

# Ist ein Verbot von Wertpapier-Leerverkäufen bzw. ungedeckten Credit Default Swaps sinnvoll?

Sind die so genannten Leerverkäufe Mitverursacher der Finanzkrise und sollten deshalb Wetten auf sinkende Kurse verboten werden? Oder lassen sich Kursstürze abfedern?

## Erlaubnis mit Einschränkungen

In vielen Regierungskreisen und aufsichtsrechtlichen Behörden gibt es Überlegungen, eine schärfere Regulierung der Finanzmärkte einzuführen. Ziel ist die zukünftige Vermeidung von Finanzkrisen.

Es besteht kein Zweifel daran, dass die Überkomplexität vieler Finanzinnovationen der letzten 10 bis 15 Jahren und die unbeaufsichtigte Nutzung solcher Produkte seitens der Finanzinvestoren zu katastrophalen Verlusten geführt haben. Konstrukte wie ungedeckte CDO oder CPDO («Constant Proportional Debt Obligations») lassen sich selbst erfahrenen Finanzprofis schwer erklären. Ich kenne einige hochkarätige »Finanzingenieure«, die mir 2005 und 2006 bestätigt haben, dass sie nicht wussten, wie solche Produkte zu modellieren sind, und sich erstaunt fragten, wie Investoren – die mit Sicherheit keine geeignete Bewertungsmodelle hatten – sich trauen konnten, Geld in solche Produkte zu investieren.

Die Kunst der Investmentbanken, komplex strukturierte Kreditprodukte zu vertreiben, um die hohen Renditeerwartungen der Investoren (verglichen mit Anleihen der gleichen Bonitätsklassen) zu erfüllen, führte in den neunziger Jahren und noch mehr Anfang des Jahrtausends zu gigantischen Summen, die in ABS oder ABS-gedeckte CDOs angelegt wurden – oft mittels hoch gehebelter Engagements. Dies war eine Übertreibung, die vielseitig kommentiert und zu Recht kritisiert wurde.

Da vor der Finanzkrise ungedeckte Leerverkäufe von Wertpapieren (meist von Hedgefonds initiiert) eingegangen, aber auch Wetten auf Bonitätsabstufungen oder Ausfälle von Emittenten mittels Credit Default Swaps in erheblichem Maße geschlossen wurden, sind diese Art von Geschäften auch sehr in die Kritik geraten.

Es ist verständlich, dass einige Aufsichtsbehörden und Politiker die Spekulationsblase mit solchen Geschäften verbinden und an neuen »Spielregeln« der Kapitalmärkte arbeiten, die solche Geschäfte in dieser Form nicht mehr erlauben.

Zuerst ein paar Sätze zu der Rolle der »Spekulanten« – darunter viele Hedgefonds: Diese Fonds setzen privates Kapital in Erwartung außerordentlicher Renditen aufs Spiel. Wenn diese Marktteilnehmer vom Markt verschwinden würden, würden Risikotransfermechanismen nicht mehr effizient funktionieren, was eine Bremse der wirtschaftlichen Geldvermehrung bedeuten würde.

Die Fähigkeit, Kredite zu verbriefen, in Tranchen zu zerlegen und je nach Investoren Risikoappetit als Wertpapiere zu vertreiben, hat es den Banken über lange Zeit erlaubt, risikobehaftete Aktiva zu platzieren, um der Realwirtschaft mehr Kapital zur Verfügung stellen zu können. Zahlreiche Projekte wurden in den vergangenen 20 Jahren mit Fremdkapital durchgeführt, welches ohne die Verbriefung von Forderungen und der entsprechenden Entlastung des Risikokapitals der Banken nicht verfügbar gewesen wäre. Ohne die Abnehmer der »Junior«- oder »Equity«-Tranchen (so bezeichnet wegen deren nachrangigen Position gegenüber den anderen Tranchen in den CDO-Strukturen) hätten diese Transaktionen nicht abgeschlossen werden können.

## Leerverkäufe von Wertpapierbeständen

Betrachten wir einen Anbieter (»Market Maker«) von Wandelanleihen, eine Form, die im Handel der Banken üblich ist. Eine Wandelanleihe ist ein Hybridinstrument,



Andre Horovitz\*

\* Andre Horovitz ist Geschäftsführer der financial risk fitness GmbH, ein Unternehmen, das auf Schulungen von Finanzmanagern spezialisiert ist.

das einer festverzinslichen Anleihe ähnelt, mit dem Unterschied, dass der Investor die Option besitzt, die Anleihe in eine bestimmte Anzahl von Aktien des Emittenten zu konvertieren. Dies ist dann für den Investor sinnvoll, wenn der Verkehrswert der Aktie einen bestimmten Wert übersteigt. Da der Investor zusätzlich zur Anleiherendite noch ein Partizipationsrecht bei einer Steigerung des Aktienwerts bekommt, ist eine Wandelanleihe in der Regel billiger für den Emittenten als eine normale festverzinsliche Anleihe (der Kupon ist geringer gesetzt).

Der Marktanbieter muss einen Bestand solcher Wandelanleihen im Handelsbuch halten (weil in der Regel Kunden mehr Käufe als Verkäufe ausüben), um den Kaufaufträgen der Kunden gerecht zu werden.

Weil diese Wandelanleihen im Handelsbuch gehalten werden, werden sie täglich neu bewertet. Die Wertveränderungen werden gemäß IFRS-Vorschriften (auch US GAAP) direkt in die Gewinn- und Verlust-Rechnung übertragen, was zu einer ungewollten GuV-Volatilität führen kann.

Entsprechend ist der Händler (der Marktanbieter) bestens beraten, die Wertveränderungen der Wandelanleihen so gut wie möglich abzusichern (»hedgen«). Die zwei wesentlichen Parameter, die die Wertentwicklung der Wandelanleihen bestimmen, sind die Zinsstrukturkurve und der Aktienkurs des Emittenten. Die meisten Händler sichern sich gegen Zinsschwankungen mit Zins-Swaps ab (sie transformieren die feste Kupons der Anleihen in variable Kupons, die vom einem Zinsindex abhängig sind, wie LIBOR – London Interbank Offer Rate, der für jeweils 3,6 oder zwölf Monate fixiert ist). Bleibt das Risiko einer Veränderung des Aktienkurses. Wenn die Aktie des Emittenten steigt, steigt auch der Wert der Anleihe, weil die Ausübungswahrscheinlichkeit höher wird und vice versa. Um sich gegen solche Wertveränderungen zu »hedgen«, muss der Händler eine bestimmte Anzahl von Aktien leer verkaufen (»short«). Die Anzahl der Aktien, die der Händler »leer verkauft«, hängt mit der Bewertung der Ausübungsoption (Konvertierungsoption) zusammen. Ohne diese Möglichkeit, »Short«-Aktienpositionen einzugehen, kann der Händler seinen Bestand von Wandelanleihen nicht absichern.

### **Credit Default Swaps (CDS) – eine kontroverse Diskussion zu diesem Thema**

Es ist mittlerweile bewiesen, dass die Wucht der Finanzkrise der letzten zwei Jahre unmittelbar mit den gigantischen Summen von CDS auf hypothekenkreditbesicherten ABS (Asset Backed Securities) zusammenhängt. Nicht wenige Experten bezeichnen diese CDS-Kontrakte sogar als Verursacher der Krise.

Sicher ist, dass die realisierten Verluste auf dem »Subprime«-Hypothekenmarkt in den letzten Jahren, die Gesamtsumme der ausgeliehenen Hypotheken überstiegen haben. Somit wird behauptet, dass die »leer geschlossenen« CDS-Kontrakte einen Multiplikationseffekt ausgeübt haben.

Es ist deshalb nicht verwunderlich, dass viele Aufsichtsbehörden dazu neigen, in Zukunft solche »leer geschlossenen« CDS zu verbieten, mit der Begründung, dass sie dadurch Spekulanten aus den Märkten verdrängen, die damit Profite erzielen, aber auch Unternehmen (oder, wie neulich gesehen, sogar Länder) in der Ruin treiben.

Auf den ersten Blick, eine sinnvolle Schlussfolgerung.

Anhand von zwei Beispielen wird hier gezeigt, dass diese These dennoch nicht unbedingt richtig ist.

Betrachten wir einen deutschen Exporteur, der Maschinen in afrikanische Länder vertreibt. In der Regel werden solche Verträge in US-Dollar oder sogar in Euro geschlossen, und die Käufer sind staatliche Unternehmen. Somit hat der deutsche Exporteur weder ein Wechselkurs- noch ein Unternehmensausfallsrisiko. Das Risiko, dass das Land innerhalb der Zahlungsperiode ausfällt, bleibt jedoch bestehen.

Um dieses Risiko abzusichern, muss der deutsche Exporteur ein CDS abschließen, so dass er entschädigt wird, wenn das Land zahlungsunfähig wird. Damit akzeptiert der Exporteur zwar das Kontrahentenausfallsrisiko der Bank, mit der er den Vertrag schließt, aber dieses Risiko ist oft viel geringer als das Länderrisiko, gegen welches er sich absichert.

Diese durchaus sinnvolle Transaktion widerlegt die These, dass abgeschlossene CDS ohne den Besitz des Basisinstruments automatisch eine Spekulation ist.

Betrachten wir im zweiten Beispiel einen privaten Pensionsfonds, der die erwarteten zukünftigen Zahlungsströme (aus den Rentenverpflichtungen) damit erwirtschaftet, dass er in Wertpapiere von südamerikanischen Firmen investiert. Das Risiko eines möglichen Ausfalls eines Wertpapieremittenten wird vom Pensionsfonds in Kauf genommen. Die andere Gefahr ist, dass die südamerikanischen Regierungen, den Unternehmen einen Fremdwährungszahlungsstopp anordnen und zum gleichen Zeitpunkt die Heimwährung ihre Konvertierbarkeit in den Euro verliert. Das stellt ein Risiko der Zahlungsunfähigkeit dar, gegen welches sich der Fonds absichern möchte.

Um solche Situationen abzusichern, wird der Pensionsfonds »leere CDS« auf Staatsanleihen der jeweiligen Länder schließen, auch ein Beispiel einer Absicherungsstrategie.

