

Auftakt

- 6 DKSH trauert um König Bhumibol
- 8 Wie Baloise mehr aus sich machen will
- 10 eBay punktet gegen Amazon
- 13 Epson will Tintenstrahler beleben

Leerverkäufe von Aktien sind umstritten

SCHWEIZ Chancen und Risiken, Gesetzeslage im In- und Ausland – «Finanz und Wirtschaft» beantwortet die zehn wichtigsten Fragen zum Short Selling.

MARTIN GOLLMER

Leerverkäufer, die gezielt auf sinkende Kurse spekulieren, seien schuld gewesen – so lautete die Begründung, als es Ende September mit den Aktien der Deutschen Bank rasant bergab ging. Unter Anlegern war Unsicherheit aufgekommen, ob ein anstehender Vergleich in einem US-Rechtsfall die Mittel des Finanzinstituts übersteigen und eine Kapitalerhöhung notwendig werden könnte. Ob die Leerverkäufer im Fall Deutsche Bank zu Recht angeschwärzt wurden, kann man – zumindest teilweise – überprüfen. Denn in Deutschland – wie in der ganzen EU – müssen signifikante Leerverkaufspositionen, auch Short-Positionen genannt, zeitnah offengelegt werden. Dieselbe Pflicht gilt auch in den USA.

In der Schweiz müssen solche Positionen dagegen nicht gemeldet werden, was Anlegern und Investoren kritisieren. Offenzulegen sind hierzulande nur bedeutende Long-Positionen, mit denen auf steigende Aktienkurse gesetzt wird. Eine gewisse Transparenz gibt es dank dem britischen Datendienstleister Markit dennoch; er erhebt die Short-Positionen in kotierten Schweizer Aktien laufend. «Finanz und Wirtschaft» publiziert die entsprechenden Daten monatlich und beantwortet in diesem Artikel die zehn wichtigsten Fragen rund um Leerverkäufe.

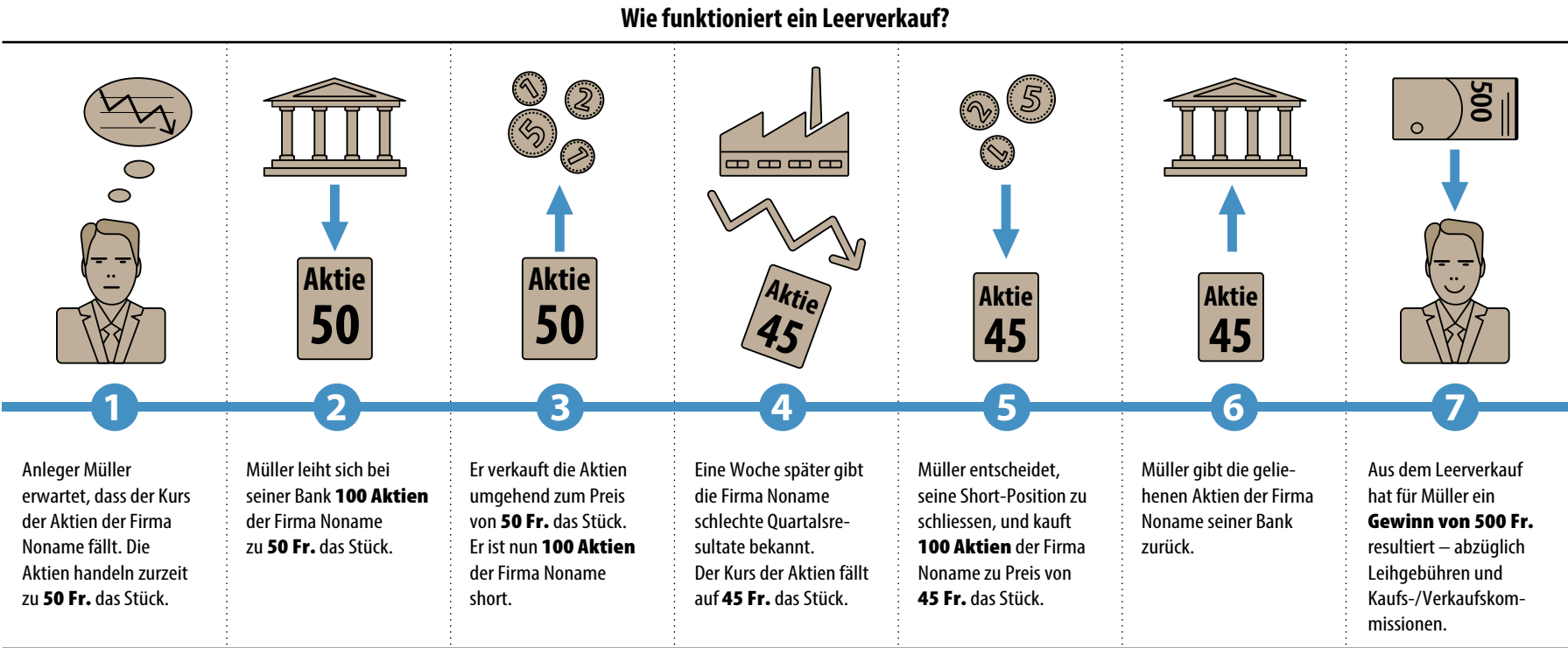
Was überhaupt ist ein Leerverkauf?
Ein Leerverkauf ist ein Verkauf von Wertpapieren (z. B. Aktien) an der Börse, ohne dass sie sich im Besitz des Verkäufers befinden. Der Verkäufer tätigt ein derartiges Geschäft in der Erwartung, dass die Kurse zum Erfüllungstermin ein niedrigeres Niveau haben, da er sich dann zu einem niedrigeren Einstandskurs eindecken kann (vgl. Infografik).

