

Leerverkäufe/Short Selling

Was sind Leerverkäufe?

Unter Leerverkäufen (Short Selling) versteht man den Verkauf von Wertpapieren, die dem Verkäufer zum Zeitpunkt des Verkaufs nicht gehören. Bei dieser Strategie versucht der Verkäufer, von fallenden Kursen eines von ihm als überbewertet eingestuften Wertpapiers zu profitieren. Dazu führt er vorab eine technische oder fundamentale Analyse durch. Ein Leerverkauf steht im Gegensatz zum traditionellen Erwerb von Wertpapieren, bei denen auf eine positive Wertentwicklung des jeweiligen Papiers gesetzt wird; diese Strategie wird auch als „Long-only“ bezeichnet.

Beim Leerverkauf wird zwischen einem **gedeckten**, bei dem der Verkäufer sich vorab das entsprechende Wertpapier ausleiht, und einem **ungedekhten** Leerverkauf, bei dem das nicht der Fall ist, unterschieden. Für die Wertpapiere von bestimmten Finanzunternehmen und Versicherungsgesellschaften waren ungedeckte Leerverkäufe während der Finanzkrise seit September 2008 bis Anfang des Jahres 2010 in Deutschland verboten.

Ein Leerverkauf läuft in vier Schritten ab, die von der nachfolgenden Abbildung noch einmal grafisch veranschaulicht werden:

1. Der Verkäufer leiht sich das Wertpapier für eine bestimmte Dauer von einem sog. **Prime Broker** (i.d.R. eine Bank) oder einem anderem Marktteilnehmer (z.B. einem Investmentfonds) und zahlt dafür eine Leihgebühr. Häufig wird die Hinterlegung von Sicherheiten verlangt, um das Risiko für den Verleiher abzusichern.
2. Der Verkäufer verkauft das geliehene Wertpapier zum aktuellen Marktpreis an einen anderen Marktteilnehmer.
3. Der Verkäufer kauft zu einem späteren Zeitpunkt das Wertpapier zum dann aktuellen Marktpreis zurück.
4. Der Verkäufer gibt das Wertpapier dem Verleiher vor Ablauf der vereinbarten Leihfrist zurück.

Entweder sind die Prime Broker selbst im Besitz der zu verleihenden Wertpapiere, oder sie leihen sich diese selbst bei einem Pensions- oder Investmentfonds oder einem anderen Marktteilnehmer, der die Leihprämie vereinnahmen möchte. Über die Leihgebühr, die in der Regel täglich fällig ist, hinaus sind die

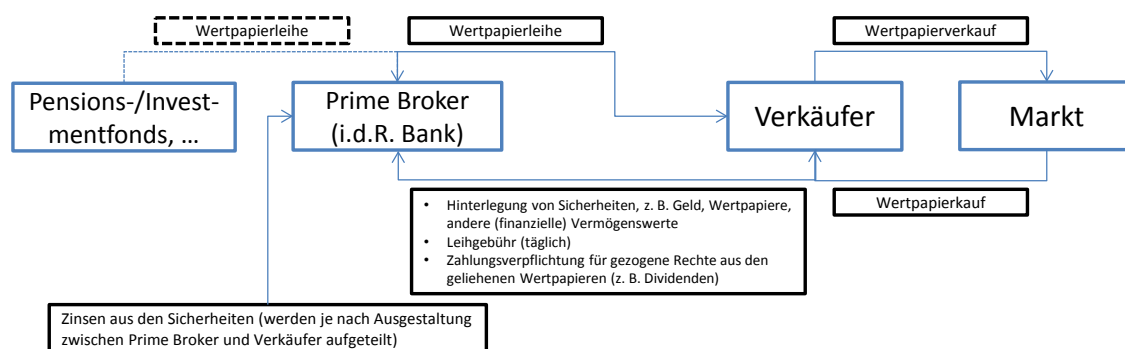
aus den Wertpapieren gezogenen Rechte wie Dividendenzahlungen vom Verkäufer an den Eigentümer zu entrichten. Diese können je nach Ausgestaltung der Vereinbarung zwischen Verkäufer und Prime Broker ebenso wie die Zinsen aus den beim Prime Broker hinterlegten Sicherheiten aufgeteilt werden.

Der Gewinn aus dem Leerverkauf ergibt sich für den Verkäufer aus der Differenz zwischen dem Verkaufspreis (zum Zeitpunkt t) und dem Kaufpreis (zum Zeitpunkt $t + n$, wobei n der Anzahl der Tage zwischen Verkauf und Kauf entspricht) zuzüglich der Leihgebühr und den Kosten für die Durchführung der Transaktion. Sollte der Kurs des Wertpapiers im Zeitraum n hingegen steigen, so muss der Verkäufer dieses zu einem höheren Kurs zurückkaufen und erleidet einen Verlust.

