

# Gesetz zur Vorbeugung gegen missbräuchliche Wertpapier- und Derivategeschäfte

*Sechs Wissenschaftler haben sich mit dem anstehenden Gesetzesentwurf zum Verbot von Leerverkäufen auseinandergesetzt und Mitte Juni 2010 dem Bundesministerium für Finanzen ihre Stellungnahme zukommen lassen. Die Redaktion veröffentlicht die Stellungnahme von Prof. Dr. Ralf Elsas, Institute for Finance & Banking, Ludwig-Maximilians-Universität München, Prof. Dr. Lutz Johanning, WHU – Otto Beisheim School of Management, Vallendar, Prof. Dr. Christian Koziol, Universität Hohenheim, Stuttgart, Prof. Dr. Sigrid Müller, Institut für Finanzierung, Humboldt Universität zu Berlin, Prof. Dr. Bernd Rudolph, Institut für Kapitalmarktforschung und Finanzierung, Ludwig-Maximilians-Universität München, und Prof. Dr. Dirk Schiereck, Lehrstuhl für Unternehmensfinanzierung, TU Darmstadt, im Wortlaut.*

### „Einleitung und Ergebniszusammenfassung:

Zentrale Aufgabe der Finanzmärkte ist es, die am Markt verfügbaren Informationen schnell und damit effizient zu bewerten sowie für die Marktteilnehmer einen möglichst liquiden Handel bereitzustellen. Neue Informationen führen auf effizienten Märkten zu einer raschen Preisanpassung und häufig auch zu steigenden Volatilitäten. Schnelle Preisanpassungen und fundamental gerechtfertigte Volatilitäten sind somit Ausdruck für die gewünschte Effizienz des Marktes, sie sind nicht grundsätzlich negativ zu bewerten.

Mit dem Ziel, den Marktturbulenzen und Volatilitäten an den Märkten entgegen zu treten, hat das Bundeskabinett am 2. Juni einen Regierungsentwurf für ein Gesetz zur Vorbeugung gegen missbräuchliche Wertpapier- und Derivategeschäfte (zuvor: Gesetz zur Stärkung der Stabilität der Finanzmärkte) verabschiedet. Demnach sollen ungedeckte Leerverkäufe und bestimmte Derivategeschäfte gesetzlich verboten sowie die Transparenz von Leerverkaufspositionen verbessert werden.

Das Verbot von Leerverkäufen ist nicht neu und wurde von verschiedenen Ländern auch in der Finanzkrise eingesetzt. Das Verbot von bestimmten Derivategeschäften ist dagegen eher unerprobt. In der vorliegenden Stellungnahme bewerten wir auf Basis der Ergebnisse wissenschaftlicher Studien die einzelnen Maßnahmen

des Regierungsentwurfes und leiten die zu erwartenden Kapitalmarkteffekte ab. Die Ergebnisse der Untersuchung sind:

– Die vorgeschlagenen Transparenzregeln zu den Leerverkaufspositionen erhöhen die Liquidität des Marktes.

– Das Verbot ungedeckter Leerverkäufe kann fallende Kurse nicht vermeiden, es schränkt aber die Preiseffizienz ein und behindert den Wertpapierhandel durch erhöhte Handelskosten.

– Das Verbot bestimmter Derivategeschäfte erhöht potenziell die Volatilitäten, verringert die Preiseffizienz und vermindert die Liquidität der Kassamärkte.

Somit qualifizieren sich die Transparenzregeln zu den Leerverkaufspositionen als geeignet und wirkungsvoll. Dagegen zeigen die geplanten Verbote nicht die beabsichtigte Wirkung und vermindern die Effizienz der Wertpapier- und Derivatemarkte zum Schaden der Marktteilnehmer wie der Gesamtwirtschaft.

