

Kreditfinanzierter Wertpapierkauf in der Kritik

Die Kolumne der Luxembourg School of Finance*

Die Finanzkrise hat Diskussionen über die Ausgestaltung von Finanzmarktregeln neu entfacht. Vorschläge zur Regulierung beinhalten unter anderem ein Verbot spekulativer Leerverkäufe von Wertpapieren. Solch ein Verbot wurde in den Jahren 2008-2010 zeitlich begrenzt, aber wiederholt an den großen Börsenplätzen der Welt erlassen. Spekulative Leerverkäufe sind im Verlauf der Finanzkrise in die Kritik geraten. Anleger verkaufen geliehene Wertpapiere, um diese später zu einem niedrigeren Kurs wieder zu beschaffen. Einige forcieren die Verwendung der Leerverkäufe, um den Preisdruck zu verschärfen und den Kurs in den Keller zu treiben.

Kritiker bringen spekulative Leerverkäufe mit der Insolvenz der Investmentbank Lehman Brothers in Verbindung, und damit auch mit der Verursachung der Finanzkrise. Jedoch gibt es nach Auffassung des Internationalen Währungsfonds kaum Belege dafür, dass die Leerverkäufe den Kursverfall während der Krise verursacht haben; auch der kürzlich veröffentlichte Bericht der US-Untersuchungskommission über die Gründe der Finanzkrise nimmt keine Stellung zu diesem Punkt. Stattdessen bezeichnen Befürworter die Leerverkäufe als „wertvolle Ergänzung der traditionellen Finanzmarktinstrumente“, da sie angeblich eine effizientere Marktbewertung bei einer erhöhten Liquidität ermöglichen.

Auch der kreditfinanzierte Wertpapierkauf war lange Zeit in der Kritik. Im Vorfeld der Großen Depression steigerten kreditfinanzierte Wertpapierkäufe die Kurse in schwindelerregende Höhen. Als die Spekulationsblase im Jahr 1929 platzte, waren viele Anleger gezwungen, die zuvor auf Kredit gekauften Wertpapiere mit Verlusten zu veräußern. Die Zwangsveräußerungen führten zu einer Abwärtsspirale der Kurse und nicht selten zum finanziellen Ruin. In Folge der Großen Depression wurde die US-Aufsicht für Wertpapierhandel gegründet, und der amerikanischen Notenbank wurde aufgetragen, kreditbasierte Wertpapiergeschäfte wie Leerverkäufe und kreditfinanzierte Wertpapierkäufe durch Festsetzung der Sicherheitsleistungen zu regulieren.

Welche Auswirkungen haben Änderungen dieser Regeln im Börsenhandel? Mit solchen Fragestellungen befasst sich ein Forschungsprojekt der Luxembourg School of Finance, das durch den Fond National de Recherche Luxembourg und die Universität Luxemburg finanziert wird (PDR 09 044, IDIAM). Unter der Verwendung von experimentellen Wertpapiermärkten wird getestet, welche Auswirkung eine Regeländerung auf die Kursentwicklung von Wertpapieren hat.

Mit Hilfe der empirischen Literatur können Fragen zur Regeländerung nicht systematisch beantwortet werden. Prinzipiell ist das nur möglich, wenn Regeländerungen tatsächlich umgesetzt werden. Beispielsweise wurden Leerverkäufe für bestimmte Zeiträume an den Börsen verboten oder eingeschränkt. Studien las-



Dr. Tibor Neugebauer

sen vermuten, dass dieses „natürliche Experiment“ die Liquidität einschränkte. Jedoch sind diese Ergebnisse nicht generalisierbar, da die Einschränkungen als temporär eingestuft werden konnten, und unter besonderen Bedingungen durchgeführt wurden. Wir bevorzugen daher das Laboratorium als Prüfstand von Regu-

lierungsinstrumenten.

Doch was sind experimentelle Wertpapiermärkte? In einem Computerlaboratorium handeln Versuchspersonen Wertpapiere, die zu realen Auszahlungen führen. Im Gegensatz zu den Börsen können wir die Regeln unter kontrollierten Bedingungen systematisch variieren. Aufgrund der Replizierbarkeit gewinnt man so künstlich eine Vielzahl unabhängiger Daten, um robuste Aussagen über die Auswirkungen von Regulierungen machen zu können. Im Gegensatz dazu sind Börsendaten auf

bestimmte Zeiträume und Märkte beschränkt. Daher variieren die Forschungsergebnisse je nachdem, welchen Zeitraum und welche Börse man betrachtet.

Wie sehen unsere Experimente aus? In vier Versuchsreihen variieren wir systematisch die Möglichkeit zum kreditfinanzierten Wertpapierkauf und zum Leerverkauf. Die Ergebnisse zei-

gen, dass die ein Verbot von kreditfinanzierten Wertpapierkäufen zu einem niedrigeren Preisniveau führen. Hingegen führt ein Verbot von Leerverkäufen zu einem höheren Preisniveau, geringerer Liquidität, aber nicht notwendiger Weise zu einer weniger effizienten Marktbewertung. Ferner scheinen die Auswirkungen eines Verbots von kreditfinanzierten Wertpapierkäufen auf das allgemeine Preisniveau stärker zu sein als die des Verbots durch Leerverkäufe.

Vor dem Hintergrund der aktuellen Diskussion zeigen die Ergebnisse, dass eine Regulierung dieser Instrumente in gegenseitiger Abstimmung erfolgen sollte. In welchem Verhältnis eine Justierung dieser Instrumente erfolgen muss, hängt von der aktuellen Wirtschaftslage ab.

Die Autoren: Dr. Sascha Füllbrunn, Fellow, und Dr. Tibor Neugebauer, Professor, beide Luxembourg School of Finance, Universität Luxemburg.

* Die „Luxembourg School of Finance“ ist der Fachbereich Finanzen der Universität Luxemburg.

In Zusammenarbeit mit:



LUXEMBOURG
SCHOOL OF FINANCE