Für einen Leerverkauf eignen sich eine Vielzahl von Wertpapieren wie Aktien und Anleihen. Darüber hinaus können aber auch Rohstoffe oder Währungen gehandelt werden. Neben dem Handeln von Wertpapieren kann ein Leerverkauf auch über Derivate realisiert werden. Er wird in dieser Ausgestaltung durch den Einsatz von Derivaten synthetisch reproduziert, wodurch der Verkauf und nachfolgende Kauf des zugrundeliegenden Wertpapiers entfällt. Dazu können **Short-Futures**, **Put-Optionen** oder **Credit Default Swaps** (CDS) eingesetzt werden. Futures und Optionen sind börsengehandelte Termingeschäfte, die den Preis, den Termin der Lieferung, den Basiswert des Kontraktes und den Preis für einen zukünftigen Termin fixieren. CDS sind Instrumente zur Absicherung von Kreditrisiken, die Investoren durch die Übertragung einzelner Risiken des Portfolios an andere Marktteilnehmer ein effektiveres Risikomanagement ermöglichen.

Nutzen und Risiken von Leerverkäufen

Neben der Absicht des Verkäufers, mittels seiner Prognosen zur künftigen Kursentwicklung bestimmter Wertpapiere eigene Strategien umzusetzen und von Markttrends zu profitieren, gibt es weitere Gründe, Leerverkäufe zu tätigen. Häufig werden diese auch zur Absicherung von Risiken eingesetzt. Um ihr Wertpapierdepot gegen Verluste abzusichern, führen viele Fondsmanager – vereinfacht gesagt – einen Leerverkauf mit Bezug auf einen kompletten (Wertpapier-)Index durch. Dazu wird ein börsennotierter Indexfonds – **Exchange Traded Fund (ETF)** – erworben, der den zugrunde liegenden Index spiegelverkehrt abbildet, was dem Leerverkauf sämtlicher Einzeltitel



Quelle: eigene Darstellung

dieses Index entspricht. Die Wirkung des Geschäfts ist die folgende: fällt der Index um zwei Prozent, steigt der Kurs des ETF um zwei Prozent (abzüglich Kosten) und etwaige Verluste im Depot werden – zumindest teilweise – ausgeglichen. Die Einsatzmöglichkeiten im Risikomanagement sind also vielfältig. Investoren können so einen Teil ihres Portfolios gegen sinkende Kurse absichern, ohne diese Teile zu verkaufen und die festgelegte Assetallokation zu verändern. Weiterhin können auch Händler ein Interesse an dieser Form des Risikomanagements haben. Rohstoffhändler können sich durch einen Leerverkauf gegen sinkende Rohstoffpreise absichern und Verluste minimieren oder ganz vermeiden. Grundsätzlich erhöhen Leerverkaufsaktivitäten die Liquidität und verbessern die Preiseffizienz an den Märkten, da sich Angebot und Nachfrage durch erweiterte Handelsmöglichkeiten schneller ihrem Gleichgewicht nähern.

Mögliche Probleme können beim Rückkauf der geliehenen Wertpapiere entstehen, beispielsweise wenn es zu einem so genannten „**Short Squeeze**“ kommt. Insbesondere, wenn zum Ablauf des Leihgeschäfts die Liquidität des leerverkauften Wertpapiers gering oder der Kurs stark gestiegen ist. Verkäufer Probleme beim Rückkauf bekommen. Die Nachfrage des Leerverkäufers nach dem Wertpapier lässt den Kurs zusätzlich steigen. Je mehr der Kurs ansteigt, desto mehr Leerverkäufer müssen sich mit dem Wertpapier eindecken, um ihre Verluste zu begrenzen. Der hohe Kurs und die stark gestiegene Sicherheitsmargin können den Verkäufer so in Schwierigkeiten bringen (so geschehen im Zusammenhang mit der versuchten Übernahme von VW durch Porsche, bei der diverse Marktteilnehmer auf sinkende Kurse der VW-Aktie gesetzt hatten und sich in der Folge zu erheblich gestiegenen Kursen wieder mit entsprechenden Aktien eindecken mussten). Dieses Szenario zeigt zudem, dass Leerverkäufe ein zumindest theoretisch unbegrenztes Verlustpotential haben. Gerade dieser Umstand schreckt aber auch Marktteilnehmer von unüberlegten Leerverkaufsaktivitäten ab und spricht gegen den häufig erhobenen Vorwurf, dass Leerverkäufe rein spekulative Geschäfte seien.

