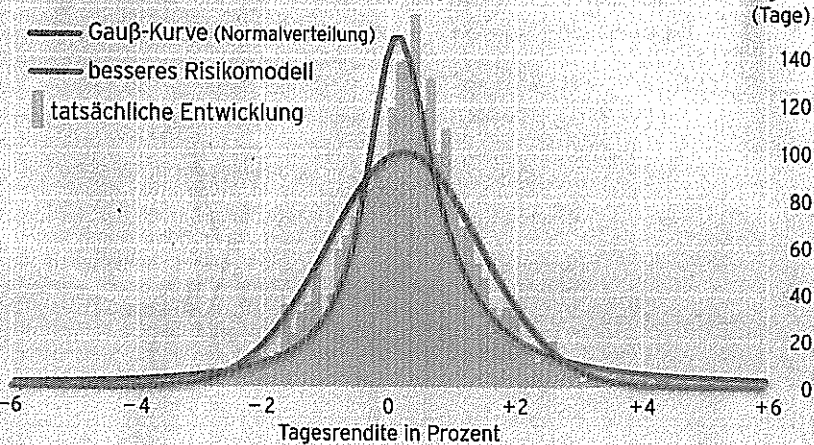
Und so ihren Risi thematike meiden lä immer n Wirklichk mer: Wei sich nicht lassen. Ab len passie men die ausspucke hin. Das der Chef Roland B „Man verj men, die gen“, sagt Banken d mand mel an arbeitsl gute Idee

Finanzn ben schon macht: Sit Hedge-Fo die Starök Robert M scheiterte nerten die Formeln s ben sie so

Auch di nager scho deckten Ri arbeiten. I meln werc sen, die si kann – un Wer sic auch in Zu den versuch delle zu v man frage steckt.

Modell und Wirklichkeit

Gauß-Kurve und tatsächliche Kursveränderungen im S&P 500



1) S&P 500 zwischen 29.9.1998 und 29.9.2008.

Quelle: Svetlozar Rachev, Universität Karlsruhe/FA.Z.-Grafik Brocker

Früher haben Banken das Risiko ihrer Geldanlagen oft mit der Gauß-Kurve berechnet. Das hat ihnen viel Kritik eingebracht, weil die Gauß-Kurve die Wahrscheinlichkeit großer Kursgewinne und großer Kursstürze unterschätzt. Mit neuen Modellen versuchen die Banken, das Risiko besser zu messen.

sichtigt, dass Börsenkurse immer wieder große Ausreißer haben. Sie verwendeten noch die Gaußsche „Normalverteilung“, dabei sei längst klar, dass diese die Kursbewegungen nicht richtig widerspiegelt (siehe Grafik).

Damit allerdings hat Taleb unrecht, wie der Statistiker Svetlozar Rachev betont. Der untersucht an der Universität Karlsruhe Kursbewegungen und gibt die Ergebnisse an Banken und Fondsgesellschaften weiter. „Die haben schon lange auf die neuen Erkenntnisse reagiert und bessere Modelle verwendet“, sagt Rachev. Nur eines habe

Risiko-Experte Uwe Gaumert beim Bankenverband. „Vor allem, wenn die kompletten Wertpapiere einer Großbank durchgerechnet werden sollen.“

Die Banken arbeiteten darum mit einfacheren Modellen und dachten: Das wird als Näherung schon hinkommen. Es kam nicht hin. Möglicherweise wäre das den Risikomanagern oder den Aufsehern noch rechtzeitig aufgefallen, wäre da nicht Schwierigkeit Nummer zwei gewesen: Es gab nur wenige Daten.

Normalerweise brauchen die Mathematiker, die Risikomodelle berechnen,

mit der Laus auf der Rechnung

„Wer ein rast ums

Risikomodelle lenk Roland-Berger-Ch

kaufen. Solche Options- als reines Glücksspiel, Myron Scholes und eine Formel entwickel- angemessene Options- men ließen.

nen neuen Modellen der Jahre blieb mehr Risiko meisten Leute dachten. Gründe: Die Model- a. Es gab zu wenige Da- Modelle zu testen. Und kümmerte sich um die

Modelle falsch sind, die- erheben Kritiker schon auch, als alles noch in ien. Der Amerikaner hat daraus unter dem schwarze Schwan“ ein gan- acht und zieht von Podi- n mit dem Vorwurf an e hätten die Risiken der systematisch unterschätzt. hätten sie nicht berück-

den Risikomodelle der Banken gefehlt: Eine zuverlässige Vorstellung darüber, wie verschiedene Risiken voneinander abhängen.