Was ist der Zweck von Leerverkäufen?
Man kann drei Einsatzmöglichkeiten unterscheiden: Erstens kann man mit Leerverkäufen auf zukünftige Kursrückgänge spekulieren. Zweitens können Leerverkäufe dem Zweck der Absicherung (Hedging) dienen, zum Beispiel, indem ein Terminkauf eines bestimmten Gutes über den Leerverkauf desselben Gutes abgesichert wird. Und drittens lassen sich mit Leerverkäufen Preisinkonsistenzen zwischen dem Kassamarkt und dem Terminmarkt ausnutzen (Arbitrage).

Sind Leerverkäufe legitim?
Ja, aber sie sind umstritten. Leerverkäufer gehören nicht zu den beliebtesten Leuten an den Börsen. Sie setzen auf den Misserfolg von Unternehmen und haben die Fähigkeit, mit Leerverkäufen den Kurs von Aktien nach unten zu treiben. Manche Kritiker glauben sogar, dass Leerverkäufe Börsencrashes verursachen können. In den USA gab es Untersuchungen zu dieser Behauptung; Beweise wurden dabei aber keine zutage gefördert.

Man müsse die Frage, ob Leerverkäufe legitim seien, differenziert anschauen, sagt Marc Possa, Manager des SaraSelect-Fonds. «Leerverkäufe sind in meinen Augen nicht sinnvoll, da man etwas, das man nicht besitzt, auch nicht verkaufen können sollte», sagt er. «Wenn es aber zu grossen Übertreibungen kommt, können Leerverkäufe etwas disziplinierend wirken und prozyklitätsbedingte Verzerrungen mildern.»

Stephan Vollert, Analyst bei der Neuen Helvetischen Bank, bricht dagegen eine Lanze für die Leerverkäufer: «Grundsätzlich haben sie auch ihre Daseinsberechtigung. Ihre Aktivitäten können für Liquidität im Markt sorgen, was das Interesse an einer Aktie zum Beispiel wecken bzw. verstärken kann.»



Quelle: FuW / Grafik: FuW, ck

Wie sind Leerverkäufe in der Schweiz gesetzlich geregelt?
Leerverkäufe sind gemäss Finanzmarktinfrastukturgesetz in der Schweiz zugelassen. Eine gesetzliche oder reglementarische Pflicht zur speziellen Kennzeichnung von Leerverkäufen – um deutlich zu machen, dass es sich nicht um normale Verkäufe handelt – besteht nicht.

Aufgrund dieser Sachlage verfügt die Schweizer Börse über keine Angaben bezüglich Leerverkäufen von Aktien. Statistiken zu potenziellen Leerverkäufen in einzelnen Titeln werden meist indirekt anhand von Ausleihinformationen von Dritten, etwa dem britischen Datendienstleister Markit, erstellt.

