



Thomas Laurer

Der Leerverkauf von Aktien: Abgrenzung, Formen und aufsichtsrechtliche Implikationen

Aktienleerverkäufe erfahren gerade in den vergangenen Monaten im Zuge der großen Verunsicherung an den Börsen ein Ausmaß an Aufmerksamkeit, wie es ihnen letztmals wohl in Folge des historischen Crashes Ende der zwanziger Jahre zuteil wurde. Es handelt sich dabei um Aktientransaktionen, in deren Folge bei sinkenden Kursen Gewinne erzielt werden können. Leerverkäufern ist es dadurch möglich, von kurzfristigen Kurseinbrüchen oder von einer anhaltenden Baisse zu profitieren, während andere Kapitalmarktteilnehmer in solchen Situationen oftmals zum Teil erhebliche Verluste hinnehmen müssen.

Intransparente Handelstransaktion?

Obgleich der Leerverkauf von Aktien somit als attraktive Investmentalternative in Zeiten fallender Börsenwerte erscheint, werden die Auswirkungen von Leerverkaufstransaktionen bisweilen als risikoreich und gefährlich eingestuft. Ein Beleg dafür scheinen insbesondere die drastischen Kursrückgänge diverser bereits im Zuge der Subprime-Krise angeschlagener US-Banken und Immobilienfinanzierer Mitte dieses Jahres zu sein, die unter anderem auf einen massenhaften Leerverkauf dieser Aktien zurückgeführt werden.

Dies hat die amerikanische Börsenaufsicht SEC wohl unter dem Eindruck der zunehmenden Verunsicherung der Märkte veranlasst, trotz einer bereits bestehenden Regulierung von Leerverkäufen, zunächst die Durchführung einer als besonders risikoreich eingeschätzten Leerverkaufsform für ausgewählte Finanztitel zeitweise zu untersagen. In Folge der neuerlichen Einbrü-

che der Kurse wurde diese Beschränkung leicht abgeändert und auf alle Aktienwerte ausgeweitet. Im Zuge der Verschärfung der jüngsten Krise bei den Investmentbanken sind für Finanztitel nun letztlich sämtliche Leerverkaufsformen durch die SEC vorübergehend verboten worden.¹⁾

In Deutschland wurden Leerverkäufe vor dem Ausbruch der Finanzmarktkrise vor allem als ein konstituierendes Merkmal der seit 2004 zugelassenen Hedgefonds wahrgenommen und infolgedessen bisweilen als ebenso undurchsichtig und spekulativ angesehen. Die daraus abgeleiteten generellen Bedenken gegenüber Leerverkäufen schlugen sich mitunter auch in einer (politischen) Diskussion über deren Beaufsichtigung in Deutschland nieder.

Unabhängig davon haben die inzwischen kritische Situation auf den globalen Finanzmärkten und die Maßnahmen der Aufsichtsbehörden anderer Länder die deutsche Finanzaufsicht BaFin dazu veran-

lasst, zunächst bis zum Ende des Jahres befristet, ebenfalls bestimmte Leerverkäufe ausgewählter Finanztitel zu untersagen.²⁾

Vor diesem Hintergrund stellt sich zunächst die grundsätzliche Frage, wie mittels eines (Leer-)Verkaufs überhaupt an den Wertveränderungen einer sodann veräußerten Aktie partizipiert werden kann. Ferner ist gerade mit Blick auf die aufsichtsrechtliche Diskussion und (weitere) regulatorische Maßnahmen zu klären, was einen Leerverkauf kennzeichnet, insbesondere welche Unterschiede zu einem „normalen“ Verkauf vorliegen, und welche Formen angesichts der verschiedenen Abwicklungsmöglichkeiten unterschieden werden können.

Grundlegend für ein an finanziellen Überlegungen ausgerichtetes Aktienengagement ist, dass den in der Aktienurkunde verkörperten Rechten ein veränderlicher ökonomischer Wert beigemessen wird. Das Interesse eines Investors begründet sich demnach auf der Hoffnung, durch ein Aktienengagement aus den Veränderungen des dem einzelnen Anteil zugemessenen Werts Profit zu ziehen.

