

# **Die Regulierung von Leerverkäufen**

Bachelorarbeit

in

Asset Pricing

am

**Institut für schweizerisches Bankwesen  
der Universität Zürich**

bei

PROF. DR. Alexandre Ziegler

Verfasser: Benjamin Mösch

Abgabedatum: 28.10.2010

## Executive Summary

### Problemstellung

Ob in der aktuellsten Finanzkrise von 2007-2009, der Griechenland-Krise oder irgend einer anderen Wirtschaftskrise in den letzten 400 Jahren, die Schuldigen waren immer schnell gefunden, es sind die Leerverkäufer. In Anlegerkreisen werden sie oft als Schurken, Diebe und vor allem als Pessimisten angesehen, welche gestoppt werden müssen<sup>1</sup>. Da die Leerverkäufer von fallenden Kursen profitieren, wird ihr Verhalten in der amerikanischen Öffentlichkeit auch als unmenschlich, unamerikanisch und ihr Geschäftsgebaren als Akt gegen Gott<sup>2</sup> angesehen<sup>3</sup>. Auch die Politiker halten sich mit Kritik nicht zurück: So bezeichnete die deutsche Linke-Vizefraktionschefin Gesine Löttsch die Spekulanten als „Taliban in Nadelstreifen“.

Um diesen Leerverkäufern Einhalt zu gebieten, reagierten die meisten Börsenregulatoren auf die Finanzkrise von 2007-2009 weltweit mit Verboten oder Beschränkungen. Diese Verbote und Beschränkungen waren sehr unterschiedlich konzipiert. So verhängte zum Beispiel Australien ein allgemeines Leerverkaufsverbot, wogegen die USA oder die Schweiz nur einzelne Finanztitel mit einem Bann belegten. Die Inkraftsetzung der Sperren und deren Dauer variierten ebenfalls sehr stark. Ein Konsens schien aber bei der Begründung dieser Eingriffe ins Finanzsystem zu herrschen: Missständen entgegen zu wirken, Verhindern von Marktmanipulation und Stabilisierung des Finanzsystem waren häufig genannte Gründe.

Die vielen scharfen Kritiken, das weltweiten Vorgehen und die Begründungen werfen ein sehr negatives Licht auf die Leerverkäufer. Deshalb ist es auch nicht verwunderlich, dass sie zu den Prügelknaben der Öffentlichkeit geworden sind. Es gibt aber auch eine Minderheit, die sich der öffentlichen Meinung widersetzt, und darauf hindeutet, dass Leerverkäufer wichtig sind für den Markt, da sie zusätzliche Liquidität schafften, zu einem effizienteren Markt beitragen, indem sie schneller schlechte Nachrichten in einem Kurs widerspiegeln, und dabei helfen würden, die marktgerechten Preise zu finden. Gerne sehen sich die Leerverkäufer auch als Finanzpolizisten, die nicht nur dafür verantwortlich sind die überbewerteten Kurse zu korrigieren, sondern auch Finanzfälschungen aufzudecken. Dabei wird oft auf James Chanos, einen Hedgefonds Manager, verwiesen, der im Jahr 2000 Berühmtheit erlangte, als er einer

---

<sup>1</sup> Vgl. Fabozzi 2004, S. xi

<sup>2</sup> Proverbs 24:17 „Do not rejoice when your enemy falls and do not let your heart be glad when he stumbles“

<sup>3</sup> Vgl. Fabozzi 2004, S. 182

der ersten war, der bei Enron Ungereimtheiten in den Finanzzahlen entdeckte und somit mitverantwortlich war für die Aufdeckung des Finanzbetrug.

Wie beschrieben hat die Diskriminierung der Leerverkäufer eine Jahrhunderte lange Tradition und die Leerverkäufer müssen, ob zu Unrecht oder nicht, ihr Tun immer wieder rechtfertigen. Bei all diesen Diskussionen wird meist ausser Acht gelassen, dass eigentlich gar kein Konsens darüber herrscht, wie schädlich die Leerverkaufsstrategie wirklich ist, oder ob diese Praktik sogar wünschenswert sein könnte. Diese Arbeit versucht deshalb Licht ins Dunkel zu bringen und sich mit den Leerverkäufen und deren Regulation auseinanderzusetzen.