Zum Dritten, betrachten wir eine Versicherungsfirma, die – ähnlich wie der oben erwähnte Pensionsfonds – die Versicherungsprämien in Anleihen investiert. Um Ausfälle zu vermeiden, auch wie in dem oben erwähnten Beispiel, schließt die Versicherung CDS-Kontrakte auf diese Anleihen mit Banken, mit dem Unterschied, dass jetzt die CDS nicht »leer« sind, sondern die Versicherung die Anleihen tatsächlich besitzt. Da mittels der CDS ein Ausfallrisiko der Banken (Vertragspartner) eingekauft wurde, würde sich eine risikoscheue Versicherungsgesellschaft auch gegen dieses Risiko absichern wollen, indem sie entweder »leere« CDS auf Unternehmensanleihen der Banken kauft (z.B. mit staatlichen Banken auf der Gegenseite) oder gleich »Short«-Positionen (Leerverkäufe) der Bankenaktien eingeht. Eine andere Absicherungsstrategie – jedoch wieder mit Kontrahentenrisiken verbunden – wäre auch die Absicherung mittels eines »total rate of return Swaps« (TRS).

Diese drei Beispiele zeigen, dass auch »leer geschlossene« CDS für Unternehmen sinnvoll sein können, ohne eine »Zockerabsicht« unterstellen zu müssen.

Werden nun aber sowohl Leerverkäufe als auch »basislose (leere) CDS« weiter erlaubt, sollte dann alles weiterhin so sein wie bisher?

Dieser Vorschlag würde wahrscheinlich nicht einmal bei den Hedgefonds auf Verständnis stoßen, geschweige denn bei der Bevölkerung, die weltweit auf eine umfangreiche Reform der Finanzaufsicht drängt.

Ich glaube, dass die Regulierung der Finanzbranche tatsächlich ambitionierte Ziele verfolgen muss.

Einige meines Erachtens wichtige Veränderungen wären:

1. Vermeidung der »Regulatory-Arbitrage«-Geschäfte, bei denen sich Finanzarbitrageurs die laxesten regulatorischen Rahmenbedingungen aussuchen, um Geschäfte profitabel durchzuführen. Es ist kein Wunder, dass sich viele Hedgefonds auf den karibischen oder den Ärmelkanalinseln niedergelassen haben. Eine internationale Kooperation der Finanzbehörden würde viel zur Transparenz in diesem Sektor beitragen und regulatorische Schlupflöcher schließen.
2. Etablierung von effektiven »Clearing-Stellen« für die Abschließung von CDS – ähnlich wie Terminbörsen, ein Schritt, der bereits begonnen wurde. Somit wird die Transparenz bei den Kontrakten besser hergestellt und die damit verbundenen Ausfallrisiken der Gegenpartei (siehe Beispiel 3) offengelegt. Es gibt hierfür noch einige operative Hürden, aber ich bin überzeugt, dass diese überwunden werden.
3. Limitierung der »Schattenbanken«, indem die gleichen Spielregeln für alle partizipierenden Spieler gelten. Das

bedeutet, dass die Hedgefonds die »bank-ähnliche Geschäfte« betreiben, auch wie Banken zu überwachen sind.

4. Limitierung der Hebelfaktoren in den Bankbilanzen. Die Risiken, die damit eingegangen werden, sind umso höher, je mehr die »Spieler« die Hebelwirkungen ausnützen. Mit einer Limitierung würden sich nicht nur gewisse Spekulationsstrategien nicht mehr rechnen, sondern auch Kapital der Banken, das ansonsten für etwas mehr Rendite den Hedgefonds geliehen würde<sup>1</sup>, in die »reale Wirtschaft« fließen.

<sup>1</sup> Banken verleihen gerne an Hedgefonds, weil sie sich zum einen Wertpapierabwicklungsgeschäfte davon versprechen und zum anderen, die Sicherheiten, die von Hedgefonds vorlegt werden – in der Regel hoch liquide Wertpapiere –, leichter in Barmittel zu verwandeln sind als die Sicherheiten, die Industrieunternehmen bieten – in der Regel Immobilien, Maschinen, etc.



Martin Schütte\*

## Ist ein Verbot von »nackten« Spekulationsgeschäften sinnvoll?

### Situation

Die ins Schussfeld geratenen spekulativen Finanzprodukte sind zum Teil seit Jahrzehnten übliche Geschäfte, wie z.B. Leerverkäufe, oder durchaus sinnvolle und nützliche Innovationen, wie die Credit Default Swaps (CDS) zur Absicherung von Kreditausfallrisiken. Doch das unkontrollierte Wachstum der Märkte für diese und andere hochspekulative Finanzprodukte hat vor knapp zwei Jahren das Weltfinanzsystem beinahe zum Einsturz gebracht und droht zurzeit, dasselbe zu wiederholen. Um das zu verhindern, muss auch ein Verbot besonders gefährlicher Produkte erwogen werden.

Der Hauptgrund für diese Krisen ist, dass der Markt für diese Produkte *keinem regulierenden Ordnungsrahmen* unterworfen ist, der für alle anderen Marktteilnehmer, insbesondere auch die klassischen Banken und Versicherungen, gilt. Das führte zu dem Gesamtsystem gefährdenden Verwerfungen wie einer unkontrollierten *Risikoexplosion, fehlender Haftung* der Unternehmen für die produzierten Risiken, *Marktbeherrschung* durch wenige global agierende Unternehmen mit allen negativen Folgen und einer erschreckenden *Mentalität und Kultur* der Verantwortungslosigkeit, des Egoismus und der Skrupellosigkeit bis hin zu schlicht kriminellem Handeln.

Ein weiterer Grund ist die *Überforderung der Aufsichtsbehörden*, die von den Ressourcen her den zu Beaufsichtigenden materiell und qualitativ hoffnungslos unterlegen sind. Auch die Komplexität der Märkte ist von ihnen nicht zu be-

wältigen. Trotz umfassender Meldevorschriften haben sie allein aufgrund des Volumens der zu verarbeitenden Informationen offensichtlich *keine Transparenz*, die die Voraussetzung für wirksame Maßnahmen ist.

### Vorschläge für notwendige Maßnahmen

Inzwischen sind eine Fülle von Maßnahmen vorgeschlagen worden, wie eine überfällige Regulierung und Eindämmung des außer Kontrolle geratenen Marktes für spekulative Finanzprodukte aussehen könnte. Dazu gehören:

1. *Börsenzwang*. Die Einrichtung von regulierten Börsen für alle Finanzprodukte ist eine sinnvolle Maßnahme. Ein genereller Börsenzwang ist allerdings nicht zu empfehlen, genauso wenig wie bei Aktien, Festverzinslichen, Devisen oder anderen heute auch außerhalb der Börsen handelbaren Produkten.
2. *Meldepflichten*. Zwingend dagegen erscheint die Einrichtung von unabhängigen Institutionen/Behörden mindestens auf EU-Ebene, an die alle Transaktionen von Finanzgeschäften gemeldet werden müssen. Das wäre zusammen mit der Schaffung zusätzlicher Börsen der entscheidende Schritt für die Gewährleistung von Markttransparenz.
3. *Eigenkapitalunterlegung*. Eine generelle und substantielle Verpflichtung, alle Risikopositionen mit Eigenkapital zu unterlegen bzw. Eigenanteile zu behalten, ist zwingende Voraussetzung für die notwendige Begrenzung der außer Kontrolle geratenen Risikoausweitung. Die Quoten sind anhand der Erfahrungen der Krise festzulegen und gelten auch für Sicherungsgeschäfte zur Abdeckung des Kontrahentenrisikos.
4. *Ermöglichen einer Insolvenz*. Ein zentrales Problem ist das Fehlen des Insolvenzrisikos für die »systemrelevanten« Finanzinstitute (»too big to fail«), wobei wegen der endlosen Verflechtungen der Institute untereinander dies schon für relativ kleine Institute gilt. Damit werden die schärfste Waffe zur Risikobegrenzung und gleichzeitig ein zentrales Instrument für das Funktionieren einer Marktwirtschaft für diese Unternehmen ausgeschaltet. Deswegen muss die Insolvenz auch von »systemrelevanten« Instituten ermöglicht werden. Eigentlich müsste dafür das bestehende Insolvenzrecht ausreichen. Da der Staat ohnehin im Falle der faktischen Insolvenz das Weiterbestehen und die Funktionsfähigkeit der Institute unabhängig von ihrer Größe sicherstellen und garantieren wird, muss es möglich sein, die Institute juristisch durch eine Insolvenz gehen zu lassen, und sie aus der Insolvenz heraus zu stützen und weiterzuführen. Wenn nicht, muss diese Möglichkeit umgehend geschaffen werden. Damit würde der entscheidende Schritt gegen eine unverantwortliche Risikoausweitung gemacht.

\* Prof. Dr. Martin Schütte, München, ist Lehrbeauftragter am Institut für Information, Organisation und Management an der Ludwig-Maximilians-Universität München.