Das Problem daran ist einfach zu erklären, zum Beispiel mit zwei Schulkindern: Dass Anna Läuse bekommt, ist an sich recht unwahrscheinlich. Dass der neben ihr sitzende Tom Läuse bekommt, auch. Aber wenn es bei Anna einmal losgegangen ist, kratzt sich wahrscheinlich auch bald Tom am Kopf. So ähnlich ist es mit amerikanischen Immobilienkrediten auch: Wenn ein Schuldner seinen Kredit nicht mehr zahlen kann, hat vielleicht auch bald der Nachbar Schwierigkeiten. Das ist ein systemisches Risiko, und Risiken dieser Art waren nach Ansicht von Rachev in den Modellen nicht richtig berücksichtigt. Der Grund ist einfach: In so einem Risikomodelle stecken oft 17 000 Zahlen. „Das ist auch heutzutage noch eine Herausforderung für die IT“, sagt der

die Daten aus der Vergangenheit. Dann schauen sie: Was ist früher mit den Wertpapieren passiert, wenn die Immobilienpreise fielen – und was würde mit unserem Depot passieren, wenn sie noch einmal fallen? Das funktionierte dieses Mal nicht. Denn erstens gab es die neuen Wertpapiere noch nicht lange, also gab es auch nur wenig Erkenntnisse über deren Preisentwicklung. Und zweitens gab es kaum Daten über fallende Immobilienpreise. Denn die waren in Amerika zum letzten Mal in den 30er Jahren gesunken – und aus dieser Zeit gibt es nur wenige Aufzeichnungen. Die Risikomanager behielten sich, indem sie irgendeinen Preisverfall annahmen und die Wertpapiere darauf testeten. „Belastungstest“ heißt das im Fachjargon. Doch diese Tests waren offenbar nicht belastend genug.

Und so hatten die Banker Lücken in ihren Risikomodelle. Nun wissen Mathematiker, dass sich das nie ganz vermeiden lässt. Schließlich ist ein Modell immer nur eine Vereinfachung der Wirklichkeit. Darum predigen sie immer: Wer ein Modell benutzt, darf sich nicht blind auf die Ergebnisse verlassen. Aber genau das ist in vielen Fällen passiert: Die Risikomanager nahmen die Zahlen, die ihre Computer ausspuckten, weitgehend ungeprüft hin. Das passiert schnell, weiß auch der Chef der Unternehmensberatung Roland Berger, Burkhard Schwenker. „Man vergisst eben leicht die Annahmen, die den Modellen zugrunde liegen“, sagt er (siehe Interview). In den Banken dachte vor lauter Zahlen niemand mehr darüber nach, ob Kredite an arbeitslose Bauherren wirklich eine gute Idee sind.

Finanzmathematische Modelle haben schon einmal Schwierigkeiten gemacht: Sie waren die Grundlage des Hedge-Fonds „LTCM“, an dem auch die Starökonom Myron Scholes und Robert Merton beteiligt waren. Er scheiterte spektakulär. Damals verfeinerten die Finanzmathematiker ihre Formeln sofort. Die Finanzkrise haben sie so aber nicht verhindert.

Auch dieses Mal sind die Risikomanager schon fleißig daran, die neu entdeckten Risiken in ihre Formeln einzuarbeiten. Doch auch die neuen Formeln werden nur die Risiken umfassen, die sich irgendjemand vorstellen kann – und alles andere nicht.

Wer sicherer sein will, der muss auch in Zukunft Fehler drei zu vermeiden versuchen: sich zu sehr auf die Modelle zu verlassen. Gelegentlich muss man fragen, was hinter den Formeln steckt.

Herr Schwenker; ist d schuld an der Finanzkris
Nein. Die Mathematik an lich keine Schuld an der K ihre Modelle. Denn die I scheidungshilfen. Schuld schen, die auf dieser Gru scheidungen getroffen hab

Was haben die denn falsch Mit den Ergebnissen von 1 Modellen muss man inime umgehen. Denn jedes M Komplexität. So bekomm Entscheidungsregeln. Un man leicht, ein Modell ve ben, ohne sich ausreichend men des Modells beschä Das ist einigen passiert. N Beispiel Markowitz' Portfc

Die besagt: Wer seine streut, dem passiert nich nicht funktioniert.

