



Informationsbroschüre Leerverkäufe

Einblick in Theorie und Praxis der Funktionsweise
von Leerverkäufen und der Auswirkungen
von Leerverkaufsbeschränkungen

Tätigkeitsfelder des Bundesverbandes Alternative Investments e.V.

Interessen- vertretung

Assetklassen- und produktübergreifende Interessenvertretung für Alternative Investments (AI). Seit 1997 mit aktuell rund 230 in- und ausländischen Mitgliedern (KVGern, Asset Manager, Banken, Service Provider und Berater).

Recht & Regulierung

Einsatz für wettbewerbsfähige Rahmenbedingungen für Anlagen in AI, insbesondere auch im Hinblick auf die Sicherung der deutschen Altersvorsorge. Unterstützung durch Fachausschüsse zur Fonds- und Marktregulierung, Investmentbesteuerung und Investorenaufsichtsrecht.

Markt, Research & Öffentlichkeitsarbeit

Regelmäßige Umfragen im Bereich AI (BAI Investor Survey), Erstellung von Due Diligence Questionnaires, Fact Sheets und Informationsbroschüren sowie eigener Studien zu AI. Verbesserung des Verständnisses Alternativer Investments und Anlagestrategien in der Öffentlichkeit. Unterstützung durch den BAI Investorenbeirat mit Mitgliedern aus Versicherungen, Pensionskassen, Versorgungswerke und Stiftungen.

Veranstaltungen

Veranstalter der jährlichen Branchenkonferenz BAI Alternative Investor Conference (AIC) in Frankfurt, zusätzlich zahlreiche BAI Insights, BAI Workshops und BAI Webinare mit insgesamt über 5.000 Teilnehmern innerhalb eines Jahres, davon alleine 600 auf der AIC.

Wissenschaft & Lehre

Förderung von Wissenschaft und Lehre (z. B. BAI Wissenschaftspreis, Druckkostenzuschuss und AI-Studiengänge).

Inhaltsverzeichnis

Einleitung	1
Grundlagenwissen zu Leerverkäufen	2
Funktionsweise von Leerverkäufen	3
Nutzen und Risiken von Leerverkäufen.....	5
Regulierung von Leerverkaufsaktivitäten	7
Auswirkungen von Leerverkaufsverboten	10
Covid-19-Pandemie: Leerverkaufsverbote in der EU	14
Fazit und Ausblick.....	16
Literaturverzeichnis.....	18

Einleitung

Die Auswirkungen von Leerverkäufen auf Aktienkurse, Marktqualität und Informationsfluss werden von der Wissenschaft, den Marktaufsichtsbehörden und der Politik nach wie vor kontrovers diskutiert. Aktuelle Brisanz erfährt das Thema durch den Fall Wirecard und die Covid-19-Pandemie, deren unmittelbaren Auswirkungen und Langzeitfolgen die Aktienkurse im Februar und März 2020 weltweit abrupt einbrechen ließen.

Wenige Dinge sind vorhersehbarer, wenn Börsenkurse einbrechen, als wiederkehrende Forderungen nach regulatorischen Eingriffen, um „Spekulation“ zu unterbinden. In solchen Ausnahmesituationen rücken wiederholt auch Leerverkaufsaktivitäten in den Fokus der Öffentlichkeit. Einzelne Politiker und Berichterstatter fordern Regulierungsbehörden nahezu mit Pawlowschen Reflexen auf, Interventionen zu ergreifen und Leerverkäufe zu verbieten und das, obwohl wissenschaftlich längst nachgewiesen ist, dass mögliche positive Effekte solcher Leerverkaufsverbote kaum messbar sind.

Im Gegenteil: wichtige Funktionen, die Leerverkäufer auf den Wertpapiermärkten erfüllen, gehen mit Verboten verloren. Grundsätzlich erhöhen Leerverkaufsaktivitäten die Liquidität und verbessern die Preiseffizienz an den Märkten, da sich Angebot und Nachfrage durch erweiterte Handelsmöglichkeiten schneller ihrem Gleichgewicht nähern. Leerverkaufspositionen bieten zudem durch ihre Signalwirkung eine zusätzliche Informationsquelle für alle Marktteilnehmer, die durch Verbote genommen wird.

Wenn es jüngst noch eines Beweises bedurft hätte, wie wichtig die Funktion von Leerverkäufern am Kapitalmarkt ist, dann war es der Fall der Wirecard AG. Vermeintliche Short-Seller-Attacken, die sogar einen unüblichen Markteingriff der BaFin – es war das erste Mal, dass die BaFin durch eine Allgemeinverfügung ein vorübergehendes Leerverkaufsverbot für eine einzelne Aktie verhängte – veranlassten, entpuppen sich schlussendlich als Analysevorsprung öffentlich verfügbarer Informationen seitens der Leerverkäufer, sodass diese letztlich sogar dazu beigetragen haben, einen Betrug zu entlarven.

Diese Informationsbroschüre soll zum aktuellen Diskurs rund um das Thema Leerverkäufe, deren Regulierung und Verbote beitragen und eine differenzierte Auseinandersetzung mit der Materie ermöglichen. Dazu wird zunächst die grundsätzliche Funktionsweise von Leerverkäufen vermittelt, bevor auf die wissenschaftliche Diskussion um Nutzen und Risiken von Leerverkäufen, die Regulierung von Leerverkaufsaktivitäten innerhalb der EU sowie auf die Auswirkungen von Leerverkaufsverboten auf den Kapitalmarkt und dessen Marktakteure eingegangen wird.

Grundlagenwissen zu Leerverkäufen

Der Terminus „Leerverkauf“ (engl.: *short sale*) beschreibt nach Art. 2 Abs. 1 (b) der **EU-LeerverkaufsVO** (s. u.) „im Zusammenhang mit Aktien oder Schuldinstrumenten einen Verkauf von Aktien oder Schuldinstrumenten, die sich zum Zeitpunkt des Eingehens der Verkaufsvereinbarung nicht im Eigentum des Verkäufers befinden, einschließlich eines Verkaufs, bei dem der Verkäufer zum Zeitpunkt des Eingehens der Verkaufsvereinbarung die Aktien oder Schuldinstrumente geliehen hat oder eine Vereinbarung getroffen hat, diese zu leihen, um sie bei der Abwicklung zu liefern.“¹

Es wird unterschieden zwischen **gedeckten und ungedeckten Leerverkäufen**. Im Gegensatz zu ungedeckten Leerverkäufen leiht der Verkäufer bei gedeckten Leerverkäufen das entsprechende Wertpapier vorab von einem Dritten aus. Diese Praxis wird gemeinhin als Wertpapierleihe bezeichnet. Das Verhältnis zwischen dem Leerverkäufer und dem Dritten muss so ausgestaltet sein, dass der Leerverkäufer das Eigentum an den entliehenen Wertpapieren an den Käufer übertragen kann. Um der Lieferverpflichtung zu einem späteren Termin nachkommen zu können, muss sich der Leerverkäufer bis zum Erfüllungszeitpunkt mit den entsprechenden Wertpapieren gleicher Art und Menge eindecken.

Neben dem Handel von Aktien, Anleihen, Währungen oder Rohstoffen kann ein Leerverkauf auch über *Derivate*² *synthetisch* realisiert werden, wodurch Verkauf und nachfolgender Kauf des zugrundeliegenden Wertpapiers entfallen. Dazu können beispielsweise Short-Futures, Put-Optionen oder Credit Default Swaps (CDS)³ eingesetzt werden. Durch diese Möglichkeiten, derivative Wertpapiere zu handeln oder Short-Positionen über (gedeckte) Leerverkäufe einzugehen, können Leerverkäufer (z. B. Hedgefonds) auch von fallenden Wertpapierkursen profitieren.

¹ Verordnung (EU) Nr. 236/2012 vom 14. März 2012 über Leerverkäufe und bestimmte Aspekte von Credit Default Swaps.