5. *Entflechtung*. Die Entflechtung der Finanzinstitute, z.B. in Geschäfts-, Investmentbanken und Hedgefonds, ist notwendig wegen der nicht mehr beherrschbaren Komplexität der Großinstitute, der unterschiedlichen Regulierungsanforderungen und gefährlicher Compliance-Probleme. Zusätzlich erforderlich ist die Trennung der Transaktionsplattformen von den selber handelnden Banken. Denn die Technisierung und Mechanisierung des Handels über hochkomplexe Computersysteme («Algotrading») hat zu einer Monopolisierung des Marktes geführt mit allen schädlichen Folgen. Der extrem hohe Investitionsaufwand für diese Systeme und die extreme Verarbeitungs- und Entscheidungsgeschwindigkeit führt zu praktisch unüberwindbaren Eintrittsbarrieren für außen stehende Marktteilnehmer und einem systemischen Informationsvorsprung dieser marktführenden Unternehmen. Da diese auch auf eigene Rechnung handeln, ergibt sich ein permanenter Interessen- und Insiderkonflikt. Ihre Doppelrolle als Dienstleister für Kunden und gleichzeitig Händler im Eigeninteresse provoziert systematischen Insiderhandel. Böse Zungen sprechen vom »Geschäftssystem Insiderhandel«. Das muss entflochten werden.
6. *Verfolgung von unerlaubter Marktbeeinflussung*. Die Bewertung von Risiken ist weltweit letztlich auf drei Ratingagenturen und die Einschätzungen der weltweit größten vier bis fünf Banken/Investmentbanken konzentriert. Deren Urteile führen aufgrund der Hektik und des Herdenverhaltens an den Märkten zu sofortigen und häufig übertriebenen Aktionen. Da die weltweiten Marktführer, wie z.B. Goldman Sachs und Deutsche Bank, selber maßgebliche Händler sind, Analysen und Bewertungen erstellen und veröffentlichen und gleichzeitig Schuldner beraten, sind Interessenkonflikte vorprogrammiert. Beispiel Deutsche Bank und das Konfliktpotential, das darin liegt, dass die Bank die griechische Regierung maßgeblich beraten hat bei der Verschleierung ihres tatsächlichen Schuldenstandes, gleichzeitig Eigenhandel in griechischen Anleihen betreibt und dann ihr Chef, Josef Ackermann, öffentlich Zweifel daran äußert, dass Griechenland das Sanierungspaket, das unter seiner beratenden Mitwirkung entwickelt wurde, verkraften wird. Denn seine Äußerungen haben unmittelbar kursbeeinflussende Wirkung. Die Strafvorschriften für Insiderhandel sind deshalb wesentlich zu verschärfen und schlagkräftige Behörden/Institutionen zu schaffen, die automatisch in solchen Situationen das Handelsgeschehen nachträglich auf Insiderverhalten untersuchen und ahnden können. Außerdem sind alle Vorschriften zu streichen, die es Banken noch erlauben, sich auf die Bewertung externer Dritter zu verlassen (Basel II).
7. *Produktzertifizierung*. Die Loslösung der Produkte von ihrem zugrunde liegenden Kundenbedarf und ihre per-

manente Umstrukturierung zu immer komplexeren Produkten haben dazu geführt, dass sie von außen in ihrem Risikogehalt nicht mehr zu beurteilen sind. Damit laden sie ein zu Missbrauch und Betrug, was in großem Stil ja auch geschehen ist. Das legt einen Zwang zur Zertifizierung aller Finanzprodukte durch eine unabhängige Institution/Behörde nahe. Wichtiger ist jedoch die Einführung strenger *Anlagevorschriften* für Geschäftsbanken bzw. alle Finanzinstitute, die Kundeneinlagen halten. Sie sind auf einen Positivkatalog von Produkten zu beschränken.

### Verbot von Produkten, z.B. Leerverkäufen und ungedeckten Risikopapieren

Sind direkte gesetzliche Verbote von Produkten und Geschäften neben diesen Maßnahmen überhaupt noch nötig und sinnvoll? Dazu folgende Gesichtspunkte:

1. *Grundsätzlich* sollte ein Verbot von Produkten oder Dienstleistungen nur die wirkliche Ultima Ratio sein, da es einen erheblichen Eingriff in die Vertragsfreiheit bedeutet, der nur in Ausnahmefällen gerechtfertigt ist.
2. Ein Verbot von klassischen *Leerverkäufen* ist nicht zu empfehlen. Da es um den Verkauf von konkreten Produkten, z.B. Aktien, zwischen zwei Partnern geht, ist das Produkt- und Partnerrisiko konkret einzuschätzen. Da zum Termin auch physisch geliefert werden muss, ist das Risiko auch real und ein ausreichender Schutz vor exzessiver Ausdehnung.
3. Anders sind *ungedeckte CDS (credit default swaps)* zu beurteilen. Wegen der extremen Hebelwirkung, der leichten Veräußerbarkeit und Möglichkeit zum Verpacken und Umstrukturieren sind sie extrem gefährlich und ein wesentlicher Auslöser der Finanzkrise. Sie sollten untersagt werden. Auf ein Verbot könnte nur verzichtet werden, wenn eindeutige Vorschriften zur Unterlegung dieser Produkte mit Eigenkapital erlassen und vor allem auch konsequent durchgesetzt würden. Wahlmöglichkeiten oder Auslegungsspielräume, z.B. zwischen Anlage- und Handelsbuch, müssten beseitigt werden.
4. Dasselbe gilt für *strukturierte Risikopapiere (z.B. credit default obligations, CDO)*, d.h. Papiere, die ihrerseits aus der Bündelung von CDS oder anderen Risikoderivaten bestehen. Sie sind ebenfalls extrem gefährlich, da ihr Risikogehalt von Außenstehenden, selbst wohl auch institutionellen Kunden, praktisch nicht zu beurteilen ist. Das gilt ganz besonders bei den üblichen Mehrfachverpackungen.
5. Speziell *Geschäftsbanken*, die Kundeneinlagen verwalten, sollte ebenfalls die Investition in hochspekulative Produkte untersagt werden, indem sie auf den oben beschriebenen Positivkatalog von Anlageprodukten beschränkt werden.



### Selbstreinigung der Branche

Auf Verbote könnte wohl verzichtet werden, wenn davon auszugehen wäre, dass die Branche aufgrund der Erfahrungen aus der Krise zu einer Selbstbeschränkung und Selbstheilung bereit und in der Lage wäre. Davon ist leider nicht auszugehen. Denn mit ihrem Verhalten nach der Krise hat sie alle Ansätze einer notwendigen Korrektur desavouiert und das Vertrauen in die Branche restlos verspielt.

1. Unmittelbar nach Ausbruch der Krise wurde zwar von führenden Vertretern zaghafte Einsicht in eine gewisse Mitverantwortung geäußert, das Wort Demut machte die Runde. In dem Augenblick aber, in dem sichtbar wurde, dass es kurzfristig zu keinen einschneidenden Regulierungsmaßnahmen kommen werde, wurde nahtlos angeknüpft an das Verhalten vor der Krise und in nur 18 Monaten die zweite Krise auf noch höherem Niveau, nämlich dem der Staaten, provoziert.
2. Das *Selbstverständnis* der Branche ist unverändert die totale Konzentration auf die Maximierung von Rendite ohne Rücksicht auf die Belange von Kunden oder Gesellschaft. Die permanenten Meldungen über massive Interessenkonflikte, die zu Lasten der Kunden »gelöst« wurden, und die zum Teil zu strafrechtlichen Ermittlungen führen, belegen das im Wochenrhythmus.
3. Dasselbe gilt für die *Mentalität* der erklärten Amoral und des fehlenden Unrechtsbewusstseins bis hin zu den blasphemischen Äußerungen des Goldman-Sachs-Chefs, dass er lediglich »Gottes Werk verrichte«. Die vielen Äußerungen von Aussteigern aus der Branche und Aussagen, die in den laufenden Ermittlungsverfahren hochkommen, bestätigen immer wieder das erschreckende Bild.
4. Die *Gehaltsexzesse*, die ohne Zweifel die Basis für die Mentalität der Gier, Maßlosigkeit und Skrupellosigkeit sind, werden unvermindert weiter geführt und sogar noch gesteigert.
5. Schlussendlich zeigt die Griechenlandkrise, dass es inzwischen um einen regelrechten *Machtkampf* zwischen den Regierungen und den Finanz»eliten« geht um die Gestaltungshoheit eminent politischer Fragen. Konkret: wer entscheidet darüber, ob Griechenland in der EU, Kalifornien in den USA oder z.B. Berlin oder das Saarland in der Bundesrepublik bleiben? Eine handvoll Finanzmanager, die ausschließlich nach dem Gesichtspunkt der größtmöglichen Gewinnerzielung entscheiden oder die gewählten Regierungen nach politischen Zielen wie Stabilität, Sicherheit, Wohlstand, sozialem Ausgleich, geschichtlicher/kultureller Identität oder anderen Gemeinschaftszielen?

### Argumente gegen eine strenge Regulierung

Wie sind die Argumente gegen eine Regulierung der Branche zu bewerten, die von den führenden Vertretern der Branche ins Feld geführt werden?

1. Der *Markt* ist der objektivste und beste Regulator, Eingriffe verzerren das Geschehen. Nach dem Desaster, das die Verabsolutierung dieser marktradikalen Auffassung angerichtet hat, sollte es sich selbst erledigt haben.
2. Eingriffe gefährden die wichtige *Innovationskraft* der Branche. Es ist unbestritten, dass die Branche eine Vielzahl von nützlichen Innovationen geschaffen hat, die von großem Wert für die Unternehmen und die Wirtschaft insgesamt sind. Allerdings haben das Selbstverständnis der Branche und die unübersehbare Flut von Produkten, die ganz überwiegend im ausschließlichen Eigeninteresse entwickelt wurden, zu einer nicht mehr beherrschbaren Komplexität und insgesamt zu der Krise geführt. In der Summe haben wir zuviel und nicht zu wenig Innovation.
3. Die *Effektivität* der Märkte wird beeinträchtigt. Hier ist zu fragen, was darunter verstanden wird: z.B. effektive Preisbildung und Bewertung von Risiken? Optimale Befriedigung von Kundenbedürfnissen in der Realwirtschaft? Transparenz und Förderung eines fairen Wettbewerbs? Die Antworten fallen keineswegs positiv aus, sobald man Effektivität konkretisiert.
4. Speziell die Derivate und Risikoprodukte fördern die *Liquidität* und schaffen einen wichtigen *Sekundärmarkt*. Durch das unkontrollierte, explosionshafte Wachstum dieses Marktes ist der Sekundärmarkt längst zum intransparenten und unkontrollierbaren Primärmarkt geworden.
5. Spekulanten sind nicht die Ursache der Probleme, sondern decken lediglich durch kühle und schonungslose Analyse bestehende Probleme auf. Sie sind die Überbringer schlechter Nachrichten, die gerne von den Beteiligten verdrängt werden. Das ist richtig und die klassische Funktion des Marktes, hier des Finanz- und Kapitalmarktes. Das Problem liegt nur in der Bündelung und Monopolisierung der Informations-, Kompetenz- und Finanzmacht in den Händen weniger marktbeherrschender Unternehmen. Das reizt zwangsläufig zu abgesprochenem und konzentriertem Einsatz dieser Macht und führt zu einer unnötigen und gefährlichen Zuspitzung und Beschleunigung krisenhafter Entwicklungen (»Brandbeschleuniger«), die die Verantwortlichen zwingen, existenzielle Entscheidungen unter extremen Zeitdruck zu fällen. Beispiel: Nacht-und-Nebel-Aktion der EU-Regierungschefs, durch die die Rolle der EZB massiv umdefiniert wurde.

