

FINANZMÄRKTE

# Auf schmalem Grat

Während Europa noch Griechenlands Umschuldung diskutiert, brennt es an anderer Stelle. Die Kreditinstitute maroder Euro-Länder laden Schrottpapiere in Milliardenhöhe bei ihren Notenbanken ab. In der Bilanz der Europäischen Zentralbank verbergen sich gewaltige Risiken.



Zentralbank-Chef Trichet

FABRICE COFFRINI / AFP

Auf den grünen Wiesen bei Carriglas, auf halbem Weg zwischen Dublin und der irischen Westküste, stemmen sich gespenstische Häuserzeilen gegen den Wind. Den meisten Reihenhäusern fehlt das Dach, die nackten Wände sind schutzlos dem Regen ausgeliefert. Selbst die Verkaufsschilder der Makler und Projektbüros sind abmontiert. Dass die Häuser jemals fertig gebaut werden, kann sich hier niemand so recht vorstellen.

Es gibt viele solcher Geistersiedlungen in Irland, 77 allein im kleinen County Longford, zu dem auch Carriglas gehört.

Sie könnten den deutschen Steuerzahler eine Menge Geld kosten – als Teil der Rechnung, die für die Rettung des Euro zu begleichen ist.

Diese Rechnung enthält viele Unbekannte, aber fast keine davon ist so nebulös wie jenes gewaltige Risiko, das in der Bilanz der Europäischen Zentralbank (EZB) in Frankfurt am Main schlummert. Dort sind inzwischen viele faule Kredite gelandet, mit denen die Häuser in Carriglas und anderswo einst gebaut wurden. Niemand weiß, was sie noch wert sind. Und offenbar will es auch niemand so genau wissen.

Seit Beginn der Finanzkrise haben Banken aus Ländern wie Irland, Portugal, Spanien und Griechenland Risiken in Höhe von mehreren 100 Milliarden Euro bei den Notenbanken abgeladen. Die haben nämlich großzügig gewaltige Summen an ihre Kreditinstitute verteilt, um deren Zusammenbruch zu verhindern. Und sie akzeptierten dafür Sicherheiten, von denen viele – vorsichtig formuliert – nicht besonders werthaltig sind.

Diese Risiken liegen nun bei der EZB. Denn die Notenbanken der Euro-Länder sind nicht autonom, sondern Teil des EZB-Systems: Wenn Banken in Irland

pleitegehen und ihre Sicherheiten nicht genug wert sind, müssen die Euro-Länder in ihrer Gesamtheit für den Schaden geradestehen. Die Deutsche Bundesbank stellt 27 Prozent des Kapitals der Europäischen Zentralbank, sie müsste für ein gutes Viertel aller Ausfälle aufkommen.

Für 2010 und die beiden folgenden Jahre hat die Bundesbank schon beschlossen, insgesamt 4,9 Milliarden Euro für eventuelle Risiken zurückzustellen. Der Ausfall eines Staates wie Griechenland, der fast zwangsläufig die Pleite einiger griechischer Banken nach sich zöge, würde die Rechnung dramatisch erhöhen, denn die EZB soll griechische Staatspapiere in Höhe von 47 Milliarden Euro gekauft haben. Zudem hat sie griechische Banken, Stand: Ende April, mit knapp 90 Milliarden Euro refinanziert.

„Die EZB ist Partei geworden“, sagte Ex-Bundesbankchef Axel Weber über die Arbeit seiner früheren Kollegen im EZB-Rat, als die den Ankauf von Staatsanleihen beschlossen. Bei einer Insolvenz oder auch nur einem Zahlungsaufschub wäre die Zentralbank direkt betroffen.

Doch noch größere Risiken lauern bei den Banken. Die EZB hatte Anfang des Jahres Schuldverschreibungen, sogenannte Asset-Backed Securities (ABS), im Wert von rund 480 Milliarden Euro als

ebenso heftigen Absturz. Verantwortungslose Immobilienhaie, skrupellose Banker und populistische Politiker hatten das Land in den Ruin getrieben. Es musste seine eigenen Banken bisher mit 70 Milliarden Euro stützen und war de facto selbst pleite. Im November 2010 sprangen die Europäer den Iren mit 85 Milliarden Euro aus dem gemeinsamen Rettungsfonds bei. Doch gerettet ist Irland noch lange nicht.