Verkauf versus Verkaufsinvestment

Die Abbildung 1 stellt beispielhaft den Wertverlauf einer Aktie dar. Sie zeigt ferner die Transaktionen einer Partei im Zeitablauf, bei der sie grundsätzlich (aber in beliebiger Reihenfolge) einmal in der Position des Käufers und einmal in der des Verkäufers agiert. Jede (zeitpunktbezogene) Handelstransaktion markiert dabei entweder den Start oder das Ende eines zeitraumbezogenen Aktienengagements.

Thomas Laurer, wissenschaftlicher Assistent, Forschungsstelle für Bankrecht und Bankpolitik (Prof. Dr. Klaus Schäfer), Universität Bayreuth

Es ist für Fachleute wie für Laien gleichermaßen überraschend, wie stark spekulationsgetriebene Börsentransaktionen selbst die Kurse milliardenschwerer Dax-Unternehmen bewegen können – kürzlich etwa die von VW. Der Autor registriert vor dem Hintergrund dieser Praktiken selbst bei Aufsichtsinstanzen unterschiedliche Begriffsbildungen. Ein Verbot von Leerverkäufen hält er für schwer kontrollierbar. (Red.)

Prinzipiell ergeben sich dadurch zwei denkbare Investmentalternativen. Zum einen ein Investment, das mit einem Kauf beginnt und mit einem Verkauf endet (K→V) und gegebenenfalls als „Kaufinvestment“ bezeichnet werden könnte. Alternativ ist ein „Verkaufinvestment“ denkbar, bei dem der ersten Handelstransaktion in der Verkäuferposition eine zweite konträre Handelstransaktion in der Käuferposition folgt (V→K). In diesem Fall ist die Abwicklung der zu Beginn eingegangenen Verkaufsposition mit einigen Besonderheiten verbunden, auf die noch eingegangen wird.

Erwartungen des Investors

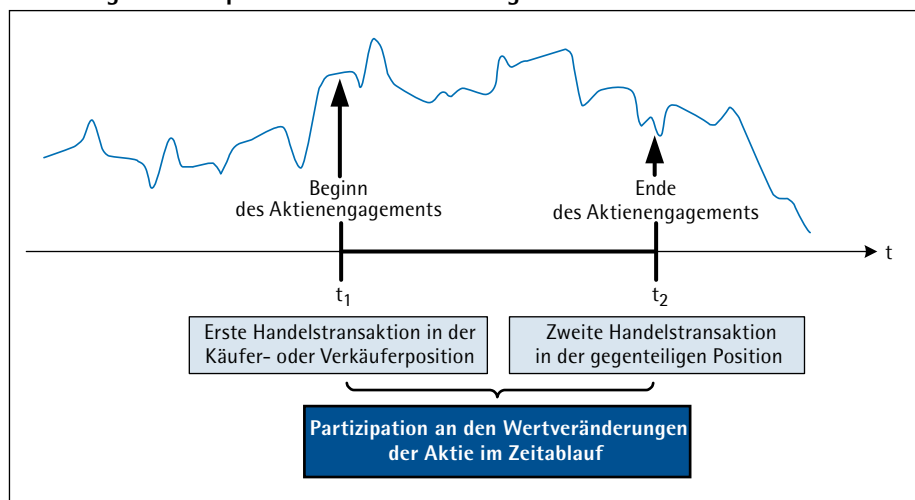
Das wirtschaftliche Ergebnis des jeweiligen Investments hängt ganz offensichtlich von der Entwicklung des Kurses der Aktie nach der ersten Handelstransaktion ab. Ferner wird deutlich, dass bei der Bestimmung des Ergebnisses prinzipiell eine zeitraumbezogene Perspektive einzunehmen ist. Die Berechnung des (derzeitigen) Gewinns oder Verlusts lässt sich – unter Vernachlässigung potenzieller Zu- oder Abflüsse wie beispielsweise Dividenden – unkompliziert anhand des der ersten Transaktion zugrundeliegenden Kurses $P_{t=0}$ und dem aktuellen Kassakurs $P_{t=i}$ vornehmen:

$$\left. \begin{aligned} \Delta_{t=i}^{K \rightarrow V} &= -P_{t=0} + P_{t=i} \\ \Delta_{t=i}^{V \rightarrow K} &= +P_{t=0} - P_{t=i} \end{aligned} \right\} \Rightarrow \Delta_{t=i}^{V \rightarrow K} = -\Delta_{t=i}^{K \rightarrow V}$$

