

prof. dr. sigrid müller

*Direktorin des Instituts für Finanzierung,
Humboldt-Universität zu Berlin*



«SHORT-SELLING-VERBOT – TOP ODER FLOP?»

ideas: Frau Professor Müller, als Direktorin des Instituts für Finanzierung der Humboldt-Universität zu Berlin sind Sie eine gefragte Ansprechpartnerin, wenn es um die internationale Finanzmarktkrise geht. Bereits im vergangenen Sommer haben Sie das Short-Selling-Verbot der United States Securities and Exchange Commission (SEC) in Bezug auf Kreditinstitute kommentiert. Können solche Verbote bedrängte Institute tatsächlich schützen?

prof. dr. sigrid müller: Leider können Leerverkaufsbeschränkungen bedrängte Institute nicht vor dem Absturz bewahren. Im Verlauf der Finanzmarktkrise beobachteten vor allem die amerikanischen Aufseher Leerverkäufe mit großer Sorge. Leerverkäufe standen unter dem Verdacht, Preisstürze von Aktien zu verstärken. Ein Verbot von Leerverkäufen wäre daher ein probates Mittel gegen einen Aktienkursverfall. Eine solche generelle Aussage lassen aber die Erkenntnisse der empirischen Kapitalmarktforschung nicht zu. Es hat sich vielmehr gezeigt, dass Panikverkäufe einer einzelnen Aktie durch Leerverkaufsbeschränkungen nicht gemildert werden. Auch die amerikanischen Erfahrungen mit dem temporären Leerverkaufsverbot im Juli 2008 weisen in die gleiche Richtung. Ein anderes Bild ergibt sich, wenn man den gesamten Aktienmarkt betrachtet. Sind alle Aktien von Panikverkäufen bedroht, dann können Leerverkaufsbeschränkungen helfen.

In den Massenmedien wird gern ein Bild von dunklen Gestalten mit finsternen Absichten skizziert, wenn es um Leerverkäufe geht. Welche Akteure nutzen dieses Instrument tatsächlich?

prof. dr. müller: Leerverkäufe sind kein neues Phänomen. Es gibt sie, seit Aktien an Börsen gehandelt werden. Leerverkäufe sind ein wichtiges Instrument. Sie sind in vielen Bereichen unabdingbar für das Funktionieren der Finanzmärkte. Lassen Sie mich beginnen bei den viel gescholtenen Spekulanten, einer Gruppe von Marktteilnehmern, die im Vordergrund der Diskussion steht. Spekulanten übernehmen eine wichtige Rolle, indem sie Gegenpositionen zu anderen Marktteilnehmern einnehmen. Aktienhandel kann nämlich nur stattfinden, wenn ein Verkäufer auch einen Käufer findet, vereinfacht gesagt, der Pessimist auch auf einen Optimisten trifft. Zum Repertoire der Spekulanten gehören aber Leerverkäufe. Auch beim Handel selbst kommt dieses Instrument zum Einsatz, wenn Spezialisten und Marktmacher Kauf- und Verkaufswünsche zusammenführen. Leerverkäufe werden von ihnen aus technischen Gründen getätigt, vor allem um Liquidität und Preisstabilität zu erhalten. Arbitrageure, die für das Funktionieren von Finanzmärkten benötigt werden, sind hier ebenfalls anzuführen. Leerverkäufe durch diese Akteure wirken marktstabilisierend. Von Bedeutung ist der Einsatz von Leerverkäufen im Zertifikatebereich. Die Emittenten von Zertifikaten sichern sich in der Regel gegen das Risiko des Zertifikats ab. Dabei spielen Leerverkäufe eine wichtige Rolle. Ein Zertifikatemarkt ohne sie ist daher schwer vorstellbar. Folglich gibt es für diesen Bereich auch Ausnahmen vom Leerverkaufsverbot.

Sind Leerverkäufe überhaupt schädlich für einen Markt?

prof. dr. müller: Nein, vielmehr sorgen sie dafür, dass negative Information aufgedeckt wird. Lassen Sie mich die Unregelmäßigkeiten beim US-Energiekonzern Enron als ein Beispiel nennen. Die Recherche von Leerverkäufern über das Geschäftsmodell von Enron und ihre darauf basierenden Leerverkäufe trugen wesentlich bei zum Aufdecken des Bilanzbetrugs. Professionelle Leerverkäufer wählen Aktien fundamental überbewerteter Unternehmen. Dazu betreiben sie eine umfangreiche Aktienanalyse. Unternehmen werden

auf überschätzte Ergebnisangaben, ein schlechtes Geschäftsmodell, auf Unregelmäßigkeiten und Betrugsfälle hin analysiert. Die hierbei gewonnenen, legitim erworbenen Informationen sind wichtig für alle Anleger. Diese werden vor überbewerteten Aktien geschützt. Damit dienen Leerverkäufe dem Anlegerschutz. Sie verbessern die Informationseffizienz des Markts.

Im Fall von Lehman Brothers sollten nicht die US-Behörden, sondern der Markt es wieder richten. Die Verkaufsbemühungen scheiterten jedoch. Was brachte die Investmentbank Ihrer Meinung nach zu Fall?

prof. dr. müller: Wie andere Banken litt auch Lehman Brothers an einem Mangel an Kapital. Verursacht war dies durch ein Engagement in Produkten, die letztlich auf faulen Immobilienkrediten aufbauten. Es herrschte Unsicherheit über die Ausstattung an Liquidität, die Risiken des Geschäftsmodells sowie die Beteiligung an Geschäften mit Papieren minderer Güte. Unter diesen Bedingungen scheiterten die Bemühungen der

„Der staatliche Einfluss im Bankenbereich wird zu einem längerfristigen Phänomen.“

Kapitalaufnahme über den Markt. Eine angestrebte Aufteilung in eine werthaltige Bank und eine Bank, die alle toxischen Papiere übernehmen sollte, schlug fehl. Nach dem Scheitern der Verkaufsbemühungen blieb zum damaligen Zeitpunkt nur die Insolvenz.

Welche Konsequenzen ergeben sich daraus für den Markt, aber auch für die staatliche Regulierung?

prof. dr. müller: Mit der Insolvenz von Lehman Brothers wurde eine Abkehr von staatlichen Bemühungen um jeden Preis praktiziert, mit fatalem Ausgang. Die einsetzende weltweite Kettenreaktion führte letztlich dazu, bedrängten Instituten verstärkt zu helfen. Aber auch die Verstaatlichung von Finanzinstituten in Großbritannien und den USA brachte nur eine zeitweise Beruhigung der Märkte. All diese Notmaßnahmen haben eines gemein: Sie ermöglichen nicht die Aufdeckung der Risiken. Dies wäre aber essenziell für eine Kapitalaufnahme über den Markt. Damit scheidet diese Alternative bis auf Weiteres aus. Der staatliche Einfluss im Bankenbereich wird zu einem längerfristigen Phänomen.

Danke für das Gespräch. mk