



Short selling

Wichtiges Marktsegment mit Bedarf an international konsistenten Regeln

1. April 2010

- **Short selling (Leerverkäufe):** Short selling ist eine wertvolle Ergänzung der traditionellen Finanzmarktinstrumente.
- **Vorteile:** Effizientere Preisfindung, größere Liquidität, besseres Risikomanagement und leichtere Absicherung für professionelle Anleger und Unternehmen.
- **Risiken:** Short selling bringt verschiedene potenzielle Risiken mit sich, die jedoch sämtlich nicht nur bei diesem Instrument auftreten.
- **Optimale Regulierung:** Offenlegungspflichten gegenüber den Aufsichtsbehörden können zur Transparenz und Stabilität des Marktes beitragen. Regulierung kann von Vorteil sein, wenn sie sorgfältig definiert wird, allgemein gilt und auf eine größere Finanzmarktstabilität abzielt. Allgemeine Einschränkungen von Leerverkäufen schaden mehr als dass sie nützen.
- **Weltweite Einheitlichkeit:** Die aktuellen Regulierungsvorschläge für die wichtigen Finanzzentren unterscheiden sich sehr stark voneinander. Eine bessere Koordination ist erforderlich. Die USA und die EU sollten ihr Möglichstes tun, um ein vergleichbares regulatorisches Rahmenwerk zu schaffen.

Short selling – eine fragwürdige Marktpraxis?

Als Short selling (Leerverkäufe) wird im allgemeinen die Marktpraxis bezeichnet, ein Finanzinstrument zu verkaufen, das zum Zeitpunkt der Transaktion nicht im Eigentum des Verkäufers ist. Ein gedeckter Leerverkauf vollzieht sich in der Regel in zwei Schritten:

- **Verkauf geliehener Wertpapiere:** Im ersten Schritt leiht sich der Verkäufer – der einen Kurs- bzw. Preisrückgang erwartet – ein bestimmtes Wertpapier von einem Wertpapiermakler gegen eine Gebühr und verkauft es zum laufenden Marktpreis an einen anderen Marktteilnehmer.
- **Rückgabe der geliehenen Wertpapiere:** Im zweiten Schritt muss der Verkäufer die geliehenen Wertpapiere an den Makler zurückgeben, wenn die Leihfrist endet oder wenn der Verleiher sie zurückverlangt. Zu diesem Zweck kauft er die erforderliche Anzahl von Wertpapieren zum dann aktuellen Marktpreis und gibt sie an den Makler zurück.

Der Verkäufer leitet einen Leerverkauf also ein, weil er einen Kurs- bzw. Preisrückgang erwartet und davon profitieren will:

- **Sinkende Kurse bzw. Preise:** Wenn der Kurs bzw. Preis des Wertpapiers zwischen dem ersten und dem zweiten Schritt tatsächlich wie vom Entleiher angenommen sinkt, erzielt dieser durch den Leerverkauf einen Gewinn. Der Nettogewinn des Leerverkäufers entspricht dann dem Kurs bzw. Preis zum Zeitpunkt des Leerverkaufs der Wertpapiere abzüglich des Preises für die Wertpapiere, die zur Deckung der Leerposition benötigt werden, und abzüglich der Leihgebühr, die für die Wertpapierleihe in der Zwischenzeit berechnet wird.

www.
dbresearch.de

Autor

Steffen Kern
+49 69 910-31889
steffen.kern@db.com

Editor

Bernhard Speyer

Publikationsassistentz

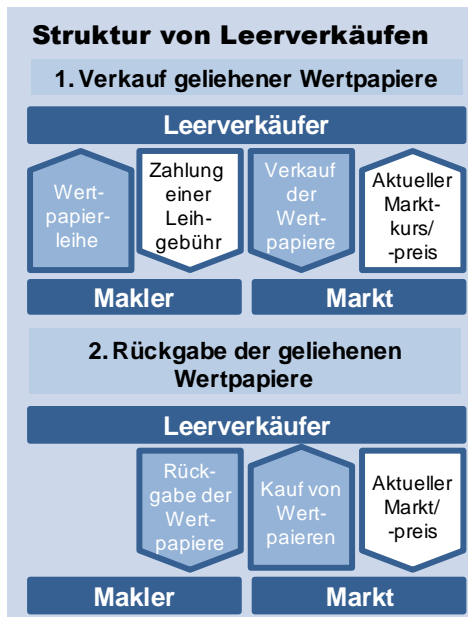
Sabine Kaiser

Deutsche Bank Research
Frankfurt am Main
Deutschland

Internet: www.dbresearch.de
E-Mail: marketing.dbr@db.com
Fax: +49 69 910-31877

DB Research Management

Thomas Mayer



Short Squeeze

Von einem Short Squeeze wird gesprochen, wenn der Marktpreis eines Vermögenswerts in die Höhe schnell, weil die Nachfrage danach das Angebot am Markt beträchtlich übersteigt. Dies ist vor allem dann der Fall, wenn umfangreiche Leerverkäufe glattgestellt werden müssen. Leerverkäufer gehen davon aus, dass der Marktpreis eines Aktivums sinkt. Wenn der Preis ansteigt, geraten sie daher unter Druck, ihre Leerposition glattzustellen, um die Verluste aus den Leerkontrakten zu begrenzen. Um ihre Positionen zu decken, müssen die Leerverkäufer das zugrunde liegende Aktivum kaufen, wodurch sich dessen Kurs bzw. Preis weiter erhöht. Dies kann wiederum zu weiteren Nachschussforderungen, verstärkten Käufen und einem weiteren Kurs- bzw. Preisanstieg führen.