Im Bezirksstädtchen Longford säumen die Filialen der Banken die Hauptstraße. Kredite gebe es hier nicht mehr, sagt eine Mitarbeiterin der Bausparkasse EBS, nur Spargelder würden angenommen. Auf dem Tisch liegt ein blaues Info-Heft. Dort wird erklärt, was Kreditnehmer bei finanziellen Schwierigkeiten tun können. „Bitte ignorieren Sie nicht das Problem“, heißt es beschwörend.

Doch immer mehr Iren haben die Rückzahlung ihrer Kredite einfach eingestellt. Die EBS, die mehr als ein Fünftel aller irischen Hauskredite vergeben hat, musste wie die anderen Banken vom irischen Staat gerettet werden.

Dass die eigentlich eher kleine Bausparkasse so ein riesiges Rad drehen konnte, verdankt sie einer Praxis, die vor der Krise üblich war und schließlich fast zum Zusammenbruch des Finanzsystems geführt hätte.

Doch auch hier wussten die Iren Rat. „Wir wollten die guten Beziehungen zu unseren alten Geschäftspartnern bewahren“, sagt einer der Kreditexperten. Emerald 1, 2 und 3 wurden im Frühjahr 2008 von den Investoren zurückgekauft, die EBS übernahm kurzzeitig wieder die Immobilienkredite. Die Investoren konnten ihr Glück kaum fassen. Dann verpackten die EBS-Leute die Kredite aus den ABS-Papieren mit anderen Immobilienkrediten. So entstand das Konstrukt Emerald 5, eine irische Zeitbombe, die Kredite in Höhe von rund zwei Milliarden Euro enthält.

Ein solches Papier war im Jahr 2008 allerdings nicht mehr bei internationalen Investoren unterzubringen. Der Markt stand kurz vorm Kollaps, ABS-Papiere galten bereits als Teufelszeug. Aber die EBS wusste, dass sich die Europäische Zentralbank verpflichtet hatte, solche Papiere als Sicherheit für frisches Geld zu akzeptieren.

„Wir hatten nicht genug Anleihen, die wir bei der EZB einreichen konnten. Also haben wir den Emerald 5 gebaut“, erzählt der EBS-Mitarbeiter. So machten es viele.

Nach Angaben der Association for Financial Markets Europe (AFME) betrug der Nennwert von ABS, die 2010 neu auf dem europäischen Markt aufgelegt wurden, stattliche 380 Milliarden Euro. Der



**Bauruinen in Irland:** „Bitte ignorieren Sie nicht das Problem“

Sicherheiten angenommen. Es waren solche ABS-Papiere, die einst die US-Immobilienkrise ausgelöst haben. Nun drücken sie auf die Stimmung und vor allem die Bilanz der EZB.

Kein Experte kann sagen, wie sie diese Papiere loswerden will, ohne damit dem europäischen Bankensystem den Todesstoß zu versetzen. Die EZB sitzt in der Falle, sie ist zu einer riesigen Bad Bank geworden, zu einer Müllhalde für faule Kredite. Auch aus Irland.

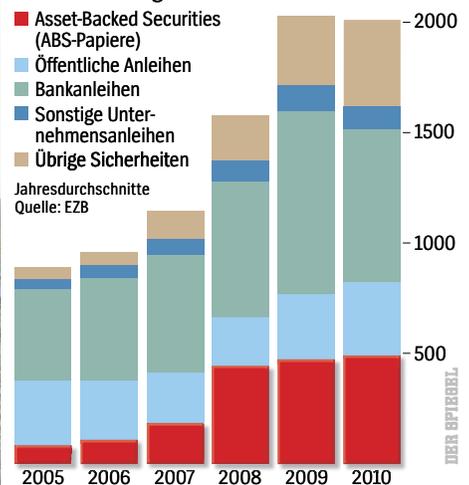
Die Grüne Insel erlebte bis 2007 einen beispiellosen Boom – und danach einen

Immobilienkredite wurden zu Milliardenpaketen verschnürt, so konnten die Risiken auf die internationalen Kapitalmärkte transferiert werden. Sie verschwanden aus den Büchern der Bank, und die EBS konnte noch mehr Häuser auf der Insel finanzieren. Bis 2007 griffen besonders deutsche Versicherer und Sparkassen gern bei den Iren zu.

