

Notenpresse außer Kontrolle

Die Europäische Zentralbank leiht den Banken der Währungsunion Hunderte Milliarden Euro – obwohl der Wert der dafür verpfändeten Sicherheiten zweifelhaft ist. Selbst Experten durchschauen kaum die Kriterien der Kreditvergabe. Das offenbart der Blick auf einen weithin unbekanntem Wertpapiermarkt, den offiziell die Banque de France kontrolliert

S

Sie sind gestandene Banker, ausgewiesene Kapitalmarktprofis, manche von ihnen waren jahrelang Vorstände. Doch jeder von ihnen zuckt auf die Frage mit den Schultern. STEP-Markt? „Den Na-

VON MATTHIAS BRENDDEL UND
SEBASTIAN JOST

men habe ich schon mal gehört, aber mehr weiß ich darüber auch nicht“, sagt der eine, „nie näher damit befasst“, ein anderer. Ein hochrangiger Notenbanker guckt nur verständnislos, statt zu ant-

worten. Nur im Eurotower, der Frankfurter Zentrale der Europäischen Zentralbank, weiß man sofort, was gemeint ist. Kein Wunder: Für die EZB ist der Marktplatz, den kaum einer kennt, eine Milliardenangelegenheit. Schuldscheine in einem Volumen von rund 445 Milliarden Euro werden dort gehandelt. Und ein Großteil davon kann bei der EZB zu Geld gemacht werden.

Doch viel mehr als das weiß offenbar auch die EZB nicht. Und das ist der Kern des Problems. Der Markt ist intransparent, die Daten werden auf verschlun-

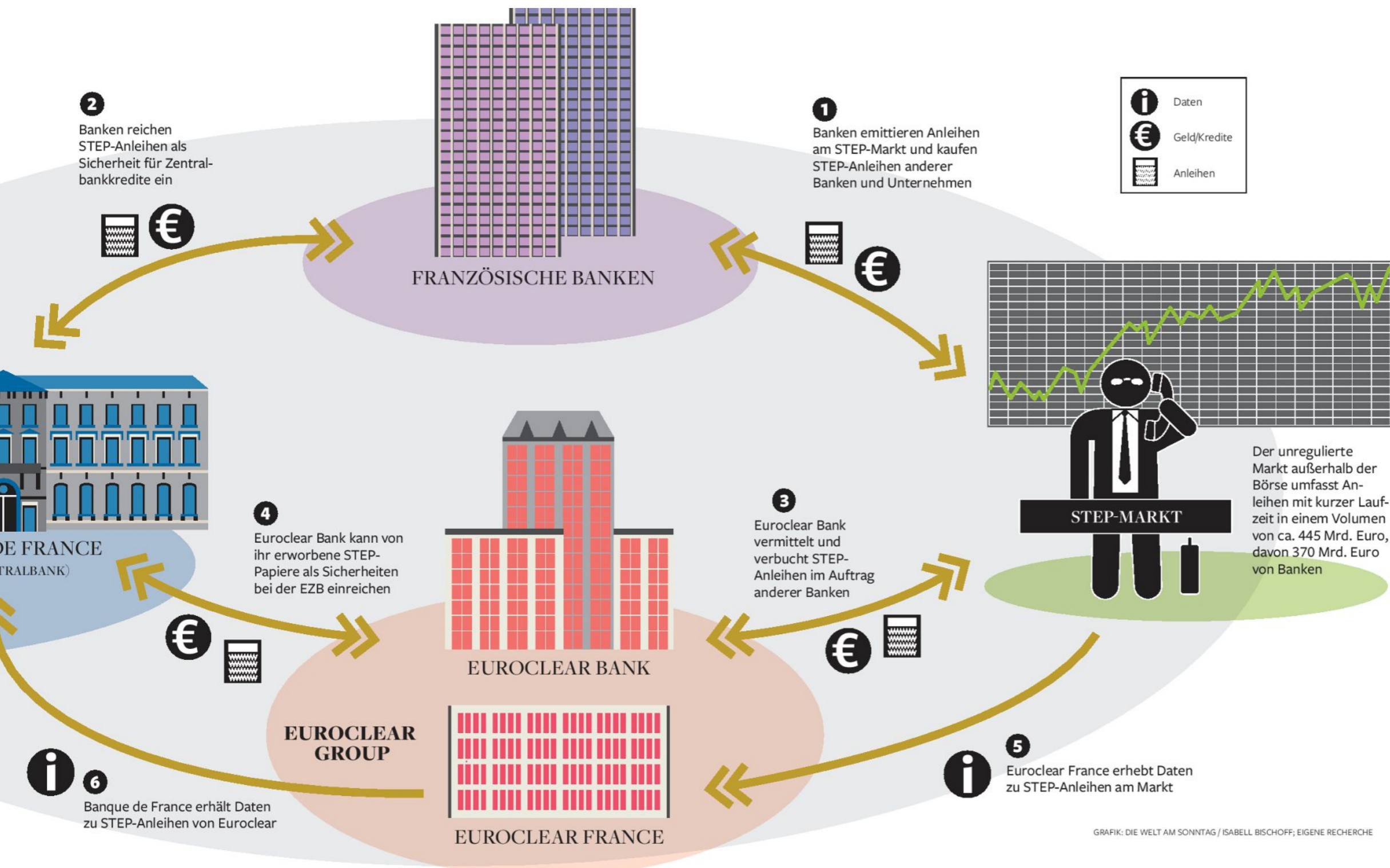
gen Wegen erhoben. Dabei sind nach Recherchen der „Welt am Sonntag“ bereits nachweislich Fehler passiert, wodurch Banken mehr Kredit von der EZB hätten bekommen können, als ihnen zusteht. Dennoch sind die STEP-Anleihen weiterhin eine Lizenz zum Gelddrucken für jede Bank, die sie besitzt. Und sie symbolisieren damit die Krux der ganzen Geldpolitik in der Währungsunion.

