

# Die Angst vor dem Absturz

Finanzaufseher schießen sich auf Leerverkäufer ein: Sie gelten als Feinde der Aktionäre. Doch die meisten Schüsse gehen ins Leere.

Unter den Verwerfungen der Hypothekenkrise haben weltweit vor allem Banken gelitten. Starke Kursverluste ihrer Aktien und die Insolvenz einzelner Institute erschütterten die Finanzmärkte. Diese massiven Wertverluste behindern die Aufnahme neuer finanzieller Mittel, die von den meisten Banken dringend benötigt werden.

In dieser Situation versucht nun die amerikanische Überwachungsbehörde SEC, einen Schutz für bedrängte Institute aufzubauen, indem sie Leerverkäufe einschränkt. In eine ähnliche Richtung gehen die britischen Regulatoren – sie führen die Meldepflichten für Leerverkäufe ein. Eine genaue Analyse der beiden Konzepte zeigt: Die Briten verfolgen die bessere Idee.

Leerverkäufe sind kein neues Phänomen. Es gibt sie, seit Aktien an Börsen gehandelt werden. Beim Leerverkauf veräußert ein Anleger eine Aktie, die er nicht besitzt. Im einfachsten Fall leiht er sich die betreffende Aktie und vereinbart, sie zu einem späteren Zeitpunkt zurückzugeben. Für dieses Geschäft erhält der Aktienbesitzer eine Leihgebühr.

Der Leerverkäufer profitiert bei fallenden Kursen. Die geliehene Aktie wird nämlich sofort verkauft. Um seine Verpflichtungen aus dem Leihvertrag zu erfüllen, muss er allerdings die Aktie zum vereinbarten Rückgabetermin an der Börse kaufen und dem Verleiher zurückgeben. Bei fallenden Kursen ist die Aktie nun billiger geworden. Als Gewinn ergibt sich hier die Differenz aus dem Verkaufspreis und dem späteren Kaufpreis vermindert um die Leihgebühren.

Bei steigenden Kursen hingegen macht der Leerverkäufer einen Verlust, denn zur Rückgabe muss er die Aktie teurer einkaufen, als er sie vorab veräußert hat. Beim Leerverkauf handelt es sich also um eine spekulative Strategie, die auch zu beträchtlichen Verlusten führen kann.

Nun sind nicht diese klassischen Leerverkäufe ins Visier der amerikanischen Aufsicht geraten. Sondern vielmehr jene, bei denen Investoren Aktien leerverkaufen, ohne sie vorher geliehen zu haben. Bei diesen ungedeckten Leerverkäufen werden zwar Gewinne und Verluste in der gleichen Weise berechnet und realisiert wie bei gedeckten. Ohne Leihgeschäft ähneln sie aber reinen Wetten auf den Aktienkurs. Sie können dazu führen, dass mehr Verkaufsaufträge als Aktien im Umlauf sind – und das setzt den Kurs unter Druck.

Seit dem 21. Juli sind in den USA ungedeckte Leerverkäufe für Aktien von 19 Geldinstituten verboten. Zu diesen Instituten gehören BNP Paribas, Credit Suisse, Deutsche Bank, Goldman Sachs, Royal Bank of Scotland, UBS sowie die krisengeschüttelten Hypothekenversicherer Fannie Mae und Freddie Mac. Auf diese Weise wird sich die



FOTOS: PR. JAZZM PARALLA

Zahl der Leerverkäufe drastisch reduzieren. Hingegen setzt Großbritannien auf eine verstärkte Transparenz bei Leerverkäufen. Als Reaktion auf den Preisverfall von Bankaktien wurde im Juni dieses Jahres eine Meldepflicht eingeführt. Werden mehr als 0,25 Prozent der Aktien eines Unternehmens leerverkauft, muss dies am nächsten Handelstag bekanntgegeben werden.

Nicht zum ersten Mal sind Leerverkäufe ins Visier der Aufseher geraten. Weltweit bestehen erhebliche Unterschiede im Hinblick auf ihre Regulierung. Das Spektrum reicht von einem völligen Verbot (wie in zahlreichen Schwellenländern) bis zur vollständigen Freigabe (wie in Großbritannien). Auch spezielle Ausgestaltungen wirken regulierend. So gab es zum Beispiel in den USA bis 2007 ein Leerverkaufsverbot für Aktien, deren Kurs gefallen war.



