

# Neue Zürcher Zeitung

Sonderdruck aus der Neuen Zürcher Zeitung  
vom 10. Oktober 2008 • Nr. 237  
Falkenstrasse 11 • 8001 Zürich • 044 258 11 11

Dieser Sonderdruck wird Ihnen überreicht durch:



## Leerverkäufe als Sündenbock der Finanzkrise

### *Die Spekulation auf fallende Aktienkurse im Visier der Börsenaufsichtsbehörden*

Von Eric Stupp und Rashid Bahar\*

*Im Zuge der Finanzkrise haben die Regulatoren verschiedener Länder Leerverkäufe von Aktien verboten. Hinter dem Verbot steht die Hoffnung, die Abwärtsspirale bei den Aktienkursen – besonders bei den Finanztiteln – zu durchbrechen. Für viele Ökonomen gehören Leerverkäufe aber zu einem funktionierenden Aktienmarkt, weil sie, entgegen der Vermutung vieler Politiker, die Volatilität am Markt eher reduzieren als erhöhen. (Red.)*

Die Turbulenzen an den Finanzmärkten der letzten Monate und wohl auch das Drängen der Unternehmensführer von kotierten Finanzinstituten, deren Aktienkurse unter Druck geraten sind, haben Börsenaufsichtsbehörden praktisch aller wichtigen Finanzplätze dazu bewogen, zum Teil einschneidende Restriktionen für Leerverkäufe (Short Selling) zu erlassen. Ein Leerverkäufer ist ein Anleger, der Effekten verkauft, die er gar nicht besitzt. Vereinfacht gesagt spekuliert der Leerverkäufer auf sinkende Börsenkurse, erzielt also einen Gewinn, wenn die Kurse wie antizipiert sinken. Damit er seinen Lieferverpflichtungen nachkommen kann, leiht er sich normalerweise die Titel aus. Im Zeitpunkt der Fälligkeit des Leihgeschäfts wird er am Markt Aktien zurückkaufen und damit das Leihgeschäft «schliessen». Ist der Aktienkurs zum Zeitpunkt des Deckungskaufs tiefer, so hat der Leerverkäufer nach Abzug der Transaktionskosten einen Gewinn erzielt. Der Kursverlust stellt, vereinfacht gesagt, den Gewinn des Leerverkäufers dar.

#### **Short Selling in vielen Anlagestrategien**

Leerverkäufe kommen bei ganz unterschiedlichen Anlagestrategien zum Einsatz: Ein Beispiel ist das sogenannte «Convertible Bond Arbitrage», wo Anleger versuchen, aus Ungereimtheiten zwischen dem Marktpreis der Wandelanleihe und jenem der unterliegenden Aktien einen Gewinn zu erwirtschaften: Sind die Aktien im Vergleich mit der Wandelanleihe zu teuer, kauft der Anleger die Wandelanleihen und verkauft die Aktien leer.

Wirtschaftlich ist der Verkauf durch den Kauf gedeckt; faktisch hat der Verkäufer nicht immer einen vollen Anspruch auf Lieferung der Effekten wegen finanzieller oder rechtlicher Detailfragen. Ähnliche Strategien werden auch durch Anleger eingesetzt, die bei gewissen Aktien eine positive Kursentwicklung antizipieren, aber hinsichtlich ihres Industriesektors eine skeptische Haltung einnehmen. Bei einer solchen Börseneinschätzung sind die bevorzugten Aktien zu kaufen und alle anderen der gleichen Branche leer zu verkaufen. Bei dieser Strategie ist der Anleger nur dem relativen Wertunterschied (Vergleich Aktie contra Branche) ausgesetzt. Es ist unter Ökonomen kaum bestritten, dass die Baisse-Spekulation zu einem funktionierenden Markt gehört. Es handelt sich im Grunde genommen lediglich um das Gegenstück zur allgemein verständlichen Long-Strategie, bei der Effekten gekauft werden in der Erwartung, dass man sie zu einem späteren Zeitpunkt zu einem höheren Kurs wieder verkaufen kann. Leerverkäufer dämpfen Kursübertreibungen bzw. Blasenbildungen und helfen somit, einen Preis-effizienten Kapitalmarkt zu bilden.