Im Jahr 2008 wurden die internationalen Investoren allerdings zunehmend nervös. Die ABS-Papiere der EBS, die Emerald 1, 2 und 3 hießen, rutschten plötzlich ins Minus.

## Geld-Garantien

Bei der EZB eingereichte Sicherheiten in Mrd. €



Löwenanteil in Höhe von 292 Milliarden Euro wurde allerdings nie zum Kauf angeboten, sondern diente vor allem einem Zweck: frisches Geld von den Notenbanken zu beschaffen.

Der Gesamtwert der ausstehenden ABS in der Euro-Zone und Großbritannien beläuft sich nach Zahlen der AFME auf kaum noch fassbare 1,8 Billionen Euro. Natürlich sind nicht alle ABS-Papiere Schrott. Deutsche Banken beispielsweise packen weniger ausfallgefährdete Auto- oder Mittelstandskredite zusammen, um so ihre Bilanz zu entlasten.



HANS CHRISTIAN PLUMBECK / LAF

**Bundesbankchef Jens Weidmann, Vorgänger Weber:** „Die EZB ist Partei geworden“

Doch was aus Peripherieländern wie Griechenland oder Irland bei der EZB landet, hat oft nur zweifelhaften Wert. Die Zentralbank alimentiert Kreditinstitute, die eigentlich nicht mehr lebensfähig sind. Und die Bomben ticken weiter.

Drei Jahre nach dem Start sieht es etwa für Emerald 5 düster aus. Acht Prozent der Kreditnehmer bedienen ihre Kredite seit mehr als drei Monaten nicht mehr, ein Drittel dieser Schuldner hat gar seit mehr als zwölf Monaten keine Raten mehr gezahlt.

Die Rating-Agentur Moody's hat ihre Bewertung von Emerald 5 inzwischen auf A1 gesenkt und eine weitere Herabstufung auf A3 angekündigt, wenn das Papier nicht bald neue Unterstützer findet. Wenn es unter die Rating-Stufe A rutscht, dürfte es nach den aktuell geltenden Regeln nicht einmal mehr bei der EZB eingereicht werden. Und dann?

In Frankfurt bei der EZB existiert eine Liste der „notenbankfähigen Sicherheiten“. Es ist eine Art TÜV für Anleihen. Jede große Bank in der Euro-Zone muss über solche Sicherheiten wie Pfandbriefe oder Staatsanleihen verfügen, andernfalls wäre sie vom Geldmarkt ausgeschlossen. Aktuell stehen 28 708 Papiere auf der EZB-Liste, ihr Gesamtwert belief sich Ende 2010 auf sagenhafte 14 Billionen Euro.

Welche Anleihen zu welchen Bedingungen auf die Liste gelangen, wird von den nationalen Notenbanken geprüft. „Die EZB hat keine Aufsichtspflicht für

die Zentralbanken und verfügt über keine Möglichkeit, einzelne Notenbanken zu kontrollieren“, erklärt ein EZB-Sprecher.

Anders gesagt: Zentralbank-Chef Jean-Claude Trichet weiß gar nicht so genau, welche Risiken er sich einhandelt. Im Prinzip sind die Bedingungen für EZB-fähige Sicherheiten in einem 37-seitigen Kapitel geregelt, zuletzt aktualisiert im Februar. Um die Risiken für die Notenbanken in Grenzen zu halten, gibt es zum Teil hohe Abschläge, die bis zu 69,5 Prozent des Werts eines Papiers betragen können.

Allerdings scheinen einzelne Notenbanken diese Regeln unterschiedlich streng auszulegen, es gibt Unregelmäßigkeiten, die es bei einer Bank, insbesondere bei einer Zentralbank, besser nicht geben sollte.

