

KREDIT & RATING

PRAXIS

Zeitschrift der Finanzspezialisten

Offizielles Organ
BdRA Bundesverband der
Ratinganalysten und
Ratingadvisor e.V.

www.krp.ch

- Manipulationen von LIBOR und EURIBOR – Referenzzinssätze auf dem Prüfstand



Artikel aus KRP 5/2012
Risikomanagement
von Karl-Heinz Bächstädt und
Dr. Michael Pietrzak

Manipulationen von LIBOR und EURIBOR – Referenzzinssätze auf dem Prüfstand

Karl-Heinz Bächstädt,
Dr. Michael Pietrzak

Der LIBOR-Zinssatz – einer der beiden wichtigsten Referenzzinssätze auf den internationalen Kapitalmärkten und Grundlage für die Berechnung der Zinsen von Krediten sowie Derivaten im Umfang von mehr als 600.000 Milliarden US-Dollar – ist über Jahre manipuliert worden. Darüber hinaus wurde versucht, auch den anderen dominierenden Referenzzinssatz EURIBOR zu manipulieren.

Referenzzinssätze liefern Informationen über die Lage auf den verschiedenen Teilmärkten der Finanzmärkte, schaffen somit Transparenz und geben Orientierung über die aktuelle Marktsituation.

Als Referenzzinssatz bezeichnet man meist einen repräsentativen kurz- bis mittelfristigen Zinssatz, an dem beziehungsweise an dessen Veränderung sich im Rahmen von Finanzkontrakten vereinbarte Zinssätze orientieren.¹ Die Referenzzinssätze unterscheiden sich nur aufgrund der Zinsbindungsfrist; andere Merkmale von Finanzkontrakten bleiben außen vor, zum Beispiel Bonität des Schuldners, Volumen der Finanzierung, technische Form. Der von den Schuldnern tatsächlich zu zahlende Zinssatz ergibt sich aus dem Referenzzinssatz zuzüglich eines Aufschlags.

Referenzzinssätze findet man auf dem Geldmarkt und dem Markt für festverzinsliche Wertpapiere. Auf dem Geldmarkt sind es LIBOR, EURIBOR und EONIA. Auf dem Markt für festverzinsliche Wertpapiere fungieren als Referenzzinssätze die Umlaufrenditen börsennotierter Wertpapiere des Bundes, differenziert nach den Restlaufzeiten. Sie werden von der Deutschen Bundesbank publiziert.

Referenzzinssätze bilden in sehr vielen Verträgen, zum Beispiel Kreditverträgen, die Grundlage für die Berechnung des zu zahlenden Zinssatzes (zum Beispiel LIBOR + x Prozent). Mit dieser Regelung erfolgen automatisch Zinsveränderungen zwischen den Vertragspartnern, wenn sich der Referenzzinssatz ändert. Dadurch spart man sich neue Verhandlungen oder manuell vorzunehmende Zinsanpassungen.

LIBOR. Der LIBOR-Zinssatz (London Interbank Offered Rate) ist der bekannteste und einer der wichtigsten Referenzzinssätze auf den internationalen Finanzmärkten. Er bildet die Grundlage

für die Berechnung der Zinsen von Krediten und Derivaten im Umfang von mehr als 500.000 Milliarden US-Dollar und wirkt, obwohl er ein Geldmarktzinssatz ist, damit auch auf die Kapitalmärkte.

Er ist mindestens in dem Zeitraum von 2005 bis 2009 systematisch manipuliert worden. Weltweit sollen rund 20 Banken beteiligt gewesen sein, unter anderem Barclays, HSBC, Royal Bank of Scotland, Lloyds, Deutsche Bank, Crédit Agricole, Société Générale, Bank of America, JP Morgan, Citibank, UBS, Crédit Suisse und Mitsubishi-UFJ. Zum harten Kern sollen Mitarbeiter der Banken Barclays, HSBC, Crédit Agricole, Société Générale und der Deutschen Bank zählen, die inzwischen suspendiert oder entlassen wurden.