Die konkrete Wahl des Investments hängt von den jeweiligen Erwartungen des Investors ab. Während der Käufer im Rahmen seines Aktienengagements auf steigende Kurse setzt, ist es im Falle des Leerverkäufers genau umgekehrt. Er geht von fallenden Märkten aus und versucht durch seine Transaktionen gerade dann Gewinne erzielen zu können, wenn aus einem Kauf Verluste resultieren würden. Dabei nimmt er zugleich in Kauf, dass ihm konsequenterweise bei steigenden Kursen Verluste drohen.

Die bisherige Betrachtung der Verkaufsposition zeigt, dass in Abhängigkeit davon, ob es sich bei der jeweiligen Transaktion um den Beginn oder das Ende eines Investments handelt, ökonomisch zwei Verkaufspositionen unterschieden werden können. Während demnach ein „normaler“ Verkauf ein Investment beendet, resultiert aus

Abbildung 1: Partizipation an Kursschwankungen



einem Leerverkauf ein Aktienengagement (Abbildung 2).

Ganz gewöhnliche Kaufverträge

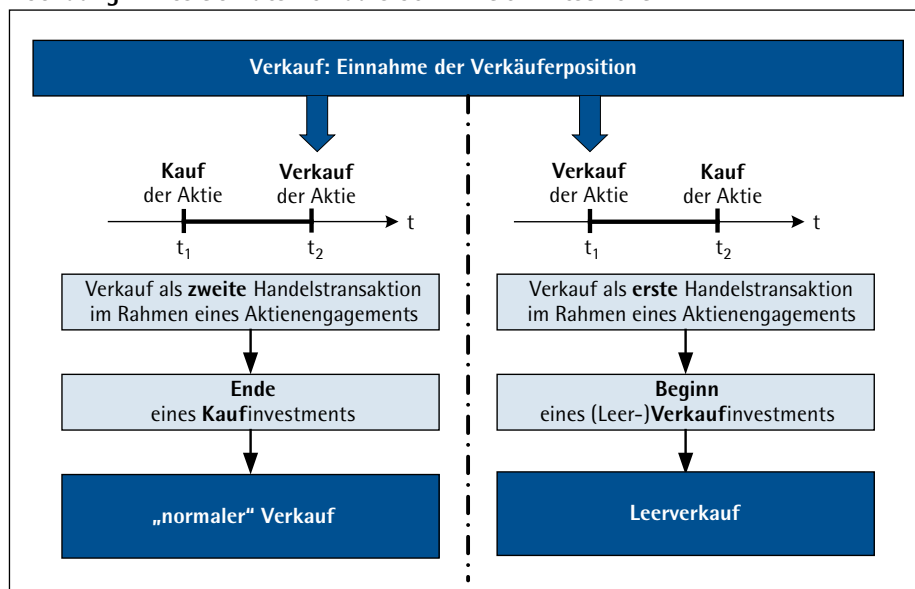
Rechtlich handelt es sich bei den betrachteten Handelspositionen jeweils um ganz gewöhnliche Kaufverträge, in denen der Investor entweder als Käufer oder als Verkäufer agiert. Dabei verpflichtet sich der Verkäufer einer Sache im Kaufvertrag, dem Käufer diese zu übergeben und das Eigentum an der Sache zu verschaffen (§ 433 Abs. 1 BGB). Der Käufer muss im Gegenzug dem Verkäufer den vereinbarten Kaufpreis zahlen und die gekaufte Sache abnehmen (§ 433 Abs. 2 BGB). Diese „schuldrecht-

liche“ Verpflichtung ist rechtlich separat von der anschließenden „sachenrechtlichen“ Verfügung zu betrachten.