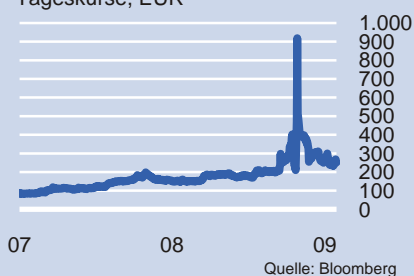
Das Risiko von Short Squeezes erhöht sich,

- wenn die Short-Positionen auf einen Vermögenswert ansteigen
- bzw. dessen Marktliquidität sinkt.

Ein gutes Beispiel für einen Short Squeeze war im Oktober 2008 zu beobachten, als sich der Aktienkurs der Volkswagen AG infolge von Käufen zur Glattstellung von Leerverkäufen innerhalb von zwei aufeinanderfolgenden Handelstagen verfünffachte. Der Kursanstieg zeigt, welche Auswirkungen Short Squeezes auf die Marktpreise haben können.

Short Squeeze: Beispiel Volkswagen

Aktienkurs der Volkswagen AG, Tageskurse, EUR



- **Risikoprofil:** Der Gewinn des Leerverkäufers entspricht maximal dem Wert des leer verkauften Aktivums abzüglich der Gebühren: Im Extremfall fällt der Marktpreis des Aktivums auf Null. Dann kann der Leerverkäufer seine Transaktion theoretisch kostenfrei decken, so dass ihm der Ertrag aus dem Verkauf des Aktivums abzüglich der Leihgebühren verbleibt. Gleichzeitig ist der potenzielle Verlust des Leerverkäufers theoretisch unbegrenzt. Wenn der Marktpreis des leer verkauften Vermögenswerts entgegen den Erwartungen des Leerverkäufers ansteigt, steigen auch die Kosten für das Schließen der Position – und zwar theoretisch ohne Grenze. Die Verluste sind jedoch in der Regel begrenzt, da der Leerverkäufer bei steigenden Preisen in der Regel vom Verleiher der Wertpapiere (dem Makler) dazu aufgefordert wird, seine Position durch einen Kauf des leer verkauften Wertpapiers zu schließen oder zusätzliche Barmittel als Sicherheiten für das Wertpapier aufzubringen. Das Marktrisiko ist bei einem Short Squeeze besonders hoch (siehe Kasten).

In der Praxis gibt es verschiedene Abwandlungen dieser Grundstruktur. Short-Positionen können daher vergleichsweise komplexe Strukturen aufweisen:

- **Ungedeckte Leerverkäufe (naked short selling):** Neben dem konventionellen, gedeckten Leerverkauf kann der Verkäufer auch einen Vermögenswert leer verkaufen, ohne ihn sich vorher zu leihen oder eine Leihe zu vereinbaren. In diesem Fall – dem ungedeckten Leerverkauf oder „naked short selling“ – verkauft der Verkäufer die Zusage, das Aktivum zu liefern, und nicht das Aktivum selbst. Wenn er sein Versprechen nicht erfüllt und sich das zugrunde liegende Wertpapier nicht zur Erfüllung des Kontrakts verschafft, scheitert die Transaktion und muss rückabgewickelt werden.
- **Palette möglicher Vermögenswerte:** Leerverkäufe können im Grunde mit allen Arten von Finanzinstrumenten durchgeführt werden. In der Praxis werden sie vor allem mit Aktien durchgeführt; Leerstrategien werden jedoch auch bei Devisen, Rohstoffen und Anleihen eingesetzt.
- **Palette an Finanzinstrumenten:** Leerpositionen können mit Hilfe einer umfangreichen Palette an Taktiken und Finanzinstrumenten eingenommen werden. Abgesehen von einem Leerverkauf von Kassamarktinstrumenten, vor allem Aktien, kann eine Leerposition auch auf Derivaten – einschließlich Optionen, Futures und anderen synthetischen Positionen – aufgebaut werden, um von sinkenden Preisen zu profitieren. Typische Short-Positionen auf der Grundlage von Derivaten sind unter anderem Short-Futures and Put-Options.

Angesichts der Komplexität der Transaktionen und des Risikoprofils von Leerpositionen werden Leerverkäufe nahezu ausschließlich von professionellen Marktteilnehmern – institutionellen Anlegern, Investmentbanken und sonstigen erfahrenen Wertpapierhändlern – durchgeführt. Auch wenn harte Evidenz auf der Basis von Marktdaten rar ist, liegt daher die Vermutung nahe, dass Privatanleger in der Regel nicht direkt in solche Transaktionen involviert sind und nur in sehr begrenztem Umfang Zugang zu solchen Marktpraktiken haben.

