



Leibniz-Institut für Finanzmarktforschung SAFE  
Sustainable Architecture for Finance in Europe (<https://safe-frankfurt.de/de.html>)

## SAFE Finance Blog

### Leerverkäufe verbieten – der richtige Weg?

---

26.03.2020

Christian Schlag: Das Coronavirus löste einen weltweiten Ausverkauf an den Aktienmärkten aus. Ein Verbot von Leerverkäufen, um Kursstürze zu beenden, ist jedoch zu kurz gedacht



Die Coronapandemie hat die Aktienmärkte weltweit schwer getroffen. Der Dow-Jones-Index hat von Anfang Februar bis zum 21. März rund 30 Prozent verloren, der DAX in Deutschland ebenso. Diese Zeit ist von großer Unsicherheit an den Finanzmärkten geprägt, und viele Marktteilnehmer rechnen in der Zukunft mit weiteren Kursrückgängen.

Fast reflexartig wird der Ruf nach einem Verbot von Leerverkäufen laut, um die Spekulation der Anleger auf sinkende Aktienkurse zu unterbinden. Dieses Verbot wurde auch bereits in einigen Ländern (z.B. Italien und Spanien) in verschiedenen Formen umgesetzt. Auch wenn Leerverkäufe schädlich für die

Aktienkurse scheinen, ist ein totales Verbot zu kurz gedacht.

### **Die Funktionsweise von Leerverkäufen**

Ein Investor kann einen so genannten Leerverkauf tätigen, um von sinkenden Kursen zu profitieren, sollten sich seine Erwartungen tatsächlich bewahrheiten. Ein Leerverkauf einer Aktie bedeutet, dass der Verkäufer sie von einem Marktteilnehmer leiht und sie dann zum aktuellen Marktpreis an einen Dritten verkauft. Nehmen wir an, ein Leerverkauf wird am 26. März zu einem aktuellen Kurs von 30 Euro ausgeführt. Der Leerverkäufer muss zu einem festgelegten späteren Zeitpunkt die geliehenen Aktien an den Verleiher zurückgeben und sie deshalb zum dann auf dem Markt gültigen Preis zurückkaufen. Nehmen wir in unserem Beispiel an, dass die Aktie am 26. April zurückgegeben werden muss. Bei dieser Transaktion wird ein Gewinn erzielt, wenn der Aktienkurs am 26. April niedriger ist als am 26. März (der Einfachheit halber ohne anfallende Gebühren und andere Kosten bei Leerverkäufen). Wenn der Aktienkurs am 26. April beispielsweise 25 Euro beträgt, erzielt der Leerverkäufer einen Gewinn von 5 Euro pro Aktie. Liegt der Aktienkurs am 26. April dagegen bei 34 Euro, erleidet der Leerverkäufer einen Verlust von 4 Euro pro Aktie.

### **Leerverkaufsverbote in Krisenzeiten**

Da bei einem Leerverkauf der Anleger von fallenden Preisen und so gewissermaßen vom Elend anderer profitiert, wird diese Art von Transaktion in der Öffentlichkeit eher negativ wahrgenommen und teilweise sogar als unethisch angesehen. Gerade in Zeiten von Marktturbulenzen klingt manche Aussage, als seien Leerverkäufe die eigentliche Ursache für den beobachteten Preisrückgang.

Die Meinungen mögen darüber auseinandergehen, ob es gut ist, dass bestimmte Marktteilnehmer von sinkenden Aktienkursen profitieren, aber es gibt einige wirtschaftliche Aspekte, die man im Blick behalten sollte, wenn diese Angelegenheit diskutiert wird. Die wichtigste Regel ist, dass man nicht den Überbringer der Nachricht (d.h. den Leerverkäufer) dafür bestrafen sollte, dass die Nachricht schlecht ist (d.h. dass die Börsenkurse gerade fallen).

### **Die Wirtschaftlichkeit von Leerverkäufen**

Erstens gilt, als einfachster Punkt, dass jeder Verkäufer einen Käufer braucht. Der Leerverkauf kann nur dann stattfinden, wenn der Verkäufer die passende Gegenpartei findet, die diese Aktien kauft. Es erscheint höchst unwahrscheinlich, dass in Zeiten solch schwerer negativer Marktschocks andere Marktteilnehmer leichtfertig große Aktienmengen kaufen würden, wenn sie nicht künftig steigende Preise erwarten würden.