Dabei werden unter dem Kürzel noch nicht einmal besonders komplizierte, hochgradig verschachtelte Finanzprodukte gehandelt. Es geht vielmehr um

schlichte Anleihen mit kurzer Laufzeit, die zwischen wenigen Tagen und einem Jahr liegt. Der wichtigste europäische Markt dafür ist der Short Term European Papers Market, kurz STEP, ein unregulierter Handelsplatz, auf dem Banken und Unternehmen ihre Anleihen hin- und herschieben, ohne dass offizielle Börsen zwischengeschaltet werden. Und auch das Eurosystem der Zentralbanken hat wenig Einblick in das Geschehen: Schaltstelle für den Umgang mit den meisten STEP-Papieren ist allein die französische Zentralbank, die Banque de

France (BdF). Diese aber bekommt ihre Informationen offenbar selbst auf zweifelhaften Wegen – von einem Unternehmen, dessen Schwesterfirma selbst ein großer Akteur am STEP-Markt ist.

Die EZB-Zentrale in Frankfurt hat nach eigenem Bekunden kaum Informationen zu diesem Marktgeschehen. Dabei passt ein praktisch rein national kontrollierter Multi-Milliardenmarkt kaum ins Bild einer einheitlichen europäischen Geldpolitik. Die Struktur wirft die Frage auf, ob hier nicht einem möglichen Missbrauch Tür und Tor geöffnet wird.



überhaupt ein Interesse, diese Alarmsignale zu sehen?