### Anlagevorschriften anpassen

Ungeachtet der abgeleiteten Ergebnisse erkennen wir bei den Anlagevorschriften für institutionelle Anleger und bei den OTC-Derivatemarkten einen Regulierungsbedarf. Marktturbulenzen können bei fallenden Märkten insbesondere dann verstärkt werden, wenn viele Anleger nach sehr vergleichbaren Wertsicherungsstrategien ihre Kapitalanlagen managen. In den letzten Jahren wurden viele institutionelle Kapitalanleger erst durch regulatorische Vorgaben – wie beispielsweise Stresstest-Vorgaben für Versicherer – zum Einsatz vergleichbarer Wertsicherungsstrategien angehalten. Diese Strategien – für die Leerverkäufe nicht nötig sind und die auch ganz ohne Derivate auskommen – können in fallenden Märkten zusätzliche Verkäufe induzieren und dadurch bestehende Marktturbulenzen verstärken. Eine sachgerechte Regulierung sollte die individuelle Risikosteuerung und Kapitalanlage gestatten und kann damit helfen, Marktturbulenzen zu vermeiden.

Ein Regulierungsbedarf besteht auch im OTC-Derivatemarkt, der zur Ausbreitung der Finanz-

krise ebenso beigetragen hat, wie dessen Uneinheitlichkeit ihre Eindämmung erschwert hat. Eine sachgerechte Regulierung im OTC-Derivatemarkt sollte an der Transparenz und der Verminderung des Kontrahentenausfallrisikos durch die Einführung einer zentralen Clearingstelle ansetzen.

**Gesetz zur Vorbeugung gegen missbräuchliche Wertpapier- und Derivategeschäfte:** Wesentliche Bestandteile des Regierungsentwurfes sind

1. Gesetzlich verboten werden ungedeckte Leerverkäufe von deutschen Aktien und von Staatsschuldtiteln der Eurozone sowie Kreditderivate (CDS) auf Staatsschuldtiteln der Eurozone, die keinen Absicherungszwecken dienen.

2. Das Bundesministerium der Finanzen (BMF) wird ermächtigt, durch Rechtsverordnung Derivate zu verbieten, die Leerverkäufe von deutschen Aktien und von Staatspapieren der Eurozone abbilden, sowie Währungsderivate auf den Euro zu verbieten, die nicht der Absicherung von Währungsrisiken dienen. Die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) wird ermächtigt, in Krisensituationen diese Derivate zeitlich befristet zu verbieten.

3. Durch den Gesetzesentwurf wird zudem ein zweistufiges Transparenzverfahren für Netto-Leerverkaufspositionen nach dem Vorbild der Vorschläge des Committee of European Securities Regulators (CESR) eingeführt. Demnach besteht eine Mitteilungs- und Veröffentlichungspflicht an die BaFin für Inhaber von Netto-Leerverkaufspositionen, die eine Höhe von 0,2 Prozent der ausgegebenen Aktien eines Unternehmens überschreiten oder unterschreiten sowie eine Veröffentlichungspflicht im elektronischen Bundesanzeiger von Netto-Leerverkaufspositionen, die eine Höhe von 0,5 Prozent der ausgegebenen Aktien eines Unternehmens über- oder unterschreiten.

**Ergebnisse zu den Leerverkaufsverboten und zur Offenlegung von Leerverkaufspositionen:** Im Zuge der sich verschärfenden Finanzkrise haben Behörden weltweit Einschränkungen oder Verbote von Leerverkäufen verhängt. Bei Leerverkäufen spekulieren Ak-

## Stellungnahme

teure auf fallende Kurse und verkaufen Aktien, die sie nicht besitzen. Bei gedeckten Leerverkäufen ist eine vorherige Beschaffung der Wertpapiere mittels Wertpapierleihe erforderlich. Bei ungedeckten Leerverkäufen (Naked Short Sales) werden Aktien leer verkauft, ohne sich die entsprechenden Titel über die Wertpapierleihe zu beschaffen. Leerverkäufer erzielen einen Gewinn, wenn sie die Aktien zu einem niedrigeren Kurs eindecken – umgekehrt ist ein unbegrenzter Verlust möglich, wenn die Aktie steigt. Häufig verkaufen Leerverkäufer bei steigenden Kursen und decken sich bei fallenden Kursen wieder ein. Damit tragen sie grundsätzlich zur Kursstabilisierung bei.