Warum sind Leerverkäufe in der Schweiz nicht meldepflichtig?
Im Finanzmarktinfrastukturgesetz und in der Ausführungsverordnung der Finanzmarktaufsichtsbehörde Finma ist festgelegt, wer und was im Offenlegungsrecht meldepflichtig ist. Gemeldet werden muss das Halten von Erwerbs- bzw. Veräusserungspositionen. Nicht gemeldet werden muss, wie viele Aktien im Rahmen

einer einzelnen Transaktion erworben bzw. veräussert wurden. Deshalb sind auch Leerverkäufe nicht meldepflichtig. Das Offenlegungsrecht will vielmehr den Zustand, d.h. die Höhe der Stimmrechtsanteile nach einer Transaktion aufzeigen, sofern durch diese überhaupt eine Meldepflicht ausgelöst wird. Die Meldepflicht setzt bei einer Schwelle von 3% ein.

Was sagen Finanzmarktakteure?
Analysten und Fondsmanager, die Informationen über Leerverkäufe als zusätzliches Hilfsmittel nutzen, wenn sie Anlageempfehlungen ausgeben oder Anlageentscheidungen fällen, befürworten eine Meldepflicht für Leerverkäufe. «Es gibt keine schützenswerte Gründe, warum bedeutende Short-Positionen nicht offen gelegt werden sollten», sagt etwa Stefan Frischknecht, Fondsmanager bei Schroders. «Die Offenlegungspflicht sollte symmetrisch zu derjenigen für Long-Positionen sein.» Panagiotis Spiliopoulos, Leiter Research bei Vontobel, sagt: «Es wäre zu begrüßen, wenn in der Schweiz – analog zu Börsen im Ausland – bedeutende Short-Positionen offengelegt werden

müssten. Aufgrund des starken Übergewichts von Long-Investoren könnten bei Short-Positionen auch niedrigere Meldeschwellen angedacht werden.» Die Swatch Group, beliebtes Ziel von Leerverkäufern (vgl. Box), schrieb Ende 2015 in einem Brief an die institutionellen Aktionäre: «Ein Bereich, in dem unseres Erachtens zusätzliche Transparenz für den Aktionär dringend erforderlich ist, stellt die Wertschriftenausleihe dar.»

Wie sieht die Meldepflicht in der EU aus?
Hält jemand signifikante Netto-Leerverkaufspositionen in Aktien, die in der EU gehandelt werden, sind diese seit dem 1. November 2012 gemäss EU-Leerverkaufsverordnung der zuständigen Behörde zeitnah anzuzeigen. In Deutschland sind offengelegte Netto-Verkaufspositionen dem Bundesanzeiger zu entnehmen.

Besteht auch in den USA eine Meldepflicht?
Broker müssen den Börsen Short-Positionen melden. Diese werden dann zeitverzögert publiziert. Die Technologiebörse Nasdaq etwa verlangt von Aktienhändlern, dass sie Verkaufspositionen per Mitte

Monat bekanntgeben und publiziert diese dann acht Tage auf ihrer Website später.

Was sind die Chancen und Risiken von Leerverkäufen?
Das Eingehen einer Short-Position durch den Leerverkauf einer Aktie beinhaltet ein Chancen-Risiko-Verhältnis, das genau umgekehrt zu jenem des Kaufes dieses Werts ist. Ist beim Kauf einer Aktie der maximal mögliche Verlust auf den Kaufpreis begrenzt, sind die Chancen eines Kursanstiegs theoretisch unbegrenzt. Beim Leerverkauf dieser Aktie ist spiegelbildlich die Chance auf die erlöste Einnahme limitiert, während das Risiko durch einen Kursanstieg unbegrenzt ist.

Besonders problematisch ist der sogenannte Short Squeeze, bei dem es nach einem Leerverkauf aufgrund von positiven Entwicklungen zu massiven Deckungskäufen und zu einem abrupten Kursanstieg der Aktie kommt.

Sind Leerverkäufe etwas für Privatanleger?
«Unqualifizierten Privatanlegern ist grundsätzlich davon abzuraten, Leerverkäufe zu tätigen», sagt Credit Suisse. UBS bietet die Möglichkeit, Wertschriften zu borgen, nur bestimmten Kunden an: «Typischerweise qualifizieren sich nur sehr vermögende Kunden für diesen Service.»

