

Leerverkäufe verbieten!

FAZ v. 8.10.20

Von Klaus Watzka

Viel ist in den letzten Tagen im Zusammenhang mit der Grenke Leasing AG über Leerverkäufe geschrieben worden. Akteure im Markt leihen sich dabei gegen Zahlung einer Gebühr größere Aktienbestände, z. B. von Fonds oder Versicherungen. Die Papiere werden zeitnah an der Börse verkauft, in der Erwartung, sie zum Ende der Leihfrist günstiger zurückkaufen zu können. In der Differenz zwischen höherem Verkaufspreis und niedrigerem Rückkaufpreis liegt dann der Gewinn des Leerverkäufers. Und hier reden wir oft über Beträge im dreistelligen Millionenbereich. Als aktiver Kleinanleger mit über 40 Jahren Börsenerfahrung habe ich zu Leerverkäufen einen ganz klaren Standpunkt: Verboten! Subito!

Was sind die Gründe? Eine Spekulation auf sinkende Aktienkurse kann durchaus sinnvoll sein und muss daher grundsätzlich erlaubt sein. Wer negative Markterwartungen zu einem Wertpapier hat, dem stehen Instrumente in hinreichender Anzahl zur Verfügung. Der Anleger könnte eine Verkaufsoption auf das Papier erwerben oder aus der Vielzahl an strukturierten Produkten wählen, die Banken zur Abbildung von Short-Strategien anbieten. Mit ihrer Hilfe kann man auch mit Hebelwirkung auf Kursrückgänge einer Aktie spekulieren. Diese Instrumente sind auch geeignet, um einen vorhandenen Aktienbestand gegen Kursrisiken abzusichern. Einen darüber hinausgehenden Bedarf an Instrumenten für die Abbildung einer Short-Strategie gibt es nicht! Zwar wird immer wieder argumentiert, dass Leerverkäufe im Einzelfall eine wichtige Funktion für die Liquidität eines Marktes haben. Dieser Aspekt ist sicherlich nicht ganz von der Hand zu weisen, aber in einer Abwägung überwiegen die Risiken von Leerverkäufen ihren Nutzen. Warum?

Die Leerverkäufer bewegen bei ihren Verkäufen oftmals große Stückzahlen von Aktien. Gerade bei kleineren Werten im M-Dax, S-Dax oder Tec-Dax, die keine allzu großen täglichen Handelsvolumina aufweisen, können sie an schwächeren Börsentagen allein durch ihre eigenen Verkäufe die Kurse massiv nach unten bewegen. Natürlich haben sie eine recht genaue Vorstellung davon, wo andere Marktteilnehmer, insbesondere Kleinanleger, ihre Stop-Loss-Limits plaziert haben. Diese sind in der Regel als Empfehlungen in vielen Anlagezeitschriften ver-

öffentlicht. Zudem lassen sich an den Börsen durch einen Blick in das elektronische Orderbuch wertvolle Informationen darüber gewinnen, zu welchen Kursen Verkaufsbereitschaft über Stop-Loss-Limits besteht. Gelingt es den Leerverkäufern, durch ihren Verkaufsdruck die Aktie in die Stop-Loss-Limits zu drücken, dann löst dies weitere Verkäufe und damit eine zusätzliche Abwärtsdynamik aus. Mit einer fairen Preisfindung für ein Wertpapier hat das nichts mehr zu tun, eher mit Kursmanipulation zu Lasten von Kleinanlegern.

Wie rational ist es, Aktien an einen Akteur zu verleihen, der beabsichtigt, den Kurs zu ruinieren?