Die praktische Bedeutung von Short selling

Aufgrund ihres Risikoprofils – d.h. die Erwartung, Einnahmen durch sinkende Kurse bzw. Preise zu erzielen, die begrenzten Gewinne und die praktisch unbegrenzten Verlustrisiken – dienen Leerverkäufe



Umfang von Leerverkäufen

Da keine belastbaren Daten zur gesamten Marktaktivität verfügbar sind, ist unklar, in welchem Umfang tatsächlich tagtäglich Leerverkäufe vorgenommen werden. Daten von wichtigen Handelsplätzen wie z.B. der New York Stock Exchange deuten jedoch darauf hin, dass sich das Leerverkaufsvolumen in den 80er und 90er Jahren beträchtlich ausgeweitet hat, wie die historischen Daten für die so genannte „Short interest“ – d.h. die Zahl der leer verkauften, ausstehenden Aktien am Ende eines bestimmten Zeitraums sowie die Zahl der in einem bestimmten Zeitraum leer verkauften Aktien – ausweisen.

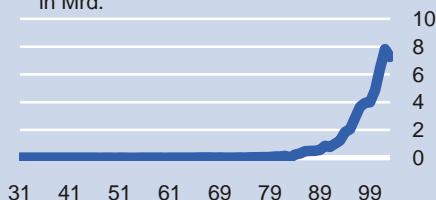
Der prozentuale Anteil der leer verkauften Aktien an den gesamten im Umlauf befindlichen Aktien – die Short-Interest-Quote – liegt typischerweise zwischen 0% und 10%, wobei in einem volatilen Marktumfeld wesentlich höhere Prozentsätze zu beobachten sind.

In liquiden Märkten lassen sich diese Positionen leicht glattstellen. Wenn mehr Leerverkäufe mit einem bestimmten Vermögenswert getätigt werden oder wenn der Handel mit dem zugrunde liegenden Vermögenswert zurückgeht, wird es jedoch kostspieliger, die leer verkauften Aktiva zu beschaffen, was zu stärkeren Kursausschlägen der zugrunde liegenden Aktiva führen kann. Der Kaufdruck, der anhand der zur Deckung benötigten Tage gemessen wird (d.h. dem Verhältnis zwischen der Zahl der leer verkauften Vermögenswerte und dem Volumen des täglichen Handels mit eben diesem Vermögenswert), steigt an. Dies ist ein Faktor, anhand dessen sich die Wahrscheinlichkeit von Short Squeezes ablesen lässt. Typischerweise sind weniger als zehn Tage erforderlich, um alle ausstehenden Leerpositionen in einem Aktivum zu decken; bei einem engen Markt können jedoch deutlich mehr Tage notwendig sein.

Zunahme von Leerverkäufen

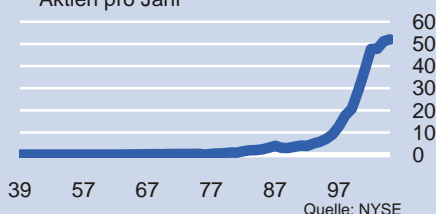
1. Short interest

Leerverkäufe an der NYSE gemessen an der Short interest, d.h. der Zahl der Anteile an einem börsennotierten Unternehmen, die zum Jahresende leer verkauft waren, in Mrd.



2. Zahl der leer verkauften Aktien

Leerverkäufe an der NYSE gemessen an der Zahl der leer verkauften Aktien, in Mrd. Aktien pro Jahr



fe in der Regel nicht Investitions-, sondern Absicherungszwecken. Zwei zentrale Beweggründe lassen sich unterscheiden:

- **Absicherung eines bestehenden Engagements:** Ein Investor rechnet damit, dass der Marktpreis eines von ihm gehaltenen Aktivums sinken wird, und will sich gegen dieses Risiko absichern. Dabei kann es sich z.B. um folgende Vermögenswerte handeln: (i) Eine strategische Beteiligung an einem Unternehmen, die der Investor trotz des erwarteten Marktwertverlusts weiter halten will. (ii) Aktienpositionen oder sonstige Wertpapieranlagen institutioneller Anleger – z.B. Versicherungen oder Fondsgesellschaften –, die als Teil eines genau definierten Portfolios gehalten werden und die möglicherweise nicht von den institutionellen Anlegern verkauft werden können, weil derartige, kurzfristige Positionsaufösungen aufgrund der festgelegten Portfoliostrategie oder der Einhaltung regulatorischer Vorschriften für die Portfolioallokation verboten sind. (iii) Produzenten von landwirtschaftlichen Gütern oder Rohstoffen wollen erwartete Verluste aufgrund sinkender Preise in ihrem Marktsegment teilweise oder ganz ausgleichen. In allen drei Fällen können Leerverkäufe ein wichtiges und ökonomisch sinnvolles Instrument sein, um potenzielle Verluste aus Vermögenspreiserückgängen zu kompensieren.
- **Nutzen von Markttrends:** Leerverkäufe können auch aus spekulativen Motiven eingesetzt werden. Wenn Anleger damit rechnen, dass die Kurse oder Preise für ein bestimmtes Aktivum sinken werden, können sie von dieser Einschätzung profitieren, indem sie dieses Aktivum leer an einen Kontrahenten verkaufen, der mit einer entgegengesetzten Marktentwicklung rechnet und auf dieser Grundlage zu einer entsprechenden Transaktion bereit ist.