Eine gängige Reaktion auf diesen einfachen Punkt ist das Argument, dass Leerverkäufer "immer über umfangreichere Informationen verfügen" würden und daher "wissen, dass die Preise in Zukunft weiter fallen werden", im Gegensatz zu der uninformierten anderen Partei. Klingt das wirklich glaubwürdig? Wenn überhaupt, würde man davon ausgehen, dass uninformierte Investoren im Falle einer Panik sehr vorsichtig werden und lieber den Verkauf ihrer Aktien in Erwägung ziehen, als neue Aktien zu kaufen. Wenn es sich bei der Gegenpartei des Leerverkaufs jedoch um einen professionellen Anleger handelt, scheint es angebracht, eine fundierte Erwartungsbildung anzunehmen.

Zweitens, mit Bezug zum ersten Punkt, sind Leerverkäufe natürlich risikoreich und liefern keineswegs sichere Gewinne. Es gab zahlreiche Situationen auf den Finanzmärkten (zum Beispiel der plötzliche Kursanstieg der Volkswagen-Aktie im Oktober 2008), bei denen Leerverkäufer von steigenden Aktienkursen erheblich getroffen wurden und die Marktteilnehmer, die Leerverkäufe getätigt hatten, in

einigen Fällen sogar ruiniert wurden. Am Beispiel von Volkswagen werden die Verluste der Leerverkäufer (meist Hedgefonds) über einen sehr kurzen Zeitraum auf rund 15 Milliarden Euro geschätzt, eine recht beachtliche Zahl.

Um eines klarzustellen, ein "ehrlicher" Leerverkauf, der auf den Erwartungen eines Marktteilnehmers basiert, muss klar von Marktmanipulation oder Insiderhandel unterschieden werden. In letzteren Fällen liegt eindeutig ein illegaler Vorteil des Leerverkäufers vor, sodass sein Gewinn keine legitime Risikokompensation darstellt, sondern lediglich aus einem Betrug resultiert.

### Informationsgehalt von Leerverkäufen

Zuletzt gibt es einen tiefer gehenden, vielleicht nicht ganz so offensichtlichen Aspekt. Auf einem Finanzmarkt treffen sich die Marktteilnehmer, um miteinander zu handeln, damit sie ihr Vermögen in ihre jeweils bevorzugten Portfolios investieren können. Das Gleichgewicht von Angebot und Nachfrage führt dann zu einem Preis. In diesem Prozess werden Informationen generiert (oft als "Preisfindung" bezeichnet) und den Marktteilnehmern Liquidität zur Verfügung gestellt, da sie Finanzanlagen in Geld umwandeln können und umgekehrt.

Es gibt wissenschaftliche Untersuchungen dazu, ob Leerverkaufsverbote tatsächlich die Preise stützen, das heißt, einen weiteren Abschwung verhindern. So analysieren beispielsweise Alessandro Beber und Marco Pagano in einem Forschungspapier die Leerverkaufsverbote während der Finanzkrise. Sie stellen fest, dass diese Verbote, die in verschiedener Form in mehreren Ländern während des Zeitraums 2007-2009 eingeführt wurden, "(i) der Liquidität schaden, insbesondere bei Aktien mit geringer Kapitalisierung und ohne börsennotierte Optionen; (ii) die Kursfindung verlangsamen, insbesondere in Baissemärkten, und (iii) die Preise nicht stützen, außer möglicherweise bei US-Finanztiteln". Aus der Arbeit dieser Autoren kann man zumindest darauf schließen, dass ein Verbot von Leerverkäufen erheblichen negativen Einfluss darauf hat, wie die Finanzmärkte Informationen aggregieren und verarbeiten; zugegebenermaßen wahrscheinlich nicht immer Informationen, die man sich wünscht, aber nichtsdestotrotz Informationen.