Die Depfa, irische Tochter der deutschen Skandalbank HRE, hatte zum Beispiel im Februar insgesamt 78 Papiere auf die Liste EZB-fähiger Sicherheiten setzen lassen. 25 davon waren, so zeigen dem SPIEGEL vorliegende Unterlagen, offensichtlich mit zu niedrigen Abschlägen versehen.

Eine Anfrage an die irische Notenbank zu einem dieser falsch bewerteten Papiere wurde von dort lässig beantwortet: „Danke für die Information. Der Abschlag für XS0226100310 sollte 46 Prozent betragen. Wir werden den entsprechenden Abschlag in den nächsten Tagen anwenden.“ Damit konnten die Besitzer des

Wertpapiers rund 20 Prozent weniger Geld bei der EZB ausleihen.

Erst nach einer zweiten Anfrage wurden die irischen Notenbanker wach. Am 28. Februar belegten sie 21 weitere Depfa-Papiere mit neuen, mehr als doppelt so hohen Abschlägen. Nur drei Papiere, für welche die luxemburgische Notenbank zuständig war, entgingen zunächst diesem Schicksal. So blieben den Besitzern der Depfa-Papiere vorerst Einbußen in Höhe von bis zu zehn Millionen Euro erspart – bis zum 9. April, dann zog auch Luxemburg nach. „Anfang April wurde das Rating der Depfa-Papiere geändert, was eine Aktualisierung des Abschlags nach sich gezogen hat“, meint dazu die Luxemburger Notenbank. Das sei im Einklang mit den bestehenden Regeln des Euro-Systems erfolgt.

Bei zwei weiteren Schudtiteln des irischen Baufinanzierers EBS im Nennwert von insgesamt 1,3 Milliarden Euro drückte die irische Notenbank wochenlang beide Augen zu: Obwohl nur ein B-Rating vorlag, wurden die Papiere wie erstklassige Sicherheiten bewertet. „Das ist uns nicht bekannt“, sagt die Notenbank.

Die EBS, auf diese Unstimmigkeit wiederholt angesprochen, engagierte schließlich die Rating-Agentur Fitch, die beide Sicherheiten am 11. April kurzerhand mit einem „A-“ ausstattete. Es lief bei den Stichproben immer nach dem gleichen Muster: Test, Auffälligkeit, Schreiben an die zuständige Notenbank, danke für den Tipp, Umbilanzierung.

Solche versehentliche oder absichtliche Schlamperei wirft kein gutes Licht auf die Europäische Zentralbank und die ihr angeschlossenen Notenbanken. Und sie zeigt, dass die Anreize für Rating-Agenturen, die bei der Bewertung solcher ABS-Papiere jedes Mal große Summen kassieren, nach wie vor fragwürdig sind.

Zum 1. März 2011 traten strengere Richtlinien der Notenbanken in Kraft. Doch offenbar kümmerte sich niemand richtig darum. So hatte die luxemburgische Notenbank am 4. März noch 197 ABS-Papiere auf die EZB-Liste gesetzt. Nach mehreren Anfragen war die Anzahl am 8. März auf 179 geschrumpft, am 16. März sank die Zahl auf 146.

Viel besser steht es offenbar um die Qualität der Sicherheiten bei der niederländischen Notenbank. Dort bewertete die Rating-Agentur Fitch am 8. März 281 ABS. 54 davon erhielten die Bestnote AAA, sie waren zuletzt vor Ausbruch der Finanzkrise untersucht worden und haben seitdem seltsamerweise überhaupt nicht gelitten.

Das Massen-Rating besorgte ein kleines Team von Fitch-Mitarbeitern in London. Mit der Aktion wurden Papiere im Gesamtwert von 50 Milliarden Euro davor bewahrt, von der EZB-Liste zu verschwinden.

„Wir haben zu allen Zeiten die Auswahlkriterien für die Sicherheiten im Euro-System beachtet“, schreibt die niederländische Notenbank. Bei den ABS seien die Ratings vor dem 1. März durch „Überwachungsberichte“ bestätigt worden.