**SIGRID MÜLLER**

ist Direktorin des Instituts für Finanzierung an der HU Berlin.

Die von den amerikanischen Aufsehern benannten Unternehmen haben eine Gemeinsamkeit: Sie sind durch die Hypothekenkrise angeschlagen. Es herrscht Unsicherheit über ihre Ausstattung an Liquidität, die Risiken ihres Geschäftsmodells sowie ihre Be-

teiligung an Geschäften mit Wertpapieren minderer Güte. Zudem benötigen einige Geldinstitute dringend neues Kapital. Um dies über die Kapitalmärkte einzusammeln, werden Aktien ausgegeben. In den letzten Wochen waren einige Kapitalerhöhungen aber durch den starken Kursverfall gefährdet. All dies könnte zu weiteren Kursverlusten führen. Kommen nun noch Gerüchte über drohende Insolvenz hinzu, ist die Gemengelage für Leerverkäufer nahezu perfekt.

Leerverkäufer suchen fundamental überbewertete Unternehmen, die im Preis fallen werden. Ihre Strategie ist denkbar einfach: Verkaufe diese Aktien leer und profitiere von dem erzielten Gewinn! Wie findet man die Kandidaten? Dazu betreiben professionelle Leerverkäufer eine umfangreiche Aktienanalyse. Unternehmen werden gezielt auf überschätzte Ergebnisse, ein schlechtes Geschäftsmodell sowie auf Unregelmäßigkeiten und Betrugsfälle hin analysiert.

Leerverkäufer kehren also die klassische Aktienanalyse um, indem sie nach wertmindernden Faktoren fahnden. Es handelt sich dabei um legitime Informationssuche. Und diese Analysten sind überaus aktiv. So berichten professionelle Leerverkäufer immer wieder, dass sie durch ihre Recherche maßgeblich zur Aufdeckung der Unregelmäßigkeiten beim US-Energiekonzern Enron beigetragen. Ihre Leerverkäufe brachten die negative Information über den Bilanzbetrug in den Markt.

Allerdings wird das Geschäftsmodell Leerverkauf begleitet von zahlreichen Nebeneffekten. Da werden Ana-

lysen publik gemacht, und es wird zuweilen auf eine starke Medienbeachtung gezielt. Zahlt sich dieses Vorgehen aus? Handelt es sich um Zockerei zulasten des Unternehmens?

Die Verfechter von Leerverkäufen verweisen darauf, dass sie einen Beitrag zur Informationseffizienz der Märkte leisten. Halten diese Ansichten einer empirischen Überprüfung stand? Die Antwort ist im Wesentlichen positiv, wenn Aktienmärkte in Hinblick auf Leerverkaufsbeschränkungen empirisch untersucht werden. Eine Studie aus dem Jahr 2007 (von den Autoren Bris/Goetzmann/Zhu) im „Journal of Finance“ lieferte die erste ländervergleichende Untersuchung. Analysiert wurden 46 Aktienmärkte von 1990 bis 2001. In 35 dieser Länder sind Leerverkäufe erlaubt, die restlichen Länder schränken Leerverkäufe ein bis hin zum vollständigen Verbot.

Generell gilt danach: Kapitalmärkte, die Leerverkäufe zulassen, sind effizienter. In diesen Ländern finden sich Informationen wesentlich schneller in den Aktienkursen wieder als in Ländern mit Beschränkungen. Dies trifft insbesondere auf negative Informationen zu. Untersucht wurden sowohl individuelle Aktien als auch Aktienindizes. Folglich bedeuten Leerverkaufsbeschränkungen einen Verlust an Informationseffizienz. Sie beschädigen den Anlegerschutz und die Integrität des Finanzmarktes, zwei Ziele, die von Regulatoren stets

genannt werden. Wie sind aber die Auswirkungen von Leerverkaufsbeschränkungen in Märkten mit stark fallenden Preisen? Mildern Leerverkaufsbeschränkungen die Schwere von Preisstürzen? Dies wäre in stürmischen Zeiten möglicherweise den Effizienzverlust wert. Die empirischen Erkenntnisse sind zu dieser Frage leider nicht eindeutig.

