

Leerverkäufe – eine Überprüfung

Zur Kontroverse um Leerverkäufe und Hedge Fonds

*Alexander M. Ineichen, CFA
Managing Director
Head of Equity Derivatives Research
UBS Warburg, London*

In Bezug auf Leerverkäufe bestehen viele Mythen. Der von der Bundesregierung ursprünglich vorgeschlagene Entwurf zum 4. Finanzmarktförderungsgesetz enthielt eine Klausel, die ermöglichen sollte, Leerverkäufe in Deutschland vorübergehend zu untersagen. Das Finanzministerium warnte davor, daß Verzerrungen in den nationalen Finanzmärkten und -instituten in einem stark integrierten internationalen Finanzsystem eine Gefahr für die weltweite finanzielle Stabilität darstellen können. Als Hauptfaktoren einer Instabilität wurden eine schwache Bankenaufsicht in offshore Finanzmärkten sowie eine unzulängliche Überwachung der Risikopositionen bei Hedge Funds genannt.

Durch Leerverkäufe profitiert der Markt von zwei wichtigen Aspekten: Marktliquidität und Effizienz bei der Kursfestlegung. Erhebliche Marktliquidität wird durch Leerverkäufe von Marktexperten, wie Marktmachern, Pakethändlern und Spezialisten erzielt, welche das Geschäft der Märkte erleichtern, indem sie temporäre Angebots- und Nachfrageschwankungen nach Wertpapieren ausgleichen. Im gleichen Ausmaß, wie Leerverkäufe von Wertpapierfachleuten ausgeführt werden, erhöht sich durch solche Leerverkaufsaktivitäten tatsächlich die Handelsnachfrage nach Aktien die für Käufer zur Verfügung stehen und verringert das Risiko, dass der Kurs, der von den Anlegern gezahlt wird, wegen eines zeitweiligen Nachfragerückgangs künstlich hoch ist.

Leerverkäufe können auch zu einer effizienteren Kursfestlegung an den Aktienmärkten beitragen: Effiziente Märkte erfordern, dass sich in den Kursen sämtliche Kauf- und Verkaufsinteressen widerspiegeln. Wenn ein Short-Seller auf eine Abwärtsbewegung eines Wertpapiers spekuliert, stellt seine Transaktion ein Spiegelbild der kaufenden Person dar, die dieses Wertpapier basierend auf der Spekulation kauft, dass der Kurs steigt. Sowohl der Käufer als auch der Short-Seller hoffen einen Profit davon zu tragen, indem sie das Wertpapier zu einem bestimmten Kurs kaufen und zu einem höheren Kurs verkaufen. Die Strategien unterscheiden sich in erster Linie in der Abfolge der Transaktionen. Marktteilnehmer, die glauben, dass eine Aktie überbewertet ist, können Leerverkäufe vornehmen, um von einer wahrgenommenen Kursabweichung gegenüber dem tatsächlichen wirtschaftlichen Wert zu profitieren. Solche Short-Seller erhöhen die Effizienz bei der Kursfestlegung eines Titels, da ihre Transaktionen den Markt über ihre Bewertung der zukünftigen Kursentwicklung informieren. Diese Bewertung sollte sich im resultierenden Handelskurs des Wertpapiers widerspiegeln. Arbitrageure tragen ebenfalls zur Effizienz bei der Kursfestlegung bei, indem sie Leerverkäufe verwenden, um von Kursschwankungen zwischen eine Aktie und einem derivativen Wertpapier, wie einem wandelbaren Wertpapier oder einer Aktienoption, zu profitieren. So kann beispielsweise ein Arbitrageur ein wandelbares Wertpapier kaufen und einen Leerverkauf der zugrunde liegenden Aktie vornehmen, um von der derzeitigen Kursdifferenz zwischen zwei wirtschaftlich ähnlichen Positionen zu profitieren.

Eine der wichtigsten Voraussetzungen für einen Markt ist folglich das Vorhandensein von Käufern und Verkäufern. Das heißt, ein Markt muss nicht homogen, sondern heterogen sein. Eines der Phänomene finanzieller Übertreibungen (wie die jüngste Internet-Blase gezeigt hat) ist, dass es für Short-Seller schwierig ist, Aktien zu leihen und damit Leerverkäufe zu tätigen. Eine Blase ist eine Abkehr der Kurse von ihrem inneren Wert und wird durch ein Ungleichgewicht zwischen Käufern und Verkäufern verursacht. Darüber hinaus neigen langfristig orientierte Anleger eher zu Panikverkäufen. Der Short-Seller neigt eher zum Kauf, um seine Positionen glattzustellen. Der astronomische Anstieg und anschließende Fall des NEMAX, um ein deutsches Beispiel zu nennen, scheint ein Argument gegen das vom deutschen Finanzministerium angestrebte Verbot zu sein.