Die Frage, wie scharf die Pariser Institution den Markt kontrolliert, stellt sich schon allein mit Blick auf die beteiligten Akteure. Euroclear France, jenes Unternehmen, welches die BdF mit Informationen über die STEP-Papiere versorgt, ist eine Schwester der Euroclear Bank, und die wiederum brüstet sich, der weltweit zweitgrößte Vermittler genau solcher Geldgeschäfte zwischen Banken zu sein. Muss Euroclear das nicht ein Interesse daran haben, dass möglichst viele dieser Papiere als EZB-fähig gelistet werden? Zumal Euroclear einen weiteren wertvollen Service bietet: Sie hilft ihren Kunden nach eigenen Angaben dabei, nicht notenbankfähige Sicherheiten in notenbankfähige Sicherheiten einzutauschen. „Wenn es darum geht, ... Sicherheiten umzuwandeln oder Liquidität bei der Zentralbank zu beschaffen, stehen wir bereit, Sie zu unterstützen“, betont der Vorstand im Jahresbericht 2011.

Die Euroclear Bank als Abwickler und Vermittler von Geldmarktgeschäften ist eng mit dem internationalen Finanzsystem verflochten. Unter den Aktionären ihrer Gesellschaften finden sich so ziemlich alle großen internationalen Banken, von Goldman Sachs und Deutscher Bank über die Commerzbank bis hin zu Tochtergesellschaften französischer Großbanken wie BNP Paribas und Société Générale. Die Euroclear Bank verwaltet für ihre Kunden Wertpapiere in einem Volumen von mehr als 22 Billionen Euro und wickelt pro Jahr mehr als 160 Millionen Transaktionen ab. Und: Sie darf Wertpapiere auch selbst bei der EZB in frisches Geld umtauschen, wie jede andere Bank auch.

Hier klingt das aber nach einem erneuten Interessenskonflikt. Wie kann es sein, dass ein Schwesterunternehmen einer Bank, die gleichzeitig bei der EZB Wertpapiere einreichen darf, für die EZB nicht einsehbar Informationen über genau solche Wertpapiere an die Banque de France liefert?

Darauf wollen weder die Abteilung „Market Operations“ noch die Pressestelle der EZB eine Antwort geben. Die Fragen würden an Benoit Coeuré weitergeleitet, Mitglied des sechsköpfigen EZB-Direktoriums, heißt es. Der Franzose ist für „Market Operations“ zuständig. Von ihm kommt jedoch keine Stellungnahme. Nach drei Wochen rafft sich die EZB-Pressestelle zu einer eigenen Antwort auf. Sie klingt seltsam distanziert: „Die Organisationsstruktur der Datenanbieter des Eurosystems wird nicht als primärer Grund zur Beunruhigung betrachtet, falls diese Datenanbieter objektiv am geeignetsten sind, solche Informationen zur Einschätzung der Notenbankfähigkeit eines Wertpapiers zu liefern. Außerdem beobachtet das Eurosystem offenbar die Leistungen dieser Datenanbieter und zieht dies bei seinen Entscheidungen in Betracht.“ Sind die verwickelten Banken wirklich „objektiv am geeignetsten“?

Die EZB scheint zur Klärung solcher Fragen nicht weiter beitragen zu wollen. Zunächst hatte sie gegenüber der „Welt am Sonntag“ versichert, den Umgang mit dem STEP-Markt intern eingehend unter die Lupe zu nehmen. Doch nach einigen Wochen ist von einer solchen Untersuchung keine Rede mehr.

Der Markt kann derweil wachsen und gedeihen. Illustre Neukunden haben in letzter Zeit STEP für sich entdeckt. Die englische Tochter der portugiesischen Pleite-Bank Banco Espirito Santo hat am 25. September das „STEP-Label“ erhalten, die Bankengruppe hat bereits elf Anleihen mit knapp 900 Millionen Euro Volumen auf dem Markt platziert, bis zu 18 Milliarden Euro könnte sie sich demnächst dort besorgen. Knapp 1,6 Milliarden Euro hat sich die spanische Banco Bilbao Vizcaya Argentaria (BBVA) seit ihrer STEP-Zulassung am 12. September dort beschafft, zehn Milliarden könnten es einmal werden. Und seit Herbst vergangenen Jahres können auch solche STEP-Papiere bei der EZB eingereicht werden, die auf US-Dollar, Pfund oder Yen lauten. Der intransparente STEP-Markt mit EZB-Lizenz hat sich dadurch für die Banken im Volumen um weitere 50 Milliarden Euro vergrößert.

