



Sigrid Müller*

Regulierung von Leerverkäufen: Verbote vs. Transparenz

Weltweit bestehen erhebliche Unterschiede im Hinblick auf die Regulierung von Leerverkäufen. Das Spektrum reicht von einem völligen Verbot bis zur vollständigen Freigabe. Während die deutschen Behörden bisher bei ihren Leerverkaufsverböten im wesentlichen den Vorgaben aus anderen Ländern folgten, wurde am 19. Mai 2010 von der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) erstmals ein Leerverkaufsverbot ausgesprochen, welches über die bisher betroffenen Finanztitel hinausging, indem es Staatsanleihen und Credit Default Swaps (CDS) umfasste. Es folgte der Entwurf der Bundesregierung für ein »Gesetz zur Vorbeugung gegen missbräuchliche Wertpapier- und Derivategeschäfte« vom 1. Juni 2010. Er sieht das Verbot ungedeckter Leerverkäufe von deutschen Aktien und von Staatsschuldtiteln der Eurozone sowie Kreditderivaten (CDS) auf Staatsschuldtitel der Eurozone vor, die keinen Absicherungszwecken dienen. Begründet wird das Verbot mit der Finanzkrise und der »Ausweitung der Turbulenzen auf die Märkte für Staatsanleihen von Mitgliedstaaten der EU und die Volatilität des Euro«, denen mit dem Verbot »bestimmter potentiell krisenverstärkender Transaktionen« entgegen getreten werden soll (vgl. Entwurf für ein Gesetz zur Vorbeugung gegen missbräuchliche Wertpapier- und Derivategeschäfte vom 1. Juni 2010, Bundesministerium der Finanzen, S.1).

Welche Rolle spielen Leerverkäufe in der augenblicklichen Finanzmarktkrise? Wirken sie destabilisierend? Welche Auswirkungen haben Verbote? Lassen sich Kursstürze abfedern oder verhindern? Leerverkäufe gibt es, seit Aktien an Börsen gehandelt werden. Hoch spekulativ, ähneln sie Wetten auf den Aktienkurs. Im einfachsten Fall, dem eines gedeckten Leerverkaufs, verkauft der Leerverkäufer eine gegen Gebühr geliehene Aktie. Bei fallenden Kursen

* Prof. Dr. Sigrid Müller ist Professorin für Betriebswirtschaftslehre und Direktorin des Instituts für Finanzierung an der Humboldt-Universität zu Berlin.

profitiert er, da er die Aktie für die Rückgabe billiger erwerben kann. Hingegen verliert er bei steigenden Kursen: Gewinn oder Verlust bestimmen sich als Differenz aus dem Verkaufspreis und dem späteren Kaufpreis vermindert um die Leihgebühren. Vom Verbot betroffen sind nicht diese klassischen Leerverkäufe, sondern ungedeckte Leerverkäufe. Bei einem ungedeckten oder nackten Leerverkauf wird auf das Leihgeschäft verzichtet. In Abhängigkeit vom Aktienkurs ergeben sich Gewinne und Verluste allerdings in gleicher Weise. Im Unterschied zu gedeckten Leerverkäufen können durch ungedeckte Leerverkäufe mehr Verkauforders als Aktien im Umlauf sein. Fotak et al. (2009) schätzen, dass im amerikanischen Markt ungedeckte Leerverkäufe bei 91% aller an der NYSE und bei 71% aller an der NASDAQ gehandelten Aktien vorkommen. Wie kann ein so einfach strukturiertes spekulatives Geschäft Märkte bedrohen?

Leerverkäufe und Marktqualität

Die Diskussion um Leerverkäufe kreist um folgende Fragen. Gibt es verstärkt negative Kursentwicklungen? Wird der zugrunde liegende Basiswert volatiler? Beeinflussen Leerverkäufe die Liquidität?