### Fazit

Als Ergebnis ist festzuhalten:

- Ein Verbot von Leerverkäufen ist nicht erforderlich.
- Ungedeckte CDS sollten untersagt werden, solange keine effektiven Vorschriften zur risikogerechten Unterlegung mit Eigenkapital umgesetzt worden sind.

- Dasselbe gilt für strukturierte Produkte, die aus ungedeckten Risikopapieren bestehen.
- Geschäftsbanken sollte die Investition in hoch spekulative Risikopapiere untersagt werden durch die Aufstellung eines Positivkatalogs als Anlagerichtlinien.
- Bei krisenhaften Entwicklungen und Überhitzung der Märkte (s. »Flash Crash« am 6 Mai 2010 in New York) sollte ein zeitweises, befristetes Verbot auch anderer spekulativer Papiere ausgesprochen werden, ebenso wie die zeitlich begrenzte Unterbrechung des Handels betroffener Börsen.



Barbara Hendricks\*

### **Das Verbot von Leerverkäufen ist nur ein erster Schritt auf dem Weg einer Finanzmarktregulierung**

Vor kurzem noch löste diese Frage starke Kontroversen aus, unter Wirtschaftswissenschaftlern wie Politikern. Mittlerweile sind die Befürworter uneingeschränkter Finanzspekulationen leiser geworden – sei es aus Einsicht oder aus Gründen der Anpassung. Meine Position war und ist, dass es keine schrankenlose Marktmacht geben darf. Dies ist nicht mehr und nicht weniger als ein Gebot des Grundgesetzes und gilt auch für den Finanzmarkt. Ziel jeglicher Marktregulierung ist die Sicherung der Funktionsfähigkeit unserer sozialen Marktwirtschaft. Diese Sicherheit war nicht zuletzt bedroht durch sich selbst verstärkende, von der Realwirtschaft weitgehend abgekoppelte Spekulationsgeschäfte. Das Verbot von Wertpapier-Leerverkäufen und ungedeckten Credit Default Swaps ist im Hinblick auf die notwendige Regulierung ein sinnvolles, allerdings unzureichendes Instrument.

Bereits im September 2008 hatte die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) erstmals so genannte Leerverkäufe mit Aktien von elf Unternehmen der Finanzbranche verboten. Im Februar 2010 ließ sie das Verbot nach mehrmaliger Verlängerung auslaufen und die Bundesregierung beurteilte diese Entscheidung auf meine Nachfrage hin als sachgerecht. Diese Fehleinschätzung wurde allerdings mit Beginn der systematischen Währungsspekulationen offensichtlich und die BaFin hat sie folgerichtig am 18. Mai 2010 mit ihrem Verbot von ungedeckten Leerverkäufen von Aktien der zehn führenden deutschen Finanzinstitute sowie von Staatsanleihen der Länder der Eurozone und ungedeckten Credit Default Swaps korrigiert.

Das Verbot war notwendig, ist wegweisend, bleibt aber unzureichend, wie die Anhörung zum Gesetzentwurf zur Vor-

\* Dr. Barbara Hendricks ist Mitglied des Deutschen Bundestags und Schatzmeisterin der SPD.

beugung gegen missbräuchliche Wertpapier- und Derivatgeschäfte vom 17. Juni 2010 im Deutschen Bundestag deutlich gezeigt hat. Denn ausgenommen davon bleiben ungedeckte Leerverkäufe im außerbörslichen Handel, die ein viel größeres Volumen ausmachen. Auch die geringere Markttransparenz macht eine Einbeziehung des außerbörslichen Handels in das Verbot unbedingt erforderlich. Das Verbot von destabilisierenden Finanzmarktgeschäften muss zudem flankiert werden durch die angemessene Beteiligung des Finanzsektors an den Kosten der Krise und durch ein sinnvolles Steuerungsinstrument zur Eindämmung risikoreicher Spekulationen.

Noch vor drei Jahren war der Gesamthaushalt der Bundesrepublik Deutschland ausgeglichen, 2008 noch nahezu ausgeglichen. Heute und für die nächsten Jahre sehen wir uns mit einem wachsenden Staatsdefizit konfrontiert. Für das laufende Jahr 2010 prognostiziert das Bundesministerium der Finanzen (BMF) ein Defizit von – 6% vom BIP.

Ursächlich hierfür sind Mehrausgaben und Mindereinnahmen des Staates aufgrund der internationalen Finanzkrise, zu der spekulative Finanztransaktionen beigetragen haben. Spätestens mit dem Bankrott des Bankhauses Lehman Brothers manifestierte sich im September 2008 die größte international wirksame Störung des Finanzmarktes seit dem Börsencrash von 1929. Die Politik war seitdem permanent und in mehrfacher Hinsicht als Feuerwehr und Nothelfer gefordert.

Zunächst musste der Zusammenbruch des Finanzmarktes durch die Wiederherstellung des Vertrauens von Kunden und Banken verhindert werden. Allein der deutsche Rettungsschirm für Banken hatte einen Umfang von 480 Mrd. €. Nach der Stabilisierung des Bankensystems musste zweitens das Übergreifen der Krise auf die Realwirtschaft abgewehrt werden. Mit den Konjunkturpaketen I und II in einem Umfang von 80 Mrd. € setzte die Bundesregierung Maßnahmen um, die bis heute erfolgreich in den Arbeitsmarkt hinein wirken. Dennoch befinden wir uns in der tiefsten Wirtschaftskrise seit 60 Jahren.

So mussten im Mai und Juni 2010 Gewährleistungen in bis dahin ungeahntem Ausmaß auf den Weg gebracht werden, zunächst für Griechenland und dann in rascher Folge zugunsten des Vertrauens in den Euro und des entsprechenden Wirtschaftsraums.

Die eigentlich notwendige Arbeit ist aber noch nicht getan. Denn noch fehlen die Dämme für die Zukunft, das heißt, noch fehlt die umfassende Neuregelung der Finanzmärkte. Bundeskanzler Schröder hatte bereits auf dem Weltwirtschaftsgipfel in Gleneagles im Jahr 2005 die Re-

gulierung der Finanzmärkte angemahnt. Allerdings konnten wir erst im Jahr 2007, als Deutschland den Vorsitz der G 8 hatte, mit Finanzminister Steinbrück die Weichen dahin gehend stellen, dass bei der Zusammenkunft der Staats- und Regierungschefs der G 8 in Heiligendamm über die Regulierung der Finanzmärkte zumindest gesprochen wurde; schließlich hatte Deutschland die Hoheit über die Tagesordnung. Aber es wurden gleichwohl noch keine bindenden Beschlüsse gefasst – unsere angelsächsischen Freunde waren noch nicht so weit –, sondern es wurden Prüfungsaufträge an das Financial Stability Forum, das mittlerweile in »Financial Stability Board« (FSB) umbenannt worden ist, erteilt. Dieses Gremium hat mittlerweile etwas mehr Einfluss und arbeitet noch an den Prüfungsaufträgen. Erst kürzlich hat der Präsident der Bundesbank, Herr Professor Weber, öffentlich gesagt, Ende dieses Jahres werde man Vorschläge machen können und er hoffe, sie 2012 implementieren zu können. Der Vorsitzende des FSB, Mario Draghi, hat die Jahre 2010 und 2011 als entscheidend für die bedeutendsten Teile der globalen Reform bezeichnet. Wir wären heute zumindest auf europäischer Ebene weiter, hätte Deutschland die Linie konsequent verfolgt, die bereits im Februar 2009 in dem Papier »Die Finanzmärkte grundlegend neu ordnen – Unsere Finanzmarktgrundsätze« von Frank-Walter Steinmeier und Peer Steinbrück detailliert vorgezeichnet wurde. Das Ergebnis des EU-Gipfels der Staats- und Regierungschefs in Brüssel vom 17. Juni 2010 ist mit dem Auftrag der »Erforschung und Entwicklung« einer Finanztransaktionssteuer lediglich eine Wiederholung des Auftrags von Heiligendamm.

Derzeit kann von einer kohärenten internationalen Finanzmarktregulierung nicht die Rede sein. Deshalb ist es außerordentlich nachteilig, dass die schwarz-gelbe Bundesregierung ohne Kompass und ohne Führung agiert. Es mangelt an fundierter Geschlossenheit von Regierung und Regierungsparteien, ohne die es aber kaum möglich ist, auf europäischer oder internationaler Ebene Überzeugungsarbeit und Durchsetzungskraft zu zeigen. Deutschlands Ansehen im internationalen Krisenmanagement ist unter Bundeskanzlerin Merkel in neuer Koalition radikal abgestürzt. Dabei war vom Ausbruch der Krise an klar, dass die Aufgabe, mittels internationaler Zusammenarbeit globale Märkte stärker regulieren zu müssen, von der politischen Führung alles verlangt: Ziel, Strategie, Kompetenz, Kommunikationsfähigkeit, Hartnäckigkeit, Durchsetzungsfähigkeit.

Nachdem aber die schwarz-gelbe Regierung durch ihren Wackelkurs Zeit und Boden verloren hat, fällt es schwer, Bundesfinanzminister Schäuble im Zusammenhang mit dem jüngsten Verbot von ungedeckten Leerverkäufen durch die BaFin sein einseitiges und international nicht abgestimmtes Handeln vorzuwerfen.