Der bedeutendste Fehler hinsichtlich Leerverkäufen ist die Bezeichnung von Hedge Funds als homogene Masse gleich gesinnter Anleger. In der Praxis existiert eine ganze Reihe unterschiedlicher Hedge Funds-Typen, jeder mit anderen Anlagekriterien und unterschiedlichen Risiko/Ertrags-Zielen. Im allgemeinen kann die Mehrheit der Aktienanleger jedoch in zwei Kategorien unterteilt werden: Arbitrage und Long/Short-Positionen. Der Arbitrage-Hedge-Fund wird als kurzfristige Sicherheit in Form eines Hedge gegenüber einer entsprechenden Long-Position in einem eng verbundenen Wertpapier (z.B. eine Wandelanleihe, ein Warrant oder ein Unternehmen für das geboten wird, sofern ein Anteil aus dem Aktientauschgeschäft vorhanden ist) verwendet. Ihre Aktivität kann also große Transaktionen umfassen, ist aber hinsichtlich der Richtung des gesamten Unternehmens oder des Markts neutral. Anleger von Long/Short-Positionen investieren anhand der Fundamentaldaten der Unternehmen und halten neben Short-Positionen in ‚überbewerteten‘ Unternehmen auch Long-Positionen in ‚unterbewerteten‘ Unternehmen. Auch ihre Aktivitäten können große Transaktionen umfassen, aus der Perspektive des Marktes verlaufen sie aber meist neutral. Es gibt einige Fonds, die stärker richtungsorientiert sind: Makrofonds und Leerverkaufsfonds. Sie machen aber gegenwärtig nur einen sehr geringen Anteil des Hedge Fund-Universums aus. Auf Hedge Funds entfallen rund 500 Mrd. USD. Selbst wenn man eine Hebelwirkung einrechnet, ist der derzeit unter dem Strich erzielte Betrag aus Hedge Funds im Gesamtmarkt gering.

Durch das Untersagen von Leerverkäufen erhöhen sich die Marktineffizienzen: Eine der Charakteristiken eines effizienten Marktes ist, dass neue Informationen schnell verbreitet werden und sich rasch im Kurs niederschlagen. Durch schlechte Nachrichten verringert sich (normalerweise) der Kurs, während gute Nachrichten den Kurs eines Wertpapiers oder einer Anlage ansteigen lassen. Auf Grund dieses Zusammenhangs widerspiegeln sich im Kurs stets die jeweils verfügbaren Nachrichten. Durch das Untersagen von Leerverkäufen kommen gute Nachrichten beim Preismechanismus schnell zum Tragen, während dies bei schlechten Nachrichten nur begrenzt funktioniert. Das heißt, der Marktpreismechanismus, also die Wechselwirkung zwischen Käufern und Verkäufern, ist gestört, die Markteffizienz nimmt ab.

Miller (1987)¹ schlägt eine Änderung der Hypothese effizienter Märkte (EMH) vor, indem er argumentiert, dass ‚Kurse durch den Kauf und Leerverkauf informierter Anleger gebunden sind‘. Short-Seller, welche den Kursanstieg stoppen, wenn die mögliche Rendite groß genug ist, um die Kosten der Short-Position zu erhöhen, legen die Obergrenzen der Wertpapierkurse fest. Die Fähigkeit des Short-Sellers zu verkaufen, wird zur kritischen Größe der oberen Kurslimite. Da so viele Beschränkungen hinsichtlich Leerverkäufen bestehen (wie das vorgeschlagene Verbot des deutschen Finanzministeriums, Verbote von Institutionen, untragbare Transaktionskosten, beschränktes Universum aufgenommener Aktien usw.), werden Aktien nicht zu einem effizienten Kurs, sondern innerhalb einer Bandbreite gehandelt. Miller (1987) rät Portfoliomanagern, nach falsch kalkulierten Aktien zu suchen, um diese zu verkaufen, weil mehr überbewertete als unterbewertete Aktien identifiziert werden können.