Regulierung der Leerverkaufsaktivitäten

Während der Finanzkrise wurden im Jahre 2008 Leerverkäufe für bestimmte Aktien von Banken und Versicherungen in Deutschland und weiteren Staaten der Europäischen Union (EU) zeitweise verboten, da sie im Verdacht standen, prozyklische Krisenerscheinungen zu verstärken. Zunächst stabilisierte dies den Markt, allerdings nur kurzfristig und sodann setzten sich die Kursverluste der Bankaktien fort. Auch in der Folgezeit wurden entsprechende Vorhaltungen im Hinblick auf die Auswirkungen von Leerverkäufen nicht bestätigt und einschlägige Verbote wurden in diversen Mitgliedstaaten nach und nach wieder aufgehoben.

Seit dem Jahr 2012 sind ungedeckte Leerverkäufe europaweit durch die Europäische Leerverkaufsverordnung (**EU-LeerverkaufsVO**) verboten. Ungedeckte Leerverkäufe in Aktien, öffentliche Schuldtitel wie Staatsanleihen und ungedeckte CDS auf öffentliche Schuldtitel sind untersagt. Nach der Verordnung ist ein Leerverkauf nur möglich, wenn das Wertpapier geliehen oder ein rechtlich gleichwertiges Geschäft eingegangen wur-

de und sichergestellt ist, dass das Geschäft bei Fälligkeit auch abgewickelt werden kann, d.h. der Verleiher muss im Eigentum der Wertpapiere sein bzw. wissen, woher bzw. von wem er diese beziehen kann (Lokalisierungserfordernis). In der EU-LeerverkaufsVO ist weiter niedergelegt, dass in Ausnahmesituationen wie einer Bedrohung der Finanzstabilität auch gedeckte Leerverkäufe kurzfristig verboten werden können. Neben diesen Regelungen enthält die EU-LeerverkaufsVO umfassende Transparenz- und Meldepflichten für Leerverkäufe. Diese sind ab bestimmten Schwellenwerten sowohl gegenüber der jeweiligen Aufsichtsbehörde als auch gegenüber dem Markt anzeigepflichtig. Entsprechende Meldungen sind in Deutschland auf den Internetseiten der BaFin und der Bundesbank abrufbar.

Wie beurteilt die Wissenschaft die in der Finanzkrise verhängten Leerverkaufsverbote

Auch in Studien¹ konnte eine positive Wirkung des Leerverkaufsverbots nicht bzw. nur unter großen Einschränkungen beschrieben werden. Das Verbot von Leerverkäufen reduzierte in der Finanzkrise 2008 die Möglichkeiten, schnell und kostengünstig Liquidität in Anspruch zu nehmen. Die Spreads (d.h. die Bandbreite) zwischen An- und Verkaufskursen begannen zwar bereits vor den Verboten zu steigen, wurden aber durch sie weiter erhöht. So war der Medianspread während der Verbotsphase signifikant höher als zuvor und im Anschluss an die Verbote. Dies gilt insbesondere für Wertpapiere mit geringer Marktkapitalisierung. Teilweise gibt es Ausweichreaktionen auf die Derivatmärkte, so dass die Titel dieser Unternehmen, auf deren Aktien zudem keine Optionen gehandelt werden, dreimal stärker vom Leerverkaufsverbot betroffen sind. Die Preisfindung geht – insbesondere in schwachen Marktphasen – langsamer vor sich, was für eine verringerte Effizienz der Märkte durch das Verbot von Leerverkäufen spricht. Informationen können nicht in dem Maße und in der Zeitspanne eingepreist werden, wie das mit Leerverkäufen aller Voraussicht nach der Fall gewesen wäre. Negative Überraschungen, wie es sie beispielsweise zur Quartalsberichterstattung geben kann, fallen mit möglichen Leerverkäufen geringer aus. Insgesamt scheint das Verbot sein Ziel, fallende Aktienkurse zu stabilisieren, nicht erreicht zu haben. Möglicherweise gab es für einige US-Finanztitel einen mildernden Effekt, der jedoch ebenfalls durch das TARP-Programm der US-Regierung, die in der Krise Anteile an US-Finanzinstituten aufgekauft hat, erklärt werden könnte. Darüber hinaus konnte für Nicht-US-Finanztitel jedoch kein positiver Effekt durch das Leerverkaufsverbot nachgewiesen werden.

Weitere Informationen zu Alternative Investments sowie Due Diligence Questionnaires für Anlagen in diese erhalten sie beim Bundesverband Alternative Investments e.V. (BAI).

Der BAI ist die produkt- und assetklassenübergreifende Interessenvertretung für Alternative Investments in Deutschland.

¹ Siehe dazu bspw. Beber, Alessandro und Marco Pagano (2013): Short-Selling Bans around the World: Evidence from the 2007-09 Crisis. The Journal of Finance, 1/68, S. 343-381 oder Boehmer, Ekkehart und Julie Wu (2010): Short Selling and the Price Discovery Process. Working Paper, EDHEC-Risk Institute.