Sicher, es wäre notwendig gewesen, zeitlich und inhaltlich abgestimmt vorzugehen. Minister Schäuble hat in seiner Pressekonferenz vom 2. Juni seine Enttäuschung über die zögerliche Haltung mancher EU-Kollegen auch sehr deutlich gemacht. Er hat das Vorgehen der Bundesregierung nicht als »Alleingang«, sondern als Mittel bezeichnet, um »europäische Entscheidungen zu beschleunigen«. Dem ist zuzustimmen. Höchst bemerkenswert ist zudem die Begründung des konservativen Ministers für das »Gesetz zur Vorbeugung gegen missbräuchliche Wertpapier- und Derivategeschäfte« in der er die Finanzmärkte als selbstreferentiell und selbstzerstörerisch verurteilt hat.

In der Tat hat die Verselbständigung der Finanzmärkte durch die Potenzierung der börslich und außerbörslich gehandelten Derivate gefährliche und inakzeptable Dimensionen erreicht. Die Wirtschaftswelt würde bestens ohne diese intransparenten Modelle zur Profitextrahierung funktionieren, ihr Beitrag zur volkswirtschaftlichen Kosten-Nutzen-Rechnung ist schlicht negativ. Fest steht: Spekulationen haben dann keinerlei marktregulierende Ausgleichsfunktion, wenn sie systematisch nur in einer Richtung funktionieren – sie sind ein perverser Anreizmechanismus mit zerstörerischer Kraft. Darüber kann die Verteidigungslinie von Spekulanten auf drohenden Staatsbankrott nicht hinwegtäuschen, die da lautet: Ist die Wette eines Leerverkäufers auf sinkende Kurse von Staatsanleihen nicht durch die Realität gedeckt, verliert er sehr schnell sein Geld. Nein, diese Art von Spekulation deckt nicht nur bestehende Missstände auf, sondern sie wirkt als self fulfilling prophecy.

Um an dieser Stelle deutlich zu sagen: Es geht nicht darum, Spekulation und Arbitrage auf dem Finanz- oder Warenmarkt abzuschaffen oder zu verteuern. Ersteres wäre gar nicht möglich und Letzteres hieße, ihre positive und für ein möglichst reibungsloses Marktgeschehen förderliche Indikator- und Ausgleichsfunktion zu verkennen.

Nein, es geht darum zu verhindern, dass die Verwalter der ungeheuren globalen Kapitalströme sich in Verkennung oder Geringschätzung der produktiven Leistungskraft der Realwirtschaft sich diese selbst zur Beute machen. Statt die Kuh zu melken, wird sie geschlachtet – das gilt es zu verhindern.

Wie nahe die Weltwirtschaft diesem Punkt ist, zeigen übrigens zunehmende Aktivitäten von Banken und Investmentfonds auf dem Rohstoffmarkt, der in Gefahr ist, von Angebot und Nachfrage abgekoppelt und mit Hilfe eines hypertrophierten Derivatehandels zur nächsten, die US-Immobilienblase weit hinter sich lassenden, Blase aufgepumpt zu werden. Was das für das rohstoffarme, exportorientierte Deutschland bedeutet, kann sich jeder ausmalen.

Es ist Aufgabe der Politik, den Verhaltensnormen, die unser Staatswesen bestimmen, auch auf dem Finanzmarkt Geltung zu verschaffen. Bei der Regulierung der Finanzmärkte geht es also im Kern um die Wiederherstellung der moralischen Rechtfertigung unserer Wirtschaftsordnung. Die vier in dem bereits erwähnten Steinmeier-Steinbrück-Papier formulierten Finanzmarktgrundsätze decken das in dieser Hinsicht notwendige Handlungsspektrum ab. Ich will sie deshalb zum Abschluss hier wiederholen.

- I. Die Menschen – verantwortungsvoll handelnde Banker  
Im Sinne von Walter Eucken, einer der Väter der Sozialen Marktwirtschaft, müssen Erfolgsindikatoren, Anreiz- und Vergütungssysteme, Risiko und Haftung nachhaltig gestaltet werden.
- II. Die Banken – nachhaltig arbeitende Finanzdienstleister  
Hier geht es um die notwendige Transparenz bei der Bewertung, der Aufnahme und dem Management von Risiken, um das Verbot schädlicher Leerverkäufe, sowie die wirkungsvolle Regulierung von Hedgefonds und Private-Equity-Fonds.
- III. Die Institutionen – starke nationale und internationale Finanzinstitutionen  
Eine starke, weltweit verzahnte Finanzmarktaufsicht muss alle Märkte, alle Produkte und alle Akteure beaufsichtigen. Die Rolle von Internationalem Währungsfonds (IWF) und Financial Stability Board (FSB) muss gestärkt, ihre Politikempfehlungen transparent und überprüfbar gemacht werden. Geschäftstätigkeit und Risikomodelle von Ratingagenturen müssen der direkten Finanzdienstleistungsaufsicht unterstellt, eine eigene europäische Ratingagentur soll errichtet werden. Europa braucht zumindest eine verpflichtende gemeinsame Handelsplattform.
- IV. Fairness – fairer Wettbewerb auf Augenhöhe  
Fairer Wettbewerb bedarf klarer, trotz Globalisierung einheitlich geltender Regeln für alle. Deshalb müssen Steuererosionen ausgetrocknet und Steuerbetrug bekämpft werden. Der Verbraucherschutz muss gestärkt und die Lasten des bereits eingetretenen Schadens gerecht verteilt werden.  
Diese letzte Forderung nach gerechter Beteiligung des Finanzsektors an den von ihm verursachten Kosten und Lasten hat sich im Zuge der Krise zugespitzt auf die Frage Finanztransaktionssteuer (FTS) Ja oder Nein. Die FTS ist ein gerechtes und notwendiges Instrument, um einen Teil der mäandrierenden monetären Ressourcen in sinnvolle reale Transaktionen zu lenken. Die SPD ist sich darüber bereits mit ihren europäischen Schwesterparteien einig. Untersuchungen gehen für Deutschland von einem Aufkommen einer Finanztransaktionssteuer von mindestens 12 Mrd. € aus, bei einem Steuerersatz von 0,05%.  
Es ist deshalb erfreulich, dass sich die Bundesregierung nach vielen Widersprüchen und langem Zögern und

Zaudern endlich entschlossen hat, beim G-20-Treffen im Juni für die Finanztransaktionssteuer einzutreten. Wir fordern, falls eine Einigung auf dieser Ebene nicht möglich sein sollte, zunächst auf EU-Ebene eine europäische Vereinbarung zu erreichen. Diese Aufgabe könnte übrigens ein Lackmustest sein für die Bereitschaft der Euroländer, die Währungsunion mit der notwendigen Steuerharmonisierung zu unterfüttern.



Sigrid Müller\*

### **Regulierung von Leerverkäufen: Verbote vs. Transparenz**

Weltweit bestehen erhebliche Unterschiede im Hinblick auf die Regulierung von Leerverkäufen. Das Spektrum reicht von einem völligen Verbot bis zur vollständigen Freigabe. Während die deutschen Behörden bisher bei ihren Leerverkaufsverböten im wesentlichen den Vorgaben aus anderen Ländern folgten, wurde am 19. Mai 2010 von der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) erstmals ein Leerverkaufsverbot ausgesprochen, welches über die bisher betroffenen Finanztitel hinausging, indem es Staatsanleihen und Credit Default Swaps (CDS) umfasste. Es folgte der Entwurf der Bundesregierung für ein »Gesetz zur Vorbeugung gegen missbräuchliche Wertpapier- und Derivategeschäfte« vom 1. Juni 2010. Er sieht das Verbot ungedeckter Leerverkäufe von deutschen Aktien und von Staatsschuldtiteln der Eurozone sowie Kreditderivaten (CDS) auf Staatsschuldtiteln der Eurozone vor, die keinen Absicherungszwecken dienen. Begründet wird das Verbot mit der Finanzkrise und der »Ausweitung der Turbulenzen auf die Märkte für Staatsanleihen von Mitgliedstaaten der EU und die Volatilität des Euro«, denen mit dem Verbot »bestimmter potentiell krisenverstärkender Transaktionen« entgegen getreten werden soll (vgl. Entwurf für ein Gesetz zur Vorbeugung gegen missbräuchliche Wertpapier- und Derivategeschäfte vom 1. Juni 2010, Bundesministerium der Finanzen, S.1).

Welche Rolle spielen Leerverkäufe in der augenblicklichen Finanzmarktkrise? Wirken sie destabilisierend? Welche Auswirkungen haben Verbote? Lassen sich Kursstürze abfedern oder verhindern? Leerverkäufe gibt es, seit Aktien an Börsen gehandelt werden. Hoch spekulativ, ähneln sie Wetten auf den Aktienkurs. Im einfachsten Fall, dem eines gedeckten Leerverkaufs, verkauft der Leerverkäufer eine gegen Gebühr geliehene Aktie. Bei fallenden Kursen

\* Prof. Dr. Sigrid Müller ist Professorin für Betriebswirtschaftslehre und Direktorin des Instituts für Finanzierung an der Humboldt-Universität zu Berlin.

profitiert er, da er die Aktie für die Rückgabe billiger erwerben kann. Hingegen verliert er bei steigenden Kursen: Gewinn oder Verlust bestimmen sich als Differenz aus dem Verkaufspreis und dem späteren Kaufpreis vermindert um die Leihgebühren. Vom Verbot betroffen sind nicht diese klassischen Leerverkäufe, sondern ungedeckte Leerverkäufe. Bei einem ungedeckten oder nackten Leerverkauf wird auf das Leihgeschäft verzichtet. In Abhängigkeit vom Aktienkurs ergeben sich Gewinne und Verluste allerdings in gleicher Weise. Im Unterschied zu gedeckten Leerverkäufen können durch ungedeckte Leerverkäufe mehr Verkauforders als Aktien im Umlauf sein. Fotak et al. (2009) schätzen, dass im amerikanischen Markt ungedeckte Leerverkäufe bei 91% aller an der NYSE und bei 71% aller an der NASDAQ gehandelten Aktien vorkommen. Wie kann ein so einfach strukturiertes spekulatives Geschäft Märkte bedrohen?

### Leerverkäufe und Marktqualität

Die Diskussion um Leerverkäufe kreist um folgende Fragen. Gibt es verstärkt negative Kursentwicklungen? Wird der zugrunde liegende Basiswert volatiler? Beeinflussen Leerverkäufe die Liquidität?