Barclays hatte – als bisher einzige Bank – bereits ihre Manipulationen gestanden und sich mit den britischen und amerikanischen Finanzaufsichtsbehörden auf eine Strafe von 290 Millionen Pfund (367 Millionen Euro) geeinigt.² Die Deutsche Bank und die UBS haben in einigen Ländern Kronzeugenstatus beantragt und erhalten. Aufgrund ihrer umfangreichen Zusammenarbeit mit den Behörden erwarten sie deshalb eine niedrigere Strafe. Aktuell versuchen einige der betroffenen Banken, mit den Regulierungsbehörden eine Gruppenlösung zu vereinbaren, um eine öffentliche Bloßstellung wie bei Barclays zu vermeiden, die aufgrund ihres Eingeständnisses im Mittelpunkt der Affäre steht.

An jedem Handelstag melden die wichtigsten internationalen tätigen Banken in London der British Bankers' Association (BBA), der Interessenvertretung der Banken in Großbritannien, zu welchen Zinssätzen sie am Markt Gelder von anderen Banken aufnehmen beziehungsweise angeboten bekommen. Je nach Währung beteiligen sich daran 8, 12 oder 16 Banken.³ Deren Meldungen werden nicht auf ihre Richtigkeit und Konsistenz hin

überprüft. Daraus wird ein Durchschnittszinssatz gebildet, wobei die beiden jeweils höchsten und niedrigsten Zinssätze gestrichen werden. Die BBA ermittelt den LIBOR-Zinssatz für 10 verschiedene Währungen und für verschiedene Laufzeiten der Anlagen beziehungsweise Kredite (bis zu 1 Jahr) bis 11.00 Uhr Londoner Zeit (LIBOR-Fixing). Die Zinsberechnungsmethode, die der Effektivzinsrechnung im unterjährigen Bereich zugrunde liegt, ist vorgegeben: Für unterjährige Stückzinsen (Accrued Interest) werden beim britischen Pfund Actual/365 Zinstage und bei allen anderen Währungen Actual/360 Zinstage zugrunde gelegt (Day-Count Conventions).

Es werden von den beteiligten Banken also keine Marktzinssätze aus tatsächlich durchgeführten Geschäften gemeldet, sondern lediglich Angebote der Banken an andere Banken. Damit ist auch der LIBOR-Zinssatz (nur) ein Angebotszinssatz und kein aus real ausgeführten Bankgeschäften resultierender Zinssatz.

Mit den Manipulationen konnten die beteiligten Banken ihre Finanzierungskosten verschleiern (stellten also ihre Liquiditätslage und ihre Refinanzierungsmöglichkeiten insbesondere zu Beginn der Finanzkrise besser dar) – und nebenbei zusätzliche Gewinne erwirtschaften –, die beteiligten Mitarbeiter in den Banken über höhere Handelsgewinne ihre Boni steigern.

Den Schaden aufgrund der Manipulationen trugen Anleger und Banken: Anleger haben verloren, weil sie beispielsweise geringere Zinsen oder keine Boni erhalten haben oder Zinsswetten verloren, die anderen Banken haben verloren, weil ihre Kreditnehmer zu niedrigen Zinsen gezahlt haben. Denn in zahlreichen Kreditverträgen sind die Zinssätze an den LIBOR- (oder EURIBOR-) Satz gekoppelt. Dies gilt insbesondere auch für die Abschlüsse von Zinsswaps, bei denen feste gegen variable Zinssätze getauscht wurden. Dadurch, dass die LIBOR-Sätze zu niedrig festgesetzt wurden, hatten diejenigen Marktteilnehmer einen Vorteil, die den LIBOR-Kontrakt (Vertrag mit festem Libor-Zinssatz) an der Terminbörse leer verkauft hatten. Sie setzten damit auf fallende Kurse und wollten durch späteren Kauf (Eindecken) der von ihnen gegen Wertpapierleihe veräußerten Kontrakte so Gewinne erzielen. Da den an der Manipulation beteiligten Banken beziehungsweise deren darin involvierten Mitarbeitern der Sachverhalt bekannt war, konnten sie sich im Markt entsprechend positionieren.