Die alleinige Verkaufsverpflichtung bringt also keine unmittelbare Veränderung der rechtlichen Zuordnung der dem Kaufvertrag zugrunde liegenden Sache (hier Aktie) mit sich. Daraus folgt zugleich, dass Kauf- oder Verkaufsverpflichtungen unabhängig von der derzeitigen tatsächlichen Erfüllbarkeit prinzipiell rechtlich möglich sind.

Aus der rechtlichen Austauschvereinbarung ergeben sich Schuldverhältnisse beziehungsweise -beziehungen, aus denen ökonomisch betrachtet Verbindlichkeiten

Abbildung 2: Position des Verkaufs beim Aktieninvestment



oder Forderungen resultieren. So geht der Käufer durch den Kauf zunächst eine wertkonstante Verbindlichkeit (Geld) ein, der eine wertveränderliche Forderung (Aktie) gegenübersteht. Bei der Einnahme der Verkäuferposition ist es umgekehrt. Sie zeichnet sich dadurch aus, dass dem Akteur durch die Verkaufsvereinbarung eine variable Position in Form einer wertveränderlichen Verbindlichkeit in der Aktie erwächst, der eine wertkonstante Forderung gegenübersteht. In beiden Fällen (Einnahme der Käufer- oder Verkäuferposition) kann daraus aber noch nicht auf die resultierende Gesamtposition des Akteurs in der Aktie geschlossen werden.

Nutzung des Erfüllungszeitraums

Obgleich die Erfüllung bislang keine Rolle zu spielen schien, ist die effektive Erfüllung der eingegangenen Verpflichtungen nicht nur gewünscht, sondern auch notwendig, da es sich hier um Transaktionen am Kassamarkt handelt (insoweit liegen keine Differenzgeschäfte oder derivative Strukturen vor). Wie bereits erwähnt, ist es aus rechtlicher Sicht vollkommen unerheblich, ob der Verkäufer zum Zeitpunkt des (börslichen) Verpflichtungsgeschäfts in der Lage ist, seine eingegangenen Verpflichtungen sofort zu erfüllen. Sofern von den hier eher nicht bedeutsamen Fällen objektiver Unmöglichkeit abgesehen wird, ist die Verpflichtung für beide Parteien gültig und bindend. So obliegt es dem Verkäufer, sich spätestens bis zum Zeitpunkt der Erfüllung in den Stand zu versetzen, die Übereignung der Aktie vornehmen zu können.

Daraus ergibt sich für den Verkäufer grundsätzlich die Möglichkeit, diesen zur Verfügung stehenden Erfüllungszeitraum zu nutzen und die verkauften Aktien erst nach dem Abschluss des Verpflichtungsgeschäfts zu besorgen (Abbildung 3). Um den eingegangenen Verpflichtungen nachkommen zu können, ist ein zwischenzeitlicher Kauf denkbar. Nach der Erfüllung der Verfügungsgeschäfte aus dem Kaufvertrag kann dann die Verpflichtung aus dem (vorherigen) Verkauf erfüllt werden. Die grafische Darstellung zeigt die Anordnung des zeitlich gestreckten Verkaufs und der zwischenzeitlichen Vereinbarung und Erfüllung des Kaufs. Sobald die Sache übergeben und übereignet wurde, ist das Verpflichtungsgeschäft aus dem Verkauf erfüllt und abgeschlossen.

Alternativ ist es denkbar, die Erfüllung des Verpflichtungsgeschäfts mittels „geliehenen“ Wertpapieren vorzunehmen (Abbildung 4). Die Verkaufstransaktion kann dann vollständig erfüllt und abgeschlossen werden, ohne dazwischen ein Kaufgeschäft vereinbaren und abwickeln zu müssen. Die Eindeckung mit Wertpapieren kann somit mit Hilfe eines Wertpapierdarlehens (im rechtlichen Sinne liegt keine Leihe vor), das von Anfang an oder nachträglich seitens des Leerverkäufers aufgenommen wird, zeitlich so lange nach hinten verlagert werden, bis die „geliehenen“ Wertpapiere zurückgegeben werden müssen. In der Regel lässt sich damit im Vergleich zur obigen Abwicklungsalternative ein zeitlich deutlich längeres Aktienengagement realisieren. Bemerkenswert ist, dass der Vollzug der Verfügungsgeschäfte in beiden Fällen offensichtlich keinen Einfluss auf den Be-