Der Einfluss von Leerverkäufen auf die Marktqualität wurde bisher für Aktien untersucht. In den meisten Untersuchungen wird dabei nicht zwischen gedeckten und ungedeckten Leerverkäufen unterschieden. Leerverkäufe erfüllen für die Kapitalmärkte eine wichtige Funktion. Sie decken wertvolle, wenngleich negative Information auf (vgl. Miller 1977; Boehmer und Wu 2010). Bris et al. (2007) weisen nach, dass sich in Kapitalmärkten mit Leerverkäufen Informationen wesentlich schneller in den Aktienkursen wiederfinden als in jenen mit Leerverkaufsbeschränkungen. Dies trifft sowohl für individuelle Aktien als auch Aktienindizes, die den gesamten Markt repräsentieren, zu.

Durch Leerverkäufe können Marktakteure Handel auf der Grundlage negativer Einschätzungen betreiben. Die zusätzliche negative Information, die über Leerverkäufe in den Markt kommt, könnte zu einem negativen Preiseffekt in der Aktie führen. Die empirischen Erkenntnisse dazu sind nicht einheitlich. Während Aitken et al. (1998) für den australischen Markt eine negative Wirkung auf die Aktienrendite nachweisen, finden Fatak et al. (2009) für den US-amerikanischen Markt keinen kurzfristigen negativen Effekt. Auch Beber und Pagano (2010) können keine negative Wirkung feststellen bei ihrer Untersuchung weiterer 29 Aktienmärkte, darunter der deutsche. Für den US-amerikanischen Markt gelingt es Fatak et al. (2009) zu zeigen, dass ungedeckte Leerverkäufe die Volatilität der zugrunde liegenden Aktie reduzieren.

Die Liquidität, d.h. ob Anleger zu angemessenen Preisen ohne Zeitverzug kaufen oder verkaufen können, wird durch Leerverkäufe positiv beeinflusst. Die für den US-amerikanischen Markt und weitere 29 Länder vorliegenden empirischen Untersuchungen (vgl. z.B. Beber und Pagano 2010; Fatak et al. 2009) stellen übereinstimmend fest, dass mit Leerverkäufen eine Verringerung der Geld-Brief-Spanne verbunden ist. Anleger können somit zu geringeren Transaktionskosten handeln.

Leerverkäufe werden in Verbindung gebracht mit missbräuchlichen Handelspraktiken, wie zum Beispiel die Kursmanipulation durch das Streuen falscher Gerüchte. Führen diese falschen Gerüchte dann zu Kursstürzen, verdienen Leerverkäufer. Seit dem Kursverfall der Aktie von Bear Stearns tauchen diese Vorwürfe verstärkt auf. Sie sind auch Gegenstand von Untersuchungen der amerikanischen Behörden. Fatak et al. (2009) untersuchen diese Vorwürfe für die von der Finanzmarktkrise besonders betroffenen Finanzinstitute Bear Stearns, Lehman Brothers und American Insurance Group (AIG). Die Daten zu ungedeckten Leerverkäufen geben bis auf einen möglichen Zeitpunkt im Juni 2008 für Lehman Brothers keinen Hinweis auf missbräuchliche Handelspraktiken.

Somit verbessern Leerverkäufe die Marktqualität, indem sie die Liquidität und die Effizienz der Preisbildung erhöhen und tendenziell reduzierend auf die Volatilität wirken.

### Leerverkaufsbeschränkungen in der Finanzmarktkrise 2008

Im Verlauf der Finanzkrise wurden in vielen Ländern Leerverkaufsbeschränkungen erlassen. Nach einer Zeit des Experimentierens mit dem Verbot von ungedeckten Leerverkäufen in USA im Juli und August 2008 und erhöhten Mitteilungspflichten in Großbritannien im selben Zeitraum erfolgte im September 2008 in einer abgestimmten Aktion ein vorübergehendes Verbot aller Leerverkäufe in Finanzaktien in USA und Großbritannien. Am 19. September zogen die deutschen Behörden nach. In Abstimmung mit dem Finanzministerium untersagte die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) Leerverkäufe von zehn Bank-, Finanz- und Versicherungsaktien sowie den Aktien der Deutschen Börse. Im Oktober 2008 beschloss die U.S. Securities and Exchange Commission (SEC) in einer befristeten Notmaßnahme ein Bündel von Maßnahmen, die den Kursverfall von Finanztiteln stoppen sollten. Hierzu gehörten ein Leerverkaufsverbot der Aktien von insgesamt 799 Unternehmen des Finanzsektors, eine Mitteilungspflicht für erlaubte Leerverkäufe durch bestimmte Personengruppen sowie erleichterte Aktienrückkäufe für Unternehmen. Gleichzeitig wurden die Untersuchungen hinsichtlich Kursmanipulationen in Finanztiteln intensiviert. Un-

ter Eid mussten Hedgefondsmanager und andere große Marktteilnehmer ihre Positionen aufdecken und alle relevanten Informationen liefern. Zusammenfassend sind damit drei Vorgehensweisen festzustellen, die sich nicht gegenseitig ausschließen: Verbot aller Leerverkäufe, Verbot ungedeckter Leerverkäufe und erhöhte Mitteilungspflichten. Diese unterschiedlichen Maßnahmen liefern die Grundlage für zahlreiche empirische Untersuchungen der Auswirkungen von Leerverkaufsbeschränkungen auf die zugrundeliegenden Märkte.

### Leerverkaufsverbote: empirische Befunde

Beber und Pagano (2010) untersuchen die Auswirkungen von Leerverkaufsverboten in 30 Ländern von Januar 2008 bis Juni 2009, während Fotak et al. (2009) das US-amerikanische Leerverkaufsverbot für 19 Aktien aus dem Finanzbereich im Juli und August 2008 sowie ungedeckte Leerverkäufe für an der NYSE gelistete Aktien von März 2004 bis Dezember 2008 analysieren. Bris et al. (2007) vergleichen für 46 Länder die Auswirkungen von Leerverkaufsbeschränkungen im Zeitraum 1990 bis 2001, in dem in 35 Ländern Leerverkäufe erlaubt waren. Die empirischen Befunde dieser Untersuchungen sind eindeutig. Sie stellen den Sinn der beabsichtigten Leerverkaufsverbote in Frage.

1. Leerverkaufsverbote eignen sich nicht zur Stabilisierung von Aktienkursen. Weder das Verbot ungedeckter Leerverkäufe noch Meldepflichten führen zu positiven Effekten für die betroffenen Aktien. Bei einem generellen Leerverkaufsverbot treten sogar negative und somit gegenteilige Effekte auf (vgl. Beber und Pagano 2010; Fotak et al. 2009). In Märkten mit stark fallenden Preisen können daher Leerverkaufsverbote nicht die Schwere der Preisstürze von einzelnen Aktien mildern. (vgl. Bris et al. 2007). Sie tragen möglicherweise zu einer Verstärkung des Preissturzes bei.
2. Leerverkaufsverbote führen zu einer geringeren Informationsverarbeitung (vgl. Beber und Pagano 2010; Fotak et al. 2009; Bris et al. 2007). Sie beschädigen den Preisfindungsprozess in Kapitalmärkten. Leerverkaufsverbote bedeuten folglich einen Verlust an Informationseffizienz. Sie schädigen damit den Anlegerschutz und die Integrität des Kapitalmarktes.
3. Leerverkaufsverbote sind mit einer starken Zunahme der Geld-Brief-Spanne verbunden (vgl. Beber und Pagano 2010; Fotak et al. 2009). Das vollständige Verbot reduziert die Liquidität am stärksten. Der Liquiditätsverlust ist allerdings auch bei einem Verbot ungedeckter Leerverkäufe noch beachtlich.
4. Leerverkäufe stehen in keinem Zusammenhang zur Häufigkeit von Finanzkrisen. Starke negative Kursausschläge treten in Märkten mit Leerverkaufsverboten nicht sel-

tener auf als in Märkten, in denen Leerverkäufen erlaubt sind (vgl. Bris et al. 2007).

5. Panikverkäufen für den gesamten Aktienmarkt kann mit Leerverkaufsverboten begegnet werden (Bris et al. 2007). Somit eignen sich Leerverkaufsverbote eher für kurzfristige und zeitlich befristete Notmaßnahmen.

### Transparenzforderungen und kursstützende Maßnahmen

Die zeitnahe Bekanntgabe von Leerverkaufspositionen, also eine erhöhte Transparenz, stellt eine attraktive Alternative zu Verboten dar. Leerverkäufer scheinen unter Meldepflichten weniger aggressiv auf Basis ihrer negativen Information zu handeln (vgl. Beber und Pagano 2010). Meldepflichten sind mit einer geringeren Geld-Brief-Spanne, also mit erhöhter Liquidität, verbunden (vgl. Beber und Pagano 2010). Auch führen sie nicht zu einer Verstärkung von Preisstürzen (vgl. Beber und Pagano 2010). Ein weiterer Vorteil liegt darin, dass sie Manipulationsversuche erschweren. Die Veröffentlichung von Leerverkaufspositionen macht die Interessen der Marktakteure transparent. Die Spekulation mit falschen Gerüchten wird erschwert.

Um den Kursverfall von Finanztiteln zu stoppen, verfügte die SEC im Oktober 2008 ein zeitlich befristetes Bündel von Maßnahmen: ein Leerverkaufsverbot, eine Mitteilungspflicht für erlaubte Leerverkäufe, erleichterte Aktienrückkäufe für Unternehmen und verstärkte Untersuchungen hinsichtlich Kursmanipulationen. Wie sind diese Maßnahmen zu bewerten? Als Notmaßnahme gegen Panikverkäufe und Kursmanipulationen in Finanztiteln können die Mitteilungspflicht und die Intensivierung der Untersuchungen zu Kursmanipulationen neben Leerverkaufsverboten unterstützend wirken. Zusätzlich sind Aktienrückkäufe tendenziell kurssteigernd. In ihrer Begründung erkennt die SEC explizit an, dass unter normalen Marktbedingungen Leerverkäufe zur Informationseffizienz der Aktienmärkte beitragen und die Liquidität erhöhen, daher äußerst erwünscht sind. Folglich war das Verbot zeitlich befristet.