Der Einfluss von Leerverkäufen auf die Marktqualität wurde bisher für Aktien untersucht. In den meisten Untersuchungen wird dabei nicht zwischen gedeckten und ungedeckten Leerverkäufen unterschieden. Leerverkäufe erfüllen für die Kapitalmärkte eine wichtige Funktion. Sie decken wertvolle, wenngleich negative Information auf (vgl. Miller 1977; Boehmer und Wu 2010). Bris et al. (2007) weisen nach, dass sich in Kapitalmärkten mit Leerverkäufen Informationen wesentlich schneller in den Aktienkursen wiederfinden als in jenen mit Leerverkaufsbeschränkungen. Dies trifft sowohl für individuelle Aktien als auch Aktienindizes, die den gesamten Markt repräsentieren, zu.

Durch Leerverkäufe können Marktakteure Handel auf der Grundlage negativer Einschätzungen betreiben. Die zusätzliche negative Information, die über Leerverkäufe in den Markt kommt, könnte zu einem negativen Preiseffekt in der Aktie führen. Die empirischen Erkenntnisse dazu sind nicht einheitlich. Während Aitken et al. (1998) für den australischen Markt eine negative Wirkung auf die Aktienrendite nachweisen, finden Fatak et al. (2009) für den US-amerikanischen Markt keinen kurzfristigen negativen Effekt. Auch Beber und Pagano (2010) können keine negative Wirkung feststellen bei ihrer Untersuchung weiterer 29 Aktienmärkte, darunter der deutsche. Für den US-amerikanischen Markt gelingt es Fatak et al. (2009) zu zeigen, dass ungedeckte Leerverkäufe die Volatilität der zugrunde liegenden Aktie reduzieren.

Die Liquidität, d.h. ob Anleger zu angemessenen Preisen ohne Zeitverzug kaufen oder verkaufen können, wird durch Leerverkäufe positiv beeinflusst. Die für den US-amerikanischen Markt und weitere 29 Länder vorliegenden empirischen Untersuchungen (vgl. z.B. Beber und Pagano 2010; Fatak et al. 2009) stellen übereinstimmend fest, dass mit Leerverkäufen eine Verringerung der Geld-Brief-Spanne verbunden ist. Anleger können somit zu geringeren Transaktionskosten handeln.

Leerverkäufe werden in Verbindung gebracht mit missbräuchlichen Handelspraktiken, wie zum Beispiel die Kursmanipulation durch das Streuen falscher Gerüchte. Führen diese falschen Gerüchte dann zu Kursstürzen, verdienen Leerverkäufer. Seit dem Kursverfall der Aktie von Bear Stearns tauchen diese Vorwürfe verstärkt auf. Sie sind auch Gegenstand von Untersuchungen der amerikanischen Behörden. Fatak et al. (2009) untersuchen diese Vorwürfe für die von der Finanzmarktkrise besonders betroffenen Finanzinstitute Bear Stearns, Lehman Brothers und American Insurance Group (AIG). Die Daten zu ungedeckten Leerverkäufen geben bis auf einen möglichen Zeitpunkt im Juni 2008 für Lehman Brothers keinen Hinweis auf missbräuchliche Handelspraktiken.

Somit verbessern Leerverkäufe die Marktqualität, indem sie die Liquidität und die Effizienz der Preisbildung erhöhen und tendenziell reduzierend auf die Volatilität wirken.