Vorteile und Risiken des Short selling

Grundsätzlich bietet Short selling verschiedene Vorteile für die Marktteilnehmer und die Wirtschaft insgesamt. Dazu gehören eine raschere Preisfindung am Markt, höhere Liquidität und bessere Möglichkeiten, Risiken zu managen (siehe Kasten). All dies erhöht nach allgemeiner Auffassung die Effizienz der Finanzmärkte.

Angesichts des spezifischen Risikoprofils der eingesetzten Instrumente und Strategien hat Short selling jedoch auch Besorgnis darüber ausgelöst, welche Risiken es für die Märkte insgesamt mit sich bringen kann. Dazu gehören eine ungeordnete Abwärtsspirale der Kurse oder Preise für ein Aktivum, der Einsatz von Leerverkäufen mit der Intention des Marktmissbrauchs oder Unterbrechungen bei der Abwicklung, wenn das Aktivum zurückverlangt wird (siehe Kasten).

Bei Marktmissbrauch und Unterbrechungen bei der Abwicklung greifen entweder die bereits bestehenden Regelungen zum Markt- und Geschäftsverhalten, oder die Aufsichtsbehörden haben Leerverkäufe in diese Vorschriften einbezogen, soweit dies nicht der Fall war. Allgemein herrscht die Einschätzung, beide Fälle seien bereits durch sinnvolle Vorschriften abgedeckt.

Die gegenwärtige politische Diskussion konzentriert sich dementsprechend auch auf die potenziellen Risiken, die von Marktturbulenzen ausgehen können. Es wird die Auffassung vertreten, Leerverkäufe seien in der Finanzkrise von großer Bedeutung für den raschen Rückgang der Aktienkurse gewesen. In diesem Marktumfeld wurde in Einzelfällen auch ein Short Squeeze beobachtet. Außerdem gerieten ungedeckte Credit Default Swaps (naked CDS) in die

Kritik; sie gelten als Instrumente, die spekulative Anleger einsetzen können, um von sinkenden Kursen – insbesondere von Staatsanleihen – zu profitieren. Daher arbeiten die Aufsichtsbehörden weltweit derzeit daran, Regelungen für Leerverkäufe einzuführen bzw. die bestehenden Regelungen zu überarbeiten.

Aufsichtsrechtliche Reaktionen auf Short selling

International: Die politische Diskussion, ob und wie Short selling zu behandeln sei, wird auf internationaler Ebene von vier von der IOSCO (International Organization of Securities Commissions), der Internationalen Vereinigung der Wertpapieraufsichtsbehörden, ausgearbeiteten Prinzipien bestimmt. Diese Prinzipien verlangen (i) angemessene Kontrollen, um die Risiken für ein ordentliches und effizientes Funktionieren der Märkte und für die Finanzmarktstabilität unter Kontrolle zu halten, (ii) ein Meldewesen, das zeitnah Daten für die Märkte und die Behörden bereitstellt, (iii) wirksame Compliance- und Durchsetzungssysteme und (iv) angemessene Ausnahmen für bestimmte Transaktionsarten.

USA: In den USA sind marktmissbräuchliche ungedeckte Leerverkäufe verboten, und Short-Positionen in Aktien, die sich auf über 0,25% des Gesamtkapitals belaufen, müssen offengelegt werden. Vor kurzem führte die SEC zusätzlich eine so genannte Alternative Uptick Rule ein, aufgrund derer das Short selling für eine Aktie eingeschränkt wird, wenn deren Kurs an einem Handelstag um 10% sinkt (siehe Tabelle).

EU: Auf der Ebene der EU gelten derzeit keine Einschränkungen für Leerverkäufe, und es sind auch keine geplant. Das Komitee der EU-Wertpapieraufsichtsbehörden (CESR) hat jedoch die Einführung einer Offenlegungspflicht vorgeschlagen, der zufolge Netto-Leerpositionen in einer Aktie in Höhe von mindestens 0,2% den nationalen Aufsichtsbehörden zu melden und ab 0,5% öffentlich bekanntzugeben sein sollen. Market-making-Tätigkeiten sollen von dieser Offenlegungspflicht ausgenommen sein.