Der Schaden für Privatanleger ist überschaubar: Betroffen sind Kunden von Tages- und Termingeldkonten, deren Zinssätze an LIBOR (oder EURIBOR) gebunden sind. Doch selbst bei einer Anlage großer Geldbeträge wirkt sich für sie eine Manipulation des LIBORs nur in geringem Umfang aus. Beispielsweise führt eine Manipulation um 0,01 Prozent bei einer Einlage über 1 Millionen Euro lediglich zu einem Schaden von 100 Euro pro Jahr.

Anders sieht es dagegen bei strukturierten Finanzprodukten aus, zum Beispiel Derivaten, Bonuszertifikaten. Hier entscheiden schon geringe Unterschiede, wer Gewinner der Zinsswette ist oder ob der Käufer einen Bonus erhält. Als Beispiel sei das an dem Abschluss eines 1-Monats-LIBOR-Terminkontraktes (Futures)⁴ aufgezeigt.⁵ Wenn der LIBOR am Abschlussstag des Vertrages (Kontraktes) nach Meldungen der Banken mit 2 Prozent p. a. für eine Laufzeit von 1 Monat festgelegt (fixiert) wird (ohne Manipulationen) und nach genau einem Monat zur Fälligkeit des Vertrages der LIBOR 2,3 Prozent beträgt (nach Manipulationen), hätte der Käufer (in diesem Fall somit die Bank) einen Zinsvor-

teil von 0,3 Prozent für einen Monat erzielt. Bei einem Vertrag mit einem Nominalvolumen von 1 Milliarde US-Dollar entspricht das 250.000 US-Dollar je Kontrakt.⁶

Nach neuesten Schätzungen könnte der Skandal die gesamte Branche am Ende zwischen 20 und 40 Milliarden US-Dollar kosten. Neben den Strafzahlungen drohen vor allem Sammelklagen von Anlegern, Kreditnehmern, die sich gegen Zinsschwankungen abgesichert hatten, und anderen Banken auf Schadensersatz. Der Schaden für die Weltwirtschaft soll sich auf rund 17,1 Milliarden US-Dollar (14 Milliarden Euro) belaufen.

Nach dem aktuellen Stand der bisher bekannt gewordenen Ermittlungen scheinen die Manipulationen zwischen untereinander gut bekannten Händlern in einer Reihe von Banken erfolgt zu sein, also auf den unteren Hierarchieebenen. Bei der Deutschen Bank waren es einige Mitarbeiter fünf Hierarchieebenen unterhalb des Vorstands. Die Kenntnis des Managements über die Manipulationen scheint bisher nur bei Barclays vorhanden gewesen zu sein. Doch steht man noch am Anfang der Untersuchungen: Derzeit ermitteln die Behörden in den USA, Kanada, Europa und Japan. Die deutsche Bankenaufsicht hat eine Sonderprüfung bei der Deutschen Bank eingeleitet. Ergebnisse sind noch nicht bekannt. In den USA und Großbritannien befassen sich zudem Ausschüsse der Parlamente mit der Aufklärung. Nahezu täglich werden neue Informationen bekannt, die das Ausmaß der Manipulationen vergrößern.

ROLLE DER AUFSICHTSBEHÖRDEN. Die Manipulation des LIBORs durch einige Banken ist allein schon ein Skandal. Doch tragen nur die beteiligten Banken die Verantwortung? Haben die Aufsichtsbehörden (wieder) nichts gemerkt?

Bereits im Juni 2008 hatte die US-amerikanische Notenbank (Federal Reserve Bank) die britische Bankenaufsicht und das britische Finanzministerium auf LIBOR-Manipulationen seit Herbst 2007 hingewiesen und zahlreiche Vorschläge für Änderungen unterbreitet. Bankenaufsicht und Regierung wussten also von den Manipulationen. Sie gingen aber nicht dagegen vor, sondern leiteten die erhaltenen Informationen nur an die BBA weiter. Auch die von der US-Notenbank vorgeschlagenen Verbesserungen ließen sie weitestgehend unberücksichtigt.