Man vergisst eben leicht, d nahme darüber zugrunde Börsenkurse sich bewegen. bei auch mal Ausreißer g geht das auch so, wenn ic vorstelle. Die beruht eben men. Stellt man sie das er man noch alle im Kopf. I man die Planung zeigt, de der wird die Präsentation vergisst man die Risiken. I nicht Schuld der Mathem:

Außerhalb der Wirtschaft weniger Schwierigkeiten schen Modellen. Ingenier auch Brücken, und die si

Wie wir wissen, klappt nicht immer. Manchmal s ein. Weil man die Statik hat. Weil man die falsche nommen hat. Oder weil h beben kam, das stärker v Aber der wichtigste Unter Märkten und Brücken ist: ben Sie es mit Mensch wenn es ein neues Risikorr verhalten die sich anders. l Radfahren: Wer einen Hf umso mehr. Bis zum Unfa

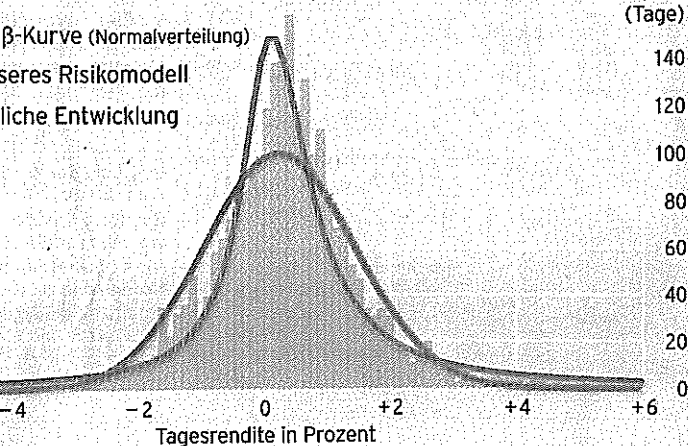
So ein Modell stiftet ja wie ein Radhelm. Der Op erst in Mode, als es ein V Vorher galt er als Zocker

Das kann man aber nic zum Vorwurf machen. Mi Preise modellieren, was vc lich war. Plötzlich hatte um zu handeln. Solange c germaßen stabil ist, fun Modelle ja auch.

Ist sie das denn nicht? Nein. Als ich vor 19 Jahr

nd Wirklichkeit

und tatsächliche Kursveränderungen im S&P 500



en 29.9.1998 und 29.9.2008.

Quelle: Svetlozar Rachev, Universität Karlsruhe/F.A.Z.-Grafik Brocker

Banken das Risiko ihrer Geldanlagen oft mit der Gauß-Kurve berechnet. viel Kritik eingebracht, weil die Gauß-Kurve die Wahrscheinlichkeit gro- und großer Kursstürze unterschätzt. Mit neuen Modellen versuchen s Risiko besser zu messen.

Börsenkurse immer wie- reißer haben. Sie ver- die Gaußsche „Nor-“, dabei sei längst klar, Kursbewegungen nicht spiegelt (siehe Grafik). rdings hat Taleb unrecht, Kritiker Svetlozar Rachev be- tersucht an der Universi- Kursbewegungen und ergebnisse an Banken und haften weiter. „Die ha- ge auf die neuen Erkennt- und bessere Modelle ver- Rachev. Nur eines habe

Risiko-Experte Uwe Gaumert beim Bankenverband. „Vor allem, wenn die kompletten Wertpapiere einer Großbank durchgerechnet werden sollen.“

Die Banken arbeiteten darum mit einfacheren Modellen und dachten: Das wird als Näherung schon hinkommen. Es kam nicht hin. Möglicherweise wäre das den Risikomanagern oder den Aufsehern noch rechtzeitig aufgefallen, wäre da nicht Schwierigkeit Nummer zwei gewesen: Es gab nur wenige Daten.

Normalerweise brauchen die Mathe- matiker, die Risikomodelle berechnen,

„rast umso mehr“

Risikomodelle lenken von den eigentlichen Risiken ab, sagt Roland-Berger-Chef Burkhard Schwenker

Herr Schwenker, ist die Mathematik schuld an der Finanzkrise?

Nein. Die Mathematik an sich hat natürlich keine Schuld an der Krise, auch nicht ihre Modelle. Denn die liefern nur Entscheidungshilfen. Schuld sind die Menschen, die auf dieser Grundlage die Entscheidungen getroffen haben.

Was haben die denn falsch gemacht?

Mit den Ergebnissen von mathematischen Modellen muss man immer sehr vorsichtig umgehen. Denn jedes Modell reduziert Komplexität. So bekommt man einfache Entscheidungsregeln. Und dann glaubt man leicht, ein Modell verstanden zu haben, ohne sich ausreichend mit den Annahmen des Modells beschäftigt zu haben. Das ist einigen passiert. Nehmen Sie zum Beispiel Markowitz' Portfoliotheorie.

Die besagt: Wer seine Anlagen genug streut, dem passiert nichts. Das hat aber nicht funktioniert.