	Offenlegungspflichten				Einschränkungen für Leerverkäufe		
	Schwelle	Anwendungsbereich	Bedingungen	Öffentlichkeit	Schwelle	Einschränkung	Bedingungen
USA	<ul style="list-style-type: none"> - 0,25% des im Umlauf befindlichen Kapitals. - Fair Value der Leerposition übersteigt USD 1 Mio. 	<ul style="list-style-type: none"> - Alle Wertpapiere laut Abschnitt 13(f) der SEA von 1934 (Aktien und Aktienderivate mit Ausnahme von Optionen). 	<ul style="list-style-type: none"> - Einreichung des Formulars SH bis spätestens T+7. - Offenlegung von Bruttositionen. - Offenlegung durch institutionelle Investmentmanager. - Rechtliche Grundlage: SEC Rule 10a-3T. - Sonstige Vorschriften: SROs verlangen von Broker-Dealern, alle Leerpositionen in Zwei-Monats-Abständen offenzulegen. 	<ul style="list-style-type: none"> - Nur Offenlegung gegenüber den Aufsichtsbehörden. - Gegenüber den SROs offengelegte Positionen werden öffentlich bekanntgegeben. 	<ul style="list-style-type: none"> - Rückgang des Aktienkurses um 10% oder mehr an einem Tag („circuit breaker“). 	<ul style="list-style-type: none"> - Nach Eintritt eines „circuit breaker“ werden Leerverkäufe eingeschränkt. 	<ul style="list-style-type: none"> - Nach der Auslösung eines „circuit breaker“ sind Leerverkäufe nur gestattet, wenn der Preis des Wertpapiers über dem aktuellen nationalen Höchstkurs- bzw. -preis liegt (Alternative Uptick Rule). - Gilt an T und T+1. - Rechtliche Grundlage: Neue SHO Rule 201. - Sonstige Vorschriften: Missbräuchliche ungedeckte Leerverkäufe sind verboten (SEC Rule 10b-21).



HK	- Alle Leerverkäufe.	- Alle Leerverkäufe mit bestimmten Papieren (Designated Securities).	- Offenlegung eines Leerverkaufs auf Verlangen. - Rechtliche Grundlage: HK SFC Securities and Futures Ordinance.	- Nur Offenlegung gegenüber den Aufsichtsbehörden.	- Alle Leerverkäufe.	- Sofern keine Ausnahme genehmigung erteilt wurde, sind ungedeckte Leerverkäufe verboten. - Gedeckte Leerverkäufe sind auf Transaktionen mit Designated Securities (derzeit 519) beschränkt.	- Verkäufer muss die Order als Leerverkaufs-Order identifizieren und belegen, dass der Verkauf gedeckt ist. - Alle Leerverkäufe unterliegen der Tick Rule: Der Preis für einen Leerverkauf darf nicht unter dem besten aktuellen Angebotskurs liegen. - Ausnahmen von der Tick Rule: ETFs mit Ausnahme genehmigung (derzeit 51).
SG	- Keine Offenlegungspflichten.				- Alle Leerverkäufe.	- Teilweise eingeschränkte Leerverkäufe. - Ungedeckte Leerverkäufe: Bei Plätzen der Transaktion Strafbühre i.H. v. 5% des Werts der Transaktion, mind. jedoch SGD 1.000.	- Buying-in-Markt: Verbot von Leerverkäufen. Wenn Aktien an diesem Markt nicht geliefert werden, wird eine Strafbühre in Höhe von maximal SGD 50.000 erhoben, und künftige Aktivitäten am Buying-in-Markt werden untersagt.
JP	- 0,25% oder mehr der im Umlauf befindlichen Aktien.	- Alle Leerverkäufe von Aktien und Aktienderivaten.	- Händler: Pflicht zur Prüfung und Angabe, ob es sich bei einer Transaktion um einen Leerverkauf handelt. - Börsen: Tägliche Offenlegung des Gesamtwerts von Leerverkäufen mit allen Wertpapieren.	- Alle Leerverkaufspositionen in Höhe von 0,25% der im Umlauf befindlichen Aktien.	- Alle Leerverkäufe.	- Uptick Rule: Leerverkäufe dürfen nur zu einem über dem letzten Marktpreis liegenden Preis erfolgen. - Ungedeckte Leerverkäufe: Verboten.	
EU (CESR - Entwurf, nicht in Kraft)	- 0,2%: Offenlegung gegenüber den Behörden - 0,5%: Offenlegung gegenüber der Öffentlichkeit. - Schritte von 0,1%.	- Alle Netto-leerpositionen, die ein wirtschaftliches Engagement in Aktien begründen.	- Alle im EWR gehandelten und dort mit der Erstnotiz notierten Aktien. - Nettopositionen, aus denen ein wirtschaftliches Engagement hervorgeht. - Offenlegung bis spätestens T+1. - Market-Maker ausgenommen.	- Ab 0,5% in Schritten von 0,1%.	- Keine EU-weiten Einschränkungen für Leerverkäufe. CESR erwägt weiterhin, ob weitere Maßnahmen zur Regulierung von Leerverkäufen über die Offenlegungspflichten hinaus erforderlich sind.		
DE	- 0,2% der ausgegebenen Aktien; weitere Meldung im 0,1% Intervall	- Alle Netto-Short-Positionen (unabh. von Instrument) in 10 Finanztiteln	- Gültig zunächst bis Ende Jan. 2011; - Ausnahme für Market maker	- Veröffentlichung ab 0,5%	- Keine Einschränkungen. Entwurf von Regelungen für ein Verbot von ungedeckten Leerverkäufen angekündigt.		
FR	- Nettoposition von 0,25% oder mehr in im Umlauf befindlichen Wertpapieren.	- Aktien von Kreditinstituten und Versicherungsgesellschaften.	- Investor legt entsprechende Positionen gegenüber der Aufsichtsbehörde (AMF) offen. - Ausnahmen: Market Maker, Bereitsteller von Liquidität, Kontrahenten von Block Trades mit Aktien.	- Leerpositionen werden gegenüber der Öffentlichkeit offengelegt.	- Keine Einschränkungen.		
GB	- 0,25% des im Umlauf befindlichen Aktienkapitals, danach in Schritten von 0,1%.	- Alle offenzulegenden Nettoleerpositionen.	- Spätestens um 15:30 GMT an T+1. - Rechtliche Grundlage: FSA Short Selling Instrument.		- Keine Einschränkungen.		