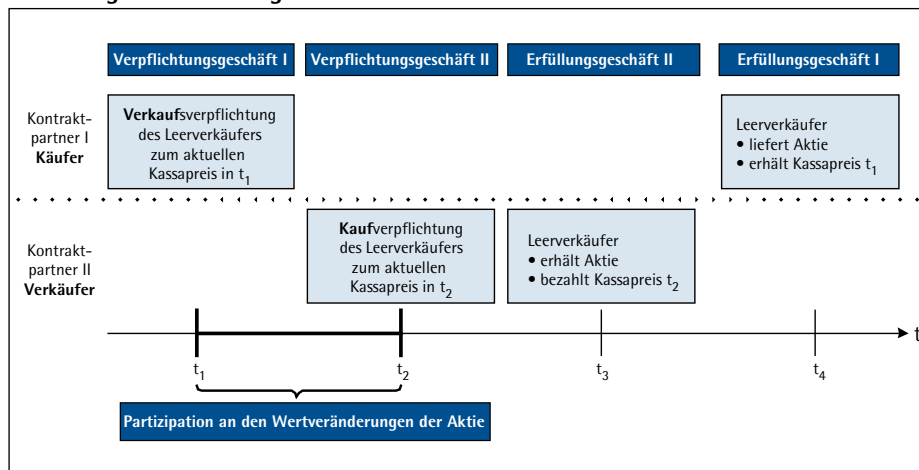
ginn oder das Ende der Partizipation an den Wertveränderungen der Aktie hat.

Kriterien für einen Leerverkauf

Da beim Verkaufinvestment grundsätzlich der Verkauf vor dem Kauf erfolgt, liegt der Schluss nahe, dass es sich bei einer Verkaufstransaktion immer (nur) dann um einen Leerverkauf handelt, wenn zum Zeitpunkt des Verkaufsversprechens kein Eigentum an der verkauften Aktie vorliegt. Eine solche Abgrenzung ist jedoch nicht zielführend, da dann Konstellationen als Leerverkäufe erfasst werden, die ökonomisch keine Leerverkäufe darstellen (beispielsweise der Verkauf einer gekauften Aktie, die noch nicht übereignet ist) und zugleich Konstellationen nicht erfasst werden können, obgleich sie Leerverkäufe sind (vergleiche obigen Leerverkauf mittels von Anfang an „geliehenen“ Wertpapieren, an denen aufgrund des Darlehens Eigentum vorliegt).

Entscheidend für eine Einordnung als Leerverkauf ist aus ökonomischer Perspektive daher vielmehr, ob unter Berücksichtigung der gegebenenfalls bisherigen Position in der Aktie aus dem Verkauf eine offene wertvariable Verbindlichkeit in Aktien verbleibt. Aus dieser sogenannten Short-Position ergibt sich ein Eindeckungsbedarf, mit dessen Entstehung sodann auch die Partizipation an den Wertveränderungen der Aktie beginnt. Da die Höhe von Aktienverbindlichkeiten naturgemäß mit dem Kurswert der Aktie gekoppelt ist, resultiert aus der offenen Verbindlichkeit das für Leerverkäufe typische Ergebnis, bei fallenden Kursen Gewinne erzielen zu können.