#### **Leerverkäufer in Verruf**

Als «Kassandra der Finanzmärkte» wurden allerdings Leerverkäufer in der Vergangenheit wie auch heute als Verursacher von Finanzkrisen an den Pranger gestellt: Schon im Jahre 1609 wurden Leerverkäufe auf den Titeln der Niederländischen Ostindien-Gesellschaft verboten, und seitdem wurden Leerverkäufer oft dämonisiert: Sogar im letzten James-Bond-Film war der Bösewicht «Le Chiffre» ein Short-Seller.

Warum sind nun plötzlich die Leerverkäufer erneut auf den Radarschirm der Aufsichtsbehörden gelangt, obwohl finanzmarkttheoretische Studien eine negative Einschätzung nicht stützen? Auslöser war wohl der Druck, der auf der Börsenbewertung von kotierten Finanzinstituten lastete und die Kurse substanziell nach unten drückte. Dieser Kurszerfall bewirkte, dass die Refinanzierungskosten der Banken stark stiegen, was die Finanzinstitute stark bedrohte. Da der Ausfall grösserer Finanzinstitute aufgrund ihrer weitverzweigten Vernetzung im Finanzsystem eine Systemkrise auslösen kann, sahen sich staatliche Akteure gezwungen zu intervenieren. In der Hoffnung, dass man mit einem zum Teil befristeten

\* Eric Stupp ist Partner der Anwaltskanzlei Bär & Karrer und leitet die Fachgruppe Bankenrecht; Rashid Bahar ist Mitarbeiter der Kanzlei und unterrichtet an der Universität Genf.

Bann von Leerverkäufen Kursverluste aufhalten kann und damit letztlich staatliche Auffangnetze nicht braucht, haben die Finanzaufsichtsbehörden der ganzen Welt flutartig solche Verbote erlassen – jeweils gestützt auf sehr schwammige gesetzliche Grundlagen, ohne Vernehmlassung oder andere demokratische Mitwirkungsinstrumente und mit einer flüchtigen juristischen Vorbereitung, die oft nachträglich noch ergänzt werden musste. Allerdings lassen die zahlreichen staatlichen Hilfspakete für Banken die Vermutung aufkommen, dass das Instrument nicht sehr griffig ist. Diese Schlussfolgerung ergibt sich auch aus empirischen Studien, die zeigen, dass sich die schlechte Performance von gewissen Finanztiteln nicht auf Leerverkäufe zurückführen lässt.

### Gedeckt und ungedeckt

Die Verbote der Leerverkäufe sind je nach Markt und Land unterschiedlich ausgefallen. Gewisse Aufsichtsbehörden haben Anstoss genommen am Marktverhalten sogenannter «Naked Short Sellers», die im Zeitpunkt des Abschlusses des Verkaufsgeschäfts nicht sichergestellt haben, dass sie am Abwicklungstag (Settlement) liefern können. Die amerikanische Börsenaufsichtsbehörde SEC veröffentlicht schon seit Dezember 2007 Daten, die Aufschluss darüber geben, wie häufig am Abwicklungstag die Lieferung der Titel durch den Verkäufer ausgeblieben ist. In der Zwischenzeit haben die amerikanischen Regulatoren strengere Verbote erlassen.

In der Schweiz haben die Eidgenössische Bankenkommission (EBK) und die SIX Swiss Exchange zum Ausdruck gebracht, dass ungedeckte Leerverkäufe mit den für Banken und Effektenhändler geltenden Marktverhaltensregeln nicht zu vereinbaren seien. Ein ungedeckter Leerverkauf liegt nach Auffassung der Aufsichtsbehörden vor, wenn bei Abschluss der Transaktion nicht sichergestellt ist, dass bei Vollzug am Abwicklungstag die Effekten geliefert werden können. Um diesen Anforderungen zu genügen, reicht es aus, wenn der Verkäufer die Titel z. B. im Rahmen eines Securities-Lending (Ausleihe von Wertpapieren) abrufen kann. Effektiver wirtschaftlicher Eigentümer der Effekten muss er dagegen nicht sein. In anderen Ländern haben die Finanzbehörden noch einschneidendere Massnahmen ergriffen: In Grossbritannien hat die Financial Services Authority ein allgemeines Verbot von Netto-Short-Positionen auf gewissen Finanztiteln erlassen. Dadurch werden nicht nur ungedeckte Leerverkäufe, sondern auch gedeckte Leerverkäufe sowie ökonomische Short-Positionen (z. B. durch Einsatz von Derivaten) verboten. Die britischen Behörden wollten – wie die meisten anderen Behörden – nur ihre landeseigenen Institute schützen und haben ihr Verbot auf bri-

tische Finanzinstitute beschränkt. Diese «Lücke» hat die SWX Europe auf Gesuch der EBK für die in London gehandelten SMI-Finanztitel wie UBS, Credit Suisse oder Swiss Re geschlossen: Short-Positionen in diesen Finanztiteln sind nun untersagt, und es gelten zudem Offenlegungsregeln.