Quellen: Nationale Behörden, DB Research

Vorteile von Leerverkäufen

- **Effiziente Preisfindung:** Marktteilnehmer, die mit einem Kurs- bzw. Preisrückgang eines Wertpapiers rechnen und dieses verkaufen, geben dem Markt wichtige Informationen – und dabei kommt es nicht darauf an, ob sie Eigentümer des jeweiligen Vermögenswerts sind. Sie gehören wahrscheinlich zu den ersten, die darauf hinweisen, dass ein Vermögenswert überbewertet ist oder dass sich sogar eine Blase gebildet hat. Insofern leisten Leerverkäufer einen wichtigen Beitrag zur Preisfindung am Markt und zur Aufdeckung fundamental nicht gerechtfertigter Preisentwicklungen.
- **Höhere Marktliquidität:** Leerverkäufer tragen zur Liquidität der Märkte und damit zu ihrem effizienten Funktionieren bei. Als Kontrahenten von Marktteilnehmern, die einen Vermögenswert kaufen wollen – wobei es nicht darauf ankommt, ob der Verkäufer Eigentümer des Vermögenswerts ist oder nicht –, ermöglichen sie Transaktionen, die ansonsten nicht zustande kämen. Dasselbe gilt, wenn ein Leerverkäufer seine Transaktion glattstellen will und als Käufer am Markt auftritt.
- **Bessere Absicherung und besseres Risikomanagement:** Leerverkäufe ermöglichen es den Marktteilnehmern, ihr Engagement in von ihnen gehaltenen Vermögenswerten zu managen, die sie auch dann nicht verkaufen können, wenn sie mit einem Kurs- bzw. Preisrückgang rechnen. Durch Leerverkäufe können diese Anleger die damit einhergehenden Risiken abmildern und ihre Cashflows glätten.

Mögliche Risiken von Leerverkäufen

- **Ungeordnete Marktentwicklungen:** Die Aufsichtsbehörden sehen zwar die enormen Vorteile, die Leerverkäufe bei der Preiskorrektur überbewerteter Wertpapiere bieten, befürchten jedoch, dass diese Korrektur ungeordnet bzw. zu rasch verlaufen und zu einem Überschießen in die andere Richtung führen kann. Allerdings ist klar, dass keines dieser beiden Risiken für Leerverkäufe spezifisch ist; sie treten durchaus auch an den Kassamärkten auf.
- **Marktmissbrauch:** Behörden hegen die Besorgnis, dass Leerverkäufe im Zusammenhang mit missbräuchlichen Marktaktivitäten wie z.B. Insiderhandel eingesetzt werden können. Dieses Risiko ist nicht typisch für Leerverkäufe; wenn Leerverkäufe marktmissbräuchlich eingesetzt werden, können die Auswirkungen auf den Markt jedoch verstärkt werden.
- **Unterbrechungen bei der Abwicklung:** Es kann zu Unterbrechungen bei der Abwicklung von Leerverkäufen kommen, wenn der Verkäufer die geliehenen Vermögenswerte nicht liefert und wenn die Marktliquidität austrocknet.

DE: Die BaFin hat auf die CESR-Empfehlungen reagiert und verlangt ab dem 25. März 2010 eine Meldung, wenn die Nettoleerpositionen auf die Aktien von zehn großen Finanzwerten die vom CESR festgelegten Schwellenwerte erreichen. Gleichzeitig hat die Bundesregierung angekündigt, sie werde ein nationales Verbot von ungedeckten Leerverkäufen vorbereiten und sich für ein Verbot von CDS-Leerverkäufen auf internationaler Ebene einsetzen.

Großbritannien: In Großbritannien gelten keine Einschränkungen; Nettoleerpositionen in einer Aktie müssen jedoch ab einem Volumen von 0,25% an die FSA gemeldet werden.

Andere Länder: Zahlreiche Länder, unter anderem Hongkong und Singapur, schränken gedeckte Leerverkäufe ein. Einige Behörden wenden Uptick-Rules an. Dadurch werden Leerverkäufe von Aktien eingeschränkt, deren Kurse an einem Handelstag über ein bestimmtes Maß hinaus gesunken sind. In den meisten Ländern gelten Offenlegungspflichten für Short-Positionen, die etwa rund 0,2% übersteigen.

Regulierung von Leerverkäufen aus Sicht eines Ökonomen

Grundsätzliche Erwägungen: Leerverkäufe sind per se unproblematisch. Sie geben wichtige Preisinformationen, erleichtern das Management und die Absicherung von Risiken weltweit und erhöhen die Liquidität der Finanzmärkte. Anders ausgedrückt: Sie fördern die Effizienz funktionierender Märkte.