² **Derivate** sind Verträge, deren wirtschaftlicher Wert vom Zeitwert eines marktbezogenen Basiswertes abgeleitet wird. Durch diese können Gewinnmöglichkeiten erschlossen werden, die durch traditionelle Investitionen in Aktien und Anleihen nicht zur Disposition stehen. Derivative Strategien können zudem die Hebelwirkung des Fonds erhöhen.

³ **CDS** sind Kreditderivate zur Absicherung von Kreditrisiken und damit ein wichtiges Werkzeug zur Risikosteuerung von Kreditgeschäften und Investitionen. CDS können zudem wichtige Signale für mögliche Ausfallrisiken geben und zudem die Liquidität und Allokationseffizienz des Gesamtmarktes fördern.

Funktionsweise von Leerverkäufen

Ein Leerverkauf läuft in der Regel nach den folgenden Schritten ab (vgl. Abbildung 1):

Der Leerverkäufer leiht sich das Wertpapier für eine bestimmte Dauer, beispielsweise über einen sog. Prime Broker⁴ oder direkt von einem anderen Marktteilnehmer (z. B. Investmentfonds oder Großbank) und zahlt dafür eine Leihgebühr.⁵ Für gewöhnlich wird die Hinterlegung von Sicherheiten (Margin)⁶ verlangt, um das Kontrahentenrisiko für den Verleiher abzusichern.

Das geliehene Wertpapier wird daraufhin zum aktuellen Marktpreis vom Leerverkäufer an einen weiteren Marktteilnehmer verkauft. Zu einem späteren Zeitpunkt kauft der Leerverkäufer das Wertpapier zum dann aktuellen Marktpreis und gibt das Wertpapier dem Verleiher vor oder mit Ablauf der vereinbarten Leihfrist zurück.

Der Gewinn/Verlust aus dem Leerverkauf ergibt sich für den Leerverkäufer aus der Differenz zwischen dem Verkaufspreis (zum Zeitpunkt t) und dem Kaufpreis (zum Zeitpunkt $t + n$) abzüglich der Leihgebühr (über die Leihgebühr hinaus sind unter anderem auch die Dividendenzahlungen vom Leerverkäufer an den Eigentümer zu entrichten) und den Kosten für die Durchführung der Transaktion. Da das Halten einer Short-Position mit Kosten verbunden ist, kann der Leerverkäufer seine Position nicht unbegrenzt halten.

Bisher nicht genannt ist jene Partei (meist ein Unternehmen), das die leerverkauften Wertpapiere emittiert hat. Sie spielt eine passive Rolle in diesem Prozess, ist aber nichtsdestotrotz wichtig. In der Regel haben Unternehmen keinen Vorteil, wenn ihre Aktien oder Anleihen leerverkauft werden. Es liegt auf der Hand, dass Leerverkäufe tendenziell nicht als Vertrauensvotum für das eigene Unternehmen angesehen werden.

⁴ **Prime Broker** (so. „Big Three“: JP Morgan, Goldman Sachs und Morgan Stanley) bieten Hedgefonds den Service, geeignete Quellen für die Bereitstellung der leer zu verkaufenden Wertpapiere zu arrangieren. Entweder sind die Prime Broker selbst im Besitz der zu verleihenden Wertpapiere, oder sie leihen sich diese bei anderen Marktteilnehmern, die Leihprämien vereinnahmen möchten, aus.

⁵ Anstatt beispielsweise einfach ein Aktienpaket zu halten und darauf zu warten, dass sein Wert steigt, kann sich ein klassischer Investmentfonds dafür entscheiden, dieses Aktienpaket auszuleihen und so zusätzlich zu einer eventuellen Wertsteigerung eine Prämie für die **Wertpapierleihe** erhalten. Ohne diese Vermögensigentümer, die bereit sind, ihre Vermögenswerte zu verleihen, wären Leerverkäufe nicht möglich.

⁶ Gemäß den gesetzlichen Bestimmungen in den USA müssen z. B. Leerverkaufspositionen über Margin-Konten gehalten werden, die Kapital in Höhe von mindestens 150 % des Wertes der ursprünglichen Transaktion halten müssen.

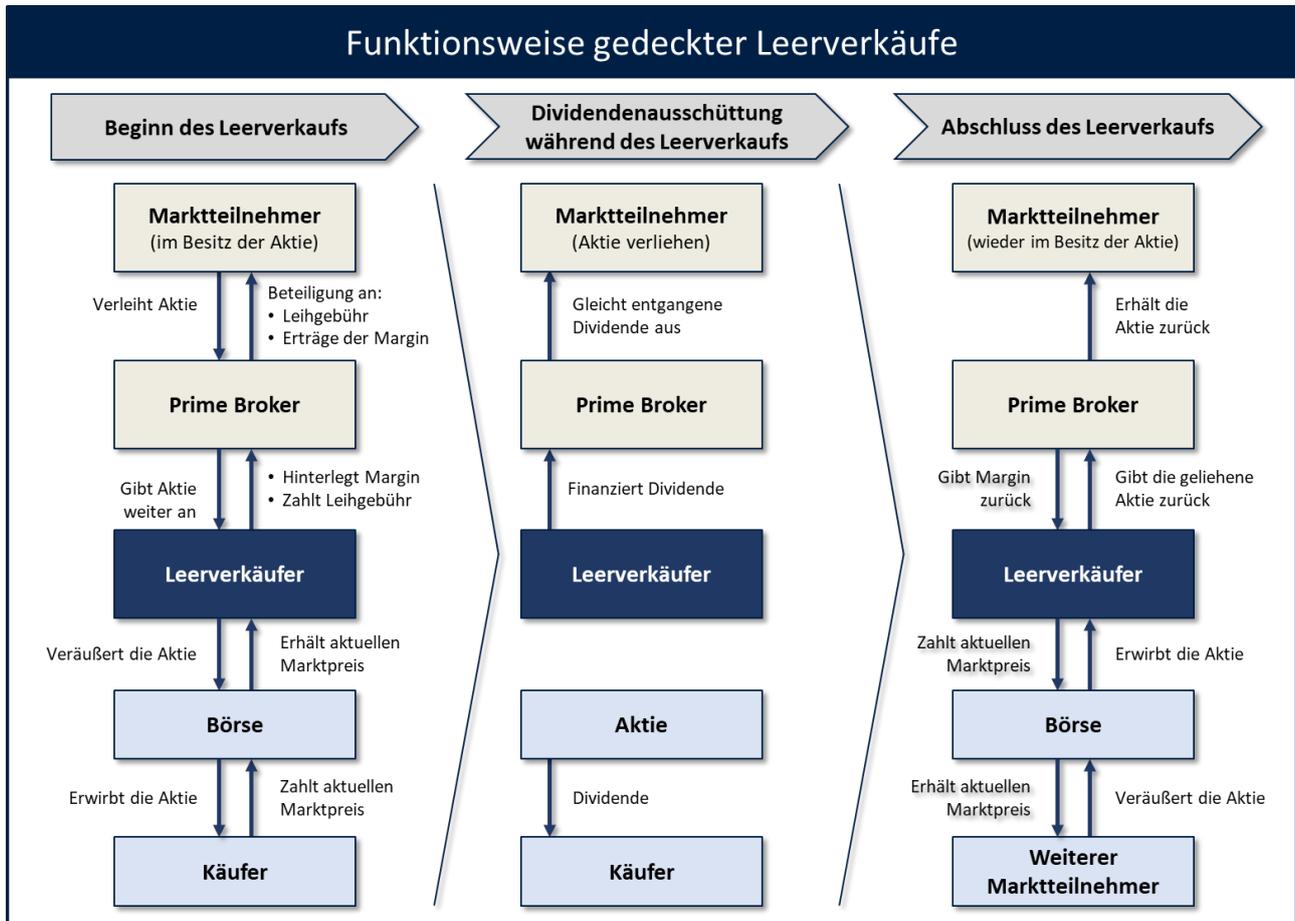


Abbildung 1: Vereinfachte Funktionsweise eines gedeckten Leerverkaufs einer Aktie via Prime Broker.