Der Umgang mit den Papieren verwundert, schließlich sind sie eine permanente Gefahr bis weit in die Zukunft: Die Laufzeiten liegen zwischen 30 und 90 Jahren. Viele ABS befinden sich inzwischen in konstantem Zerfall. Im Herbst 2008 mussten die Frankfurter Zentralbanker bereits mögliche Verluste wegen der Annahme von ABS einräumen. Nach der Insolvenz der deutschen Filiale von Lehman Brothers, der niederländischen Bank Indover sowie dreier Zweigstellen isländischer Banken blieb die EZB auf den eingereichten Sicherheiten der Pleitiers sitzen. Die hatten einen Nennwert von 10,3 Milliarden Euro und bestanden „überwiegend“ aus ABS, so eine Mitteilung der EZB.

Wie hoch das Risiko der Zentralbank in den Krisenländern Irland, Portugal, Griechenland und Spanien wirklich ist, vermag niemand zu sagen. Doch die Statistiken der Bundesbank liefern ein Indiz dafür, wie dynamisch sich die Situation in Europa verändert hat. Danach sind die Verbindlichkeiten dieser Länder gegenüber dem Euro-System innerhalb von gut drei Jahren auf 340 Milliarden Euro ge-

## Verrechnet

Die Zentralbanken mit den höchsten Verbindlichkeiten innerhalb des EZB-Systems\* in Mrd. €

Stand: 31. Dezember 2010

\* Target2

Quelle: Bundesbank

DER SPIEGEL



stiegen. Weil die Länder vom internationalen Kapitalmarkt abgekoppelt sind und auch die nationalen Sparer nur noch begrenztes Vertrauen in ihre Banken haben, müssen die anderen europäischen Notenbanken, allen voran die Bundesbank, immer mehr Geld hineinpumpen.

Dass dies auf Dauer gutgehen kann, bezweifelt auch Hans-Werner Sinn. Der Präsident des Münchner Ifo-Instituts hält eine Reform des Systems der europäischen Notenbanken für dringend geboten. Er will die Autonomie der nationalen Zentralbanken bei der Anerkennung von Sicherheiten einschränken und fordert „höhere länderspezifische Kursabschläge bei den als Pfand eingereichten Papieren“. So müssten die Banken dieser Länder wieder langsam dazu gebracht wer-

den, sich auf dem normalen Kapitalmarkt zu refinanzieren.

Die EZB betont, dass die Sicherheiten erst dann realisiert werden müssen, wenn die Banken tatsächlich pleitegingen. Doch das Drama in Irland zeigt, wie schmal der Grat ist, auf dem die Notenbanker balancieren.

EZB-Präsident Trichet sorgte mit massivem Druck dafür, dass die Europäer dem irischen Staat beisprangen, damit der seine Banken vorm Zusammenbruch bewahren konnte. So blieb der Zentralbank die Peinlichkeit erspart, die prekären Sicherheiten bei ihren ABS-Papieren zu realisieren, die auf Immobilienkrediten im County Longford und anderswo basieren.

Doch wenn die Euro-Krise weiter schwelt, ist der Ernstfall nicht so weit weg. Um das nationale Überleben zu sichern, sollte Irland die Rettung durch die Europäer ausschlagen und stattdessen die Pleite seiner Banken in Kauf nehmen, forderte gerade Morgan Kelly. Der renommierte Wirtschaftsprofessor der Universität aus Dublin weiß, wen solch ein Schritt besonders hart träfe: die EZB.

„Wer 160 Milliarden Euro an insolvente Banken verleiht, die von einem Pleitestaat unterstützt werden“, sagt Kelly, „ist nicht länger ein Kreditgeber, sondern der Besitzer der Sicherheiten.“

MATTHIAS BRENDL,  
CHRISTOPH PAULY

# WENN ES UM IHRE PRODUKTE GEHT, KÖNNEN BEI UNS ALLE MULTITASKING.

Wir haben jederzeit alles im Griff: alle Transportmittel weltweit aus einer Hand, zentral gesteuert. Profitieren auch Sie von der Zuverlässigkeit und Flexibilität der Hermes Transport Logistics.



[www.hermesworld.com](http://www.hermesworld.com)

Sourcing & Product | Transport Logistics | Fulfilment | Distribution

**Hermes**