

# Leerverkaufsverbote stiften mehr Schaden als Nutzen

*Das Verbot ungedeckter Kreditversicherungen durch die deutsche Finanzmarktaufsicht als gefährlicher Präzedenzfall*

Das Verbot ungedeckter Leerverkäufe ist ein gefährlicher Präzedenzfall, da die Einschränkung des potenziellen Teilnehmerkreises oder Verbote bestimmter Instrumente die Risikotransfer- und Informationsfunktion der Derivatmärkte einschränken.

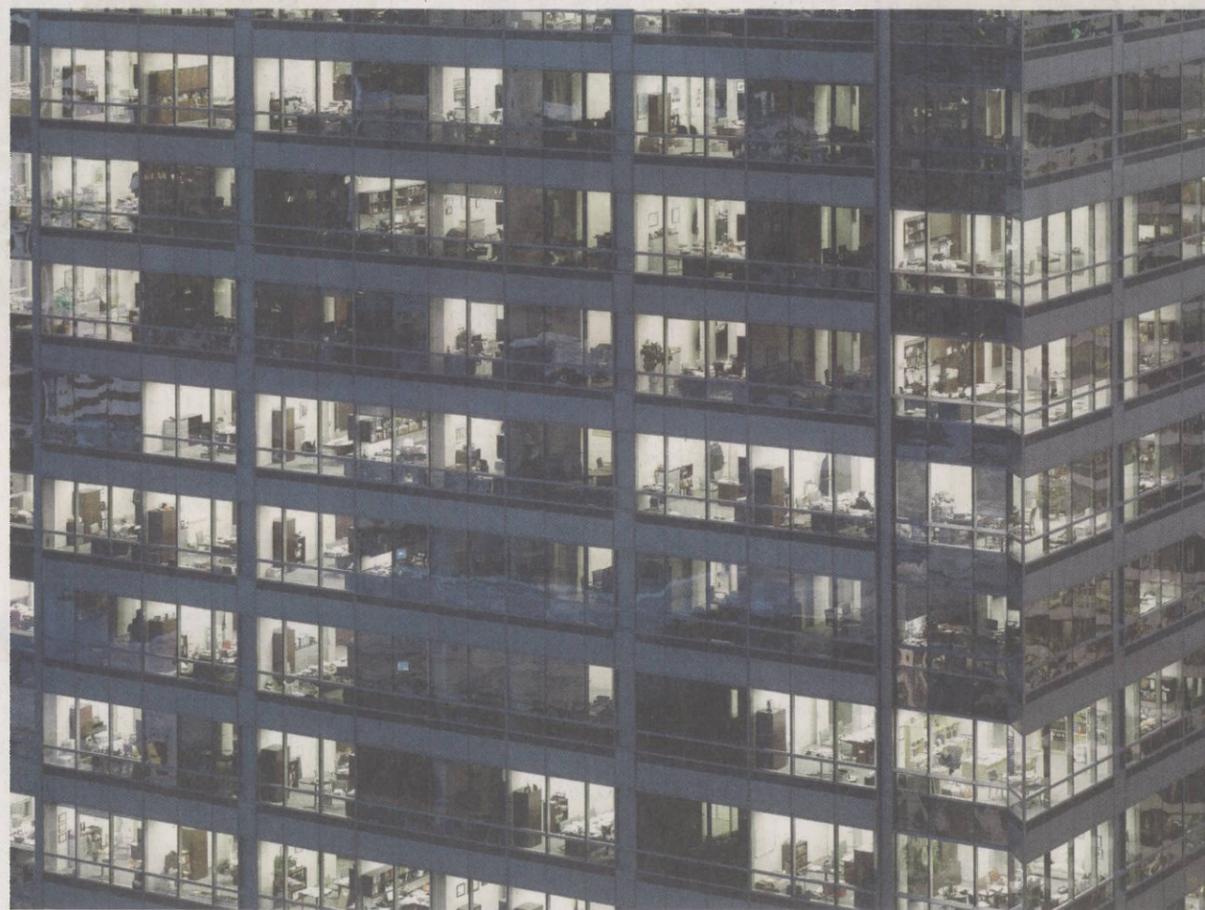
Manuel Ammann, Roman Frey

Die Aktion kam unerwartet: Am 19. Mai verbot die deutsche Finanzaufsicht (Bafin) ungedeckte Positionen von Credit Default Swaps (CDS). Das Verbot geht weiter als frühere Leerverkaufsbeschränkungen, die vor allem im Rahmen der Finanzkrise an vielen Börsen in Kraft gesetzt wurden. Die bisherigen Leerverkaufsverbote bestanden vor allem aus einem Verbot von ungedeckten Leerverkäufen. Nur kurzzeitig waren an einigen Märkten und für einige Aktien auch gedeckte Leerverkäufe untersagt.

## Weitestgehend verfehlt Ziele

Bei gedeckten Leerverkäufen leihen sich Investoren die Aktien gegen eine Leihgebühr aus. Das Volumen der Leerverkäufe ist somit durch die Verfügbarkeit von ausleihbaren Aktien eingeschränkt. Bei den ungedeckten Leerverkäufen, den «naked short sales», verzichtet der Leerverkäufer auf die Leihe. Deshalb kann er die Aktien nicht ordnungsgemäss liefern. Der Käufer erhält statt einer Aktie nur ein Versprechen auf eine Aktie. Die Abwicklungssysteme etwa an den US-Börsen sind so aufgebaut, dass der private oder institutionelle Käufer vom Fehlen der Aktien nichts mitbekommt, ja diese sogar wieder verkaufen kann. Das Versprechen, welches durch die Börse garantiert wird, geht dann an den nächsten Käufer über. Trotzdem fehlen natürlich die Aktien im Abwicklungssystem, bis alle ungedeckten Leerverkäufer ihre Positionen am Markt wieder eingedeckt haben.