Auch das hat in Euroland kaum jemand wahrgenommen. Außer den Banken, die davon profitieren.

Das ist besonders deshalb gravierend, weil es um den entscheidenden Kanal der EZB-Politik geht: die Kreditgeschäfte mit den Banken. Zum Vergleich: In die heiß umstrittenen Staatsanleihenkäufe hat die EZB bislang gut 200 Milliarden Euro gesteckt, die europäischen Banken dagegen stehen beim Eurosystem mit mehr als 1300 Milliarden Euro in der Kreide. Ein großer Teil dieser Kredite entfällt auf Geldhäuser im krisengeschüttelten Süden Europas. Es ist die größte Kreditmaschine der Welt. Doch es gibt keinen, der sie wirklich kontrolliert. Und womöglich gibt es auch längst keinen mehr, der sie überhaupt noch kontrollieren könnte – zumal sich die EZB bald auch noch zur zentralen Bankenaufsicht in Europa aufschwingt.

Damit gerät sie in eine höchst problematische Doppelrolle: Als größte Gläubigerin südeuropäischer Banken hätte sie bei deren Pleite viel zu verlieren. Und als Aufsicht entscheidet sie gleichzeitig darüber, wann dieser Pleitefall eintritt. Kritiker unken schon, die EZB habe genau deshalb so ein großes Interesse gehabt, die Bankenaufsicht zu übernehmen.

Dabei müsste die Zentralbank einer Bankenpleite theoretisch entspannt entgegensehen können. Denn Notenbanken vergeben keine unbesicherten Kredite. Wer von ihr Geld bekommen will, muss Sicherheiten hinterlegen. In der Regel bedeutet das: Die Banken müssen Wertpapiere oder eigene Kreditforderungen verpfänden. An diesen Sicherheiten könnte sich die EZB schadlos halten, wenn eine Bank ihre Zentralbankdarlehen nicht mehr zurückzahlen kann.

Aber trauen die Zentralbanker diesen Sicherheiten vielleicht längst selbst nicht mehr?

Verwunderlich wäre es nicht. Denn im Laufe der Krise hat die EZB ihre eigenen Ansprüche an diese Sicherheiten immer weiter heruntergeschraubt, um die Banken in der Euro-Zone flüssig zu halten. „Früher war die Notenbankfähigkeit noch ein besonderes Qualitätsmerkmal für ein Wertpapier“, sinniert ein erfahrener Zentralbanker, der tagtäglich mit den Kreditsicherheiten zu tun hat. In den ersten zehn Jahren des Eurosystems war die Marschroute klar: Nur Staats- oder Unternehmensanleihen mit einem A-Rating waren gut genug für die Zentralbank. Inzwischen reicht auch ein schwächeres Rating im BBB-Bereich. Und vor einem Jahr ging der EZB-Rat noch weiter: Seither dürfen die nationalen Zentralbanken – auf ihr Risiko – nach eigenem Gusto auch Wertpapiere oder Kreditforderungen mit noch schlechter Bonität annehmen. „Spätestens damit sind die Dämme gebrochen“, schimpft der Zentralbanker.

Aber auch jenseits dieser Sonderregelung gibt es offensichtlich reichlich nationalen Wildwuchs in der Währungsunion – obwohl die Geldpolitik doch eigentlich in allen Ländern gleichermaßen gelten soll. Erst Anfang November hatte die „Welt am Sonntag“ aufgedeckt, dass die spanische Notenbank bestimmte Staatsanleihen des eigenen Landes als vertrauenswürdiger eingestuft hatte, als

es die Rating-Regeln des Eurosystems erlaubt hätten. EZB-Präsident Mario Draghi gab sich zerknirscht, man nehme die Sache sehr ernst, versprach er. Die Kontrollen für die nationalen Notenbanken wurden seither verschärft. Die Botschaft: So ein Fehler soll sich nicht wiederholen.

