

V. FOTAK • V. RAMAN • P. K. YADAV

naked short selling: the emperor`s new clothes?

CFR working paper 09-09

Vor dem Hintergrund der Finanzkrise hat die US-amerikanische Wertpapieraufsicht SEC im Sommer 2008 ein Verbot ungedeckter Leerverkäufe (sog. „naked short-selling“) für insgesamt 19 Finanzunternehmen erlassen. Bei einem gewöhnlichen Leerverkauf leihen sich Anleger Aktien und verkaufen diese im Anschluss. Fällt der Aktienkurs, können sie sich günstiger mit den Aktien eindecken, diese zurückgeben und die Differenz als Gewinn einstreichen. Bei ungedeckten Leerverkäufen hingegen fällt die Aktienleihe weg, so dass ein spekulativer Anleger fast unbegrenzt Verkaufsaufträge aufgeben und damit den Kurs drücken kann. Von dem Verbot ungedeckter Leerverkäufe erhoffte sich die SEC, die massiven Kursverluste von Finanztiteln stoppen zu können und Preismanipulationen durch Leerverkaufsspekulanten einen Riegel vorzuschieben.

In der Literatur herrscht überwiegend die Meinung vor, dass die Möglichkeit (ungedeckte) Leerverkäufe eingehen zu können, positiv zu bewerten ist, da so Fehlbewertungen eliminiert werden können und für Liquidität gesorgt wird. Auch die vorliegende Studie kommt nach der Analyse von 300 zufällig ausgewählten an der NYSE notierten Unternehmen zu diesem Ergebnis. Betrachtet wird dabei die erste Jahreshälfte 2007.

Die Autoren untersuchen im nächsten Schritt, inwiefern ungedeckte Leerverkäufe zu Preismanipulationen führen. Dazu werden die Kursverläufe vier prominenter Finanzunternehmen analysiert: Bear Stearns, Lehman Brothers, Merrill Lynch und AIG. Die Autoren können nur im Juni 2008 bei den Aktien von Lehman Brothers eine Preismanipulation feststellen. Ansonsten war die Aktivität beim Handeln ungedeckter Leerverkäufe in der Regel zu gering, um die Kurse nachhaltig manipulieren zu können. In den Fällen, in denen eine außergewöhnlich hohe Handelsaktivität zu beobachten war, waren die Kurse im Vorfeld bereits massiv gefallen, so dass die ungedeckten Leerverkäufe nicht für den Kursverfall verantwortlich gemacht werden können.

Anschließend widmen sich die Autoren den 19 Finanzunternehmen, die von der SEC mit einem Verbot für ungedeckte Leerverkäufe belegt wurden. Untersucht wird der Zeitraum vom 21. Juli bis zum 12. August 2008, in dieser Zeit war die Leerverkaufsbeschränkung in Kraft. Die Autoren kommen zum Ergebnis, dass sich die Fehlbewertung der Unternehmen in diesem Zeitraum ausgeweitet hat, gleichzeitig ist das Handelsvolumen deutlich zurückgegangen. Darüber hinaus wurde das Ziel der SEC, den Preisverfall der Finanztitel zu stoppen, verfehlt: die Unternehmen mussten weiterhin massive Kursverluste hinnehmen.