Man vergisst eben leicht, dass dem eine Annahme darüber zugrunde liegt, wie die Börsenkurse sich bewegen. Und dass es dabei auch mal Ausreißer geben kann. Mir geht das auch so, wenn ich eine Planung vorstelle. Die beruht ebenfalls auf Annahmen. Stellt man sie das erste Mal vor, hat man noch alle im Kopf. Aber je häufiger man die Planung zeigt, desto überzeugender wird die Präsentation und desto eher vergisst man die Risiken. Das ist jedenfalls nicht Schuld der Mathematik.

Außerhalb der Wirtschaft gibt es deutlich weniger Schwierigkeiten mit mathematischen Modellen. Ingenieure berechnen ja auch Brücken, und die sind stabil.

Wie wir wissen, klappt das leider auch nicht immer. Manchmal stürzen Brücken ein. Weil man die Statik falsch berechnet hat. Weil man die falsche Belastung angenommen hat. Oder weil halt doch ein Erdbeben kam, das stärker war als geplant. Aber der wichtigste Unterschied zwischen Märkten und Brücken ist: Auf Märkten haben Sie es mit Menschen zu tun. Und wenn es ein neues Risikomodelle gibt, dann verhalten die sich anders. Das ist wie beim Radfahren: Wer einen Helm hat, rast oft umso mehr. Bis zum Unfall.

So ein Modell stiftet ja auch Vertrauen, wie ein Radhelm. Der Optionshandel kam erst in Mode, als es ein Modell dafür gab. Vorher galt er als Zockerei.

Das kann man aber nicht dem Modell zum Vorwurf machen. Mit ihm lassen sich Preise modellieren, was vorher nicht möglich war. Plötzlich hatte man Hinweise, um zu handeln. Solange die Umwelt einigermaßen stabil ist, funktionieren diese Modelle ja auch.

Ist sie das denn nicht?

Nein. Als ich vor 19 Jahren in das Ber-

tungsgeschäft eingestiegen bin, deckte eine strategische Planung zehn Jahre ab. Globalisierung und Informationstechnik haben die Welt viel komplexer gemacht. Aus der Vergangenheit lassen sich keine verlässlichen Trends mehr ableiten.

Mit der Finanzmathematik ist ja schon einmal etwas schiefgegangen: In den 90ern kippte der Hedge-Fonds LTCM, weil seine Modelle nicht mehr funktionierten. Hat daraus niemand etwas gelernt?

Die Finanzkrise hat ja noch mehr Ursachen als nur die Frage, mit welchen Modellen man gerechnet hat. Es gab auch überzogene Renditeerwartungen und falsche Anreize. Natürlich ist es dann wunderbar,



Burkhard Schwenker ist Mathematiker und Chef der Unternehmensberatung Roland Berger.

Foto Holde Schneider

wenn man ein Modell hat, das diese Renditeanforderungen unterstützt – am besten mit einer genauen Zahl.

Was ist so schlimm an einer genauen Zahl?

Sie wirkt viel zu vertrauenswürdig. Analysen sind ganz wild darauf, dass ihnen ein Finanzvorstand sagt: Wir machen dieses Jahr 23,7 Prozent Umsatzrendite. Dann können sie diese Zahl in ihren Computer eingeben. Aber ich glaube nicht an diese 23,7. Tatsächlich weiß der Finanzvorstand nur, dass er irgendwo zwischen 22 und 25 herauskommt.

Nicht nur genaue Zahlen schaffen Vertrauen, sondern auch komplizierte Formeln.

Und sie wurden immer komplizierter, auch wegen der Computer. Sie können heute beliebig komplexe Modelle bauen, und jedes können Sie ausrechnen. Vor 20 oder 25 Jahren musste man sich noch viel mehr Gedanken darüber machen, was man ausrechnen kann – also floss mehr Intelligenz in die Konstruktion eines Modells ein, auch in die Annahmen.

Diese Gedanken kann man sich ja heute auch noch machen.

Aber viele machen sich die falschen Gedanken. Sie rechnen ein Modell bis auf die letzte Kommastelle durch, aber vergessen zu fragen, wie gut das Modell ist. In solchen Situationen zitiere ich gerne ein Gedicht von Eugen Roth: Ein Mensch malt, von Begeisterung wild, / Drei Jahre lang an einem Bild. / Dann legt er stolz den Pinsel hin / Und sagt: „Da steckt viel Arbeit drin.“ / Doch damit wars auch leider aus: / Die Arbeit kam nicht mehr heraus. *bern.*

U
SI

FR

ch
an
so
re-

nt
Mi
ch-
ise
ht
so-
er-
tag
.ca
ser
al-

et-
ter
in-
ti-
ni-

den
ter