### Wer Wertpapiere ausleiht, trägt Risiken

Normale Anleger sind von diesem Verbot kaum direkt betroffen: einerseits, weil die SWX-Europe-Regulierung nur deren Mitglieder erfasst, und andererseits, weil Kleinanleger selten in der Lage sind, Effekten leer zu verkaufen. Nur diejenigen Anleger, die in Hedge-Funds investiert haben, sind allenfalls betroffen, da die Einschränkungen deren Anlagestrategie begrenzen. Dies kann sich selbstredend negativ auf die Renditeerwartungen auswirken, je nach Strategie der jeweiligen Hedge-Funds. Privatanleger kommen eher in Kontakt mit Leerverkäufern durch das Effektenleihgeschäft (sogenanntes Securities-Lending). Um ihren Pflichten nachzukommen, müssen Leerverkäufer die Titel ausleihen. Banken treten oft als Intermediäre in diesem Geschäft auf und lassen sich häufig von ihren Kunden die Ermächtigung geben, Titel aus den Depots ihrer Kunden gegen einen Zins auszuleihen. Diese Geschäftsmöglichkeit wird eher von passiven – privaten oder institutionellen – Investoren genutzt, die dadurch einen zusätzlichen Ertrag auf ihren Portefeuilles erwirtschaften können.

Für die Kunden hat die Ermächtigung zum Verleih weitreichende Konsequenzen. Der Kunde geniesst bei solchen Geschäften in der Schweiz – und im Ausland – keinen Aussonderungs-Anspruch im Konkurs der Gegenpartei und trägt somit das volle Gegenparteiisiko. In der Praxis wird oft die Bank als Gegenpartei des Kunden auftreten. In solch einem Fall kommt dem Kunden kein Aussonderungs-Recht im Konkurs der Bank zu. Umgekehrt trägt der Kunde in dieser Konstellation nicht das Risiko, dass der finale Leihnehmer nicht in der Lage ist, die Titel vertragskonform zurückzugeben. Dieses Risiko trägt die Bank, die als Intermediärin zwischen Kunde und Leihnehmer steht. Bei institutionellen Anlegern wie Pensionskassen werden häufig andere juristische Konstrukte eingesetzt. In solchen Konstellationen tritt die Bank nicht als Gegenpartei auf, sondern bloss als Agent oder Vermittler. Dann trägt der (institutionelle) Kunde das Ausfallsrisiko des Leihnehmers. Diese Gefahr wird durch das Verbot von ungedeckten Leerverkäufen kaum beeinträchtigt. Die EBK hat schon vor einigen Jahren entschieden, dass die Ermächtigung zum Securities-Lending nicht in die allgemeinen Geschäftsbedingungen «gepackt» werden darf, sondern eine gesonderte

Zustimmung des Kunden erfordert. Damit wollte die EBK sicherstellen, dass sich die Kunden der Risiken des Wertschriftenausleihs bewusst sind.

### Die erhoffte Wirkung verfehlt

Es stellt sich die Frage, ob diese etwas überstürzten Reaktionen der Aufsichtsbehörden keine unbeabsichtigten negativen Konsequenzen nach sich ziehen werden. Insbesondere könnte durch das Verbot bzw. die Erschwerung der Leerverkäufe die Liquidität der Finanzmärkte negativ beeinträchtigt werden. Darüber hinaus ist durch solch überraschende Eingriffe die Vorhersehbarkeit der Regulierung in Frage gestellt. Es hat manchen Marktteilnehmer erstaunt, dass sich die

unterschiedlichsten Regulatoren praktisch zeitgleich zum Eingreifen haben bewegen lassen. Es macht allerdings den Eindruck, dass die Massnahmen nicht die erhofften Resultate brachten, nimmt man den Kurszerfall der letzten Wochen bei den Finanztiteln zum Massstab. Vielleicht waren die Massnahmen aber erforderlich, um gegenüber politischen Behörden und der Bevölkerung nachzuweisen, dass die Aufsichtsbehörden in der Lage sind, rasch zu handeln. Pikant ist immerhin, dass auch Finanzinstitute Schutz vor Leerverkäufen erhielten, die vorher jahrelang als Prime Broker von Hedge-Funds gutes Geld mit den Handelsaktivitäten dieser Fonds und deren Leerverkaufs-Strategien verdient haben.

