

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

3

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 hochgehebelter 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 verbrieften, 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 Verbrieferung 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 Hebel Faktoren 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 würde¹, in die »reale Wirtschaft« fließen.

¹ 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.