Leerverkaufsbeschränkungen in der Finanzmarktkrise 2008

Im Verlauf der Finanzkrise wurden in vielen Ländern Leerverkaufsbeschränkungen erlassen. Nach einer Zeit des Experimentierens mit dem Verbot von ungedeckten Leerverkäufen in USA im Juli und August 2008 und erhöhten Mitteilungspflichten in Großbritannien im selben Zeitraum erfolgte im September 2008 in einer abgestimmten Aktion ein vorübergehendes Verbot aller Leerverkäufe in Finanzaktien in USA und Großbritannien. Am 19. September zogen die deutschen Behörden nach. In Abstimmung mit dem Finanzministerium untersagte die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) Leerverkäufe von zehn Bank-, Finanz- und Versicherungsaktien sowie den Aktien der Deutschen Börse. Im Oktober 2008 beschloss die U.S. Securities and Exchange Commission (SEC) in einer befristeten Notmaßnahme ein Bündel von Maßnahmen, die den Kursverfall von Finanztiteln stoppen sollten. Hierzu gehörten ein Leerverkaufsverbot der Aktien von insgesamt 799 Unternehmen des Finanzsektors, eine Mitteilungspflicht für erlaubte Leerverkäufe durch bestimmte Personengruppen sowie erleichterte Aktienrückkäufe für Unternehmen. Gleichzeitig wurden die Untersuchungen hinsichtlich Kursmanipulationen in Finanztiteln intensiviert. Un-

ter Eid mussten Hedgefondsmanager und andere große Marktteilnehmer ihre Positionen aufdecken und alle relevanten Informationen liefern. Zusammenfassend sind damit drei Vorgehensweisen festzustellen, die sich nicht gegenseitig ausschließen: Verbot aller Leerverkäufe, Verbot ungedeckter Leerverkäufe und erhöhte Mitteilungspflichten. Diese unterschiedlichen Maßnahmen liefern die Grundlage für zahlreiche empirische Untersuchungen der Auswirkungen von Leerverkaufsbeschränkungen auf die zugrundeliegenden Märkte.

Leerverkaufsverbote: empirische Befunde

Beber und Pagano (2010) untersuchen die Auswirkungen von Leerverkaufsverboten in 30 Ländern von Januar 2008 bis Juni 2009, während Fotak et al. (2009) das US-amerikanische Leerverkaufsverbot für 19 Aktien aus dem Finanzbereich im Juli und August 2008 sowie ungedeckte Leerverkäufe für an der NYSE gelistete Aktien von März 2004 bis Dezember 2008 analysieren. Bris et al. (2007) vergleichen für 46 Länder die Auswirkungen von Leerverkaufsbeschränkungen im Zeitraum 1990 bis 2001, in dem in 35 Ländern Leerverkäufe erlaubt waren. Die empirischen Befunde dieser Untersuchungen sind eindeutig. Sie stellen den Sinn der beabsichtigten Leerverkaufsverbote in Frage.

1. Leerverkaufsverbote eignen sich nicht zur Stabilisierung von Aktienkursen. Weder das Verbot ungedeckter Leerverkäufe noch Meldepflichten führen zu positiven Effekten für die betroffenen Aktien. Bei einem generellen Leerverkaufsverbot treten sogar negative und somit gegenteilige Effekte auf (vgl. Beber und Pagano 2010; Fotak et al. 2009). In Märkten mit stark fallenden Preisen können daher Leerverkaufsverbote nicht die Schwere der Preisstürze von einzelnen Aktien mildern. (vgl. Bris et al. 2007). Sie tragen möglicherweise zu einer Verstärkung des Preissturzes bei.
2. Leerverkaufsverbote führen zu einer geringeren Informationsverarbeitung (vgl. Beber und Pagano 2010; Fotak et al. 2009; Bris et al. 2007). Sie beschädigen den Preisfindungsprozess in Kapitalmärkten. Leerverkaufsverbote bedeuten folglich einen Verlust an Informationseffizienz. Sie schädigen damit den Anlegerschutz und die Integrität des Kapitalmarktes.
3. Leerverkaufsverbote sind mit einer starken Zunahme der Geld-Brief-Spanne verbunden (vgl. Beber und Pagano 2010; Fotak et al. 2009). Das vollständige Verbot reduziert die Liquidität am stärksten. Der Liquiditätsverlust ist allerdings auch bei einem Verbot ungedeckter Leerverkäufe noch beachtlich.
4. Leerverkäufe stehen in keinem Zusammenhang zur Häufigkeit von Finanzkrisen. Starke negative Kursausschläge treten in Märkten mit Leerverkaufsverboten nicht sel-

tener auf als in Märkten, in denen Leerverkäufen erlaubt sind (vgl. Bris et al. 2007).