### Wie Leerverkäufe funktionieren

*cae.* Ein Wertpapier wird leer verkauft (short selling), wenn es der Verkäufer zum Zeitpunkt des Verkaufs nicht besitzt. Es gibt zwei Arten von Leerverkäufen: ungedeckte (auch nackte Leerverkäufe genannt) und gedeckte Leerverkäufe. Bei den gedeckten Leerverkäufen besitzt der Verkäufer die Wertpapiere, die er verkauft, zwar nicht, hat sie aber von einem anderen Marktteilnehmer (meist einem Broker) ausgeliehen. Der Broker verspricht, die gewünschten Papiere rechtzeitig zur Abrechnung (Settlement) zu liefern, und erhält vom Leerverkäufer für die Dauer der Ausleihe einen Zins. Bei den ungedeckten Leerverkäufen besitzt der Verkäufer die Wertpapiere nicht und hat sie auch nicht ausgeliehen. Bis zum Settlement muss der Verkäufer die Papiere deshalb am Markt kaufen, um sie dem Käufer liefern zu können.

Investoren tätigen Leerverkäufe aus zwei Gründen: erstens um sich gegen fallende Kurse abzusichern und zweitens um auf fallende Kurse zu spekulieren. In beiden Fällen kommt der potenzielle Gewinn eines Leerverkaufs aber auf dieselbe Art und Weise zustande: Der Verkäufer verkauft ein Wertpapier, weil er überzeugt ist, dass dessen Kurs fallen wird. Wenn seine Erwartungen erfüllt werden und der Kurs tatsächlich fällt, kann er sich zu einem tieferen Kurs mit dem Wertpapier eindecken, als er es verkauft hat, und macht dadurch einen Gewinn. Steht die Absicherung im Vordergrund, verkauft der Investor das Wertpapier leer, weil er es (oder damit eng verwandte Papiere) im Portefeuille hat und behalten will. Der Gewinn, der bei fallendem Kurs aus dem Leerverkauf resultiert, kompensiert dann (teilweise) den Kursverlust beim Wertpapier

im Depot. Grundsätzlich tragen Investoren, die Leerverkäufe tätigen, ein hohes Risiko. Denn während die Gewinnmöglichkeiten begrenzt sind (der maximale Gewinn resultiert, wenn der Preis des Wertpapiers auf null fällt, und ist deshalb naturgemäss beschränkt), ist das Verlustpotenzial ohne Obergrenze. Steigen die Kurse stark, anstatt, wie vom Leerverkäufer erwartet, zu fallen, steigt auch der Verlust rapide.

Leerverkäufe haben heute, wie so oft in Krisenphasen, einen schlechten Ruf. Ihnen wird nachgesagt, sie verstärken eine Abwärtsspirale an der Börse oder lösen sie sogar aus. Im Zuge der sich zuspitzenden Finanzkrise haben die Regulatoren verschiedener Länder Leerverkäufe eingeschränkt oder sogar verboten. Unter Ökonomen sind Leerverkaufsverbote aber höchst umstritten. Durch ein Verbot verlieren die Investoren nämlich ein wichtiges Instrument, um auf sinkende Kurse zu setzen. Ohne Leerverkäufe besteht an der Börse eine grosse Asymmetrie: Jeder Investor kann Aktien kaufen (und somit darauf setzen, dass die Kurse steigen), aber nur ein kleiner Kreis von Investoren, nämlich diejenigen, die eine Aktie bereits besitzen, können sie verkaufen. Indem Leerverkäufe untersagt werden, können Investoren, die überzeugt sind, dass ein Wertpapier überbewertet ist, das Papier nicht verkaufen, wenn sie es nicht besitzen. Somit kann eine Überbewertung, eine Übertreibung oder gar eine spekulative Blase weniger gut abgedefert werden. Die meisten Ökonomen sind deshalb davon überzeugt, dass Leerverkäufe Volatilität und Exzesse eher reduzieren als auslösen. Zudem leisten sie in den Augen vieler Experten einen wichtigen Beitrag zur Marktliquidität.