Doch vielleicht liegt der Fehler längst im System. Etwa 40.000 Positionen umfasst die Liste notenbankfähiger Sicherheiten bei der EZB. Angesichts der vielfältigen, schwer durchschaubaren Kriterien scheint niemand mehr zu überblicken, wie sicher alle diese Wertpapiere sind und ob sie alle so eingestuft werden, wie es ihrem Ausfallrisiko entspricht. Diese Ahnung beschleicht einen zumindest, wenn man sich näher mit dem STEP-Markt beschäftigt.

Die dort gehandelten Kurzfrist-Anleihen, im Fachjargon meist „Commercial Paper“ genannt, werden seit jeher fast ausschließlich auf unregulierten Märkten gehandelt, das heißt abseits offizieller Börsen, wo Informationen über das Volumen einer Anleihe und den Kurs, zu dem die Papiere gehandelt werden, für jedermann ersichtlich sind. Stattdessen handelt es sich fast ausschließlich um Privatplatzierungen: Ein Unternehmen verkauft die Anleihe direkt an eine Bank, oder aber eine Bank an die andere, was Handelsgebühren spart. Der STEP-Markt als zentraler Tummelplatz dafür geht auf eine Initiative französischer und deutscher Banken zurück und wurde 2006 gegründet. Der Markt liegt in der Obhut der „Euribor-EBF“, einer Organisation des Europäischen Bankenverbandes (EBF), die derzeit wegen möglicher Manipulationen des Leitzinses Euribor im Rampenlicht steht.

Das Eurosystem der Notenbanken unterstützt den STEP-Markt, unter anderem erstellt es Statistiken dafür. Viel gewichtiger ist jedoch, dass die dort platzierten Papiere bei der EZB als Pfand für Kredite genutzt werden können. Das überrascht. Denn eine zentrale Voraussetzung der EZB für die Annahme von Sicherheiten lautet „Transparenz“. Darunter versteht die Notenbank „den ungehinderten Zugang zu Informationen über ... die finanziellen Merkmale der Sicherheiten, den Preisbildungsmechanismus und die jeweiligen Preise und Mengen (Notierungen, Zinssätze, Handelsvolumina, ausstehende Beträge usw.)“ – so steht es im Regelwerk des Eurosystems.

Genau diese Informationen sind aber in den gängigen Datenquellen der Finanzwelt für die meisten STEP-Papiere nicht auffindbar. Dennoch stehen sie fast alle auf der Liste der von der EZB akzeptierten Sicherheiten. Es geht um mehr als 4350 Wertpapiere, deren Volumen sich auf rund 445 Milliarden Euro summiert. Zum Vergleich: Der deutsche Bundeshaushalt wird 2013 etwa 300 Milliarden Euro betragen.

Genauere Daten zu den einzelnen Anleihen bleiben nicht nur der Öffentlichkeit verborgen – auch die EZB kann sie nicht nennen. Dabei soll sie eigentlich dafür sorgen, dass Banken sich in allen Ländern zu gleichen Kriterien Geld von ihr

leihen können. Stattdessen müssen die Frankfurter Zentralbanker nach Paris verweisen: an die Banque de France.