Auf dem Höhepunkt der Finanzkrise im Oktober 2008 rief der Vizechef der Bank of England (also der britischen Notenbank) Paul Tucker den damaligen Leiter des Investmentbankings (und späteren Chef) von Barclays Bob Diamond an. Barclays ist die zweitgrößte Bank in Großbritannien. Die britische Notenbank wunderte sich über die gemeldeten Zinssätze von Barclays, die höher lagen als die der anderen Banken. Nach den von Diamond jetzt veröffentlichten Gesprächsnotizen drängte Tucker auf Druck politischer Stellen Barclays dazu, einen niedrigeren LIBOR-Wert zu nennen, um an den Finanzmärkten nicht für noch mehr Nervosität zu sorgen. Und so meldete Barclays danach niedrigere Zinssätze. Den Inhalt des Telefonats bestreitet Tucker selbstverständlich (Tucker will im nächsten Jahr Nachfolger des derzeitigen Notenbankchefs Mervyn King werden.). Unbestritten ist aber, dass seit Beginn der Finanzkrise die Bank of England immer wieder mit Barclays-Beschäftigten über den LIBOR gesprochen hatte und sie von ihnen darauf hingewiesen wurde, dass Barclays und andere Banken zu niedrigen Zinssätzen meldeten. Außerdem wusste selbstverständlich auch die Bank of England, dass – insbesondere zu Beginn der Finanzkrise – der

Interbankenmarkt, auf dem sich die Banken refinanzieren, zusammengebrochen war und somit kaum Kredite zwischen den Banken vergeben wurden. Damit war ihr auch klar, dass den gemeldeten Zinssätzen keine Geschäfte zugrunde lagen und somit ohne Bezug zur Realität beliebige Zinssätze genannt werden konnten.

Zudem wurde der LIBOR an der Londoner Terminbörse Liffe (London International Financial Futures and Options Exchange) auch als Terminkontrakt mit einem Cash Settlement-Abrechnungsprozedere gehandelt, mit dem die Marktteilnehmer ihre LIBOR-basierten Derivate- und Swap-Kontrakte gegen Kursrisiken absichern konnten (Hedging). Schon vor dem Höhepunkt der Finanzmarktkrise ergaben sich Auffälligkeiten aus Differenzen zwischen den LIBOR-Abrechnungspreisen aus der täglichen LIBOR-Feststellung (Fixing), den täglichen marktbewerteten Abrechnungspreisen für börslich gehandelte LIBOR-Kontrakte an der britischen Terminmarktbörse Liffe (den sogenannten Settlementpreisen) und den realtime-gehandelten LIBOR-Sätzen der teilnehmenden Banken untereinander. Dies wies eindeutig auf eine Abweichung zwischen einerseits getaxt quotierten und von den Banken gemeldeten LIBOR-Sätzen und den andererseits am Markt tatsächlichen bestehenden Unterschieden in den Zinssätzen hin.

Daher erscheint die von der Bank of England und der britischen Finanzmarktaufsicht (Financial Services Authority, FSA) behauptete Ahnungslosigkeit nicht überzeugend. Es ist – im Gegenteil – durchaus sehr nachvollziehbar, dass die britische Notenbank die Nennung zu niedriger LIBOR-Zinssätze wissentlich durchgehen ließ, um die damals extrem nervösen Finanzmärkte nicht weiter zu destabilisieren und nach dem Run auf britische Banken wie Northern Rock nicht noch weitere britische Kreditinstitute der Gefahr von Bank Runs auszusetzen.

Niedrige LIBOR-Sätze lagen aber nicht nur im Interesse der Bank of England. Der Finanzsektor ist die dominante Branche in Großbritanniens Volkswirtschaft, dessen Wanken jede britische Regierung in große Panik geraten lässt. Somit ging es auch um die Rettung des Finanzplatzes London, sodass gleichfalls die damalige Labour-Regierung über das Stillhalten der Bank of England froh sein konnte oder es sogar forderte. Zusätzliche Verwerfungen hätten die Rettungskosten für die britischen Banken noch weiter in die Höhe getrieben, die den britischen Staat bisher weit mehr als 1 Billion Britische Pfund gekostet haben.