Geht für den Leerverkäufer die Spekulation auf sinkende Kurse nicht auf, dann ist der Anreiz extrem groß, für einen negativen Newsflow und für belastende Gerüchte im Markt zu sorgen. Für diesen Fall liegen dann die Dossiers in der Schublade, die systematisch Zweifel am Geschäftsmodell oder an der Werthaltigkeit von Bilanzen säen. Auch wenn es kaum beweisbar ist, aber die Kommunikationsstrategie dürfte vermutlich ziemlich ausgefeilt sein und auf einem personellen Netzwerk basieren, das negative Presseberichte und Verkaufsempfehlungen bzw. negative Kursprognosen von „unabhängigen“ Wertpapieranalysten „zum richtigen Zeitpunkt“ ermöglicht. Wer noch an die durchgehende Undurchlässigkeit der Chinese Walls zwischen Analysten- und Handelsabteilungen von Wertpapierakteuren glaubt, glaubt vermutlich auch noch an den Weihnachtsmann. Um nicht falsch verstanden zu werden: Vielfach werden die Argumente gegen ein Unternehmen durchaus berechtigt sein. Nicht umsonst gibt es an der Börse ja den Spruch „Wo Rauch ist, ist auch Feuer“. Im Fall der Wirecard AG war es sogar ein ganzer Flächenbrand. Aber es gibt eben auch die allgemeine Erkenntnis, dass man „nur mit Dreck werfen muss, und irgendetwas bleibt dann schon hängen“. Mit der Wahl der Mittel dürften Leerverkäufer jedenfalls nicht zimperlich sein, stehen für sie doch viele Millionen im Spekulationsfeuer. Juristisch gegen unzutreffende Vor-

würfe vorzugehen ist mitunter alles andere als einfach, wenn Leerverkäufer ihren Sitz im Ausland haben. Und selbst wenn es gelingt, dann ist der materielle Schaden insbesondere für das Anlagekapital der Kleinanleger schon angerichtet. Und auch die juristischen Abwehrkämpfe zahlen letztlich die Aktionäre.

Solche aggressiven Kommunikationsstrategien haben zudem noch eine moralische Komponente: Verschwendeten Leerverkäufer einen Gedanken an möglicherweise wegbrechende Arbeitsplätze und den damit einhergehenden Verlust der Einkommensbasis für ganze Familien, wenn Unternehmen aufgrund von gezielt gesäten Zweifeln von benötigten Finanzierungsquellen abgeschnitten werden oder ihre Kundenbasis erodiert? Vermutlich nicht. Weil der Anreiz für unredliche oder zumindest grenzwertige Kommunikationsstrategien aufgrund der bewegten Summen einfach zu groß ist, sollte der Gesetzgeber diesen Ball grundsätzlich aus dem Spiel nehmen.

Ein letzter Aspekt, der in der breiten medialen Berichterstattung über Leerverkäufe nach meiner Wahrnehmung kaum thematisiert wird, betrifft die Rolle der Verleiher der Aktienpakete. Es sind in aller Regel Fondsgesellschaften, Versicherungen, Pensionsfonds. Zwar mag die Zusatzrendite, die mit der Leihgebühr zu erzielen ist, auf den ersten Blick recht reizvoll sein. Auf den zweiten Blick stellt sich jedoch die Frage, wie rational es ist, gehaltene Aktienpakete an einen Akteur zu verleihen, der die Absicht hat, den Kurs des Papiers zu ruinieren. Möglicherweise wird durch eine unberechtigte negative Berichterstattung ein massiver Vertrauens- und Vermögensschaden angerichtet, von dem sich eine Aktie lange Zeit nicht mehr erholt. Gänzlich unverständlich wird es, wenn der Verleiher die Aktien über den Hauptversammlungstermin verleiht und damit auf sein Stimmrecht und die damit einhergehende Einflussnahme auf die Geschäftspolitik der Gesellschaft verzichtet. Die Verleiher von Aktienpaketen sind gegenüber ihren Anlegern in aller Regel in einer Treuhänderfunktion. Wir müssen ernsthaft darüber nachdenken, ob man vor dem geschilderten Hintergrund mit der Verleihung von Aktien im Einzelfall nicht schon langsam in den Grauzonenbereich der Untreue gegenüber Fondsanlegern und Versicherungsnehmern kommt.

Der Autor ist Professor für Betriebswirtschaftslehre an der Ernst-Abbe-Hochschule in Jena.