Die Gewinne bei Leerverkäufen sind begrenzt, da die leerverkauften Wertpapiere theoretisch nicht unter den Wert Null fallen können. Jedoch können beträchtliche Risiken für den Leerverkäufer entstehen, wenn die leerverkauften Wertpapiere im Wert steigen. Es gibt keine obere Grenze für Wertpapierpreise. Mögliche Verluste sind damit unbegrenzt.

Risiken können auch beim Rückkauf der geliehenen Wertpapiere entstehen, beispielsweise wenn es zu einem so genannten „Short Squeeze“ kommt. Margin Calls sind eine mögliche Ursache von Short Squeezes, bei denen Leerverkäufer gezwungen sind, ihre Positionen durch den Rückkauf des Vermögenswertes zu decken, wodurch zusätzliche Nachfrage nach diesem Vermögenswert entsteht und somit sein Preis weiter steigt. Short Squeezes können auch auftreten, wenn die Möglichkeit besteht, dass der Eigentümer des Vermögenswertes diesen vor Abschluss des Leihgeschäftes zurückfordert (z. B. bei stark steigenden Wertpapierpreisen).

Auch zum Ablauf des Leihgeschäfts, wenn die Liquidität des leerverkauften Wertpapiers gering oder der Kurs stark gestiegen ist, kann der Leerverkäufer Probleme bei der Wiedereindeckung bekommen. Zusätzliche Nachfrage nach dem Wertpapier lässt den Kurs weiter steigen. Der steigende Kurs und die stark gestiegene Sicherheitsmargin (mit dem Anstieg des Preises des Vermögenswerts steigt auch die erforderliche Margin) können Leerverkäufer in finanzielle Schwierigkeiten bringen. Vereinfacht gesagt gilt: Je stärker der Kurs ansteigt, desto mehr Leerverkäufer müssen das Wertpapier kaufen, um ihre Verluste zu begrenzen.

Nutzen und Risiken von Leerverkäufen

Neben der reinen Gewinnerzielungsabsicht des Leerverkäufers durch Identifikation überbewerteter Wertpapiere gibt es weitere Gründe, Leerverkäufe zu tätigen. Insbesondere die Einsatzmöglichkeiten im Risikomanagement sind vielfältig. Mit Short-Positionen werden u. a. Teile des Wertpapierportfolios kurzfristig gegen Kursverluste abgesichert (**Hedging**), ohne Wertpapiere verkaufen zu müssen und die festgelegte Assetallokation zu verändern. Rohstoffhändler können sich beispielsweise durch einen Leerverkauf gegen sinkende Rohstoffpreise absichern. Anders als in den Medien häufig zugespitzt dargestellt, sind Leerverkäufe in der Regel nicht rein spekulativer Natur.

Die Auswirkungen von Leerverkäufen auf Aktienkurse, Marktqualität und Informationsfluss werden von der Wissenschaft, den Marktaufsichtsbehörden und der Politik nach wie vor kontrovers diskutiert. So z. B. auch die Wirkungsweise von Leerverkäufen auf die **Informationseffizienz** der Wertpapierpreise. Diese ist eine der wesentlichen Kapitalmarktfunktionen und kann erhebliche Auswirkungen auf die Realwirtschaft haben. Vieles deutet darauf hin, dass Leerverkäufer eine wichtige Rolle im effizienten Preisfindungsprozess von Wertpapieren einnehmen.

Boehmer und Wu (2013) analysieren die Auswirkungen von Leerverkäufen auf die Informationseffizienz von Wertpapierpreisen. Ihre Ergebnisse liefern eine detaillierte und integrierte Sicht auf die Rolle, die Leerverkäufer auf den Aktienmärkten einnehmen.⁷ Je höher der Anteil von Leerverkäufen im Bereich des Hochfrequenzhandels, desto mehr nähern sich Wertpapierpreise einem Random Walk⁸ an, sodass zusätzliche Leerverkäufe die Effizienz von Wertpapierpreisen im Sinne der Markteffizienzhypothese erhöhen. Zweitens geht ein höherer Anteil an Leerverkäufen mit kürzerer Infor-

⁷ Vgl. hier und im Folgenden Boehmer und Wu (2013), 288f.

⁸ Die Random-Walk-Theorie beschreibt den zeitlichen Verlauf von Wertpapierpreisen mathematisch, basiert auf der Markteffizienzhypothese und verfolgt den Gedanken der Nicht-Vorhersehbarkeit von Aktienkursentwicklungen.

mationsverarbeitung einher, was darauf hindeutet, dass durch Leerverkäufe öffentliche Informationen in Wertpapierpreise schneller aufgenommen werden. Zudem untersuchen Boehmer und Wu (2013) Leerverkäufe im Zusammenhang mit starken Preisbewegungen und Kurskorrekturen. Sie finden keine Anzeichen dafür, dass Leerverkäufe negative Preisschocks verstärken. Umgekehrt scheinen die Handelsmuster von Leerverkäufern eine effizientere Preisfindung selbst an hoch volatilen Handelstagen mit starken Kursbewegungen zu ermöglichen. Insgesamt deuten diese Ergebnisse darauf hin, dass Leerverkäufe eine entscheidende Rolle bei der Unterstützung rationaler Preisfindungsprozesse spielen, einer in mehreren Dimensionen wichtigen Funktion der Kapitalmärkte.

Grundsätzlich erhöhen Leerverkaufsaktivitäten die **Liquidität** und verbessern, wie oben gezeigt, die **Preiseffizienz** an den Märkten, da sich Angebot und Nachfrage durch erweiterte Handelsmöglichkeiten schneller ihrem Gleichgewicht nähern. Leerverkäufe können also aus finanzökonomischer Sicht in Situationen normaler Marktbedingungen unter mannigfaltigen Aspekten positiven Nutzen für die Gesamtwirtschaft erzielen.⁹ Denn ohne die Möglichkeit von Leerverkäufen würden negative Informationen nur verzögert oder überhaupt nicht in Wertpapierkurse eingepreist. Dieser finanzmarkttheoretischen Grunderkenntnis ist auch der europäische Gesetzgeber gefolgt, sodass Leerverkäufe im regulierten Rahmen der EU-LeerverkaufsVO (s. u.) zugelassen sind, insbesondere im Hinblick auf die Förderung der Genauigkeit und Schnelligkeit der Preisbildung auf Wertpapiermärkten.¹⁰

Sogar **Short-Seller-Aktivisten**¹¹ erfüllen demgemäß eine wichtige Aufgabe bei der Steigerung der Informationseffizienz, da diese theoretisch erst durch die Möglichkeit des Leerverkaufs gezielt auch nach negativen Informationen suchen und damit eine wichtige Funktion des Marktes, die Verarbeitung von Information, fördern. Andererseits können durch sogenannte Short-Seller-Aktivisten potenzielle Marktverwerfungen auftreten, insbesondere im Umfeld volatiler Kapitalmärkte, sodass es aus der Sicht vieler Marktteilnehmer mitunter zu übertriebenen, durch die Informationslage nicht gerechtfertigten Abwärtstrends kommen kann. Hierbei handelt es sich jedoch anders als häufig dargestellt nicht um **Marktmanipulation**¹², sofern die Informationen zutreffend und nachvollziehbar sind. Manipulativ ist dieses Verhalten erst, wenn im Sinne des Art. 12 MAR falsche oder irreführende Signale

⁹ Vgl. hier und im Folgenden Assmann et al. (2019), S. 2671.

¹⁰ Vgl. Voß (2019), S. 747.

¹¹ Short-Positionen von aktivistischen Leerverkäufern richten sich gezielt gegen ein Unternehmen.