Die offizielle Darstellung der Aufsichtsbehörden wird auch von Douglas Keenan widerlegt.⁷ Er weist nach, dass LIBOR-Manipulationen mindestens seit 1991 stattfinden dürften. Doch auch der Finanzausschuss des britischen Unterhauses ist nicht bereit, Nachweise, die die offizielle Auffassung widerlegen, entgegen zu nehmen.⁸

Verwunderung ruft außerdem die Aussage der neuen Präsidentin der Bankenaufsicht (Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht) Elke König in einem Interview hervor: «... der Libor-Zins lud zu Manipulation geradezu ein.»⁹ Wenn die Möglichkeit zur Manipulation so offensichtlich und zudem bekannt war, stellt sich erst recht die Frage, warum nicht schon wesentlich früher eingeschritten wurde beziehungsweise nachdem schon 2007 von der US-amerikanischen Notenbank auf Manipulationen hingewiesen wurde, die britischen Aufsichtsbehörden Änderungen jahrelang unterließen.

EURIBOR. Auch der EURIBOR (Euro Interbank Offered Rate), der wichtigste Referenzzinssatz auf den internationalen Kapitalmärkten für Interbankengeschäfte in Euro, wird über eine Befragung von Banken ermittelt. Dabei melden derzeit 43 Kreditinstitute, darunter 8 deutsche Banken,¹⁰ bis 10.45 Uhr MEZ¹¹ Angebotssätze (Briefkurse) für Fälligkeiten bis zu 12 Monaten an den Informationsanbieter Thomson Reuters, der den EURIBOR für die European Banking Federation (EBF) ermittelt. Daraus wird ein Durchschnittszinssatz gebildet, wobei jeweils 15 Prozent der höchsten und niedrigsten Zinssätze keine Berücksichtigung finden.

Aufgrund der wesentlich höheren Zahl an meldenden Instituten hatte man bisher die Gefahr von Manipulationen bei der Ermittlung des EURIBORs als sehr niedrig eingeschätzt. So zeichnete beispielsweise Barclays zwar ihre Daten zu den LIBOR-Einreichungen auf, aber nicht zu EURIBOR.¹²

Trotzdem gab es auch hier aufgrund der Untersuchungen der britischen Finanzmarktaufsicht (FSA) zahlreiche Versuche, auch den EURIBOR-Satz zu manipulieren. Zwischen 2006 und 2008 hatten Derivatehändler von Barclays Bank ihre Wünsche zu den EURIBOR-Sätzen intern angemeldet, denen die Bank in den meisten Fällen offensichtlich gefolgt ist.¹³ Darüber hinaus gelang es einem kleinen Kreis von Händlern aus mehreren Banken, durch konzertierte Aktionen in dem Zeitraum 2005 bis 2007 durch Meldungen – je nach zuvor eingegangenen Derivatepositionen (Zinsterminkontrakte) – zu niedriger oder zu hoher Zinssätze in zahllosen Fällen den EURIBOR um einen oder mehrere Basispunkte nach unten oder oben zu ziehen und so hohe Gewinne – und damit Boni – zu erzielen. Davon sollen allerdings ihre Vorgesetzten nichts gewusst haben, ebenso wenig die Bankenaufsichten.

EONIA. Ein weiterer Referenzzinssatz neben den dominierenden LIBOR und EURIBOR ist der EONIA (Euro Overnight Index Average). Dabei handelt es sich um einen kurzfristigen, auf Euro lautenden Übernachts (over night)-Kreditzinssatz unter Banken für unbesicherte Ausleihungen.

Der EONIA wurde 1996 von der EBF in Zusammenarbeit mit der Europäischen Zentralbank (EZB) entwickelt und wird von der EZB an jedem Handelstag, auf drei Nachkommastellen genau, in Form eines Jahreszinssatzes berechnet (auf Basis der Zinsberechnungsmethode Actual/360). Die jeweils 43 größten Banken am Eurogeldmarkt melden handelstäglich zwischen 18.00 Uhr und 18.30 Uhr MEZ der EZB den Umfang und die dabei jeweils vereinbarten Zinssätze der von ihnen an diesem Tag bis zum nächsten Bankarbeitstag zur Verfügung gestellten, unbesicherten Geldmarktkredite. Es werden also – im Gegensatz zu LIBOR und EURIBOR – zum einen Marktzinssätze aus tatsächlich durchgeführten Geschäften und zum anderen keine Durchschnittswerte gemeldet. Bei der Ermittlung des EONIA werden die Meldungen mit den jeweils 15 höchsten und niedrigsten Zinssätzen eliminiert und nur aus dem Rest ein Durchschnittswert gebildet, der anschließend zwischen 18.45 Uhr und 19.00 Uhr MEZ auf Reuters veröffentlicht wird. Der EONIA bildet die Grundlage für Zinsswaps, Zertifikate und Indexprodukte. Seit dem 1. Juli 2008 bietet auch die Deutsche Finanzagentur eine Tagesgeldanleihe der Bundesrepublik Deutschland an, deren Verzinsung direkt an den EONIA gekoppelt ist.

