

# Regulierungskonzepte für Leerverkäufe und Credit Default Swaps

Eine ökonomische und rechtliche Untersuchung

VON  
Andreas Harrer

1. Auflage

Regulierungskonzepte für Leerverkäufe und Credit Default Swaps – Harrer

schnell und portofrei erhältlich bei [beck-shop.de](http://beck-shop.de) DIE FACHBUCHHANDLUNG

Diplomica Verlag 2014

Verlag C.H. Beck im Internet:

[www.beck.de](http://www.beck.de)

ISBN 978 3 95485 053 2

# Leseprobe

Textprobe:

Kapitel 2, Wirtschaftliche Betrachtung von Leerverkäufen und CDS:

A, Begriffsbestimmung und Systematisierung:

I, Definition:

Die Vielfalt und Bedeutung von Finanzprodukten hat in den letzten Jahrzehnten stetig zugenommen. Ein Wirtschaftsleben ohne sie ist undenkbar. Als Oberbegriff für die verschiedenen Kapitalmarktprodukte steht der Begriff des Finanzinstruments, § 2 Abs. 2b WpHG. Von den Finanzinstrumenten haben insbesondere Derivate eine bedeutende Stellung eingenommen. Mit ihnen kann die Preisentwicklung von Basiswerten wie bspw. Aktien, Devisen, Anleihen oder Rohstoffen abgebildet werden. Finanzderivate sind Derivate, die ein anderes Finanzinstrument als Basiswert haben. Bei Kreditderivaten ist dagegen der Basiswert ein Kreditrisiko einer dritten Partei. Kreditderivate werden seit dem Finanzmarktrichtlinie-Umsetzungsgesetz (FRUG) explizit als Derivat genannt und sind daher als Finanzinstrumente zu qualifizieren. Die bedeutendste Gruppe der Kreditderivate sind CDS, die für diese Untersuchung als Synonym für Kreditderivate stehen.

Mit einem Leerverkauf können Finanzinstrumente verkauft werden, an denen der Verkäufer noch kein Eigentum hat. Leerverkäufe sind damit an sich keine eigenständigen Finanzinstrumente, sondern eine Geschäftsart in Finanzinstrumenten. Hinsichtlich ihrer ökonomischen Wirkungsweise sind sie allerdings zu anderen Finanzinstrumenten, insbesondere zu Derivaten, sehr ähnlich. Daher sollen auch Leerverkäufe für diese Untersuchung unter den Oberbegriff des Finanzinstruments fallen.

Ungedeckt können sowohl Leerverkäufe (naked short sales) als auch CDS (naked CDS) erfolgen. Dennoch unterscheidet sich der Begriff naked bzw. ungedeckt in den beiden Fällen. Ein Leerverkauf erfolgt ungedeckt, wenn der Leerverkäufer noch keinen dinglichen Anspruch auf die Übereignung des leerverkauften Finanzinstruments hat. Um seiner Lieferverpflichtung nachzukommen, muss er die ungedeckte Position innerhalb von meist drei Tagen wieder schließen. Dagegen kommt es bei einem ungedeckten CDS nicht auf die rechtliche Stellung des Käufers an, sondern auf den subjektiven Zweck der Transaktion. Einer ungedeckten CDS-Transaktion liegt kein berechtigtes Absicherungsinteresse, sondern eine spekulative Position zugrunde.

II, Unterscheidung nach dem Verwendungszweck:

Anleger erwerben Finanzinstrumente aufgrund drei verschiedener Anlagemotive. Neben der Absicherung von Risiken (Hedging) können auch die gezielte Risikoübernahme (Spekulation) und das Ausnutzen von Preisdifferenzen (Arbitrage) Grund für den Erwerb von Finanzinstrumenten sein. Unternehmen und Banken benutzen Finanzinstrumente meist zur Absicherung von Risiken

aus der Geschäftstätigkeit, bspw. gegen Zins-, Kredit- und Währungsrisiken. Dagegen wird die Umsetzung subjektiver Markterwartungen ohne Absicherungszweck als Spekulation, Handelsgeschäft oder Trading bezeichnet. Charakteristisch für die Spekulation ist das Ausnützen eines Hebeleffekts (Leverage-Effekt), der eine überproportionale Beteiligung an Preisänderungen verursacht. Banken und Hedge Fonds setzen Finanzinstrumente schließlich auch für Arbitragegeschäfte ein, um Preisunterschiede an verschiedenen Märkten zur gleichen Zeit auszunutzen.