Abbildung 3: Abwicklung mittels zwischenzeitlichem Kauf

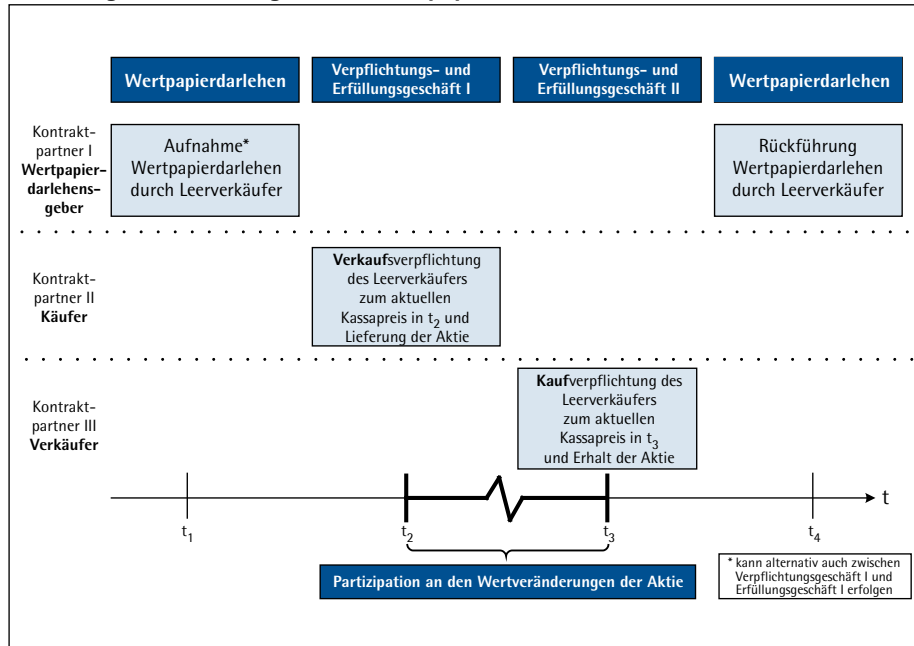


Ursächlich für die identifizierbaren Unstimmigkeiten bei der Einordnung eines Verkaufs als Leerverkauf anhand des Eigentumsbegriffs ist, dass die aus den im Zeitablauf vorgenommenen Verpflichtungsgeschäften resultierenden ökonomischen Positionen nicht zwingend mit jeweils einer bestimmten Eigentumsposition korrespondieren. Insoweit lässt sich damit auch die Unabhängigkeit des Beginns und der Dauer des Leerverkaufinvestments von den Erfüllungsgeschäften erklären (Abbildungen 3 und 4).

Formen von Leerverkäufen

Obwohl die Eigentumsposition kein geeignetes Abgrenzungskriterium zwischen

Abbildung 4: Abwicklung mittels Wertpapierdarlehen



einem Leer- und einem „normalem“ Verkauf darstellt, kann sie zumindest herangezogen werden, um Leerverkäufe in verschiedene Formen zu unterteilen. So unterscheiden sich die hier identifizierten Formen insbesondere darin, inwieweit die eingegangene Verpflichtung tatsächlich „leer“ erfolgt, indem die Möglichkeit genutzt wird, die Verkaufsverpflichtung nicht sofort erfüllen zu müssen. Diesem Umstand wird unter anderem unter Risikogesichtspunkten eine nicht unerhebliche Rolle zugesprochen.

Bei sogenannten „naked short sales“, im deutschen Sprachgebrauch teilweise als „nackte“ oder „ungedekte“ Leerverkäufe bezeichnet, liegt zum Zeitpunkt des Verkaufsversprechens kein Eigentum an der Aktie vor. Eine Erfüllung setzt jedoch Eigentum voraus, das übertragen werden soll. Die Verkaufsverpflichtung kann somit nicht sofort abgewickelt werden, wodurch der seitens der Börse eingeräumte Erfüllungszeitraum in Anspruch genommen werden muss.