¹² Nach Artikel 15 MAR sind Marktmanipulation und der Versuch hierzu grundsätzlich verboten. Um Fälle von Marktmanipulation aufzudecken, analysiert die BaFin Transaktions- und Orderdaten, führt Informationsrecherchen durch und beobachtet den Markt. Sie wertet Verdachtsanzeigen der Institute aus und geht Hinweisen nach, die sie von Handelsüberwachungsstellen der Börsen, Strafverfolgungsbehörden und Anlegern erhält.

in Bezug auf Angebot, Nachfrage oder Preis des leerverkauften Finanztitels gesendet werden oder ein künstliches Kursniveau herbeigeführt wird.¹³

Hingegen ist „**short and distort**“ eine grundsätzlich illegale Short-Seller-Attacke, bei der Spekulanten eine Aktie leerverkaufen und dann negative Falschinformationen über das Unternehmen verbreiten, um den Aktienkurs gezielt nach unten zu treiben. Engelberg et al. (2012) finden jedoch nur geringfügige Anhaltspunkte, dass Leerverkäufer „short and distort“-Attacken nutzen. Nur vereinzelt ist zu beobachten, dass Leerverkäufe getätigt werden und anschließend bewusst gestreute Gerüchte über das Zielunternehmen auftauchen. Es gibt zudem kaum Anzeichen dafür, dass Leerverkäufer Nachrichten über Unternehmensereignisse antizipieren können. Der wesentliche Handelsvorteil von Leerverkäufern resultiert stattdessen aus ihrer Fähigkeit, öffentlich verfügbare Informationen schneller und effizienter zu nutzen.¹⁴

Das Fallbeispiel **Wirecard**¹⁵ unterstreicht den zuletzt genannten Punkt. Vermeintliche Short-Seller-Attacken von (angelsächsischen) Hedgefonds, die sogar einen unüblichen Markteingriff der BaFin (vorübergehendes Leerverkaufsverbot) veranlassten, entpuppen sich schlussendlich als Analysevorsprung öffentlich verfügbarer Informationen seitens der leerverkaufenden Hedgefonds. Vielmehr stellt sich die Frage, ob die zeitweise negative Aktienkursentwicklung von Wirecard eine ernstzunehmende Bedrohung für das Marktvertrauen und die Finanzstabilität darstellte, und das Leerverkaufsverbot „aufgrund der wirtschaftlichen Bedeutung des Unternehmens“, wie es in der Allgemeinverfügung der BaFin¹⁶ explizit heißt, tatsächlich notwendig war.¹⁷

Regulierung von Leerverkaufsaktivitäten

Leerverkäufe finden sowohl auf Finanz- als auch Warenmärkten seit jeher statt. Ebenso alt wie die Technik des Leerverkaufs sind die Bestrebungen, diese zu regulieren. Die Geschichte von Leerverkaufsrestriktionen reicht zurück bis ins Jahr 1610. Die niederländische Regierung erließ Leerverkaufsverbote für Aktien an der 1602 gegründeten Amsterdamer Börse. Auslöser im Jahr zuvor waren Leerverkäufe von Aktien der East Indian Company unter Ausnutzung von Insiderinformationen.¹⁸

¹³ Vgl. Schmolke (2019), S. 665.

¹⁴ Vgl. Engelberg et al. (2012), 277f.

¹⁵ Ausführliche Hintergrundinformationen nachzulesen z. B. unter: <https://finanz-szene.de/payments/dan-mccrum-der-mann-der-wirecard-zu-fall-brachte/>.

¹⁶ Abrufbar unter: https://www.bafin.de/SharedDocs/Veroeffentlichungen/DE/Aufsichtsrecht/Verfuegung/vf_190218_leerverkaufsmassnahme.html.

¹⁷ Vgl. für eine ausführliche Diskussion über das Vorgehen der BaFin in der Causa Wirecard Voß (2019), S. 750ff.

¹⁸ Vgl. Bris et al. (2007).

Nachdem Aktienmärkte in England, Frankreich und später in den USA institutionalisiert wurden, kam es auch dort wiederholt zu Regulierungsbemühungen und Leerverkaufverbotsperioden.¹⁹

Das deutsche Recht kannte bis ins Jahr 2010 kein gesetzliches Leerverkaufsverbot. Allerdings gingen einer Regulierung bereits einige Allgemeinverfügungen der BaFin voraus (z. B. während der Finanzkrise), die Leerverkäufe in bestimmten Finanztiteln untersagten.²⁰ Leerverkäufe sind heute in der **Verordnung (EU) Nr. 236/2012** des Europäischen Parlaments und des Rates vom 14. März 2012 (über Leerverkäufe und bestimmte Aspekte von Credit Default Swaps) reguliert. Mit der Regelung auf Gesetzesebene wurde eine höhere Transparenz und Rechtssicherheit sowohl für Marktteilnehmer als auch für die Exekutive sichergestellt, die mit Hilfe der übermittelten Informationen feststellen kann, ob etwaige systemische Risiken durch Leerverkäufe entstehen könnten oder diese gar marktmissbräuchlich eingesetzt werden.²¹

Seitdem sind ungedeckte Leerverkäufe europaweit durch die Europäische Leerverkaufsverordnung (EU-LeerverkaufsVO) verboten. Die EU-LeerverkaufsVO findet Anwendung auf Finanzinstrumente, die zum Handel an einem Handelsplatz innerhalb der EU zugelassen sind.²² Dazu zählen ungedeckte Leerverkäufe europäischer Aktien,²³ öffentliche Schuldtitel²⁴ wie Staatsanleihen und ungedeckte CDS auf öffentliche Schuldtitel. Nach der Verordnung ist ein Leerverkauf nur möglich, wenn das Wertpapier geliehen oder ein rechtlich gleichwertiges Geschäft eingegangen wurde und sichergestellt ist, dass das Geschäft bei Fälligkeit abgewickelt werden kann. Das heißt der Verleiher muss im Eigentum der Wertpapiere sein bzw. wissen, woher bzw. von wem er diese beziehen kann (Lokalisierungserfordernis).

¹⁹ Nachzulesen ist die historische Sicht auf Leerverkaufsbeschränkungen z. B. unter: <https://dailyreckoning.com/a-short-history-of-the-bear-market/>.

²⁰ Vgl. Assmann et al. (2019), 2654f.

²¹ Für eine ausführliche, historische Aufarbeitung der Aufsichtspraxis und status quo der Leerverkaufsregulierung vgl. z. B. Voß (2019).

²² Nicht von Belang ist demnach das Domizil des Leerverkäufers, oder von wo aus ein Auftrag erteilt oder ausgeführt wurde.

²³ Dem Verbot ungedeckter Leerverkäufe in Aktien unterfallen alle "europäischen" Aktien, die an geregelten Märkten und multilateralen Handelssystemen zugelassen bzw. gelistet sind. Um "europäische" Aktien handelt es sich bei den Aktien, die ihren Haupthandelsplatz innerhalb der EU haben. Die Europäische Wertpapier- und Marktaufsichtsbehörde ESMA veröffentlicht auf ihrer Internetseite eine Negativliste (Liste der von der Leerverkaufsregulierung ausgenommenen Aktien).

²⁴ Dem Verbot ungedeckter Leerverkäufe in öffentlichen Schuldtiteln unterfallen alle öffentlichen Schuldtitel, die von einem EU-Mitgliedsstaat, der Union oder anderen öffentlichen Emittenten begeben werden.

In der EU-LeerverkaufsVO ist in Artikel 20 niedergelegt, dass in **Ausnahmesituationen**²⁵ wie einer Bedrohung der Finanzstabilität auch gedeckte Leerverkäufe kurzfristig verboten werden können (z. B. wenn Short-Seller-Attacken ein Eingreifen erfordern). Nach Artikel 23 besteht ferner die Befugnis zur befristeten Beschränkung des Leerverkaufs von Finanzinstrumenten bei signifikantem Kursverfall.