Hier ist zu unterscheiden zwischen dem Schutz einer einzelnen Aktie vor Panikverkäufen und dem gesamten Aktienmarkt. Die Ergebnisse der Studie zeigen, dass Beschränkungen Panikverkäufe einer einzelnen Aktie nicht mildern. Panikverkäufe für den gesamten Aktienmarkt lassen sich aber durch Leerverkaufsbeschränkungen reduzieren.

Die großen Finanzkrisen wie der Crash 1987 und die Asienkrise 1997 lenkten die Aufmerksamkeit der breiten Öffentlichkeit auf die Rolle von Leerverkäufen. Zwar sehen Aufseher sie nicht als Auslöser, jedoch als Verstärker einer Finanzkrise an. Leerverkaufsbeschränkungen könnten nach ihrer Einschätzung im Vorfeld einer Krise stabilisierend wirken.

Eine solche Aussage lassen die empirischen Befunde der genannten Studie aber nicht zu. Vielmehr zeigt sich, dass starke negative Kursauschläge in Märkten mit Beschränkungen nicht seltener auftreten als in Märkten mit Leerverkäufen. Somit stehen Leerverkäufe in keinem Zusammenhang zur Häufigkeit von Finanzkrisen. Nicht

auszuschließen ist hingegen, dass Leerverkäufe die Stärke einer Finanzkrise beeinflussen.

Leerverkäufe werden auch häufig mit missbräuchlichen Handelspraktiken in Verbindung gebracht. Stets steht dabei der Vorwurf der Kursmanipulation im Raum. Hintergrund dieser Anschuldigungen bilden falsche Gerüchte, an denen Leerverkäufer nach Kursstürzen verdienen. Der prominenteste Vorwurf dieser Art bezieht sich auf die angeblich drohende und letztlich durch einen Verkauf abgewendete Insolvenz der US-Bank Bear Stearns.

Strategien mit Leerverkäufen lassen sich aber sauber trennen in legitime und solche, die zum Beispiel mit falschen Gerüchten arbeiten. Das Streuen falscher Gerüchte wird in nahezu allen Finanzmärkten als Kursmanipulationsversuch eingestuft und ist unter Strafe gestellt. Zusätzlich erschwert wird es aber durch die zeitnahe Bekanntgabe von Leerverkaufspositionen. Hier genau setzt die Regulierung in Großbritannien an.

Leerverkäufe sind ein wichtiges Instrument für Spekulanten – aber auch für Arbitrageure, jene legitimen Akteure, die für das Funktionieren von Finanzmärkten benötigt werden. Sie sorgen durch ihr Gewinnstreben für die Informationseffizienz der Finanzmärkte. Leerverkäufe werden allerdings auch von anderen Marktteilnehmern, wie zum Beispiel Spezialisten und Marktmachern, aus unterschiedlichen Motiven durchgeführt. Spezialisten und Marktmacher führen beim Aktienhandel Kauf- und Verkaufswün-

sche zusammen. Leerverkäufe werden von ihnen aus technischen Gründen getätigt, vor allem um Liquidität und Preisstabilität zu erhalten. Auch Block-Trader, die große Aktienpakete handeln, sind in diesem Zusammenhang anzuführen. Leerverkäufe solcher Akteure wirken marktstabilisierend. Aufgrund der Bedeutung für das Marktgeschehen werden bereits Ausnahmen vom Leerverkaufsverbot für diese speziellen Gruppen diskutiert.