### Eine komplexe Entscheidung

Rasch fallende Aktienkurse sind für die meisten Marktteilnehmer eine schlechte Nachricht. Einige Anleger glauben, dass die Kurse ihren Tiefpunkt noch nicht erreicht haben und weiter fallen werden; und um von der Situation zu profitieren, in der sich diese Erwartungen erfüllen, möchten sie Aktien leer verkaufen. Wenn sie Recht haben, werden sie einen Gewinn erzielen, sie können aber genauso gut falsch liegen, was bedeuten würde, dass sie möglicherweise erhebliche Verluste erleiden. Das Verbot von Leerverkäufen nimmt den Finanzmärkten einen erheblichen Teil ihrer Informationsfunktion, der die unterschiedlichen Meinungen der Anleger über zukünftige Kursentwicklungen widerspiegelt. Diese Verbote und ihre potenzielle Wirksamkeit sollten daher mit einer gesunden Portion Skepsis betrachtet werden.

Ein Punkt am Rande: Der Leerverkauf von Aktien ist nicht die einzige Möglichkeit, eine negative Erwartung über den zukünftigen Aktienkurs auszudrücken. Der Kauf von Put-Optionen ist wirtschaftlich ähnlich wie ein Leerverkauf, da auch der Inhaber der Option von fallenden Kursen profitiert. Wenn also die Sorge besteht, dass einige Investoren von fallenden Preisen profitieren, müsste man auch den Handel mit Put-Optionen verbieten.

---

### Literatur

Beber, A.; M. Pagano (2013): *Short-Selling Bans Around the World: Evidence from the 2007–09 Crisis*, Journal of Finance (68), 343-381.

---

*Christian Schlag* (<https://safe-frankfurt.de/research/researchers/researchers-details/showauthor/91-schlag.html>) ist Research Professor und Coordinator of Young Researchers bei SAFE.


---

Schlagwörter: Comments disabled (<https://safe-frankfurt.de/de/aktuelles/safe-finance-blog/news-suche.html>)  
 tx\_news\_pi1%5BoverwriteDemand%5D%5Bcategories%5D=222&cHash=067454a9baa63998ebd3a734dd68  
 stock market (<https://safe-frankfurt.de/de/aktuelles/safe-finance-blog/tag/stock-market.html>), short-sales  
 (<https://safe-frankfurt.de/de/aktuelles/safe-finance-blog/tag/short-sales.html>)



**Zurück** (<https://safe-frankfurt.de/de/aktuelles/safe-finance-blog.html>)

Want to get regular updates?

 Subscribe to the Finance Blog RSS feed (<http://safe-frankfurt.de/home/rss-policyblog.xml>)

 Follow us on Twitter ([https://twitter.com/SAFE\\_Frankfurt](https://twitter.com/SAFE_Frankfurt))

Enter your email address to get regular blog updates.

\* Please read our data protection statement (<https://safe-frankfurt.de/de/ueber-safe/datenschutz.html>)(pdf version ([https://safe-frankfurt.de/fileadmin/user\\_upload/editor\\_common/Files/Data\\_Protection\\_Statement\\_10Jan2020.pdf](https://safe-frankfurt.de/fileadmin/user_upload/editor_common/Files/Data_Protection_Statement_10Jan2020.pdf)))

I agree to the data protection statement.\*

Subscribe

## RECENT POLICY PUBLICATIONS

Apr 2020

**Corona-Bonds und ihre Alternativen** (<https://safe-frankfurt.de/de/policy-center/publikationen/detailsview/publicationname/corona-bonds-und-ihre-alternativen.html>)

Marcel Thum, ([https://tu-dresden.de/cdd/leitung\\_und\\_beteiligte/mitglieder/lebensraum-und-infrastruktur/Thum](https://tu-dresden.de/cdd/leitung_und_beteiligte/mitglieder/lebensraum-und-infrastruktur/Thum)) Alfons J. Weichenrieder (<https://safe-frankfurt.de/de/forschung/forschungsteam/details/showauthor/52-weichenrieder.html>)

Apr 2020

**The Case for Corona Bonds** (<https://safe-frankfurt.de/de/policy-center/publikationen/detailsview/publicationname/the-case-for-corona-bonds.html>)