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. Die Vorschriften der EU-LeerverkaufsVO gelten auch außerhalb der EU und für natürliche oder juristische Personen aus Drittstaaten. Mit der EU-LeerverkaufsVO wurde erstmals ein Regulierungsregime entwickelt, das europaweit harmonisierte Anforderungen hinsichtlich der Transparenz von Leerverkaufspositionsanzeigen aufstellt und einheitliche Beschränkungen für die Durchführung von Leerverkäufen formuliert.²⁶

Die vielleicht am häufigsten vorgebrachte Rechtfertigung für ein Verbot von Leerverkäufen ist, dass ein solches Verbot einen Einbruch der Aktienkurse verhindern könne. Ausgangspunkt dafür ist die Annahme, dass Leerverkäufe zum Verkaufszeitpunkt Abwärtsdruck auf die Wertpapierpreise ausüben. Es stecken zwei Mechanismen hinter dieser These.²⁷ Erstens könnten Leerverkäufer während eines Abschwungs den Abwärtstrend prozyklisch beschleunigen, da sie das Angebot am Markt durch den Verkauf der geliehenen Wertpapiere erhöhen und Preise damit zusätzlich unter Druck setzen.²⁸ Und zweitens können Leerverkäufe (sofern öffentlich bekannt) als Signal gesehen werden, dass das betroffene Unternehmen überbewertet ist, sodass eine Abwärtskorrektur des Aktienkurses dieses Unternehmens ausgelöst werden könnte. Diese Annahmen lassen jedoch zwei wichtige Punkte außer Acht. Erstens müssen Leerverkäufer ihre Positionen zu einem späteren Termin zwangsläufig glattstellen. Der objektiv beste Zeitpunkt dafür ist, wenn das leerverkaufte Wertpapier seinen Tiefstand erreicht. Folglich gehören Leerverkäufer zu jenen Marktteilnehmern, die Wertpapiere in Momenten nachfragen, in denen ihre Nachfrage per Definition am geringsten ist. Sie leisten

²⁵ Die Verfügung im Fall der Wirecard AG beruht z. B. auf Artikel 20 Maßnahmen nach Artikel 23 schieden laut BaFin aus, „da diese aufgrund ihrer Kurzfristigkeit nicht in gleicher Weise nachhaltig den Markt beruhigen könnten.“ Verfügung abrufbar unter: https://www.bafin.de/SharedDocs/Veroeffentlichungen/DE/Aufsichtsrecht/Verfuegung/vf_190218_leerverkaufsmassnahme.html.

²⁶ Vgl. Voß (2019), S. 727.

²⁷ Vgl. hier und im Folgenden AIMA (2020), S. 5.

²⁸ Bei ansonsten gleichen Bedingungen führt eine Erhöhung des Angebots zu einem Rückgang des Preises eines Vermögenswertes.

somit einen wichtigen Beitrag zur charttechnischen und fundamentalen Bodenbildung eines Wertpapierkurses. Zweitens ist der Einfluss üblicher Marktteilnehmer (Longseller) auf die Preisbildung wesentlich größer. Leerverkaufsaktivitäten spiegeln nur einen kleinen Teil aller Transaktionen am Markt wider. Tatsächlich ist bei großen Kurskorrekturen das Ausmaß außerordentlicher Leerverkäufe deutlich geringer als das der klassischen Wertpapierverkäufe. Handelsaktivitäten dieser Marktteilnehmer (Longseller) haben einen deutlich stärkeren Effekt auf die sinkenden Wertpapierpreise und sind hauptsächlich für starke Kurskorrekturen verantwortlich.²⁹ Mit anderen Worten: Nach den vorliegenden Erkenntnissen sind Leerverkäufer nicht Auslöser für eine Preisumkehr und starke Kurskorrektur während der Finanz-, Staatsschulden- oder Corona-Krise.

Auswirkungen von Leerverkaufsverboten

Während der Finanzkrise wurden im Jahr 2008 und später auch in der europäischen Staatsschuldenkrise (ab 2011) Leerverkäufe für bestimmte Aktien von Banken und Versicherungen in Deutschland und weiteren Staaten der Europäischen Union zeitweise verboten, da sie im Verdacht standen, prozyklische Krisenerscheinungen zu verstärken. Da in der EU kein einheitlicher Rahmen für die Behandlung von Aspekten im Zusammenhang mit Leerverkäufen bestand, fielen die von den Mitgliedstaaten ergriffenen Maßnahmen unterschiedlich aus. Diese regulatorischen Eingriffe wurden durch die Sorge um die Stabilität der Finanzinstitute und vor allem um die Solvenz der Banken ausgelöst.

Leerverkaufsverbote werden insofern gerechtfertigt, dass sie den Märkten Stabilität zurückgeben. Umgekehrt stellt die akademische Literatur Leerverkäufer in der Regel als passive Liquiditätsanbieter (auf der Angebotsseite) dar, die bereit sind, einen Vermögenswert zu verkaufen, wenn sein Preis mutmaßlich überbewertet ist, und so zur effizienten Preisfindung beitragen und die Liquidität erhöhen (s. u.).³⁰ Die meisten Wissenschaftler plädieren deshalb für die Zulassung von Leerverkäufen. Ihre Argumentation basiert auf einer der Grundfunktionen der Wertpapiermärkte: Die **Preisbildung** von Vermögenswerten möglichst effizient zu gestalten. Die Einschränkung von Leerverkäufen verringert hingegen die zuvor bereits aufgezeigte Markteffizienz. Bris et al. (2007) zeigen einen negativen Zusammenhang zwischen Leerverkaufsbeschränkungen und der Verarbeitung von (negativen)

²⁹ Vgl. Shkilko et al. (2012), S. 307.

³⁰ Vgl. Marsh und Payne (2012), S. 1985.

Informationen in Aktienkursen auf. Ihre Ergebnisse zeigen empirische Evidenz, die die oben genannte Ansicht unterstützen, dass Leerverkaufsbeschränkungen die Preisfindung insbesondere bei fallenden Aktienkursen hemmen.³¹

Leerverkaufsverbote entziehen Investoren somit eine entscheidende Informationsquelle, zudem oft genau in dem Moment, in dem sie diese am meisten benötigen. Denn insbesondere während eines Abschwungs suchen Anleger dringend unvorhergesehene Informationen über die finanzielle Lage von Unternehmen. Leerverkaufspositionen bieten durch ihre **Signalwirkung** eine zusätzliche Informationsquelle für alle Marktteilnehmer, die durch Verbote genommen wird.

Nachfolgend genannte Ergebnisse akademischer Forschung deuten zudem darauf hin, dass Verbote von Leerverkäufen die Liquidität verringern und die Marktqualität allgemein verschlechtern. In zahlreichen akademischen Studien konnte deshalb eine mögliche positive Wirkung von Leerverkaufsverboten nicht bzw. nur unter großen Einschränkungen beschrieben werden. Exemplarisch lassen sich Auswirkungen von Leerverkaufsverboten während der Finanzkrise 2008/2009 analysieren. Dabei zeigt sich, dass es grundsätzlich schwierig ist herauszufiltern, welche beobachtbaren Auswirkungen auf den Gesamtmarkt tatsächlich auf Leerverkaufsverbote zurückzuführen sind. Leerverkaufsverbote auf einige US-Finanztitel könnten während der Finanzkrise durchaus positive Effekte erwirkt haben. Größeren Einfluss auf die Stabilisierung der Finanzbranche und die Aktienkurse der Finanzinstitute wird jedoch den Bail-outs der US-Regierung (TARP-Programm)³² zugeschrieben, die in der Krise Anteile an US-Finanzinstituten aufgekauft hat. Erfolgreiche Bail-outs in den USA würden zudem erklären, warum für Aktienkurse von Finanzinstituten außerhalb der USA kein positiver Effekt durch Leerverkaufsverbote nachgewiesen werden konnte (s. u.).³³

Marsh und Payne (2012) untersuchen die Auswirkungen des Ende 2008 eingeführten und Anfang 2009 aufgehobenen Leerverkaufsverbots für Aktien britischer Finanzdienstleister auf die Mikrostruktur und die Qualität des britischen Aktienmarktes. Sie finden keine stichhaltigen Beweise dafür, dass sich die Marktbedingungen durch das Verbot signifikant verbesserten. Ende August und Anfang September 2008 brachen nahezu alle Aktienkurse ein. Aktien aller Branchen gerieten unter Verkaufsdruck, sowohl aufgrund der Auflösung von Long-Positionen (Longseller) als auch aufgrund von Leerverkäufen, sodass es schwierig ist, die Intervention der FSA³⁴ zu rechtfertigen, die speziell auf

³¹ Vgl. Bris et al. (2007).