Nicht nur deswegen wirkt der STEP-Markt wie eine geschlossene, frankophile Veranstaltung inmitten des offiziell so einheitlichen Euro-Raums. Denn ausgerechnet französische Großbanken nutzen diesen intransparenten, von Euribor-EBF gemanagten und der Banque de France beaufsichtigten Markt besonders eifrig. 966 Anleihen im Wert von 44,5 Milliarden Euro hat gegenwärtig die größte französische Bank, die BNP Paribas, mit dem STEP-Label versehen lassen. Die Société Générale borgt sich auf dem Markt rund 35 Milliarden Euro, ebenfalls etwa 35 Milliarden Euro bezieht sich dort die Dexia. Mit etwa 27 Milliarden ist die Crédit Agricole dabei, mit 25 Milliarden Euro Crédit Mutuel und mit 21 Milliarden Euro die Natixis. Aufaddiert sind das knapp 190 Milliarden Euro, also weit mehr als ein Drittel des gesamten Marktes. Der STEP-Markt ist also für die kurzfristige Geldbeschaffung der großen französischen Kreditinstitute von großer Bedeutung.

Beim Versuch, Transparenz in diesen offensichtlich so wichtigen Markt zu bringen, wendet sich die BdF jedoch. Zunächst behauptet die französische Zentralbank, die fehlenden Informationen über Preis und Verzinsung der fraglichen Anleihen seien auf ihrer eigenen Website verfügbar – was allerdings nicht stimmt. Darauf hingewiesen, wird eine neue Informationsquelle genannt: ein spezialisierter Datendienst namens Fininfo. Doch Fininfo teilt auf Nachfrage mit, über keinerlei entsprechende Informationen zu verfügen. Auf die erneute Falschinformation hingewiesen, behauptet die BdF nun, die Daten würden „von Euroclear France bereitgestellt“.

Das ist wiederum nur die halbe Wahrheit, denn Euroclear verfügt zwar über die Daten, stellt sie aber nicht bereit – weder Journalisten noch der EZB in Frankfurt. Letztere hat dafür eine lapidare Begründung: „Die EZB benötigt keinen Zugang zu den Daten von Euroclear France“, erklären die Frankfurter, denn es reiche aus „dass die Banque de France Zugang zu den Daten hat“.

Die Aussage verwundert, weil die EZB eigentlich in der Lage sein sollte, die geldpolitischen Operationen, die fürs gesamte Eurosystem einheitlich sein sollten, zu kontrollieren. Und dies wäre offenbar dringend nötig: Die Recherchen der „Welt am Sonntag“ enthüllten erhebliche Unstimmigkeiten beim Umgang der BdF mit den STEP-Papieren. In 13 Fällen seien fällige Bewertungsabschläge für STEP-Papiere von der BdF falsch an die Zentrale in Frankfurt übermittelt worden, räumt die EZB ein. Mit diesen Abschlägen sichert sich die Zentralbank gegen das Ausfallrisiko der Pfänder ab – fallen sie geringer aus als angebracht, bekommen die Banken für die Sicherheiten mehr Kredit.

Betroffen waren Kurzläufer von sechs Banken, darunter die französische Société Générale sowie die italienische Unicredito. Die fraglichen Papiere hat-

ten nach Angaben der EZB einen Gesamtwert von weniger als 6,5 Milliarden Euro. Verrechnet man diese Summe mit den zu geringen prozentualen Risikoabschlägen, dann ergibt sich eine Summe von bis zu 550 Millionen Euro, die sich die Banken an zusätzlichen Zentralbankdarlehen verschaffen konnten, die nicht ausreichend besichert gewesen wären. Die „irrtümliche Datenübermittlung“ habe aber in der Praxis „keine Auswirkungen auf die geldpolitischen Operationen gehabt“, betont die EZB. Die Papiere seien zwar teilweise als Sicherheiten für Zentralbankkredite genutzt worden, aber in diesen Fällen hätten die entsprechenden Banken genug andere Wertpapiere verpfändet gehabt, so dass die Notenbankdarlehen unter dem Strich ausreichend besichert gewesen seien.

Aber wer garantiert, dass es nicht ganz andere Fehler gibt, die das Eurosystem eines Tages doch noch Geld kosten? Und dass es das nächste Mal nicht um mehrstellige Milliardensummen geht?