### **Zielsetzung**

Diese Diplomarbeit hat ausgehend von der Problemstellung das Ziel, einen Beitrag zur Diskussion über die Leerverkaufsproblematik zu leisten. Sie soll einen Überblick über das praktische Vorgehen der Leerverkäufer, die Fachbegriffe zu diesem Thema und die Geschichte verschaffen und damit zusammenhängend folgende Fragen beantworten: „Was sind Leerverkäufe, aus welchem Grund werden sie praktiziert, was sind ihre Risiken, welches ist ihre Entstehungsgeschichte und welche Möglichkeiten existieren, um die Leerverkäufe zu regulieren?“ Im weiteren Verlauf wird diese Arbeit, basierend auf der bisherigen Fachliteratur, versuchen darauf einzugehen, was die möglichen Folgen von Leerverkäufen und deren Regulation für das Wirtschaftssystem sein können.

### **Methodisches Vorgehen**

Die Arbeit setzt sich folgendermassen zusammen: Nach diesem einleitenden Kapitel, wird in *Kapitel 2* zuerst die grundlegende Funktionsweise von Leerverkäufen erklärt und wichtige Fachbegriffe, die in der Praxis zu diesem Thema oft auftauchen, beschrieben und definiert. Auch die Motive, die hinter den Leerverkäufen stehen und die Risiken, welche der Verkäufer auf sich nehmen muss, sind Teil dieses 2. Kapitels. Des weiteren wird auf einzelne Regulationen eingegangen, welche Leerverkäufe erschweren oder gänzlich verunmöglichen.

*Kapitel 3* beschäftigt sich mit der Entstehungsgeschichte der Leerverkäufe und Regulationen und beschreibt was in der Zeitspanne von der möglichen Geburtsstunde der Leerverkäufe bis heute wissenswertes vorgefallen ist.

*Kapitel 4* präsentiert die gesammelten Argumente aus der Fachliteratur die für oder gegen eine Restriktion sprechen. Dabei werden die verschiedenen Ergebnisse zu den einzelnen Untersuchungskriterien einander gegenübergestellt, um einen geordneten Überblick zu verschaffen.

*Kapitel 5* rundet die ganze Arbeit ab indem es die gewonnenen Erkenntnisse aus dem 4 Kapitel Zusammenfasst und versucht, die Konsequenz von Regulationen zu beschreiben. Diese Zusammenfassung wird unterlegt mit Aussagen von Ökonomen, welche sich zu der aktuellsten Finanzkrise von 2007 bis 2009 geäußert haben.

### **Resultate**

Es ist durchaus möglich, dass in früheren Jahren, als die Märkte noch nicht so entwickelt waren, Verbote zu einer Verbesserung der wirtschaftlichen Stabilität beitrugen. Heute aber äussern sich viele wissenschaftliche Studien negativ gegenüber Verboten, aus der Erkenntnis, dass Leerverkäufe, sei es aus Liquiditätsgründen und/oder im Hinblick auf eine verbesserte Preisfindung, wichtig sind. Eine öffentliche Hetzjagd auf die Leerverkäufer ist somit in keiner Weise begründet. Im weiteren sind sich die Wirtschaftswissenschaftler auch darüber einig, dass die Tick Regeln nicht nur einen Kursverfall nicht verhindern können, sondern sogar Irritationen in den Markt bringen. Somit finden sie auch diese Art von Regulation eher schädlich als nützlich. Die USA hat bereits die Konsequenzen aus dieser Erkenntnis gezogen und die Tick Regeln abgeschafft. Anders als bei den Verboten und den Tick Rules sehen die Fachleute aber in den Meldepflichten eine probate Regulation um Kursmanipulation zu verhindern.

Aufgrund dieser Erkenntnisse ist zu erwarten, dass in zukünftigen Krisen weniger mit Leerverkaufsverboten reagiert wird: Vielmehr herrscht in Fachkreisen der Grundtenor, dass andere Wege gesucht werden müssen, um dem Problem Herr zu werden. Vor allem in den USA ist ein Trend in diese Richtung eindeutig, wogegen in Deutschland die Regulatoren in der jüngsten Krise sofort wieder Leerverkaufsverbote einführten, als durch die Wirtschaftprobleme in Griechenland der Euro stark an Wert verlor.

Wenn auch schon seit einigen Jahren zum Thema Regulierung von Leerverkäufen geforscht wird und somit viele wissenschaftliche Arbeiten dazu publiziert wurden, ist die Wirkung von Leerverkäufen und deren Regulation nach wie vor umstritten. Es werden daher noch viele Studien nötig sein, um das Wesen der Leerverkäufe und deren Regulierung wirklich umfassend zu verstehen.