

Leerverkäufe – Funktionsweise und Regulierung in der Schweiz



Von Dr. iur. Merens Cahannes, LL.M., Rechtsanwalt, Senior Associate Wartmann Merker AG, Zürich

1. Einleitung

Leerverkäufe sind immer wieder im Fokus der Öffentlichkeit. So wurde publik, dass Leerverkäufer im Oktober 2023 kurz vor dem Hamas-Angriff auf einen bevorstehenden Einbruch der israelischen Börse wetteten¹⁾, oder dass sie im März 2023 vor der Notübernahme der Credit Suisse durch die UBS mit Leerverkäufen von CS-Titeln hunderte Millionen US-Dollar verdienten²⁾.

Leerverkäufe sind so alt wie der Aktienhandel. Schon die Titel der ersten Aktiengesellschaft, der Niederländischen Ostindien-Kompanie, wurden leer verkauft. Leerverkäufe von Waren sind noch älter: Der Begriff des «Bären», der in der Börsensprache für sinkende Kurse steht, geht vermutlich auf

den Verkauf von noch nicht erbeuteten Bärenfellen zurück.

2. Was sind Leerverkäufe?

Leerverkäufe sind im Prinzip herkömmliche Kaufgeschäfte, bei denen Zu- und Verkauf in zeitlich umgekehrter Reihenfolge stattfinden: Kaufgegenstände werden nicht zuerst erworben und anschliessend weiterverkauft, sondern erst nach Abschluss des Kaufvertrags beschafft. Das ist möglich und durchaus üblich, da der Vertragsabschluss (sog. Verpflichtungsgeschäft) und die Erfüllung der Vertragspflichten (sog. Verfügungsgeschäft) separate Rechtshandlungen sind. Sinkt der Preis des Kaufgegenstands nach Abschluss des Kaufvertrags, hat der Verkäufer für den Zukauf (sog. De-

ckungsgeschäft) weniger zu zahlen, als er aus dem Verkauf erhält. Die Differenz ist sein Gewinn. Steigen hingegen die Preise, muss er für das Deckungsgeschäft mehr zahlen als er aus dem Verkauf erhält und es resultiert ein Verlust. Leerverkäufe ermöglichen es also, von sinkenden Kursen zu profitieren.

Die Möglichkeit, von sinkenden Kursen zu profitieren, wird als eine «Short-Position» bezeichnet. Sie ist das Gegenstück zur «Long-Position», die ein Profitieren von steigenden Preisen erlaubt. Es ist zentral, dass beide Kurs-erwartungen – pessimistisch wie optimistisch – im Markt abgebildet werden. Leerverkäufe tragen pessimistische Erwartungen in den Markt hinein. Sie tragen damit nach heutigem Forschungs-

stand zur Informationseffizienz von Finanzmärkten bei.

Mit Leerverkäufen sind typischerweise Aktienleerverkäufe gemeint. Das können Aktien sein, an denen der Verkäufer bei Vertragsschluss kein Eigentum hat (sog. ungedeckter Leerverkauf). Es können aber auch Aktien sein, die zuvor mittels Wertpapierleihe (rechtlich als Darlehen qualifiziert) beschafft wurden (sog. gedeckter Leerverkauf). Auch gedeckte Leerverkäufe sind Leerverkäufe, weil die verkauften Titel nachträglich beschafft werden müssen, um sie dem Verleiher (Darlehensgeber) zurückzugeben. Short-Positionen können ferner mit Finanzderivaten eröffnet werden. Man spricht dann von synthetischen Leerverkäufen.

3. Wie werden Leerverkäufe eingesetzt?

Leerverkäufe werden häufig mit Spekulation gleichgesetzt. Tatsächlich dienen sie aber öfters der Absicherung (sog. Hedging) und Arbitrage:

Bei der Spekulation werden überbewertete Titel identifiziert und leer verkauft. Das Verlustrisiko ist dabei beträchtlich. Denn der Hebel von Leerverkäufen wirkt in beide Richtungen: Da Kurse höchstens auf null fallen können, theoretisch aber keine Obergrenze haben, ist das Gewinnpotenzial des Leerverkäufers stets auf die Höhe der Kaufpreisforderung aus den leer verkauften Titeln beschränkt, das Verlustpotenzial hingegen ist unbegrenzt.

Zur Absicherung werden Leerverkäufe vor allem im Rohstoff- und Devisenhandel eingesetzt, und zwar als Terminkontrakte in Form von Optionen und Futures. Ein Exporteur kann sich etwa durch den Abschluss eines Futures, der den Wechselkurs zum Zahltag festlegt, gegen das Risiko einer Abwertung der Fremdwährung absichern.

Bei der Arbitrage werden Preisunterschiede ausfindig gemacht und ausgenutzt. Typisch ist die Ausnutzung von Preisdifferenzen zwischen identischen oder voneinander abhängigen Titeln, welche auf unterschiedlichen Handelsplätzen gehandelt werden, aufgrund von technischen, räumlichen, rechtlichen oder administrativen Barrieren aber unterschiedliche Preise haben. Diese relativen Wertveränderungen können

durch sog. Long-short-Strategien ausgenutzt werden.

