

**Stellungnahme zur öffentlichen Anhörung zu dem  
„Entwurf eines Gesetzes zur Vorbeugung gegen  
missbräuchliche Wertpapier- und Derivategeschäfte“,  
Drucksache 17/1952**

*Von Sebastian Dullien*

**Prof. Dr.  
Sebastian Dullien**

Master International and  
Development Economics  
Fachbereich 3  
Wirtschaftswissenschaften I

Treskowallee 8  
10318 Berlin  
Raum VG 422

Telefon +49 30 5019-2547  
Telefax +49 30 5019-  
482547

Sebastian.Dullien@htw-  
berlin.de

[www.htw-berlin.de](http://www.htw-berlin.de)

Zentrale:

Telefon +49 30 5019-0  
Telefax +49 30 509 01 34

Verkehrsverbindungen:

U5 Tierpark, Tram 27, 37,  
M17 Treskowallee/FHTW  
Gisela Hüttinger

1. Der vorliegende Gesetzesentwurf hat zum Ziel, bestimmte Finanzgeschäfte wie ungedeckte Leerverkäufe von Aktien und den Staatsanleihen von Eurostaaten sowie ungedeckte Kreditausfallversicherungen („naked Credit Default Swaps“) zu verbieten. Darüber hinaus werden neue Transparenzvorschriften für Leerverkäufe eingeführt und die Rechtsgrundlage geschaffen, dass die Bafin bestimmte andere Derivatgeschäfte untersagen kann.
2. Grundsätzlich ist der Ansatz, ungedeckte Leerverkäufe sowie naked Credit Default Swaps (CDS) zu untersagen, richtig. Wie in der Vorlage vermerkt ist, können diese Instrumente dazu führen, dass Trends an den Finanzmärkten spekulativ verstärkt werden und es zum Über- und Unterschießen von Kursen kommt. Tatsächlich kann durch solche Spekulationen sogar etwas wie eine sich selbst erfüllende Zahlungsunfähigkeit von Staaten oder Unternehmen ausgelöst werden. CDS-Notierungen sowie Aktienkurse werden häufig von Kreditgebern benutzt, um die Bonität von Unternehmen oder Staaten einzuschätzen und beeinflussen damit Finanzierungskosten sowie den Zugang zu Krediten. Hohe Absicherungspreise und niedrige Aktienkurse werden also als Anzeichen realer Probleme gesehen. Wenn nun Aktienkurse spekulativ gedrückt werden oder CDS-Kurse spekulativ in die Höhe gedrückt werden, kann dies bedeuten, dass die betroffenen Staaten oder Unternehmen für fällig werdende Schulden derart hohe Zinsen zahlen müssen, dass sie am Ende tatsächlich in die Insolvenz getrieben werden.

Anders ausgedrückt: Spekulation mit naked CDS oder ungedeckten Leerverkäufen kann tatsächlich eine Insolvenz von Staaten und Unternehmen auslösen, die unter Abwesenheit der Spekulation zahlungsfähig geblieben wären.

3. Während CDS zur Absicherung bestehender Anlagepositionen sinnvoll sind und darum volkswirtschaftlich gerechtfertigt sind, gibt es kein überzeugendes volkswirtschaftliches Argument, warum naked CDS zugelassen sein sollten.
4. Gelegentlich wird mit dem Argument der allgemeinen Handlungs- und Vertragsfreiheit gegen ein Verbot von Finanzprodukten wie naked CDS oder ungedeckten Leerverkäufen argumentiert. Da naked CDS allerdings in erster Linie von Finanzinstitutionen gehandelt werden, und damit die Intransparenz und Fragilität des Finanzsektors erhöhen, sollten diese Erwägungen der Vertragsfreiheit zugunsten der Risiken für die Allgemeinheit aus solchen Finanzinstrumenten in den Hintergrund treten.
5. Nicht verständlich ist allerdings, warum der Gesetzesentwurf sich auf Aktien und Anleihen der Euro-Staaten beschränkt. Folgt man der Argumentation, dass von naked CDS und ungedeckten Leerverkäufen ein Risiko für die Finanzmarktstabilität ausgehen kann, so müssten folgerichtig auch die ungedeckten Leerverkäufe anderer Anleihen (anderer Staaten wie Großbritannien, Ungarn oder Brasiliens sowie von Unternehmen) sowie naked CDS für andere Schuldner verboten werden.
6. Ebenfalls unverständlich ist die mangelnde Koordinierung dieses Gesetzesentwurfes mit den europäischen Partnern. Der durch das Gesetz angelegte deutsche Alleingang gefährdet nicht nur die Wirksamkeit der Vorschläge, sondern macht auch mittelfristig ein europäisch koordiniertes Vorgehen gegen stabilitätsgefährdende Finanzinstrumente unwahrscheinlicher und verunsichert zu guter Letzt unnötig die Finanzmärkte:

- a. Die Wirksamkeit des Verbotes ist dadurch reduziert, dass es einzig für Deutschland greift. Solange die naked CDS in anderen EU-Ländern oder anderen Finanzzentren wie den USA gehandelt werden können und in diesen Ländern ungedeckte Leerverkäufe erlaubt bleiben, bleibt die Gefahr sich selbst erfüllender Spekulationsattacken bestehen. Es wäre aus dieser Sicht sinnvoll gewesen, zumindest ein EU-weites Verbot anzustreben, weil bei einer Lösung nur für Deutschland einzig mit einer Verlagerung der entsprechenden Aktivitäten in andere EU-Länder zu rechnen ist.
- b. Der Vorschlag macht ein koordiniertes EU-Vorgehen unwahrscheinlicher, weil mit dem unilateralen deutschen Vorgehen ungedeckte Leerverkäufe und CDS-Verträge in andere EU-Staaten abwandern werden und damit eine dort eine größere Bedeutung für die dortigen Finanzsysteme erreichen werden. Sobald diese Geschäfte in Deutschland nicht mehr durchgeführt werden, würden die Kosten für den Finanzsektor bei einem Verbot einzig bei den Partnern anfallen. Unter diesen Bedingungen dürfte es schwieriger werden, mit den Partnern zu einem konzertierten Vorgehen zu kommen.
- c. Das unkoordinierte Vorgehen Deutschlands erzeugt an den Finanzmärkten den Eindruck, dass die Lage wirklich so dramatisch ist, als dass ein schnelles und mit den Partnern nicht abgesprochenes Vorgehen notwendig ist. Dieser Eindruck kann die Kapitalflucht aus den schwächeren Euro-Staaten weiter beschleunigen und gerade jene Entwicklungen herbeiführen, die der Gesetzentwurf eigentlich verhindern sollte.