³² Das Troubled Asset Relief Program (TARP) war ein Programm, mit dem die Regierung der Vereinigten Staaten während der Finanzkrise Anteile u. a. an US-Finanzinstituten aufkaufte, um den Zusammenbruch des Finanzsystems zu verhindern.

³³ Vgl. Beber und Pagano (2013), S. 345.

³⁴ Früher: Financial Services Authority, heute: Financial Conduct Authority (FCA).

Aktien des Finanzsektors abzielte. Infolge des Leerverkaufsverbots für Finanzwerte konnte für diese ein starker Rückgang der **Liquidität** und des Handelsvolumens verzeichnet werden, während gleichzeitig die Handelskosten stiegen. Das Verbot für Leerverkäufe hat andererseits das Gleichgewicht zwischen Kauf- und Verkaufsaufträgen nicht verändert. Dies deutet darauf hin, dass der Verkauf von Long-Positionen der eigentliche Treiber für die Kursverluste von Finanztiteln war. Wenn auch der hohe Verkaufsdruck auf Finanzwerte der ursprüngliche Grund für das Leerverkaufsverbot war, so trug die Entscheidung der FSA nicht dazu bei, Kurseinbrüche zu verringern. Stattdessen führte der Rückgang der Liquidität bei Finanzwerten zu höherer Volatilität, geringerer Markteffizienz und zu einer Abnahme der grundlegenden Funktion der Preisfindung durch den Wertpapierhandel.³⁵

Ergebnisse von Beber und Pagano (2013) als auch Boehmer et al. (2013) zu Leerverkaufsverboten während der Finanzkrise stützen die These, dass diese mit einer statistisch und ökonomisch signifikanten **Liquiditätsstörung** verbunden sind. Zu beobachten sind signifikante Anstiege der Bid-Ask-Spreads und anderen Liquiditätsindikatoren der leerverkaufsbeschränkten Wertpapiere. Besonders stark ausgeprägt sind Liquiditätsstörungen bei Small-Cap-Aktien und in ohnehin eher illiquiden Marktsegmenten (z. B. Länder, in denen Small-Caps überrepräsentiert sind oder in denen der Zugang zum Kapitalmarkt eingeschränkt ist). Darüber hinaus verstärken Leerverkaufsverbote Liquiditätsnachteile bei Wertpapieren, denen keine börsennotierten Derivate/Optionen zugrunde liegen, sodass keine Möglichkeit besteht, Leerverkäufe stattdessen synthetisch zu realisieren.³⁶ Überdies sind negative **Spill-over-Effekte** während Leerverkaufsverbotsphasen in den Optionsmärkten zu beobachten. Battalio und Schultz (2011) stellen fest, dass das Verbot von Leerverkäufen in den USA während der Finanzkrise zu unverhältnismäßig hohen Spreads in den Options-Kontrakten der leerverkaufsbeschränkten Underlyings geführt hat.

Europäische Marktaufsichtsbehörden in Belgien, Frankreich, Italien und Spanien führten im August 2011 erneute Leerverkaufsverbote von Finanztiteln zur Bekämpfung der europäischen Finanzkrise ein. Die Verbote regulierten den Verkaufsdruck ausgewählter Finanzaktien, sowohl auf Kassa- als auch auf Terminmärkten, erlaubten den Marktteilnehmern jedoch, weiterhin Aktienindexderivate zu handeln. Félix et al. (2013) dokumentieren zwar einen gewissen Grad an Marktversagen, zeigen aber auch, dass der Markt für Aktienindexderivate funktionsfähig blieb, während der Finanzsektor durch die Leerverkaufsverbote stabilisiert werden konnte.

³⁵ Vgl. Marsh und Payne (2012), S. 1985.

³⁶ Vgl. Beber und Pagano (2013), S. 345.

Anleger stiegen aufgrund von Liquiditätsanreizen vermehrt von einzelnen Aktienoptionen auf markt-replizierende Indexoptionen um (s. o. Spill-over-Effekte). Diese Verlagerung des Verkaufsdrucks von einzelnen Finanztiteln auf breite europäische Aktienindizes, wodurch destabilisierende Auswirkungen im Finanzsektor (z. B. bank runs) und potenzielle systemische Risiken verringert wurden, gefährdete nicht die Wirkung der Leerverkaufsverbote. Inhaber von Finanzwerten, die ihre Positionen absichern wollten, waren jedoch nicht mehr in der Lage, dies zu tun, ohne signifikant höhere Hedging-Kosten (z. B. aufgrund Ausweitung der Spreads) zu tragen. Offensichtlich führte das Verbot von Leerverkäufen zu einem gewissen (und tolerierbaren) Ausmaß an Marktversagen.³⁷

Die Maßnahmen der Regulierungsbehörden lassen sich durchaus theoretisch begründen. Brunnermeier und Oehmke (2014) als auch Liu (2015) zeigen in ihren Modellen, dass Short Selling Bans auf Finanztitel einen von strategischen Leerverkäufern induzierten Preissturz der Aktienkurse abwenden können, der zu einem sich selbst erfüllenden (self-fulfilling prophecy) Rückgang des fundamentalen Wertes einer Aktie führen könnte. Leerverkäufe von Finanzaktien könnten zu einer Verschlechterung der Finanzierungsbedingungen der Finanzinstitute führen, da sinkende Aktienkurse die Aufnahme von neuem Eigen- oder Fremdkapital erschweren und Risiken eines Bank Runs steigen ließen, was wiederum negative Auswirkungen auf den Aktienkurs hat. Das Leerverkaufsverbot von Finanztiteln wird als eine Möglichkeit gesehen, diese inverse Feedback-Schleife zu durchbrechen. Solche Maßnahmen zielen dann auf den fundamentalen Wert der Bank ab und sollen ihren Aktienkurs stabilisieren, anstatt nur auf den Preisfindungsprozess und die Informationsverarbeitung auf den Wertpapiermärkten zu wirken. Institutionen mit soliden Kapitalstrukturen oder stärkeren Fundamentaldaten sollten weniger anfällig (Laufzeit- und Liquiditätsinkongruenz zwischen Aktiva und Passiva nehmen eine entscheidende Determinante der Anfälligkeit ein) für unvertretbare Leerverkaufsaktivitäten und damit auch weniger anfällig für Insolvenzen sein.³⁸

Um ferner der Endogenität³⁹ von Leerverkaufsverböten Rechnung zu tragen, gleichen Beber et al. (2018) Wertpapiere von Finanzinstituten, die 2008/2009 und 2011–2013 Leerverkaufsverböten unterlagen, mit Wertpapieren von Finanzinstituten ähnlicher Größe und Risikotragfähigkeit ab, die keinen Verböten zugrunde lagen. Um die Auswirkungen der Verböte auf Finanzinstitute empirisch zu

³⁷ Vgl. Félix et al. (2013), S. 26f.

³⁸ Vgl. Beber et al. (2018), S. 3.