### Blick auf wissenschaftliche Arbeiten

Leerverkäufe spielen in der wissenschaftlichen Theorie zum Asset Pricing und der Portfolioselektion eine bedeutende Rolle. In den neoklassischen Modellen lösen Überbewertungen am Kapitalmarkt umgehend Arbitrageoperationen aus, in denen überbewertete Papiere solange leer verkauft werden, bis der Kurs dem fairen Wert entspricht. Der Preisfindungsprozess wird in diesen Modellen wesentlich von der Leerverkaufsmöglichkeit bestimmt. Miller (1977) argumentiert, dass bei heterogenen Informationen und Leerverkaufsrestriktionen Preise weniger rational sind, da pessimistische Investoren nicht am Markt agieren können und ein Teil negativer Information nicht in den Preis einfließt. Dies führt dazu, dass optimistische Käufer den Preis über ein Niveau heben, das der durchschnittliche Investor als fair ansieht. Diamond/Verrechia (1987) zeigen, dass der Preis eines Wertpapiers mit Leerverkaufsrestriktionen negative Informationen wesentlich langsamer als positive Informationen verarbeitet.

Auf diesem Modell aufbauend folgt aus neuen theoretischen Arbeiten, dass Leerverkaufsrestriktionen eine direkte Ursache, zumindest eine notwendige Bedingung für Übertreibungen und exzessive Volatilität sind. Hong/Stein (2003) verbinden in ihrem Modell Einschränkungen im Leerverkauf sogar mit Marktcrashes. Demnach beschleunigen akkumulierte, unaufgedeckte negative Informationen die Abwärtsbewegung eines Marktes, was Crashes entstehen lässt.

Trotz dieser positiven theoretischen Eigenschaften stehen Leerverkäufe im Verdacht, in der Finanzkrise zu einem drastischen Kursverfall bestimmter Wertpapiere beigetragen zu haben. So haben seit 2008 einige Staaten Leerverkaufsverbote und Transparenzregeln

für Leerverkaufspositionen in verschiedenen Wertpapiere für unterschiedliche Zeiträume eingeführt. Dazu zählen beispielsweise das Verbot ungedeckter (gedeckter) Leerverkäufe für bestimmte Aktien finanzieller Unternehmen in Deutschland (USA) sowie Meldepflichten für Leerverkaufspositionen in Großbritannien. Beber/Pagano (2010) führen eine umfangreiche empirische Untersuchung über die verschiedenen Kapitalmarkteffekte durch, die sich in diesen Ländern in Folge der Einführung, aber auch der späteren Aufhebung dieser Regeln ergeben haben. Die Ergebnisse sind folgende:

1. Mit Einsetzen der Leerverkaufsverbote nimmt die Geschwindigkeit ab, mit der neue Informationen in die Wertpapierpreise eingearbeitet werden. Die Preiseffizienz des Marktes geht folglich zurück.
2. Das Verbot von Leerverkäufen verringert die Liquidität der betreffenden Märkte. Das heißt der Wertpapierhandel wird insgesamt teurer und damit erschwert. Dies gilt für das Verbot ungedeckter Leerverkäufe und in größerem Ausmaß für das Verbot aller Leerverkäufe.
3. Die Einführung von Transparenzregeln für Leerverkaufspositionen führt zu einer Verbesserung der Liquidität. Der Wertpapierhandel wird günstiger und vereinfacht.
4. Das Verbot von ungedeckten Leerverkäufen hat keinen Einfluss auf die Kursentwicklung der betroffenen Wertpapiere. Das Preisverhalten ändert sich folglich nicht. Das Verbot aller Leerverkäufe führt sogar zu einer negativen Preisentwicklung der Aktien.

### Viele empirische Studien

Kolasinski/Reed/Thornock (2009) können diese Ergebnisse ebenso wie Boehmer/Jones/Zhang (2009) für die im September 2008 eingeführten Leerverkaufsverbote in den USA bestätigen. Letztere Autoren dokumentieren zudem einen Anstieg der Volatilität der Aktien mit einem Leerverkaufsverbot. Bris/Goetzman/Zhu (2007) analysieren in ihrer ländervergleichenden Studie die 46 Aktienmärkte von 1990 bis 2001. Kapitalmärkte mit Leerverkaufsmöglichkeiten sind effizienter. Leerverkäufe verursachen keine Krisen, können aber das Ausmaß verstärken.