Wie bei allen Wirtschaftsaktivitäten gibt es immer Einzelpersonen, die sich nicht regelkonform verhalten. Bei Leerverkäufen ist das nicht anders. Das Hauptvergehen (und wahrscheinlich das am meisten praktizierte) ist das Verbreiten von Gerüchten. Solche Short-Seller verbreiten Nachrichten mit negativem Inhalt, in der Hoffnung, dass der Markt auf diese Nachrichten ‚reagiert‘ und so Druck auf den Kurs ausübt. Ein weiteres Vergehen ist das Verbreiten guter Nachrichten, das heißt, ein Gerücht über eine gerade bevorstehende Fusion. In der Vergangenheit wurden Internet-Chat-Rooms manchmal für die Verbreitung falscher Informationen benutzt. Eine weitere Strategie könnte darin bestehen, den Aktienkurs vor einer feindlichen Übernahme durch entsprechende Äußerungen zu drücken. Die Übernahmefirma verteilt negative Informationen, die entweder falsch oder grob übertrieben sind. Da es für das Unternehmen möglicherweise schwierig ist, schlechte Nachrichten zu bekämpfen, kann diese einfache Strategie helfen, den Aktienkurs des anvisierten Unternehmens auf ein Niveau zu drücken, welches es der Übernahmefirma erlaubt, preiswerte Anteile anzuhäufen, bevor der Übernahmekandidat seine Stellung im Markt korrigieren kann. Ein weiteres Beispiel von Manipulation ist das ‚Baisse-Manöver‘, bei welchem Leerverkäufe mit einer Aktie getätigt werden, um den Kurs, durch Schaffung eines Ungleichgewichts des Verkaufsdrucks, zu senken.

Nach den terroristischen Greueln vom letzten September, sind in der Presse viele Artikel über Hedge Funds geschrieben worden, welche die tragischen Fälle angeblich ausnutzten und wie es durch Leerverkäufe zu einer Konjunkturschwäche gekommen ist. Dies führte zu Kritik am gesamten Effektenmarkt. Vieles von dem was gesagt worden ist, basiert bestenfalls auf schlecht informierter Spekulation und ist im schlechtesten Fall blanker Unsinn. Es mag in der menschlichen Natur liegen einen Schuldigen zu suchen, wenn die Märkte nach unten zeigen. Es ist aber

¹ Miller, Edward M. (1987) “Bounded Efficient Markets: A New Winkle to the EMH,” Journal of Portfolio Management, Vol. 13, No. 4 (Summer), pp. 4-13.

nicht nur verfehlt, Hedge Funds und Leerverkäufe dafür verantwortlich zu machen, sondern man läuft gleichzeitig Gefahr, gut funktionierende Marktmechanismen zu stören. Die Effektenbeleihung ist in vielen Bereichen des Markts eine Notwendigkeit: Jeder Händler, der einem Käufer Liquidität zur Verfügung stellt, muss in der Lage sein den Titel zu beleihen, um bei Verkauf liefern zu können; Effektenbeleihung ist notwendig um den Abrechnungsprozess zu erleichtern, damit ein Verlust des Handels verhindert werden kann; Jeder Derivate-Händler muss zur Absicherung seiner Positionen Aktien beleihen können. Darüber hinaus wirft die Mehrheit des professionellen Effektenmarktes eine Dividende ab und wird zwischen Anlegern mit unterschiedlichen Steuerpflichten gehandelt. Und ja, die Effektenbeleihung wird auch von Hedge Funds verwendet, wenn sie Leerverkäufe tätigen möchten. Wenn die Effektenbeleihung verschwindet, würde es in Folge zu einer dramatischen Austrocknung der Liquidität, einer beträchtlichen Verringerung der verfügbaren Derivate und, auf Grund der verzögerten Abrechnung, zu erhöhten Friktionskosten bei den Transaktionen kommen.

Auf der ersten Seite ihres Buches zitiert Staley (1997)² den erfolgreichen Anleger Bernard Baruch. Dieses Zitat fasst die Probleme zusammen, die mit Leerverkäufen einhergehen:

„Bären können nur Geld verdienen, wenn die Stiere die Aktien auf ein Niveau drücken, auf welchem sie überbewertet und ungesund sind.“

„In diesem Land [USA] sind Stiere immer populärer gewesen als Bären, weil Optimismus ein so starker Teil unseres Erbes ist. Natürlich kann Über-Optimismus mehr Schaden anrichten als Pessimismus, da die Vorsicht eher vernachlässigt wird.“

„Um die Vorteile eines freien Marktes genießen zu können, braucht es Käufer und Verkäufer, sowohl Optimisten als auch Pessimisten. Ein Markt ohne Bären wäre wie eine Nation ohne freie Presse. Es gäbe keine Kritiker, welche vor falschem Optimismus warnen, der stets im Desaster endet.“

Schlussnotiz

Die aufgeführten Meinungen sind diejenigen von Alexander Ineichen und müssen nicht unbedingt mit denjenigen von UBS Warburg übereinstimmen.

² Staley, Kathryn F. (1997) “The Art of Short Selling,” John Wiley: New York