³⁹ Das Verbot von Leerverkäufen kann speziell auf größere und für systemische Risiken anfälligere Finanzinstitute abzielen. Zudem werden Leerverkaufsverböte selbst durch extreme Volatilität der Aktienkurse ausgelöst. Die Entscheidung, 2011 ein Verbot von Leerverkäufen zu erlassen, wurde auch mit der Bereitschaft der nationalen Wertpapieraufsichtsbehörden begründet, Leerverkäufe von Aktien von Finanzinstituten als Reaktion auf ihr systemisches Risiko bereits 2008 verboten zu haben.

bewerten, vergleichen sie die Entwicklung der Solvabilitätsmaße, der Volatilität und der Aktienrenditen. Ihre Ergebnisse deuten darauf hin, dass das Verbot von Leerverkäufen nicht mit einer größeren Stabilität der Finanzinstitute verbunden ist. Stattdessen zeigen sie, dass Verbote von Leerverkäufen tendenziell mit einer höheren Ausfallwahrscheinlichkeit, einer höheren Renditevolatilität und einem schnelleren Rückgang der Aktienkurse, insbesondere bei Banken, korreliert sind. Möglich wäre, dass Marktteilnehmer Leerverkaufsverbote als Verkaufssignal ansehen, da sich die Aufsichtsbehörden während der Krisenzeiten im Besitz von (Insider-)Informationen über die Solvenz von Unternehmen und insbesondere Banken befanden, die der Öffentlichkeit zu diesem Zeitpunkt nicht zugänglich waren.⁴⁰

Covid-19-Pandemie: Leerverkaufsverbote in der EU

Nach dem Ausbruch der Covid-19-Krise brachen die Aktienkurse im Februar und März 2020 weltweit abrupt ein. Die klare Aussicht auf einen fast beispiellosen Rückgang von Angebot und Nachfrage, gepaart mit einer extremen Unsicherheit über die langfristigen Aussichten für die Weltwirtschaft, rechtfertigte die starke Preiskorrektur an den Wertpapiermärkten. Dennoch fühlten sich die politischen Entscheidungsträger auf der ganzen Welt unter den Rahmenbedingungen drastischer Kurskorrekturen und hoher Volatilität unter Druck, Maßnahmen zu ergreifen, um dem Abwärtstrend an den Börsen entgegenzuwirken, und für einige waren die Schuldigen der Kursverluste schnell ausgemacht: Leerverkäufer. Wenige Dinge sind vorhersehbarer, wenn Börsenkurse einbrechen als laute Forderungen nach regulatorischen Eingriffen, um „Spekulation“ an den Börsen zu stoppen. Politiker und Berichterstatter fordern Regulierungsbehörden nahezu mit Pawlowschen Reflexen auf, Interventionen zu ergreifen und Leerverkäufe zu verbieten.

Kurz gesagt, beruhen diese Reflexe auf der Mutmaßung, dass in Krisenzeiten Aktienkurse unter ihren "wahren Wert" fallen würden, was zu einer Destabilisierung der Banken und damit des Finanzsystems führen könnte. Durch das Verbot von Leerverkäufen soll verhindert werden, dass Marktteilnehmer durch Leerverkäufe "ihre Meinung" über den Wert eines Unternehmens "zu pessimistisch äußern", um eine scheinbar destabilisierende Unterbewertung zu vermeiden. Dass jenes vermeintlich vernünftige Argument sowohl prinzipiell als auch faktisch schwerwiegende Mängel hat, wurde bereits zuvor detailliert aufgezeigt. Nicht nur, dass damit impliziert wird, dass Regulierungsbehörden bessere Marktkennntnisse besäßen, was die "wahre Bewertung" von Wertpapieren betrifft, als die Tausenden von Investoren, die tagtäglich enorme Ressourcen aufwenden, um Unternehmenswerte

⁴⁰ Vgl. Beber et al. (2018), S. 24.

zu evaluieren, um schlussendlich unterbewertete Wertpapiere zu kaufen und überbewertete zu verkaufen.⁴¹

Erfahrungen aus der Finanz- und europäischen Staatsschuldenkrise zeigen, dass eine verstärkte Koordination zwischen den nationalen Aufsichtsbehörden und der ESMA, mit dem Ziel einer Angleichung der nationalen Maßnahmen und eine damit verbundene Vereinfachung der Handhabung nationaler Leerverkaufsverbote, wünschenswert wäre. Insbesondere im Hinblick auf Ausnahmesituationen, in denen Maßnahmen ergriffen werden müssen, sollte ein höheres Maß an Koordinierung und Kohärenz zwischen den Mitgliedstaaten sichergestellt werden. Dafür sollten die Regeln für Leerverkäufe (und bestimmte Aspekte von Credit Default Swaps) harmonisiert werden, da die Mitgliedstaaten ansonsten voraussichtlich weiterhin divergierende Maßnahmen ergreifen werden. Um das ordnungsgemäße Funktionieren des Binnenmarkts sicherzustellen und zu verbessern, insbesondere in Bezug auf die Finanzmärkte, und ein hohes Maß an Verbraucher- und Anlegerschutz zu gewährleisten, wurde deshalb mit der EU-LeerverkaufsVO ein gemeinsamer Regelungsrahmen für Vorschriften und Befugnisse im Zusammenhang mit Leerverkäufen und Credit Default Swaps (CDS) geschaffen.

Allerdings zeigt auch die Covid-19-Krise zahlreiche nationale Alleingänge innerhalb der EU auf. Als Reaktion auf die höhere Marktvolatilität aufgrund der globalen COVID-19-Pandemie verhängten einige wenige Finanzaufsichtsbehörden (in Italien, Frankreich, Spanien, Griechenland, Österreich und Belgien) im März 2020 ein Verbot von Leerverkäufen. Die Mehrzahl der nationalen Aufsichtsbehörden in der EU verzichtete jedoch darauf, Leerverkaufsbeschränkungen zu erlassen.⁴² Hinzu kommen die von der europäischen Wertpapieraufsichtsbehörde ESMA am 16. März 2020 auf der Grundlage der EU-LeerverkaufsVO abgesenkten Meldepflichten für Aktien, die an einem geregelten Markt der Europäischen Union notieren. Die Meldepflicht für Halter von Netto-Short-Positionen⁴³ wurde zeitweise von 0,2 % auf 0,1 % des ausgegebenen Nominalwertes abgesenkt. Die verpflichtende Meldung von Leerverkaufspositionen mit herabgesetzten Meldeschwellen sollte ein frühzeitiges Eingreifen der Aufsichtsbehörden ermöglichen.

⁴¹ Vgl. Enriques und Pagano (2020), S. 1ff.

⁴² Noch vor Einbruch der weltweiten Aktienmärkte (Ende Februar) ist ein auffälliges Muster in den Leerverkaufspositionsänderungsanzeigen zu beobachten. Während in Ländern mit schlechtem Rating die Anzahl der veröffentlichten Netto-Short-Positionen (Meldeschwelle 0,5 %) anstieg, konnte in Ländern mit gutem Rating eine deutliche Abnahme der aggregierten Netto-Short-Positionen beobachtet werden. Vgl. Greppmair et al. (2020), S. 30.

⁴³ Die Anzahl der gehaltenen Short-Positionen übersteigt die Anzahl der gehaltenen Long-Positionen.

Im Einklang mit der Annahme, dass Leerverkäufer gut informierte Investoren sind, stellen Greppmair et al. (2020) jedoch fest, dass diese während der Covid-19-Pandemie ihre Short-Positionen im Wesentlichen bereits vor Beginn des Marktzusammenbruchs am 24. Februar 2020 aufgebaut hatten. Leerverkäufe betrafen vor allem illiquide Unternehmen mit Sitz in EU-Ländern vergleichsweise schlechter Bonität,⁴⁴ sodass Leerverkäufer mögliche Liquiditätsengpässe (speziell in Ländern mit schlechtem Credit-Rating⁴⁵) antizipierten und aufgrund gestiegener betriebswirtschaftlicher Risiken zu einer frühzeitigen Marktpreiskorrektur der Unternehmenstitel beitrugen.

Fazit und Ausblick

Auch nach Inkrafttreten einzelner Leerverkaufsverbote in der von der Corona-Pandemie geprägten Marktsituation sind die Aktienmärkte länderübergreifend zunächst weiter eingebrochen. Verbote in sechs EU-Staaten und einigen weiteren Ländern sind zwar möglicherweise auf die Marktpsychologie bezogen vorteilhaft und verhindern darüber hinaus eventuelle „short-and-distort-Aktivitäten“, zeigen aber so gut wie keine volatilitätsreduzierenden Effekte. Sie wirken hingegen eher negativ auf die Preisfindung und Liquidität der betroffenen Wertpapiere.