Die Transparenz von Leerverkaufspositionen qualifiziert sich somit als geeignet und wirkungsvoll. Ein Verbot von Leerverkäufen kann dagegen die beabsichtigte Wirkung von Kurs-

stabilisierungen im Wesentlichen nicht erreichen. Das Verbot bewirkt sogar gegenteilig eine verminderte Preiseffizienz und geringere Liquidität. Selbst auf kurze Sicht haben sich Leerverkaufsverbote als wirkungslos herausgestellt. So hat das von der SEC im September 2008 verhängte Leerverkaufsverbot für eine ganze Reihe von Finanztiteln nicht die gewünschte Wirkung erzielt und wurde kurze Zeit später wieder aufgehoben.

**Empirische Ergebnisse für das Verbot von Derivategeschäften:** Als wichtigste Funktionen [Rudolph/Schäfer (2010), S. 383 ff.] bieten Derivatmärkte den Wirtschaftssubjekten

- verbesserte und erweiterte Möglichkeiten zur Transformation von Risiken,
- die Separation einzelner Risikobestandteile und damit
- die Handelbarkeit und verbesserte Steuerungsmöglichkeit finanzwirtschaftlicher Risiken.

Die Erfüllung dieser Funktionen führt zu einer Vervollkommnung und Vervollständigung der Finanzmärkte sowie zu einer Verbesserung der Informationslage und damit zu gesamtwirtschaftlichen Wohlfahrtzuwächsen. Der Einsatz derivativer Finanzinstrumente trägt aber nur dann zur Zielerreichung der Wirtschaftssubjekte bei, wenn die verfolgten Strategien zieladäquat und mit den richtigen Instrumenten umgesetzt werden. Ist das nicht der Fall, dann kann der Einsatz von Derivaten mit hohen Verlusten verbunden sein. Daher ist eine sachgerechte Regulierung von Derivategeschäften geboten, keineswegs aber ein Verbot dieser Geschäfte.

In der wissenschaftlichen Literatur werden nur wenige Fälle diskutiert, in denen Derivategeschäfte komplett verboten wurden. 1958 wurde der Futurehandel auf Zwiebeln in den USA verboten mit der Begründung, Spekulationen im Futuremarkt würden eine ungewünschte und hohe Fluktuation der Preise im Zwiebelmarkt selbst erzeugen. Von 1897 bis 1900 wurde der Handel in Weizenfutures in Berlin mit derselben Begründung verboten. Jacks (2007) untersucht diese beiden Ereignisse und kommt zum Ergebnis, dass durch das Verbot des Futurehandels die Volatilitäten an den Kassamärkten nicht wie gewünscht gesunken, sondern gestiegen sind.

Umfangreich wurde dagegen in der Literatur untersucht, wie der Kapitalmarkt auf die Neu-

aufnahme des Optionshandels auf bestimmte Aktien reagiert. Damodaran/Lim (1991) zeigen, dass mit der Aufnahme des Optionshandels auf 200 US-Aktien zwischen 1973 und 1983 die Volatilitäten dieser Aktien signifikant gesunken sind, neue Informationen erheblich schneller in die Aktienkurse verarbeitet wurden und dass sich die Liquidität in diesen Aktien verbessert hat. Auch Conrad (1989) und Skinner (1988) ermitteln ebenfalls sinkende Renditevolatilitäten mit der Aufnahme des Optionshandels. Ein Verbot von Derivategeschäften würde somit erhöhte Volatilitäten, eine verzögerte Informationsverarbeitung sowie eine geringere Liquidität hervorrufen und damit genau das Gegenteil der angestrebten Wirkung des Regierungsentwurfs erreichen.

In der Studie von Chatrath/Ramchander/Song (1996) bedingt dagegen eine zunehmende Handelsaktivität in Währungsfutures steigende Volatilitäten in den Währungen selbst. Yang/Balyeat/Leatham (2005) bestätigen das Ergebnis ansteigender Volatilitäten durch ansteigenden Futurehandel für Agrarrohstoffe.