FAZIT. Allen Marktteilnehmern einschließlich den Verbänden und vor allem den Aufsichtsbehörden war bekannt, dass

- 1.) die Berechnungen des LIBORs und des EURIBORs auf indikativen Zinssätzen basierten und
- 2.) zu Beginn und auf dem Höhepunkt der Finanzkrise der Interbankencreditmarkt fast vollständig zum Erliegen gekommen war.

VERBESSERUNGEN. Inzwischen haben die Notenbanken akzeptiert, dass die Meldung von Zinssätzen, zu denen eine Bank bereit ist, Geschäfte abzuschließen, manipulationsanfällig ist. Dagegen helfen auch keine Strafandrohungen. Derzeit überlegen die Aufsichtsbehörden, grundlegende Reformen des LIBOR-Systems vorzunehmen. Allerdings hat eine andere Berechnung dieses Zinssatzes Folgen für die zahllosen auf LIBOR-Basis abgeschlossenen Verträge: Durch eine veränderte Berechnungsgrundlage des LIBORs könnten die Verträge ungültig werden. Es wird sogar auch darüber nachgedacht, den LIBOR abzuschaffen und andere Indizes zu Referenzzinssätzen auszubauen. Das erscheint allerdings wegen der großen Bedeutung des LIBORs kurzfristig kaum umsetzbar.

■ **Organisation.** Bisher fehlt eine Regelung, wie die Zinssätze in den Banken zu ermitteln sind. Auch scheinen die meisten Banken intern bisher keine standardisierten Vorgehensweisen zu pflegen.¹⁴ Bereits das erscheint als ein Unvermögen sowohl seitens der (internen) Bankorganisation als auch der Internen Revision. Denn schon aufgrund des erheblichen Reputationsrisikos bei fehlerhaften Meldungen wäre ein weitgehend standardisiertes und einheitliches Erhebungsverfahren in den Banken zu erwarten gewesen. Darauf hätten auch die beteiligten Bankenverbände (BBA beim LIBOR beziehungsweise EBF beim EURIBOR) hinwirken müssen. Workflows, die selbstverständlich Protokollierung, Plausibilitätsprüfungen und Kontrollroutinen enthalten, fehlen offensichtlich. Darüber hinaus scheinen keine (prozessunabhängigen) Kontrollen durch die Interne Revision der Banken stattgefunden zu haben.

Die von der Bank gemeldeten Zinssätze hätten zum einen in der Marktfolge der meldenden Organisationseinheit der Bank überwacht werden können. Eine anlasslose Überprüfung der Berechnung und der Meldung der Zinssätze hätte zum anderen angesichts des Reputationsrisikos für die meldende Bank bei Falschmeldungen durch die Interne Revision erfolgen müssen und in ihren jährlichen Prüfungsplan aufgenommen werden können. Die BBA als Trägerorganisation des LIBORs hätte sich zudem die Befugnis zu Sonderprüfungen einräumen sollen, sie könnte sich dazu beispielsweise Wirtschaftsprüfern bedienen. Die Finanzmarkt- und Bankenaufsichtsbehörden haben ohnehin weitreichende Prüfungsrechte.

Auch bei der Formulierung einheitlicher Regeln hätte der jeweilige Bankenverband (BBA beim LIBOR beziehungsweise EBF beim EURIBOR) die Federführung übernehmen müssen, schon um die Glaubwürdigkeit der publizierten Zinssätze sicherzustellen. Damit tragen auch die beiden Verbände eine erhebliche Mitverantwortung. Letztlich wäre jedoch die Bankenaufsicht gefordert gewesen, hier tätig zu werden, um die Funktionsfähigkeit der und das Vertrauen in die Finanzmärkte zu gewährleisten, zumal sie auch in anderen Bereichen proaktiv Vorgaben formuliert. Erst jetzt, nach Bekanntwerden der

Manipulationen in der Öffentlichkeit, haben die Aufsichtsbehörden diese Aufgabe übernommen und Vorschläge angekündigt.