5. Panikverkäufen für den gesamten Aktienmarkt kann mit Leerverkaufsverboten begegnet werden (Bris et al. 2007). Somit eignen sich Leerverkaufsverbote eher für kurzfristige und zeitlich befristete Notmaßnahmen.

Transparenzforderungen und kursstützende Maßnahmen

Die zeitnahe Bekanntgabe von Leerverkaufspositionen, also eine erhöhte Transparenz, stellt eine attraktive Alternative zu Verboten dar. Leerverkäufer scheinen unter Meldepflichten weniger aggressiv auf Basis ihrer negativen Information zu handeln (vgl. Beber und Pagano 2010). Meldepflichten sind mit einer geringeren Geld-Brief-Spanne, also mit erhöhter Liquidität, verbunden (vgl. Beber und Pagano 2010). Auch führen sie nicht zu einer Verstärkung von Preisstürzen (vgl. Beber und Pagano 2010). Ein weiterer Vorteil liegt darin, dass sie Manipulationsversuche erschweren. Die Veröffentlichung von Leerverkaufspositionen macht die Interessen der Marktakteure transparent. Die Spekulation mit falschen Gerüchten wird erschwert.

Um den Kursverfall von Finanztiteln zu stoppen, verfügte die SEC im Oktober 2008 ein zeitlich befristetes Bündel von Maßnahmen: ein Leerverkaufsverbot, eine Mitteilungspflicht für erlaubte Leerverkäufe, erleichterte Aktienrückkäufe für Unternehmen und verstärkte Untersuchungen hinsichtlich Kursmanipulationen. Wie sind diese Maßnahmen zu bewerten? Als Notmaßnahme gegen Panikverkäufe und Kursmanipulationen in Finanztiteln können die Mitteilungspflicht und die Intensivierung der Untersuchungen zu Kursmanipulationen neben Leerverkaufsverboten unterstützend wirken. Zusätzlich sind Aktienrückkäufe tendenziell kurssteigernd. In ihrer Begründung erkennt die SEC explizit an, dass unter normalen Marktbedingungen Leerverkäufe zur Informationseffizienz der Aktienmärkte beitragen und die Liquidität erhöhen, daher äußerst erwünscht sind. Folglich war das Verbot zeitlich befristet.

Fazit

Die empirischen Befunde zu Leerverkaufsverboten sind eindeutig. Als Schutz vor Kursstürzen sind sie untauglich. Sie wirken eher krisenverstärkend. Zudem reduzieren sie die Liquidität und führen zu einem Verlust an Informationseffizienz. Sie beschädigen den Anlegerschutz und die Integrität des Finanzmarktes, zwei Ziele, die von Regulatoren stets genannt werden. Als Regulierungsalternative sind Meldepflichten attraktiv. Sie wirken auch Versuchen der Kursmanipulation entgegen.

Literatur

- Aitken, M., A. Frino, M. McCorry und P. Swan (1998), »Short sales are almost instantaneously bad news: evidence from the Australian Stock Exchange«, *Journal of Finance* 53, 2205–2223.
- Beber, A. und M. Pagano (2010), »Short-selling bans around the world: evidence from the 2007–09 crisis«, Discussion Paper, Januar.
- Bris, A., W. Goetzmann und N. Zhu (2007), »Efficiency and the bear: short sales and markets around the world«, *Journal of Finance* 62, 1029–1079.
- Boehmer, E. und J. Wu (2010), »Short Selling and the Price Discovery Process«, Working Paper, May 4.
- Bundesministerium der Finanzen (2010), »Entwurf für ein Gesetz zur Vorbeugung gegen missbräuchliche Wertpapier- und Derivategeschäfte« vom 1. Juni 2010.
- Fotak, V., V. Raman und P. Yadav (2009), »Naked short selling: the emperor's new clothes?«, Discussion Paper May 22.
- Miller, E.M. (1977), »Risk, Uncertainty and Divergence of Opinion«, *Journal of Finance* 32, 1151–1168.