#### **Regulierungsbedarf bei Anlagevorschriften:**

Im Monatsbericht der Deutschen Bundesbank vom Mai 2006 wird ebenfalls der Einfluss der Finanzderivate auf die Kassamärkte untersucht [Deutsche Bundesbank (2006)]. Die Deutsche Bundesbank kommt zu dem Ergebnis, dass Derivate die Informationsverarbeitung beschleunigen und damit stabilisierend für die Realwirtschaft wirken. Allerdings können Absicherungsstrategien und insbesondere die dadurch induzierten Verkäufe in fallenden Märkten zu weiteren Kursrückgängen führen und damit bestehende Marktturbulenzen zusätzlich verstärken. Dazu ist anzumerken, dass

1. solche dynamischen Absicherungsstrategien ohne Leerverkäufe und auch ohne Derivate auskommen und dass

2. durch viele Kapitalmarktregulierungen (beispielsweise Stresstestvorgaben für Versicherer) die Anleger in den letzten Jahren erst vermehrt zum Aufbau solcher Absicherungsstrategien und damit zu einem prozyklischen Anlageverhalten veranlasst wurden.

Eine sachgerechte Regulierung der Kapitalanlage sollte deshalb von den Anlegern wie bislang eine Risikomessung und -berichterstattung nach einheitlichen Grundsätzen zum Zweck der Vergleichbarkeit fordern, aber insbesondere die individuelle Risikosteuerung und Kapitalanlage gestatten. Damit ließen sich ein verstärkendes

Anlageverhalten sowie allein daraus resultierende Marktturbulenzen reduzieren.

**Regulierungsbedarf im OTC-Derivatemarkt:** In der wissenschaftlichen Diskussion ist unbestritten, dass der Over-the-Counter-Derivatemarkt (OTC-Derivatemarkt) aufgrund seiner Komplexität und Intransparenz zur Ausbreitung der Finanzkrise 2007–2008 beigetragen beziehungsweise seine Eindämmung erschwert hat und dass somit ein Regulierungsbedarf in diesem Marktsegment besteht. Beim OTC-Derivatemarkt handelt es sich um einen Markt für institutionelle Marktteilnehmer, die miteinander maßgeschneiderte Derivategeschäfte abschließen. Der Ausfall einer Partei kann zu Verlusten bei der Gegenpartei führen und damit auch diese in Schwierigkeiten bringen. Typischerweise besteht ein Ausfallschutz darin, dass die Forderungen der Kontrahenten täglich bilateral besichert werden. In der Praxis ist es aber dabei zu Problemen gekommen, zudem werden derzeit nur etwa 66 Prozent der ausstehenden Risiken abgesichert. Aufgrund der Intransparenz der Geschäfte und des starken Marktvolumenanstiegs in den letzten Jahren hat sich eine starke unsichtbare Vernetzung der Marktakteure ergeben. Für die Aufsicht war es nicht möglich, den exzessiven Risikoaufbau einiger Marktteilnehmer und des gesamten OTC-Derivatemarktes frühzeitig zu erkennen. So kann der Ausfall eines Kontrahenten eine Kettenreaktion auslösen und andere Marktteilnehmer in Mitleidenschaft ziehen [Chlistalla (2010), Brunnermeier (2009)].

#### **Transparenz erhöhen – Effizienz erhalten**

Eine sachgerechte Kapitalmarktregulierung muss daran ansetzen, die Transparenz des institutionellen OTC-Derivatemarktes zu erhöhen sowie das Ausfallrisiko einzelner Kontrahenten und damit insgesamt das Systemrisiko einer globalen Krisenausbreitung zu reduzieren. Gleichzeitig muss die Effizienz des Marktes in der Informationsverarbeitung und Handelsfähigkeit zum Nutzen der Marktteilnehmer und ihrer Kunden erhalten bleiben. Mit der Einführung von zentralen Kontrahenten, einer zentralen Abwicklungs- und Clearingpartei, sowie einer Registrierung aller relevanter OTC-Derivategeschäfte können die Kreditrisiken untereinander entscheidend vermindert und die Transparenz über die Volumina und Risiken im OTC-Derivatemarkt wesentlich erhöht werden. Über eine zentrale Clearingstelle werden die Positionen und Risiken zeitnah bewertet sowie die Gesamtrisiken eines Kontrahenten adäquat abgesichert. Der Regulator erhält über das zentrale Clearing und über die Registrie-