Für die Regulierung von Finanzinstrumenten ist die Unterscheidung dieser drei Motive zu berücksichtigen. Allerdings trifft sie in der Praxis auf große Beweisschwierigkeiten. Dadurch ist es häufig nicht möglich, unerwünschte (spekulative) Positionen einzuschränken, ohne dabei auch gewollte Transaktionen zu verhindern.

III, Unterscheidung nach der Marktstruktur:

Finanzinstrumente werden auf unterschiedlichen Märkten gehandelt. Je nach Marktstruktur ergeben sich unterschiedliche Konsequenzen für die Regulierung von Finanzinstrumenten. Standardisierte Produkte wie Aktien, Anleihen und auch einige derivative Finanzinstrumente (bspw. Futures) werden an Börsen abgewickelt. Bei einem Börsenhandel erfolgt sowohl der Geschäftsabschluss, das Clearing (Abrechnung und Abwicklung), als auch das Settlement über eine dritte Partei. Charakteristisch für den Börsenhandel ist die staatliche Überwachung des Handelsgeschehens und eine hohe Regelungsichte. Kennzeichen von komplexen Finanzinstrumenten ist dagegen häufig der außerbörsliche, sog. OTC (over the counter) Markt. Im Gegensatz zum börslichen Handel werden die Produkte auf die Bedürfnisse des Kunden zugeschnitten und sind daher wenig standardisiert. Der Vertragsabschluss, das Clearing und das Settlement erfolgt hierbei bilateral - meist per Telefon - zwischen zwei Parteien. Dieser Markt bietet damit das höchste Maß an Vertragsfreiheit und damit an individuellen Finanzinstrumenten. Allerdings entzieht sich der außerbörsliche Handel auch weitgehend einer Regulierung und leidet damit unter einer mangelhaften Transparenz. Eine dritte Form der Marktstruktur ist der Handel über zentrale Gegenparteien. Die zentrale Gegenpartei übernimmt das Clearing einer Position. Der vorausgehende Geschäftsabschluss erfolgt dennoch auf bilateraler Basis.

Für Regulierungskonzepte ist die Marktstruktur der Finanzinstrumente von großer Bedeutung. Leerverkäufe unterscheiden sich nicht von einem normalen Verkaufsauftrag an der Börse. Daher gelten für sie auch die Vorschriften der Wertpapierbörsen. Im Gegensatz dazu werden CDS hauptsächlich außerbörslich gehandelt. Daraus ergibt sich eine hohe Intransparenz, deren Vermeidung Hauptziel von künftigen Regulierungsschritten sein wird.

B, Funktionsweise von Leerverkäufen und CDS:

I, Leerverkäufe:

1, Gedeckte Leerverkäufe:

Ein Marktteilnehmer kann mit einem Leerverkauf von fallenden Kursen profitieren, wenn er die

Meinung vertritt, dass ein Finanzinstrument überbewertet ist. Bei einem Leerverkauf (short sale) verkauft ein Anleger Finanzinstrumente, deren Eigentümer er nicht ist. Nach Durchführung des Leerverkaufs hat der Verkäufer eine offene Verbindlichkeit auf Lieferung der Wertpapiere, die sog. Short Position. Nun beginnt nach den Handelsbedingungen der Börse eine zwei- bis dreitägige Frist, innerhalb derer der Leerverkäufer dem Käufer die Wertpapiere übereignen muss. Um dieser Lieferverpflichtung nachzukommen, kann er schon vor dem Kauf die Wertpapiere auf dem Wertpapierleihmarkt besorgen. Da in diesem Fall der Leerverkäufer bereits vor Durchführung des Leerverkaufs einen Anspruch auf Übereignung der Wertpapiere hat, gilt der Leerverkauf als gedeckt. Er hofft auf fallende Preise, damit er bei Fälligkeit des Darlehens die leerverkauften Finanzinstrumente billiger am Kassamarkt zurückkaufen kann, um somit seine Pflichten aus dem Wertpapierdarlehen erfüllen zu können.