Matej Avbelj, (<https://www.eui.eu/DepartmentsAndCentres/Law/People/Fellows/BBF/Matej-Avbelj>) Antonia Baraggia, (<https://www.mmg.mpg.de/person/99018/2553>) Jürgen Bast, ([https://www.uni-giessen.de/fbz/fb01/professuren-forschung/professuren/bast/team/prof\\_leitung](https://www.uni-giessen.de/fbz/fb01/professuren-forschung/professuren/bast/team/prof_leitung)) Bojan Bugarič, (<https://www.sheffield.ac.uk/law/staff/bbugaric/index>) Emanuel Castellarin, (<https://unistra.academia.edu/EmanuelCastellarin>) Francesco Costamagna, (<https://www.law.georgetown.edu/ctls/staff/francesco-costamagna/>) Anuscheh Faraha, (<https://www.oer5.rw.fau.de/prof-dr-anuscheh-farahat/>) Matthias Goldmann, (<https://safe-frankfurt.de/de/forschung/forschungsteam/details/showauthor/549-goldmann.html>) Anna-Katharina Mangold, (<https://www.europeanstudies.info/en/about-ma-eus/our-team/administrative-team/prof-dr-anna-katharina-mangold-ilm-cambridge/>) Mario Savino, (<https://unitus.academia.edu/MarioSavino>) Alexander Thiele, (<https://www.uni-goettingen.de/de/pd-dr-alexander-thiele/418590.html>) Annamaria Viterbo (<http://www.dg.unito.it/do/docenti.pl/Alias?anna.viterbo#profilo>)

Apr 2020

### Emerging Evidence of a Silver Lining: A Ridge Walk to Avoid an Economic Catastrophe in Italy and Spain (<https://safe-frankfurt.de/de/policy-center/publikationen/detailsview/publicationname/emerging-evidence-of-a-silver-lining-a-ridge-walk-to-avoid-an-economic-catastrophe-in-italy-and-spa.html>)

Christopher Busch, (<https://safe-frankfurt.de/de/forschung/forschungsteam/details/showauthor/468-busch.html>) Alexander Ludwig, (<https://safe-frankfurt.de/de/forschung/forschungsteam/details/showauthor/112-ludwig.html>) Raül Santaeuilàlia-Llopis (<https://www.barcelonagse.eu/people/santaeulalia-llopis-raul>)

**All Policy Publications** (<https://safe-frankfurt.de/de/policy-center/publikationen.html>)

## Kontakt

### Leibniz-Institut für Finanzmarktforschung SAFE


Theodor-W.-Adorno-Platz 3  
60323 Frankfurt am Main

Tel: +49 69 798 30080

Fax: +49 69 798 30077

E-Mail: [info@safe-frankfurt.de](mailto:info@safe-frankfurt.de)

Finden Sie den richtigen Ansprechpartner (<https://safe-frankfurt.de/de/ueber-safe/kontakt.html>)

 Besuchen Sie uns auf Twitter ([https://twitter.com/SAFE\\_Frankfurt](https://twitter.com/SAFE_Frankfurt))

### SAFE →

- Über SAFE (<https://safe-frankfurt.de/de/ueber-safe.html>)
- Offene Stellen (<https://safe-frankfurt.de/de/ueber-safe/karriere/offene-stellen.html>)
- So finden Sie uns (<https://safe-frankfurt.de/de/ueber-safe/so-finden-sie-uns.html>)

### Policy Center →

- SAFE Senior Policy Fellows (<https://safe-frankfurt.de/de/policy-center/safe-senior-policy-fellows.html>)
- Policy Publikationen (<https://safe-frankfurt.de/de/policy-center/publikationen.html>)
- SAFE Finance Blog (<https://safe-frankfurt.de/de/aktuelles/safe-finance-blog.html>)
- Policy Center Team (<https://safe-frankfurt.de/de/policy-center/policy-center-team.html>)



**Startseite** (<https://safe-frankfurt.de/de/footer-menu/startseite.html>) →

### Forschung →

- Forschungsabteilungen (<https://safe-frankfurt.de/de/forschung/forschungsabteilungen.html>)
- Forschungsteam (<https://safe-frankfurt.de/de/forschung/forschungsteam.html>)
- Data Center (<https://safe-frankfurt.de/de/data-center.html>)

### News & Events →

- Alle News (<https://safe-frankfurt.de/de/aktuelles/alle-news.html>)
- Newsletter (<https://safe-frankfurt.de/de/aktuelles/newsletter.html>)
- Expertendatenbank (<https://safe-frankfurt.de/de/presse/expertendatenbank.html>)

**Impressum** (<https://safe-frankfurt.de/de/footer-menu/impressum.html>) →

**Datenschutz** (<https://safe-frankfurt.de/de/footer-menu/datenschutz.html>) →

© 2020 SAFE