rung der relevanten Geschäfte eine Transparenz über die Vernetzung der Marktteilnehmer. Insgesamt kann ein potenzielles Systemrisiko frühzeitig erkannt und reduziert werden."

#### **Literatur**

- Beber, A./Pagano, M. (2010): Short-Selling Bans around the World: Evidence from the 2007-09 Crisis, University of Amsterdam, Università di Napoli Federico II, unpublished manuscript.
- Boehmer, E./Jones, C. M./Zhang, X. (2009): Shackling Short Sellers: The 2008 Shorting Ban, Columbia Business School, unpublished manuscript.
- Bris, A./Goetzmann, W. N./Zhu, N. (2007): Efficiency and the Bear: Short Sales and Markets around the World, in: Journal of Finance, Vol. 62, No. 3, S. 1029–1079.
- Brunnermeier, M. K. (2009): Deciphering the Liquidity and Credit Crunch 2007–2008, Journal of Economic Perspectives, Vol. 23, No. 1, S. 77–100.
- Chatrath, A./Ramchander, S./Song, F. (1996): The Role of Future Trading activity in Exchange Rate Volatility, Journal of Future Markets, Vol. 16, No. 5, S. 561–584.
- Chlistalla, M. (2010): OTC-Derivate, in: Deutsche Bank Research, 25. Mai 2010.
- Conrad, J. (1989): The price effect of option introduction, in: Journal of Finance, Vol. 44, S. 487–498.
- Damodaran, A./Lim, J. (1991): The effects of option listing on the underlying stocks' return processes, in: Journal of Banking and Finance, Vol. 15, S. 647–664.
- Deutsche Bundesbank (2006): Finanzderivate und ihre Rückwirkung auf die Kassamärkte, Deutsche Bundesbank Monatsbericht Juli 2006, S. 55–68.
- Diamond, D. W./Verrechia, R. E. (1987): Constraints on Short-Selling and Asset Price Adjustment to Private Information, in: Journal of Financial Economics, S. 277–311.
- Hong, H./Stein, J. C. (2003): Differences of Opinion, Short-Sales Constraints, and Market Crashes, in: Review of Financial Studies, Vol. 16, S. 487–525.
- Jacks, D. S. (2007): Populists versus theorists: Future markets and the volatility of prices, in: Exploration in Economic History, Vol. 44, S. 342–362.
- Kolasinski, A. C./Reed, A. V./Thornock, J. R. (2009): Prohibitions versus Constraints: The 2008 Short Sales Regulations, October, unpublished manuscript.
- Miller, E. M. (1977): Risk, Uncertainty, and Divergence of Opinion, in: Journal of Finance, Vol. 32, S. 1151–1168.
- Rudolph, B./Schäfer, K. (2010): Derivative Finanzmarktinstrumente, 2. Aufl., Berlin 2010 (Kapitel 15: Nutzen und Risiken derivativer Finanzinstrumente).
- Skinner, D. (1989): Option markets and stock return volatility, in: Journal of Financial Economics, Vol. 24, S. 61–78.
- Yang, J./Balyeat, B./Leatham, D. J. (2005): Futures Trading Activity and Commodity Cash Price Volatility, in: Journal of Business Finance & Accounting, Vol. 32, S. 297–323.

#### **Fußnote**

\* Das ursprünglich im Diskussionsentwurf vom 21. Mai 2010 vorgesehene Verbot für Derivate, die bei wirtschaftlicher Betrachtungsweise einem Leerverkauf entsprechen, sowie das Verbot von bestimmten Währungsderivaten auf den Euro wurden gestrichen.

*Die Zwischenüberschriften sind von der Redaktion eingefügt.*