Verkauf auf Kredit

Liegt hingegen bereits beim Verkaufsversprechen Eigentum an den Wertpapieren aus einem Wertpapierdarlehen vor, lässt sich die Transaktion mit einem Kauf auf Kredit vergleichen, bei dem der Käufer sich darum bemüht, seinen aus dem Kauf resultierenden Verpflichtungen nachzukommen,

indem er sich den Erfüllungsgegenstand (dann Geldmittel) kurzzeitig „leihweise“ besorgt. Im Falle eines Leerverkaufs werden hingegen die zur Erfüllung des Verkaufs benötigten Aktien „ausgeliehen“ und an den Käufer weitergereicht. Die resultierende offene Verbindlichkeit wird anschließend durch die (Wieder-)Eindeckung – indem die entsprechende Anzahl an Aktien gekauft wird – getilgt. Bei einem Leerverkauf mittels Wertpapierdarlehen handelt es sich daher letztlich um einen „Verkauf auf Kredit“. Der besondere Reiz bei einem solchen Investment liegt darin, dass es sich um einen wertvariablen Darlehensgegenstand handelt und somit die Höhe der „Rückzahlung“ ex ante unsicher ist.

Aufsichtsrechtliche Implikationen

Abgrenzungsprobleme zwischen den Leerverkaufsformen ergeben sich, wenn beispielsweise zunächst „ungedekt“ verkauft und anschließend mittels eines Wertpapierdarlehens erfüllt wird. Hier erscheint es sinnvoll, bei der Einordnung darauf abzustellen, inwieweit die Eindeckung bereits zwischen dem Leerverkäufer und dem Wertpapierdarlehensgeber arrangiert ist. Es zeigt sich, dass der Leerverkauf und seine Formen sowohl für die Marktteilnehmer als auch unter Umständen für die Aufsicht vereinzelt nur schwer abgegrenzt werden können und mitunter nur bedingt identifizierbar sind.

Mit Blick auf die aufsichtsrechtliche Diskussion ist zu klären, inwiefern aus den Unterschieden zwischen einem „normalen“ Verkauf und einem Leerverkauf (zusätzliche) Risiken resultieren. Dabei ist feststellbar, dass die mit einem Leerverkauf von Aktien verbundenen Risiken für die beteiligten und unbeteiligten Parteien – nicht nur beim Leerverkauf im Sinne eines Verkaufs auf Kredit – wohl vor allem typischen Kreditrisiken (Ausfallrisiken, Leverage-Risiken) entsprechen.

Fraglich ist, ob sich aus den verschiedenen Leerverkaufsformen ein unterschiedliches Ausmaß an Risiken ergibt. Ein erkennbarer Unterschied ist beispielsweise, dass einmal lediglich ein „leeres“ Verkaufsversprechen Eingang ins Orderbuch findet und somit kursfeststellend wirken kann (so beim „nackten“ Leerverkauf). Im Falle eines Verkaufs auf Kredit spielen hingegen die aktuelle Verfügbarkeit von „leihbaren“ Wertpapieren sowie die Risikobereitschaft und -tragfähigkeit des Wertpapierdarlehensgebers eine gegebenenfalls „dämpfende“ Rolle. Als Ansatzpunkt für eine marktgeleitete Lösung oder gegebenenfalls auch für eine regulatorische Maßnahme sollte daher der vorgeschaltete Markt für Wertpapierleihen nicht unberücksichtigt bleiben.

Inwieweit sich aus der aktuellen Situation an den Finanzmärkten ein aufsichtsrechtlicher Handlungsbedarf ableiten lässt, alle oder nur bestimmte Formen des Leerverkaufs von Aktien zu untersagen, sollte hier nicht geprüft werden. Insofern können die aktuellen Leerverkaufsbeschränkungen an dieser Stelle nicht bewertet werden.

Festhalten lässt sich jedoch, dass im Falle einer Regulierung trotz der Abgrenzungsschwierigkeiten nicht fälschlicherweise „normale“ Verkäufe erfasst werden dürfen. Es sollten nur diejenigen Marktteilnehmer – gegebenenfalls abgestuft nach den Risiken ihrer Handelstransaktionen – beaufsichtigt werden, die ein Interesse an fallenden Kursen haben. Idealerweise werden dabei nur diejenigen an Aktienleerverkäufen gehindert, die mit manipulativer Absicht handeln.

Fußnoten

¹⁾ Vgl. SEC Emergency Order (Release No. 34-58592) vom 18. September 2008.

²⁾ Vgl. Allgemeinverfügung der BaFin vom 19. September 2008.