### Fazit

Die empirischen Befunde zu Leerverkaufsverboten sind eindeutig. Als Schutz vor Kursstürzen sind sie untauglich. Sie wirken eher krisenverstärkend. Zudem reduzieren sie die Liquidität und führen zu einem Verlust an Informationseffizienz. Sie beschädigen den Anlegerschutz und die Integrität des Finanzmarktes, zwei Ziele, die von Regulatoren stets genannt werden. Als Regulierungsalternative sind Meldepflichten attraktiv. Sie wirken auch Versuchen der Kursmanipulation entgegen.

## Literatur

- Aitken, M., A. Frino, M. McCorry und P. Swan (1998), »Short sales are almost instantaneously bad news: evidence from the Australian Stock Exchange«, *Journal of Finance* 53, 2205–2223.
- Beber, A. und M. Pagano (2010), »Short-selling bans around the world: evidence from the 2007–09 crisis«, Discussion Paper, Januar.
- Bris, A., W. Goetzmann und N. Zhu (2007), »Efficiency and the bear: short sales and markets around the world«, *Journal of Finance* 62, 1029–1079.
- Boehmer, E. und J. Wu (2010), »Short Selling and the Price Discovery Process«, Working Paper, May 4.
- Bundesministerium der Finanzen (2010), »Entwurf für ein Gesetz zur Vorbeugung gegen missbräuchliche Wertpapier- und Derivategeschäfte« vom 1. Juni 2010.
- Fotak, V., V. Raman und P. Yadav (2009), »Naked short selling: the emperor's new clothes?«, Discussion Paper May 22.
- Miller, E.M. (1977), »Risk, Uncertainty and Divergence of Opinion«, *Journal of Finance* 32, 1151–1168.



Max Otte\*

## Für ein Verbot von Wertpapier-Leerverkäufen bzw. ungedeckten Credit Default Swaps

Das (weitgehende) Verbot von Wertpapier-Leerverkäufen bzw. ungedeckten Credit Default Swaps ist ein sinnvoller Baustein einer umfassenden Finanzmarktregulierung, die ganzheitlich 1. sinnvolle Eigenkapitalregeln, 2. die Besteuerung von Finanztransaktionen und 3. die Regulierung von Geschäftsmodellen und Produkten umfassen sollte.

## Irrationale Finanzmärkte

Finanzmärkte verhalten sich kurz- und mittelfristig höchst irrational. Anlegerentscheidungen – und zwar oft auch die von professionellen Anlegern – werden von Mechanismen im Hirn gesteuert, die zum Teil auf die Reptilienzeit zurückgehen (vgl. Otte 2009, 43 ff.; Montier 2007; Bookstaber 2007; Reinhart und Rogoff 2009). Diese empirisch mittlerweile vielfach verifizierte Erkenntnis der modernen finanzwissenschaftlichen Forschung hat allerdings noch kaum zu einer Überarbeitung unserer Makromodelle geführt, in denen fast durchgängig noch rationale Finanzmärkte vorausgesetzt werden. Fast kann man von einem a priori bestehenden Glauben, einer »Religion der Marktwirtschaft« sprechen, die trotz der vielfachen Unfälle und Blasen der letzten Jahre nicht wirklich hinterfragt wird.

Tatsächlich sind unregulierte Finanzmärkte geradezu prädestiniert für Blasenbildungen. Hierzu tragen Geschwindigkeit diese Märkte, Komplexität der Konstrukte, massive Informationsasymmetrien, gleichgerichtetes Verhalten (das allerdings oft nicht kartellrechtlich relevant ist, sondern auf ei-

\* Prof. Dr. Max Otte ist Professor für allgemeine und internationale Betriebswirtschaftslehre an der Fachhochschule Worms und unabhängiger Hedgefondsmanager, Zentrum für Value Investing e.V.



ner impliziten Koordination von Aktionen beruht) bei. Finanzmärkte sind daher hoch krisenanfällig und müssen mehr als die meisten anderen Märkte streng reguliert werden (vgl. Kapoor 2010).

### **Raubtierkapitalismus, Moral Hazard und das Wolfsrudel**

Der von Altbundeskanzler Helmut Schmidt geprägte Begriff »Raubtierkapitalismus« bezeichnet die jetzige Situation recht gut. In volatilen Märkten kommen die am besten informierten Finanzmarktakteure – oder auch nur die Akteure mit den besten Reflexen, eben die »Raubtiere« – hervorragend zurecht. Sie können in steigenden und fallenden Märkten Geld verdienen, je mehr, desto weniger Regeln sie unterworfen sind. Es besteht also eine Art »Nahrungskette«, an deren Spitze die Investmentbanken und Hedgefonds stehen, und an deren Spitze wiederum Goldman Sachs und einige wenige andere Institutionen. Hier geht es nicht um straf- oder kartellrechtlich relevante Verstöße oder »Verschwörungen«, obwohl Goldman Sachs diesbezüglich gerade untersucht wird, sondern um eine Hierarchie der Akteure.

Akteure der Realwirtschaft (Unternehmen, insbesondere Mittelständler, Staaten, Kleinsparer) hingegen sind durch ihr reales Geschäft oder auch strenge Regeln gebunden und weniger beweglich. Lagerbestände, Mitarbeiter, Kapitalausstattung oder Verträge lassen sich eben nicht mit der Geschwindigkeit von Finanzmärkten »anpassen«. Gerät ein mittelständisches Unternehmen aufgrund der gegen die Realwirtschaft zugunsten der Spekulationswirtschaft prozyklisch konstruierten Eigenkapitalregeln von Basel II oder des prozyklischen fair value accounting in Bedrängnis, muss es zum Teil erdrückende Zinskonditionen akzeptieren oder gleich eine »Private-Equity-Beteiligung« mit Renditeforderungen von 20% und mehr akzeptieren (vgl. Gschrey 2010).

Hier sollte also auch der Begriff des »internationalen Finanzkapitals« entstaubt und auf seine Nützlichkeit untersucht werden (vgl. Otte 2010). Letztlich beschreibt dieser Begriff nur, dass es Unterschiede in der Funktionsweise von international beweglichem Kapital (Hedgefonds, Großbanken, Family Offices, Großkonzerne, Manager in Großkonzernen) und national, bzw. regional verankertem Kapital (Mittelständler, Arbeitnehmer, Volks- und Raiffeisenbanken, Sparkassen, Kleinsparer) gibt, die gelegentlich zu Interessengegensätzen führen können. Diese Interessengegensätze müssen offen angesprochen und politisch austariert werden.

Die Spekulation mit ungedeckten Leerverkäufen oder Credit Default Swaps gegen Länder oder Währungsgebiete lässt sich mit einer Feuerversicherung vergleichen. Ein Spekulant erwirbt eine Feuerversicherung auf ein Haus in einem bestimmten Stadtteil. Nun verbreitet er seine Meinung,

dass diese Gegend besonders feuergefährdet sei. (So etwas ist in Form von Analystenmeinungen und Konferenzen schnell möglich und meistens keinesfalls straf- oder kartellrechtlich relevant, es sei denn, man stellt sich besonders dumm an. Oftmals reicht es auch den Märkten, zu wissen, dass sich ein bestimmter Akteur in einer bestimmten Weise engagiert hat.) Es werden mehr Versicherungen nachgefragt. Also Folge steigen die Versicherungsprämien.

Der schwedische Finanzminister Anders Borg nannte Sprach vom »Wolfspack der Spekulanten« (vgl. Crossland 2010). Im Prinzip trifft dieses Bild die Dynamik der oben erwähnten Spekulation. Sollte ein Spekulationsobjekt der Realwirtschaft ökonomische Schwächen aufweisen (oder nur den Anschein solcher Schwäche erweisen, kann – wie zum Beispiel im Falle von Staatschulden durch den massiven Einsatz von Credit Default Swaps – die Spekulation sich selbst verstärkende Wirkungen erzeugen. Dies wurde am Beispiel der griechischen Staatsanleihen deutlich. Eine »Kausalität« ist hierbei schwer nachzuweisen, wohl aber der typische Ablauf eines solchen Prozesses. (Er könnte im Falle der Spekulation auf Wertsteigerungen auch in die andere Richtung laufen.) Diese »Welt voller Blasen« kann nicht im Sinne einer stabilen realwirtschaftlichen Entwicklung sein (vgl. Afhüppe und Reuter 2005).

### **Hypertrophe Spekulationsmärkte und Spekulationsförderungswirtschaft**

Der Milliardär Charlie Munger, kongenialer Partner des U.S.-Superinvestors Warren Buffett, veröffentlichte im Februar 2010 seine »Parabel, wie ein Land in den finanziellen Ruin schlitterte« (Munger 2010). Darin schildert er, wie eine einstmalig fleißige, sparsame und konservative Nation wohlhabend wird und das Spielen in Casinos entdeckte sowie langsam der Spielsucht verfiel. »So kam es, dass die Gewinne der Casinos schließlich 25% des Bruttoinlandsproduktes ausmachten und 22 aller Löhne und Gehälter an Casinoangestellte gingen (von denen viele Ingenieure waren, die man dringend anderswo benötigt hätte).« Irgendwann stand das Land vor einem Problem – die Exporte, die früher 25% des BIP betragen hatten, lagen nun bei 10%, die Importe waren von 15 auf 30% gestiegen. Ein weiser Mann wurde gefragt, der viele kluge Vorschläge machte, wie man die Spielsucht in den Casinos einschränken könne. Munger schreibt weiter, dass die Ratschläge eines weisen Mannes weitgehend ignoriert wurden und dass die Ökonomen des Landes in Mehrheit deutlich gegen eine solche Regulierung waren, weil sie der Meinung waren, dass alle Resultate des Marktes effizient seien. Auch die Banken und Casinos widersetzten sich. So war der Abstieg des Landes unaufhaltsam.