«Bei den Marktteilnehmern, die Leerverkäufe zwecks Spekulation oder als Teil einer Anlagestrategie tätigen, handelt es sich in der Regel um grosse professionelle Investoren wie zum Beispiel Hedge Funds», schreibt die Zürcher Kantonalbank (ZKB) auf Anfrage. «Für Privatanleger eignet sich das Instrument weniger.» Zum einen sei das potenzielle Verlustrisiko ohne entsprechende Absicherungsposition theoretisch unbegrenzt und zum anderen müssten im Zusammenhang mit dem Borgen der Wertschriften diverse Hürden überwunden werden (Unterzeichnung Securities-Borrowing-Vertrag, Hinterlage von Sicherheiten im Umfang von deutlich über 100% des jeweiligen Wertes der geborgten Wertschriften, etc.).

Weiter habe der Verleiher der Effekten typischerweise das Recht, die Papiere jederzeit aus dem Verleih zu nehmen. Könne nicht zeitverzugslos ein alternativer Verleiher gefunden werden, führe dies zu einer umgehenden Eindeckungspflicht seitens des Leerverkäufers in einem möglicherweise marktbedingt ungünstigen Moment. «In der Regel kann ein Privatinvestor, der auf fallende Kurse setzen möchte, auf derivative Instrumente wie Put-Optionen zurückgreifen», so die ZKB.

Swatch Group bei Leerverkäufern am beliebtesten

Immer mehr Schweizer Anleger entdecken die Leerverkäufe. Die Aktienaussleihe zu diesem Zweck hat in den vergangenen 24 Monaten gemäss Erhebung des britischen Datendienstleisters Markit kräftig zugenommen (vgl. Grafik). **Zurzeit sind 1,6% der ausgegebenen und im marktbreiten Swiss Performance Index (SPI) gehandelten Aktien ausgeliehen** – 44% mehr als im Herbst 2014 (vgl. Grafik). Die Ausleihen betreffen gemäss Markit die ganze Bandbreite der im SPI gehandelten Aktien, Swatch Group sei aber der einsame Spitzenreiter sowie AMS und Richemont die Aufsteiger der vergangenen vier Wochen (vgl. Tabelle).

Auffallend ist, dass in dieser Aufzählung zwei Hersteller von Luxusgütern und -uhren figurieren. **Während Swatch Group (+5%) bei den Leerverkäufern schon seit längerem sehr beliebt ist** und auch per Mitte Oktober die Schweizer Rangliste der Short-Positionen anführt, **ist Richemont (+30%) neu in den Top Ten aufgetaucht**. Überraschend ist das nicht: Noch nie seit fünf Jahren wurden so wenig Uhren exportiert wie in der ersten Hälfte dieses Jahres. Anleger scheinen vorerst keine Besserung dieser Situation zu erwarten. Allerdings dürften einige Leerverkäufer bei Swatch auf dem falschen Fuss

erwischt worden sein. Seit Mitte September gewannen die Titel mehr als 15%.

Ebenfalls zu den Aufsteigern der vergangenen vier Wochen gehört der Halbleiterhersteller AMS (+34%). Anleger rechnen offenbar damit, dass sich das neue iPhone 7 von Apple schlechter verkauft als erwartet. Auch die schlechten Nachrichten von Samsung zum Galaxy Note 7 schaden dem Kurs der AMS-Aktien.

Umgekehrt haben sich Baissiers massiv aus Leonteq (–25%) verabschiedet. Das Fintech-Unternehmen ernannte Anfang Oktober drei neue Geschäftsleitungsmitglieder. Zusammen mit dem Finanzchef stammen nun vier GL-Angehörige von ausserhalb der Firma. Das gefällt den Anlegern offensichtlich. In der Vergangenheit hatte Leonteq den Verlust des Kunden DBS in Singapur und eine Busse der Finanzmarktaufsicht Finma hinnehmen müssen.

Ein Dauergast in den Top Ten der Short-Positionen ist Meyer Burger. In den vergangenen vier Wochen stieg der Anteil ausgeliehener Aktien 8%. Die Aussage von Gregor Greber von der Beteiligungsgesellschaft Veraison, dass der Solarzuliefer möglicherweise neues Kapital braucht, dürfte Anleger verunsichert haben.