4. Was gilt in der Schweiz?

In der Schweiz sind Leerverkäufe, anders als in der EU³⁾, nicht spezialgesetzlich geregelt. Es gelten die allgemeine Finanzmarktgesetzgebung und Marktverhaltensregeln der Börsen:

Bei der Marktmanipulation (als Straftatbestand Kursmanipulation genannt)⁴⁾ stehen sog. Bear Raids im Zentrum. Bei einem Bear Raid werden anderen Marktteilnehmern mittels Leerverkäufen bewusst falsche Preissignale vermittelt, um eine Verkaufspanik auszulösen. Dadurch soll der Kurswert eines Titels unter seinen Fundamentalwert gedrückt werden, so dass sie der Manipulator unterbewertet zukaufen und gewinnbringend wieder veräussern kann, nachdem sich der Kurs erholt hat. Bear Raids werden häufig durch das Streuen von negativen Gerüchten begleitet und gehören zu den ältesten Manipulationstechniken.

Beim Insiderhandel⁵⁾ stehen das Scalping und das Frontrunning im Vordergrund. Beim Scalping wird vorab eine Short-Position eröffnet, die nach der Veröffentlichung einer Verkaufsempfehlung und der dadurch bewirkten Kurssenkung im Wert zunimmt. Beim Frontrunning weiss eine beteiligte Person von einer Verkaufs-Order. Wie der Scalper kann der Frontrunner dieses Wissen ausnutzen, indem er vorher durch Leerverkäufe eine Short-Position eröffnet.

Gemäss den Handelsvorschriften der SIX Swiss Exchange AG kann die Börse Regelungen betreffend Leerverkäufe erlassen⁶⁾. Zurzeit sehen die Weisungen der Börse vor, dass Leerverkäufe mit börsengehandelten Effekten erlaubt sind, der Verkäufer den Leerverkauf aber spätestens bei Vollzug des Abschlusses abwickeln muss⁷⁾. Mit anderen Worten sind Leerverkäufe – zumindest gedeckte Leerverkäufe – zulässig. Sie können in besonderen Situationen aber eingeschränkt werden (z.B. Meldepflichten und Verbote).

5. Fazit

Leerverkäufe sind grundlegende handelstechnische Werkzeuge. Sie ermöglichen die Einarbeitung von negativen

Informationen in die Kurse und tragen dadurch zur Informationseffizienz von Finanzmärkten bei. Diesen Vorteilen stehen Risiken gegenüber, namentlich extreme Kursbewegungen, Marktmissbrauchspotenziale und Lieferausfälle.

Auf der Ebene individueller Anlegerinnen und Anleger führt das zu Verlustrisiken und Haftungsfragen. Auf der Ebene von Finanzmärkten muss es im Interesse des Systemschutzes möglich sein, Leerverkäufe in einem instabilen Marktumfeld vorübergehend einzuschränken. Die Einschränkung muss im Hinblick auf Verluste der Markteffizienz möglichst zurückhaltend und verhältnismässig erfolgen. Das setzt eine hinreichende Informationsgrundlage der Firma und der Börsen voraus. Solche Informationen können ohne nennenswerte Einbussen für die Markteffizienz durch die Einführung einer dauerhaften Meldepflicht für Leerverkäufe gewonnen werden.

Die schweizerische Leerverkaufsregulierung ist im internationalen Vergleich nicht restriktiv. Im Gegensatz zu anderen Jurisdiktionen wurde auf die Finanz- und Wirtschaftskrise 2007/2008 nicht mit einer Verschärfung reagiert. Dieser regulatorische Entscheid kann sich in einem instabilen Marktumfeld rächen. Es stellt sich daher die Frage, ob nicht minimale Einbussen für die Markteffizienz in einem stabilen Marktumfeld hinnehmbar sind, um dafür in einem instabilen Marktumfeld schneller und effizienter reagieren zu können.

1) <https://www.nzz.ch/finanzen/dank-terroranschlaegen-zu-reichtum-uebekannte-haben-von-den-angriffen-der-hamas-auf-israel-gewusst-und-mit-boersenwetten-millionen-verdient-ld.1768920>

2) <https://www.nzz.ch/finanzen/short-seller-bei-banken-leerverkaeufe-im-aufschwung-ld.1734628>

3) Verordnung (EU) Nr. 236/2012 vom 14. März 2012

4) Art. 143 und 155 FinfraG

5) Art. 142 und 154 FinfraG

6) Ziff. 10.3 Abs. 4 Handelsreglement SIX Swiss Exchange AG vom 21. April 2023

7) Ziff. 4.3.1 Weisung 5 und Ziff. 25 Weisung 3 SIX Swiss Exchange AG vom 11. Dezember 2024

m.cahannes@wartmann-merker.ch
www.wartmann-merker.ch