Wir leben in einer Welt hypertropher Finanzmärkte, in der sich die kapitalmarktorientierten Banken, Hedgefonds und

spekulativen Finanzakteure aufgrund der eigenen Lobby-macht die Regeln zum eigenen Nutzen und zum Schaden der Realwirtschaft und der realwirtschaftlich engagierten Banken schreiben – sei es bei den Eigenkapitalanforderungen, im fair value accounting oder bei der Regulierung von Produkten und Geschäftsmodellen. Indem die Spekulationswirtschaft die Eigenkapitalanforderungen bewusst niedrig hält, die Gewinne der Spekulation einstreicht und die eventuellen Kosten von Fehlspekulationen sozialisiert, wird gegen elementare Regeln einer Marktwirtschaft verstoßen, dass nämlich Kaufleute mit ihrem Namen und Kapital haften (vgl. Sinn 2009). Die kapitalmarktorientierten Akteure verhalten sich konsequenterweise oftmals parasitär.

Die derzeit diskutierte Bankenabgabe illustriert dies: eingezahlt werden soll von ALLEN Banken – auch zum Beispiel den soliden Volks- und Raiffeisenbanken, die bereits über aus Rücklagen gut kapitalisierte eigene Sicherungssysteme verfügen – zur Verfügung stehen soll der Rettungsfonds aber vor allem den »systemrelevanten« großen kapitalmarkt-orientierten Banken. Einmal mehr würden dann Akteure der Realwirtschaft die Zeche für die Akteure der Spekulationswirtschaft bezahlen.

Finanzinnovationen sind nicht per se etwas Schlechtes. Aber sie sind mit großer Vorsicht zu genießen. In »Manien, Paniken, Crash« schreibt Wirtschaftshistoriker Charles Kindleberger, dass Finanzinnovationen oftmals überschätzt und damit »underpriced« seien, dass also der Risikozuschlag für neue Finanzprodukte zu gering ausfalle und diese damit übermäßig in Anspruch genommen würden (vgl. Kindleberger 2001, 22; Bank für Internationalen Zahlungsausgleich 1996). Nach der »Südseeblase« in England im Jahr 1720 wurden zeitweilig die Kapitalgesellschaften als Schuldige ausgemacht und die Gründung neuer Kapitalgesellschaften verboten. Dabei war es nur die Art und Weise, wie diese Gesellschaften benutzt wurden. Nach 1720 wurde die Kapitalgesellschaft zu einer Säule des wirtschaftlichen Fortschritts. Auch Finanzderivate haben ihren Sinn. Allerdings ist äußerste Vorsicht bei diesen »finanziellen Massenvernichtungswaffen« (Warren Buffett) geboten. Statt des modernen angelsächsischen Prinzips »was nicht ausdrücklich verboten ist, ist erlaubt« sollten wir uns bei Finanzinnovationen vielleicht an eine eher deutsche Vorgehensweise »was nicht erlaubt ist, ist verboten« gewöhnen.

### Nationaler Alleingang

Es kann also nicht kontraproduktiv sein, wenn die Bundesregierung – notfalls im Alleingang – beschließt, »einige Tische im großen Spielcasino zu schließen«. In der Debatte um das Verbot von Leerverkäufen habe ich mich dabei eindeutig hinter die Bundesregierung gestellt (vgl. Otte 2010). Der Bundesrepublik wird Führungsschwäche vor-

geworfen, wenn sie zu lange an als für sich richtig erkannten Positionen wie in der Frage der Griechenlandrettung festhält. Ebenso wird ihr Führungsschwäche vorgeworfen, wenn Sie in als richtig erkannten Fragen voranschreitet. Das kann nicht sein.

Hierbei ist es auch hilfreich, sich daran zu erinnern, dass Ökonomie immer politisch ist, und dass es eben nicht nur um die Generierung, sondern auch um die Verteilung von Wohlstand zwischen Individuen, Gruppen, Klassen und Nationen geht. Das führt auch zu Interessenkonflikten, die innerhalb einer Gesellschaft oder international politisch gelöst werden müssen (vgl. Gilpin 2010). Die Debatten sind nicht neu: In den USA stritten sich Alexander Hamilton und Thomas Jefferson, von denen sich ersterer für ein System von Schutzzöllen und eine starke Industrie, der zweite für Freihandel und die Südstaaten stark machte, in Deutschland setzte sich Friedrich List für ein »nationales System der politischen Ökonomie« und in England wurde intensiv über die Aufhebung der Getreideimportzölle gestritten, die dann 1846 erfolgte (vgl. <http://www.victorianweb.org/history/corn-laws2.html>).

Deutschland ist eine der größten Nettosparnationen der Welt, nebenbei hat Deutschland (noch) eine funktionierende Industrie und einen hervorragenden Mittelstand, was sich von England und den USA nicht behaupten lässt. Finanzmarkt-deregulierung ist für England Standortpolitik, da dieses Land von der Spekulationswirtschaft abhängig ist. Für Deutschland (Österreich, auch die Schweiz<sup>1</sup>, ggf. Frankreich, die nordischen Länder) wäre hingegen eine stärkere Finanzmarktregulierung die richtige Standortpolitik zur Sicherung der produktiven Basis der Volkswirtschaft.

Ein Verbot von Leerverkäufen hilft der deutschen Volkswirtschaft, indem es die Spekulationswirtschaft ein winziges Stück zurückdrängt. Sicherlich sind einige Ausweicheffekte zu befürchten, aber Deutschland ist zum Glück nicht so von der Finanzbranche abhängig wie andere Ländern. Außerdem könnte rechtlich geprüft werden, ob sich das Verbot nicht nur auf bestimmte Transaktionen, sondern auf Akteure und ihre verbundenen Unternehmen beziehen kann. Deutschland kann und muss also eine Vorreiterrolle einnehmen, ggf. mit einer »Koalition der Willigen«.

Allerdings ist das Verbot von ungedeckten Leerverkäufen nur ein relativ kleiner Baustein bei der Regulierung der Finanzmärkte. Viel wichtiger als diese diskretionäre Maßnahme wären sinnvolle Eigenkapitalregeln, welche die jetzige Begünstigung der Spekulationswirtschaft zu Lasten der Realwirtschaft beenden würden, darunter auch feste Eigenkapitalquoten für alle Finanzakteure und die Rückkehr

<sup>1</sup> Ein Schweizer Industrieller sagte dem Verfasser: »Ihr Deutschen seid die einzigen, die international die Regulierung der Finanzmärkte durchsetzen können. England wird sich der Regulierung immer entziehen wollen.«

zur Bilanzierung nach dem Niederstwertprinzip sowie die Einführung einer Transaktionssteuer. Beides wären im Gegensatz zum Verbot einzelner Produkte oder Transaktionen marktkonforme, systemische Maßnahmen: höhere Eigenkapitalanforderungen würden automatisch die Haftung erhöhen und die parasitäre Spekulationswirtschaft zurückdrängen, denen einzelnen Akteuren aber die Entscheidung über das Ausmaß der Spekulation überlassen, eine Transaktionssteuer würde im Gegensatz zum Orwellschen Neusprech der »Financial Activity Tax« tatsächlich die Aktivitäten besteuern und bremsen (während die »Activity Tax« eben nicht die Aktivitäten, sondern die Gewinne besteuert) (vgl. Bundestag 2010) und würde damit ebenfalls entscheidend dazu beitragen, die spekulativen Aktivitäten auf ein Normalmaß zu reduzieren. Als Regulierungsmaßnahme wäre neben dem Verbot ungedeckten Leerverkäufen ein generelles Verbot des Eigenhandels für Banken effektiver und wichtiger.

## Literatur

- Afhüppe, S. und W. Reuter (2005), »Eine Welt voller Blasen«, *Der Spiegel*, Nr. 13/2005, 26. März 2005.
- Bank für Internationalen Zahlungsausgleich (1986), *Recent Innovations in International Banking*, Basel.
- Bookstaber, R. (2007), *Demon of our Own Design – Markets, Hedge Funds and the Perils of Financial Innovation*, Wiley, Hoboken 2007.
- Bundestag (2010), »Urteile der Sachverständigen zur Finanztransaktionssteuer«, *DER BETRIEB*; 17. Mai 2010, online unter <http://www.der-betrieb.de/content/dft,193,351591>.
- Crossland, D. (2010), »Europe rushes to save Euro from ›wolf pack‹«, *The National*, 9. Mai 2010, online unter: <http://www.thenational.ae/apps/pbcs.dll/article?AID=/20100509/BUSINESS/705099882/1005/rss>.
- Gilpin, R.G. (1987), *The Political Economy of International Relations*, Princeton University Press, Princeton.
- Gschrey, E. (2010), »IAS 39 als Brandbeschleuniger in der Krise? (IAS 39: Adding Fuel to the Fire During the Crisis?)«, *Die Wirtschaftsprüfung, Sonderheft*, 51–56.
- Kapoor, S. (2010), »What should the banking system look like?«, online unter <http://re-define.org/future-finance>.
- Kindleberger, C.P. (2001) *Manien, Paniken, Crashes – die Geschichte der Finanzkrisen dieser Welt*, Börsenmedien, Kulmbach.
- Montier, J. (2007), *Behavioural Investing – A practitioner's guide to applying behavioural finance*, Wiley, Hoboken 2007.
- Munger, C.T. (2010), »Basically, It's Over. A parable about how one nation came to financial ruin«, 21. Februar 2010, online unter <http://www.slate.com/id/2245328>.
- Otte, M. (2009), *Der Crash kommt*, Droemer Verlag, München 2009.
- Otte, M. (2010a), »Volks- und Raiffeisenbanken als Stabilitätsfaktor in Wirtschaftskrisen – Eine polit- und institutionenökonomische Perspektive«, *ZfGG, Zeitschrift für das Gesamte Genossenschaftswesen*, Bd. 61, erscheint demnächst.
- Otte, M. (2010b), »Debatte um Zockerbremse – Top-Ökonomen halten Merkel Inkompetenz vor«, *Handelsblatt*, 20. Mai 2010, <http://www.handelsblatt.com/politik/konjunktur-nachrichten/debatte-um-zockerbremse-top-oekonomen-halten-merkel-inkompetenz-vor;2585071>.
- Reinhart, C.M. und K. Rogoff (2009), *This Time is Different – Eight Centuries of Financial Folly*, Princeton University Press, Princeton 2009.
- Sinn, H.-W. (2009), *Kasino-Kapitalismus*, Econ, Berlin.