■ **Kontrahierte Abschlüsse und Erweiterung des Teilnehmerkreises.** Wie bereits dargelegt, ergeben sich LIBOR und EURIBOR aus den Angeboten der an der Festlegung beteiligten Banken an andere Banken, sind also Interbankenzinssätze auf Basis getaxter Quotierungen, aber nicht effektiv gehandelter beziehungsweise kontrahierter Geschäfte/Kurse; ihnen liegen also keine durchgeführten Bankgeschäfte zugrunde. Angebote sind grundsätzlich frei und lassen sich daher im Nachhinein nicht überprüfen, ob sie realistisch waren, also die Angebote bei Interesse angenommen worden wären, somit tatsächlich zu Geschäften geführt hätten.

Naheliegender wäre daher, für die Berechnung von Referenzzinssätzen nur effektive, also real getätigte (valutierte und abgewickelte) Kredit- und Einlagentransaktionen zu berücksichtigen. Sie wären mit ihren jeweiligen Volumina zu gewichten. Sollten keine oder zu wenige real getätigte Transaktionen vorliegen (wie beispielsweise zu Beginn der Finanzkrise), dürften die meldenden Banken auf ihre bei anderen Banken effektiv verfügbaren Kreditlinien zurückgreifen und deren Zinssätze angeben, ebenfalls gewichtet nach der Höhe der Kreditlinien (arithmetisches Mittel).

Mit einer Verbreiterung des Erhebungskreises könnten Manipulationen deutlich erschwert werden. Durch die Einbeziehung der Meldungen von auf den Geldmärkten aktiven Geldmarktfonds, Versicherungsgesellschaften und Industriekonzerne (Treasury) verringere sich außerdem die Abhängigkeit von den meldenden Banken. Dann würden auch sehr gute persönliche Kontakte zwischen Bankern, die bei verschiedenen Banken tätig sind, nicht mehr ausreichen. Mit der Berücksichtigung weiterer Finanzmarktteilnehmer erhielte man zudem einen repräsentativeren Referenzzinssatz.

Als Referenz könnten aber darüber hinaus Anleiheindizes wie zum Beispiel die iBoxx Rentenmarkindizes der Gruppe Deutsche Börse für die Sektoren Corporate Banking oder Investment Banking herangezogen werden, für die es auch Kurzläufer mit signifikantem Handelsvolumen gibt, auf die ebenfalls Derivate und Strukturierte Produkte gehandelt werden.

■ **Manipulation als Straftat.** Die Bestrebungen des EU-Kommissars Michel Barnier, Manipulationen von Benchmarks als Straftat zu werten, ist nur ein – kleiner – Schritt.¹⁵ Denn weder können die in Europa zu erwartenden Strafen noch die private Haftung für die Folgen von Manipulationen aufgrund der Mobilität der handelnden Personen sowie des Bankgeheimnisses in vielen Staaten der Welt abschreckend wirken. Ohnehin kann die Europäische Union im Sinne von Subsidiarität und Verhältnismäßigkeit nur tätig werden, soweit Benchmark-Indizes internationale, grenzüberschreitende Auswirkungen entfalten.¹⁶ Benchmarks werden dabei als Finanzinstrumente deklariert und auf ihre Manipulation wird der strafrechtliche Tatbestand angewendet. Aufgrund der Vielzahl möglicher Manipulationen kann durch Richtlinien und Verordnungen zudem nur ein allgemeiner Rahmen formuliert werden. Entscheidender für regelkonformes Verhalten ist die

Wahrscheinlichkeit, dass Manipulationen und Manipulationsversuche zeitnah entdeckt werden beziehungsweise aufgrund der Organisation des Meldeverfahrens kaum zu begehen sind.

Bisher beschränken sich die getroffenen Sanktionen auf Strafen für die Banken. Das ist aufgrund des Organisationsversagens des Bankmanagements zwar nachvollziehbar, trifft aber letztlich die Eigentümer der Institute, während die Verursacher/Manipulierer bisher lediglich ihren Arbeitsplatz bei der jeweiligen Bank verloren haben.