Die Praxis, Vermögenswerte zu verkaufen, die sich nicht im Eigentum des Verkäufers befinden, klingt zunächst unlogisch. Allerdings muss der entsprechende Vermögenswert irgendwann wieder gekauft werden – jeder Leerverkäufer wird zu einem späteren Zeitpunkt zu einem Käufer. Jedem Leerverkäufer steht außerdem ein Käufer gegenüber, der von einem Preisanstieg ausgeht. Außerdem ist noch ein Verleiher beteiligt, der seine Wertpapiere zurückverlangt, wenn deren Wert zu rasch sinkt.

Ungedeckte Leerverkäufe: Bei ungedeckten Leerverkäufen kann es in turbulenten Marktphasen zu Problemen kommen, wenn zu viele Leerverkäufer ihre Positionen gleichzeitig glattstellen wollen und versuchen, sich die benötigten Wertpapiere in einem nicht hinreichend liquiden Markt zu verschaffen. In einer solchen Situation kann es zu beträchtlichen Auswirkungen auf die Kurse bzw. Preise kommen.

Die Regulierungsbehörden sollten sich jedoch darüber im Klaren sein, dass Leerverkäufe nur geringfügige Auswirkungen haben. Wenn die Marktteilnehmer das Vertrauen in einen Vermögenswert verlieren, verkaufen sie ihn – und dank der modernen Technologie können sie dies sehr schnell tun. Eine Einschränkung von ungedeckten Leerverkäufen wird daher nicht verhindern, dass die Aktienkurse von in Schwierigkeiten geratenen Unternehmen einbrechen. Dies wird in jedem Fall geschehen. Ein Verbot von ungedeckten Leerverkäufen hilft hier also nicht, führt aber dazu, dass ein wichtiger Frühwarnindikator für Kurs- und Preisübertreibungen und Marktblasen verloren geht.

Marktmissbrauch: Leerverkäufe können wie jedes andere Finanzinstrument missbräuchlich eingesetzt werden. Für sie sollten daher in dieser Beziehung dieselben strikten regulatorischen Anforderungen gelten wie für alle anderen Wertpapiere.



CDS – Leerverkäufe von Kreditrisiken

Genau wie Leerverkäufe von Aktien mit künftiger Lieferung zur Absicherung gegen Marktrisiken dienen können, können auch Kreditrisiken durch den Kauf eines Absicherungsgeschäfts reduziert werden. In diesem Zusammenhang bezeichnet der Begriff „ungedekte CDS“ (Credit Default Swap) die Praxis, dass ein Marktteilnehmer CDS-Schutz erwirbt, obwohl er weder die zugrunde liegende Anleihe hält („ungedeckt“ im weiteren Sinne), noch in anderer Weise einem Risiko im Zusammenhang mit dem jeweiligen Kreditnehmer ausgesetzt ist („ungedeckt“ im engeren Sinne). CDS dienen zur Absicherung von Kreditrisiken und ermöglichen so die effiziente Risikoverteilung auf verschiedene Institute und Märkte. Eine Absicherung über CDSs wird in weiten Kreisen als wirtschaftlich sinnvoll anerkannt, wohingegen ungedeckte CDS-Transaktionen mit der Begründung in die Kritik geraten sind, sie könnten potenziell marktverzerrend wirken. Im Zuge der Haushaltsprobleme in Griechenland haben Politiker und Medien Spekulanten an den CDS-Märkten vorgeworfen, sie hätten die Spreads für Staatsanleihen in die Höhe getrieben und dadurch Griechenlands Finanzierungskosten erhöht. Die EU- und US-Aufsichtsbehörden haben Untersuchungen der CDS-Märkte eingeleitet, und es sind gesetzgeberische Initiativen für ein Verbot ungedeckter CDS-Transaktionen ergriffen worden.

Aus analytischer Sicht ist unklar, was für ein Verbot von ungedeckten CDS-Transaktionen spricht. Erstens lässt sich nur schwer zwischen Absicherungs- und Handelsaktivitäten unterscheiden, da sowohl das Halten einer Anleihe als auch das Ausreichen eines Kredits oder das Bestehen von Kontrahentenrisiken gegenüber dem entsprechenden Kreditnehmer ein absicherbares Interesse darstellen. Zweitens verschafft die Absicherung von Kreditrisiken dem Markt zusätzliche Liquidität und trägt zur effizienten Verarbeitung von Informationen bei. Drittens würden die Märkte bei einem Verbot von ungedeckten CDS-Transaktionen flacher und wahrscheinlich anfälliger für Manipulationen. Zuletzt wird ein Verbot von ungedeckten CDS-Transaktionen die Märkte nicht davon abhalten, auf schlechte Nachrichten zu reagieren. Was Staatsanleihen betrifft, so müssen vor allem die zugrunde liegenden fiskalpolitischen Probleme – d.h. die Ursachen und nicht die Symptome – behoben werden.

Ein Überblick über den Markt findet sich in Weistroffer, Christian (2010). Credit Default Swaps: Auf dem Weg zu einem robusteren System. Aktuelle Themen 477. DB Research. Frankfurt am Main.