Ebenfalls von großer Bedeutung ist der Einsatz von Leerverkäufen im Zertifikatemarkt. Die Emittenten von Zertifikaten sichern sich in der Regel gegen das Risiko des Zertifikats ab. Leerverkaufsbeschränkungen betreffen somit nicht nur die Aktienmärkte, auf die sie zielen. Auch der bedeutende Zertifikatemarkt ist tangiert. Die Auswirkungen bei der Risikoabsicherung könnten die gesamte Anlageklasse der Zertifikate beschädigen. Denn obgleich der Erfindungsreichtum der Finanzingenieure beträchtlich ist, dürften neue Absicherungsstrategien sehr viel teurer als bestehende werden. Es besteht die Gefahr, dass einige Zertifikate nicht mehr emittiert werden. Ein Zertifikatemarkt ohne Leerverkäufe ist schwer vorstellbar. Dies war auch einer der Gründe, warum das Leerverkaufsverbot in Deutschland aufgehoben wurde, zeitgleich mit der Einführung des Zertifikatehandels an der Deutschen Terminbörse.

Welchen Einfluss wird das partielle Leerverkaufsverbot in den USA haben? Die empirischen Befunde geben wenig Anlass zu der Hoffnung, dass die Kurse von Banken dadurch stabilisiert werden können. Allerdings kann eine erhöhte Transparenz über Leerverkäufe helfen, missbräuchliche Handelspraktiken zu verhindern. Mit Meldepflichten über Leerverkäufe ließe sich dies bewerkstelligen. Damit würden auch die Nebenwirkungen von Leerverkaufsverboten vermieden, zu denen der Verlust an Informationseffizienz und die Beschädigung des Zertifikatemarktes zählen.

Letztendlich ist aber entscheidend, ob ein Leerverkaufsverbot im Ergebnis ökonomisch durchsetzbar ist. Dem Verbot lässt sich ausweichen. Umgangen werden kann es durch den Einsatz von Kombinationen geeigneter Zertifikate. Hier spielen vor allem Verkaufsoptionen auf die betreffende Aktie eine Rolle. Im Ergebnis ist es ökonomisch unerheblich, ob ein Leerverkauf oder das Auszahlungsprofil eines Leerverkaufs durch andere Möglichkeiten ausgeführt werden. Auch werden die betroffenen Aktien zusätzlich in Ländern ohne Leerverkaufsverbot gehandelt, so dass ein Ausweichen auf andere Handelsplätze möglich ist.

Im Ergebnis zeigt sich also: Transparenz bringt eine Verbesserung, Verbote greifen dagegen meist ins Leere oder richten sogar Schaden an.

## UNSERE THEMEN

MO ÖKONOMIE

DI ESSAY

MI GEISTESWISSENSCHAFTEN

DO NATURWISSENSCHAFTEN

FR LITERATUR

## KUNST UND AUKTIONEN

ZEITUNG FÜR DEN INTERNATIONALEN MARKT

Alle 14 Tage!

AUKTIONSTERMINE, AUKTIONS- UND AUSSTELLUNGSBERICHTE SOWIE MARKTTENDENZEN UND PREISENTWICKLUNGEN IM IN- UND AUSLAND



**JETZT:**  
6 AUSGABEN  
LESEN UND 40%  
SPAREN!

AM SCHNELLSTEN GEHTS PER FAX AN:  
01805-86 18 002

Ja, ich möchte KUNST UND AUKTIONEN im Mini-Abo testen und bestelle 6 Ausgaben für nur 11,50 Euro statt 19,20 Euro im Einzelbezug – ich spare 40%!

Sollte ich mich bis zum Erhalt der sechsten Ausgabe nicht beim Verlag melden, geht das Mini-Abo in ein reguläres Jahresabo (24 Ausgaben) über. Der Preis beträgt hierfür 69,60 Euro, bzw. 69,60 Euro zzgl. Versand im Ausland.

Name \_\_\_\_\_  
Vorname \_\_\_\_\_  
Straße/Nr. \_\_\_\_\_  
PLZ/Ort \_\_\_\_\_  
Telefon \_\_\_\_\_  
E-Mail \_\_\_\_\_  
Datum/Unterschrift \_\_\_\_\_

594873

### IHRE BESTELLWEGE:

KUNST UND AUKTIONEN Kundenservice, 20080 Hamburg

☎ 01805-700 58 03\*

@ kundenservice@kunstundauktionen.de

🌐 www.kunstundauktionen.de/abo

oder im gutsortierten Zeitschriftenhandel!

\* 14 Cent/Minute aus dem deutschen Festnetz, Mobilfunkpreise können abweichen