ZEITPLAN. Die Manipulationen des LIBORs (und des EURIBORs) werden noch längere Zeit auf der Tagesordnung stehen, wenn auch nicht jedes Mal die Schlagzeilen der Wirtschaftspresse zieren. Zum einen dauern die Ermittlungen der Aufsichtsbehörden an, ein Ende ist noch nicht abzusehen. Die dann von ihnen veröffentlichten Ergebnisse sind anschließend einer kritischen Betrachtung zu unterziehen, da – wie oben aufgezeigt – zumindest einige Aufsichtsbehörden wesentlicher Teil des Problems sind und daher ohne Weiteres keine neutrale Instanz mehr darstellen. Zum anderen haben diverse Aufsichtsbehörden, Gremien und Organisationen angekündigt, in den nächsten Wochen und Monaten Vorschläge für eine «bessere» Ermittlung des LIBORs zu präsentieren. Bis Ende September 2012 will die britische Finanzmarktaufsicht (FSA), im November eine Arbeitsgruppe der 20 führenden Industrie- und Schwellenländer (G20) Reformvorschläge vorstellen.

Fussnoten

- 1 Vgl. zum Beispiel Hans E. Büschgen, Das kleine Börsen-Lexikon, 23. Auflage, Stuttgart 2012, S. 858.
- 2 Zudem traten später der Vorsitzende des Vorstands Bob Diamond und der Vorsitzende des Verwaltungsrats Marcus Agius zurück.
- 3 Von den deutschen Banken ist lediglich die Deutsche Bank einbezogen. Früher gehörte auch die Westdeutsche Landesbank (WestLB), die zum 30. Juni 2012 aufgelöst wurde, zu diesem Kreis.
- 4 Ein Terminkontrakt ist ein Vertrag, bei dem heute alle Konditionen vereinbart werden, aber die Erfüllung des Vertrags erst zu einem späteren Zeitpunkt erfolgt (im Beispiel in 1 Monat).
- 5 Ein weiteres Beispiel findet sich bei Keenan in: Douglas Keenan, Wie ich versuchte, den Libor-Skandal aufzudecken, in: Financial Times Deutschland, 2. August 2012, S. 24.
- 6 Berechnung: $0,003 \times 1 \text{ Milliarde US-Dollar} \times 1/12 = 250.000 \text{ US-Dollar}$ ($0,003 = 0,3 \text{ Prozent}$, $1 \text{ Monat} = 1/12 \text{ Jahr}$).
- 7 Vgl. Keenan, Wie ich versuchte, den Libor-Skandal aufzudecken, a.a.O.
- 8 Vgl. ebd.
- 9 Vgl. Martin Hesse und Anne Seith, «Einladung zur Manipulation», in: Der Spiegel, H. 30/2012, 23. Juli 2012, S. 64–65, hier S. 64 (Interview mit Elke König).
- 10 Bayerische Landesbank, Commerzbank, Deutsche Bank, DZ Bank, Landesbank Baden-Württemberg, Landesbank Berlin, Landesbank Hessen-Thüringen, Norddeutsche Landesbank.
- 11 MEZ = Mitteleuropäische Zeit.
- 12 Vgl. Bernd Neubacher, Zinsskandal hat Folgen für Euribor-Banken, in: Börsen-Zeitung, Nr. 148, 4. August 2012, S. 1.
- 13 Vgl. ebd.
- 14 Vgl. Neubacher, Zinsskandal, a.a.O.
- 15 Vgl. Peter Ehrlich und Mark Schrörs, Maulhelden gegen das Libor-Komplott, in: Financial Times Deutschland, 26. Juli 2012, S. 17.
- 16 Artikel 293 Abs. 2 AEUV (AEUV: Vertrag über die Arbeitsweise der Europäischen Union).

AUTOREN

Diplom-Kaufmann und Certified Rating Advisor Karl-Heinz Bächstädt, Diplom-Kaufmann Dr. Michael Pietrzak, beide Unternehmensberater bei der Rating & Risk Consulting GmbH, www.ratingrisk.de