Die nationalen Aufsichtsbehörden können bei Bedarf weiterhin im Einzelfall Leerverkaufsverbote erlassen. Ein selektives Leerverkaufsverbot kann in Ausnahmesituationen für bestimmte Unternehmen oder Branchen Sinn ergeben, dennoch bleibt die Wirksamkeit oftmals zweifelhaft. Die vorübergehenden Leerverkaufsverbote in den sechs genannten EU-Ländern untersagten es, neue Netto-Short-Positionen einzugehen oder bestehende Netto-Short-Positionen zu erhöhen. Infolgedessen sank die Zahl der offenen Short-Positionen in Ländern mit Verbot um 19 %. Allerdings auch in Ländern ohne Verbot von Leerverkäufen gingen die Netto-Short-Positionen im gleichen Zeitraum um 9 % zurück,⁴⁶ da Leerverkäufer bereits vor Beginn der Leerverkaufsverbote (Mitte März) bzw. vor Beginn des Markteinbruchs am 24. Februar 2020 einen Großteil ihrer Netto-Short-Positionen hielten.

Letztendlich bleibt mit Blick auf die in dieser Informationsbroschüre aufgezeigten Wirkungskanäle von Leerverkäufen und Einschränkungen von solchen festzuhalten, dass Markteinbrüche in Krisensituationen nur in absoluten Ausnahmefällen auf Leerverkäufe von Hedgefonds und anderen Marktteilnehmern zurückzuführen sind. Kurskorrekturen sind in der Regel fundamental begründbar. Leerverkäufe als „große Gefahr“ für die Stabilität der Kapitalmärkte zu betiteln, greift daher sicherlich zu

⁴⁴ Vgl. Greppmair et al. (2020), S. 3.

⁴⁵ Die Idee dahinter ist, dass die fiskalpolitischen Impulse dieser Länder voraussichtlich kostspieliger und damit geringer ausfallen werden.

⁴⁶ Vgl. Greppmair et al. (2020), S. 9.

kurz. Leerverkäufer sind keine Brandstifter, sondern vielmehr Feuermelder, die andere Marktteilnehmer frühzeitig alarmieren und somit eine wichtige Signalwirkung haben, essentieller Bestandteil für die Funktionalität vieler Kapitalmarktstrategien sind, die Liquidität erhöhen und durch schnelle Informationsverarbeitung für eine effizientere Preisfindung bei Wertpapieren sorgen.

Leerverkaufsverbote sollten deshalb weiterhin Ultima Ratio⁴⁷ der nationalen Aufsichtsbehörden bleiben. Getroffene Maßnahmen, wie z. B. die Allgemeinverfügung der BaFin im Fall Wirecard, werfen hingegen dringliche Fragen hinsichtlich ihrer Rechtmäßigkeit auf und werden sicherlich Treiber der zukünftigen Rechtsentwicklung im Hinblick auf den Verhältnismäßigkeitsgrundsatz von Leerverkaufsbeschränkungen sein.

⁴⁷ Zur Ratio der Regulierung von Leerverkäufen vgl. bspw. zudem *Zetzsche/Lehmann* in: Schwark/Zimmer, Kapitalmarktrechts-Kommentar, 5. Aufl. 2020, § 53 WpHG Rn. 4 ff.; zum Aufsichtsrecht der Leerverkäufe vgl. *F. Schäfer* in: Assmann/Schütze/Buck-Heeb, Handbuch des Kapitalanlagerechts, 5. Aufl. 2019, § 21 Rn. 9 ff.

Literaturverzeichnis

AIMA (2020): An Introduction to Short Selling.

Assmann, Heinz-Dieter; Schneider, Uwe H.; Mülbert, Peter O. (2019): Wertpapierhandelsrecht. Kommentar : WpHG, MAR, PRIIP, MiFIR, Leerverkaufs-VO, EMIR. 7. grundlegend neu bearbeitete und erweiterte Auflage. Köln: Verlag Dr. Otto Schmidt.

Battalio, Robert; Schultz, Paul (2011): Regulatory Uncertainty and Market Liquidity: The 2008 Short Sale Ban's Impact on Equity Option Markets. In: *The Journal of Finance* LXVI (6), S. 2013–2053.

Beber, Alessandro; Fabbri, Daniela; Pagano, Marco; Simonelli, Saverio (2018): Short-selling bans and bank stability. Hg. v. European Systemic Risk Board (Working Paper Series, 64).

Beber, Alessandro; Pagano, Marco (2013): Short Selling Bans Around the World: Evidence from the 2007-09 Crisis. In: *The Journal of Finance* LXVIII (1).

Boehmer, Ekkehart; Jones, Charles M.; Zhang, Xiaoyan (2013): Shackling Short Sellers: The 2008 Shorting Ban. In: *Review of Financial Studies* 26 (6), S. 1363–1400.

Boehmer, Ekkehart; Wu, Juan (2013): Short Selling and the Price Discovery Process. In: *Review of Financial Studies* 26 (2), S. 287–322.

Bris, Arturo; Goetzmann, William N.; Zhu, Ning (2007): Efficiency and the Bear: Short Sales and Markets around the World. In: *The Journal of Finance* 62, S. 1029–1079.

Brunnermeier, Markus K.; Oehmke, Martin (2014): Predatory Short Selling. In: *Review of Finance* 18 (6), S. 2153–2195.

Engelberg, Joseph E.; Reed, Adam V.; Ringgenberg, Matthew C. (2012): How are shorts informed? Short sellers, news, and information processing. In: *Journal of Financial Economics* 105 (2), S. 260–278.

Enriques, Luca; Pagano, Marco (2020): Emergency Measures for Equity Trading: The Case Against Short-Selling Bans and Stock Exchange Shutdowns. Hg. v. ecgi (Law Working Paper, 513/2020).

Félix, Luiz; Kräussl, Roman; Stork, Philip (2013): The 2011 European Short Sale Ban on Financial Stocks: A Cure or a Curse? Hg. v. Center for Financial Studies (CFS Working Paper, 17).

Greppmair, Stefan; Jank, Stephan; Smajlbegovic, Esad (2020): Betting on Disaster: Short-Selling Activity during the COVID-10 Pandemic.

Liu, Xuewen (2015): Short-Selling Attacks and Creditor Runs. In: *Management Science* 61 (4), S. 814–830.

Marsh, Ian W.; Payne, Richard (2012): Banning short sales and market quality: The UK's experience. In: *Journal of Banking & Finance* 36 (7), S. 1975–1986.

Schmolke, Klaus Ulrich (2019): Informationsgestützte Marktmanipulation. In: Lars Klöhn und Sebastian Mock (Hg.): Festschrift 25 Jahre WpHG. Entwicklung und Perspektiven des deutschen und europäischen Wertpapierhandelsrechts, S. 653–668.

Shkilko, Andriy; van Ness, Bonnie; van Ness*, Robert (2012): Short Selling and Intraday Price Pressures. In: *Financial Management*, S. 285–310.

Voß, Thorsten (2019): Leerverkäufe. In: Lars Klöhn und Sebastian Mock (Hg.): Festschrift 25 Jahre WpHG. Entwicklung und Perspektiven des deutschen und europäischen Wertpapierhandelsrechts, S. 715–756.

Autor

Philipp Bunnenberg



BAI e.V.
Referent/Analyst
Markt & Research

Master of Science
Betriebswirtschaftslehre



+49 (0)228-96987-52



bunnenberg@bvai.de

Mitwirkende

Markt, Research & Öffentlichkeitsarbeit

Annette Olschinka-Rettig, Geschäftsführerin BAI e.V.

Jan Simanovski, BAI e.V.

Recht & Regulierung

Michael Bommer, Referent BAI e.V.

Haftungsausschluss

Diese Publikation dient der allgemeinen Information über Leerverkäufe und stellt keine Anlage- oder Rechtsberatung dar. Sie wurde mit größter Sorgfalt und Genauigkeit erstellt. Der Bundesverband Alternative Investments e. V. (BAI) übernimmt jedoch keine Gewähr für die Qualität und Aktualität der in dieser Informationsbroschüre enthaltenen Informationen und zitierten Quellen.

Impressum

Verantwortlich:
Bundesverband Alternative Investments e.V. (BAI)
Poppelsdorfer Allee 106
D-53115 Bonn
Telefon: +49(0)228-96987-0
Fax: +49(0)228-96987-90
www.bvai.de
info@bvai.de