Regelungen für Leerverkäufe: Es bestehen keine prinzipiellen Einwände gegen die Offenlegung von Leerverkäufen gegenüber den Aufsichtsbehörden oder gegen sorgfältig definierte, allgemeine Regelungen für Leerverkäufe, sofern diese auf eine größere Stabilität der Finanzmärkte und die Verhinderung von Marktmissbrauch abzielen und solange diese Regelungen Leerverkäufe an sich nicht verhindern.

Ansatz der EU: Das vom CESR vorgeschlagene Offenlegungssystem ist mit Ausnahme der vorgesehenen Vorschrift, dass Short-Positionen mit einem Volumen ab 0,5% öffentlich bekanntgegeben werden sollen, angemessen. Die genannte Vorschrift könnte unter anderem das Risiko eines stärkeren Herdenverhaltens mit sich bringen. Eine auf die Aufsichtsbehörden beschränkte Offenlegungspflicht würde zum Erreichen der angestrebten Ziele ausreichen. Die EU sollte sicherstellen, dass eine EU-weite Offenlegungspflicht in der gesamten Union harmonisiert wird und dass schärfere Regelungen in den Mitgliedsländern – das so genannte „gold-plating“ von EU-Regeln – vermieden werden.

Ansatz in den USA: Die neue Alternative Uptick Rule der SEC – die zusätzlich zur Offenlegungspflicht nach Formular SH gilt – führt zu Einschränkungen bisheriger Marktpraktiken, wodurch sich die Wettbewerbsposition der USA gegenüber wichtigen EU-Märkten verschlechtert, nicht jedoch gegenüber Hongkong, Singapur oder Japan, wo Uptick Rules bereits in Kraft sind.

Internationale Zusammenarbeit: Die Marktteilnehmer sehen sich einer zunehmend fragmentierten Landschaft bei den internationalen Regelungen für Leerverkäufe gegenüber. Dies erhöht die Kosten für die Einhaltung der Vorschriften, erschwert die Einschätzung der Marktsituation, da die Offenlegungspflichten unterschiedlich sind, und erhöht die rechtlichen Risiken in Bezug auf Verstöße gegen die im jeweiligen Land geltenden Anforderungen.

Die Regelungen für Leerverkäufe sind ein weiterer Fall, bei dem sich zeigt, dass den G20 der Wille zu einer engen Zusammenarbeit bei den regulatorischen Reaktionen auf die Krise verloren gegangen ist. Eine bessere Abstimmung ist dringend erforderlich.

Die USA und die EU sollten ihr Bestes tun, um ein vergleichbares regulatorisches Rahmenwerk für Leerverkäufe zu schaffen. Alles andere führt zu Wettbewerbsverzerrungen und schwächt die Wirksamkeit einer stabilitätsorientierten aufsichtsrechtlichen Politik.

© Copyright 2010. Deutsche Bank AG, DB Research, D-60262 Frankfurt am Main, Deutschland. Alle Rechte vorbehalten. Bei Zitaten wird um Quellenangabe „Deutsche Bank Research“ gebeten.

Die vorstehenden Angaben stellen keine Anlage-, Rechts- oder Steuerberatung dar. Alle Meinungsäußerungen geben die aktuelle Einschätzung des Verfassers wieder, die nicht notwendigerweise der Meinung der Deutsche Bank AG oder ihrer assoziierten Unternehmen entspricht. Alle Meinungen können ohne vorherige Ankündigung geändert werden. Die Meinungen können von Einschätzungen abweichen, die in anderen von der Deutsche Bank veröffentlichten Dokumenten, einschließlich Research-Veröffentlichungen, vertreten werden. Die vorstehenden Angaben werden nur zu Informationszwecken und ohne vertragliche oder sonstige Verpflichtung zur Verfügung gestellt. Für die Richtigkeit, Vollständigkeit oder Angemessenheit der vorstehenden Angaben oder Einschätzungen wird keine Gewähr übernommen.

In Deutschland wird dieser Bericht von Deutsche Bank AG Frankfurt genehmigt und/oder verbreitet, die über eine Erlaubnis der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht verfügt. Im Vereinigten Königreich wird dieser Bericht durch Deutsche Bank AG London, Mitglied der London Stock Exchange, genehmigt und/oder verbreitet, die in Bezug auf Anlagegeschäfte im Vereinigten Königreich der Aufsicht der Financial Services Authority unterliegt. In Hongkong wird dieser Bericht durch Deutsche Bank AG, Hong Kong Branch, in Korea durch Deutsche Securities Korea Co. und in Singapur durch Deutsche Bank AG, Singapore Branch, verbreitet. In Japan wird dieser Bericht durch Deutsche Securities Limited, Tokyo Branch, genehmigt und/oder verbreitet. In Australien sollten Privatkunden eine Kopie der betreffenden Produktinformation (Product Disclosure Statement oder PDS) zu jeglichem in diesem Bericht erwähnten Finanzinstrument beziehen und dieses PDS berücksichtigen, bevor sie eine Anlageentscheidung treffen.