Die Leerverkaufsbeschränkungen sollten während der Finanzkrise exzessive Preisbewegungen und Abwärts-spiralen eindämmen. Diese Ziele wurden aber weitestgehend verfehlt. Die Aktienpreise in den USA wie auch in Europa reagierten kaum auf die restriktiven Verbote. Die gewünschte Reduktion der während des Einbruchs der



Märkte rasant gestiegenen Volatilität wurde nicht erzielt. Die Volatilitäten stiegen gar noch leicht an. Der Nutzen der Verbote war also fraglich.

Mittlerweile zahlreiche Studien zeigen, dass Leerverkaufsverbote oft nicht nur ineffektiv, sondern für das reibungslose Funktionieren der Märkte gar kontraproduktiv sind. Die Liquidität verschlechterte sich nach Einführung der Verbote im Jahr 2008, was sich u. a. in höheren Geld-Brief-Spannen niederschlug. Damit stiegen die Transaktionskosten für alle Marktteilnehmer, nicht nur für Leerverkäufer. Es muss zudem vermutet werden, dass Leerverkaufsverbote die Preisfindungsfähigkeit der Märkte schädigen. In einem Markt ohne Leerverkäufe wird nur eine Minderheit aller Erwartungen reflektiert. Alle Marktteilnehmer können durch

Käufe ihre positiven Erwartungen einbringen. Aber nur diejenigen, welche die Aktien bereits besitzen, können durch Verkäufe negative Erwartungen ausdrücken. Verzerrte Marktpreise und eine nicht optimale Preisfindung können die Folge sein.

Auch wenn das Nutzen-Schaden-Verhältnis für die Verbote ungünstig ist, sind Einschränkungen von ungedeckten Leerverkäufen auf Spot- bzw. Kassamärkten zumindest konzeptionell begründbar. An diesen Märkten werden Güter gegen Bezahlung ausgetauscht, wobei sowohl der Austausch wie die Bezahlung sofort – eben «on the spot» – zu erfolgen haben. Das Gegenstück dazu sind die Termin- und Derivatmärkte, an denen beides erst an einem vereinbarten Datum in der Zukunft erfolgt. – Genau bei den Derivatmärkten setzen

aber die deutschen Behörden an. Im Mai erliess die Bafin neben Verboten ungedeckter Leerverkäufe auf Aktien der Finanzbranche sowie Staatsanleihen der Euro-Zone auch das Verbot, ungedeckte Positionen von Kreditversicherungen zu halten. Gekauft werden dürfen CDS auf Staatsanleihen somit nur noch, wenn der Käufer den Basiswert des Derivats besitzt.

Dieses Verbot hat eine neue Qualität, da es das Halten von Derivaten einschränkt. Hier entfällt die konzeptionelle Begründung des Verbots für ungedeckte Short-Positionen auf Kassamärkten. Erstens handelt es sich um einen Derivatemarkt, bei dem die Basiswert-Transaktion in der Zukunft stattfindet. Zweitens ist in diesem Fall gar nicht der Versicherungsverkauf verboten, sondern der Kauf. Vergleichbar

wäre eine Regelung, die den Kauf ungedeckter Putoptionen verbieten würde. Bei Derivaten sind ungedeckte Positionen aber ein zentrales Element für das Funktionieren dieser Märkte. Sie sind geradezu Teil des Terminmarkt-konzepts, da im Gegensatz zu den Spotmärkten die Erfüllung des Vertrags erst in der Zukunft stattfindet.

Faktisch wird mit dem Verbot der Markt auf diejenigen Marktteilnehmer beschränkt, welche bereits den Basiswert, also die entsprechende Staatsanleihe, besitzen. Die Zahl der Marktteilnehmer, welche über dieses Instrument Zugang zu einer Risikotransfer-Möglichkeit haben, wird dadurch stark reduziert. «Cross-Hedges» werden auch verhindert: So kann etwa ein Unternehmer sein Griechenland-Risiko nicht mehr über den Kauf von CDS auf griechische Staatsanleihen absichern, wenn er den Basiswert des CDS nicht besitzt. Er ist aber möglicherweise anders von einem Bankrott Griechenlands betroffen und möchte das Risiko absichern.

## Kaum mögliche Kontrolle

Dass das deutsche Verbot nicht grössere Wellen geschlagen hat, liegt wohl daran, dass es in der Praxis kaum Wirkungen hat: Es ist kaum kontrollierbar, wer wirklich den Basiswert besitzt und somit zur Transaktion berechtigt ist und das Verbot gilt nur in Deutschland. Viele Banken handeln die Papiere aber von London oder New York aus.

Trotzdem ist das Verbot ein gefährlicher Präzedenzfall. Die Einschränkung des Teilnehmerkreises an Märkten oder Verbote bestimmter Instrumente sind potenziell sehr schädlich, da Derivatmärkte eine wichtige Risikotransfer- und Informationsfunktion erfüllen und zur Preisfindung bei den Basiswerten beitragen. Gerade letzteres war aber wohl der Auslöser für das Verbot: Die Märkte haben eine unangenehme Nachricht überbracht, als sie die Kreditwürdigkeit einiger Euro-Staaten in Zweifel zogen. Eine Aufsicht, welche Märkte danach reguliert, ob sie sich in die politisch gewünschte Richtung bewegen, stiftet aber langfristig mehr wirtschaftlichen Schaden als Nutzen.

Manuel Ammann ist Professor für Finanzwirtschaft an der Uni St. Gallen und Direktor des Schweizerischen Instituts für Banken und Finanzen. Roman Frey ist wissenschaftlicher Mitarbeiter an diesem Institut.