Dass die Bedenken gegenüber den STEP-Papieren nicht aus der Luft gegrif-

fen sind, macht ein Blick in die Historie des Eurosystems klar. Zwar werden Anleihen von unregulierten Märkten seit jeher als Sicherheiten akzeptiert – aber es gab eine wichtige Ausnahme: Kurzläufer von Banken, sogenannte Certificates of Deposit (CD), waren tabu. Man habe immer Mausechelen unter den Kreditinstituten befürchtet, erklärt ein Zentralbanker, der ebenfalls nicht mit Namen genannt werden will. Denn die Banken könnten sich ihre Anleihen gegenseitig abkaufen, mit dem einzigen Ziel, sie anschließend bei der Zentralbank einzureichen. Eine Gelddruckmaschine, die abseits regulierter Märkte nur schwer zu kontrollieren wäre – das war jahrelang die Sorge der Notenbanker.

Bis die Krise kam. Und die Banken dringend Geld brauchten. Ende 2008 ließ der EZB-Rat erstmals CDs als Sicherheiten zu, zunächst befristet auf zwei Jahre, die Regelung lief also Ende 2010 aus. Seit Januar 2012 sind die CDs jedoch wieder zugelassen – diesmal ohne Befristung. Entgegen aller einstigen Bedenken. Das macht auch Märkte wie STEP für Banken attraktiv: Von den derzeit rund 445 Milliarden Euro, die dort insgesamt bewegt werden, entfallen heute knapp 370 Milliarden Euro auf Bankanleihen, die größtenteils bei der EZB zu Geld gemacht werden können.

Statt auf regulierte Märkte zu pochen, verlässt sich das Eurosystem jetzt auf eine andere Regel. Demnach darf der Sicherheiten-Pool einer Bank bei der EZB höchstens fünf Prozent Anleihen einer jeweils anderen Bank enthalten. Aber reicht das wirklich aus, um Kreuz- oder Ringgeschäfte unter den beteiligten Finanzinstituten zulasten der Notenbank zu unterbinden? Zumindest finden sich am STEP-Markt Hunderte von Bankanleihen, bei denen Emissionsdatum und Laufzeit auffällige Ähnlichkeiten mit den Anleihen anderer Geldhäuser aufweisen. Darauf angesprochen teilt die EZB mit, dass nur ein Bruchteil der als verdächtig eingestuft Anleihen tatsächlich als Sicherheiten eingereicht seien – und bei diesen eingereichten Papieren gebe es keinerlei Hinweise auf Ringgeschäfte der beteiligten Banken.

Allerdings befinden sich die Banken derzeit auch nicht in einer wirklichen Notsituation, zumindest nicht die französischen. Dazu hat die EZB selbst beigetragen: Ihre Ankündigung, notfalls unbegrenzt Staatsanleihen zu kaufen, hat die Finanzmärkte erheblich beruhigt. Frankreich gilt unter Investoren derzeit nicht mehr unbedingt als Wackelkandidat, französische Banken werden daher ähnlich wie die deutschen mit Einlagen überschüttet. Da hat man Mausechelen, um an Zentralbankgeld zu kommen, auch schlicht nicht nötig.

Aber würden solche Geschäfte auch ausbleiben, wenn sich die Lage wieder verschärfen sollte? Man könne das frühzeitig unterbinden, sagt ein Notenbanker – vorausgesetzt, die verantwortlichen Zentralbanken achteten sorgfältig auf entsprechende Alarmsignale im Markt. Doch haben die nationalen Zentralbanken wie die Banque de France dann

Eine Gelddruckmaschine, die abseits regulierter Märkte nur schwer zu kontrollieren wäre – das war jahrelang die Sorge der Notenbanker



Mario Draghi, Präsident der EZB



Christian Noyer, Banque-de-France-Chef

DANK GERTY IMAGES