

Wertpapierleihe und Repos

Überrenditen mit gleichen Instrumenten
und ausgewählten Strategien

Dr. Ralf Hohmann

OPTIMUS

Bibliografische Information der Deutschen Bibliothek

Die Deutsche Bibliothek verzeichnet diese Publikation in der Deutschen Nationalbibliografie; detaillierte bibliografische Daten sind im Internet über <http://dnb.ddb.de> abrufbar.

Hohmann, Ralf:

Wertpapierleihe und Repos – Überrenditen mit gleichen Instrumenten und ausgewählten Strategien
ISBN 978-3-86376-079-3

Alle Rechte vorbehalten

1. Auflage 2014

© Optimus Verlag, Göttingen

© Coverfoto: violetkaipa – Fotolia.com

URL: www.optimus-verlag.de

Printed in Germany

Papier ist FSC zertifiziert (holzfrei, chlofrei und säurefrei,
sowie alterungsbeständig nach ANSI 3948 und ISO 9706)

Das Werk, einschließlich aller seiner Teile, ist urheberrechtlich geschützt. Jede Verwertung außerhalb der engen Grenzen des Urheberrechtsgesetzes in Deutschland ist ohne Zustimmung des Verlages unzulässig und strafbar. Dies gilt insbesondere für Vervielfältigungen, Übersetzungen, Mikroverfilmungen und die Einspeicherung und Verarbeitung in elektronischen Systemen.

Inhaltsverzeichnis

Abbildungsverzeichnis	III
Abkürzungsverzeichnis	V
Symbolverzeichnis	VII
Prolog	1
A. Einführung und Gang der Untersuchung	5
B. Erscheinungsformen der Wertpapierleihe und Repos.....	9
I. Wertpapierleihe.....	9
1. Definition, Grundformen und Sonderformen	9
2. Marktteilnehmer und Motive.....	15
a) Verleiher.....	16
b) Entleiher	17
c) Intermediäre.....	20
3. Erlöse und Kosten, Risiken und Sicherheiten.....	21
a) Verleiher.....	22
b) Entleiher	24
c) Intermediäre.....	25
II. Repos.....	26
1. Definition, Grundform und Sonderformen.....	26
2. Marktteilnehmer und Motive.....	32
a) Pfandgeber	33
b) Pfandnehmer.....	33
c) Intermediäre.....	34
3. Erlöse und Kosten, Risiken und Sicherheiten.....	34

a) Pfandgeber	34
b) Pfandnehmer	36
c) Intermediäre	36
III. Vergleich Wertpapierleihe und Repos und Annahmendiskussion	37
C. Strategien mit Wertpapierleihe und Repos	45
I. Wertpapierleihe mit Terminkontrakten auf Aktien und Aktienindizes	45
II. Wertpapierleihe mit Optionen auf Aktien und Aktienindizes	49
III. Repos mit Terminkontrakten auf Aktien und Aktienindizes	50
IV. Repos mit Optionen auf Aktien und -Index-Optionen	52
V. Wertpapierleihe mit Repos und umgekehrt	54
D. Zusammenfassung und Ausblick	57
Epilog	59
Literaturverzeichnis	61

Abbildungsverzeichnis

Abb. 1	Zurechnung von Eigentum, Besitz und Erträgen	11
Abb. 2	Agent-Methode	14
Abb. 3	Principal-Methode	15
Abb. 4	Unterschiedliche Motive der Marktteilnehmer.....	21
Abb. 5	Unterschiedliche Erlöse und Kosten sowie Risiken und Sicherheiten der Marktteilnehmer	26
Abb. 6	Normale Repo-Transaktionen mit Intermediär und Repo-Satz in T	28
Abb. 7	Reverse Repo mit Intermediär und diskontiertem Repo-Satz in t	29
Abb. 8	Zahlungsströme von normalem Repo und Reverse Repo.	30
Abb. 9	Parallelen Brief Repos und ungedeckte Wertpapierleihe	31
Abb. 10	Erlöse und Kosten sowie Risiken und Sicherheiten bei Repos.....	37
Abb. 11	Vergleich Wertpapierleihe und Repos	37
Abb. 12	Vergleich wesentlicher Formeln von Strategien mit Terminkontrakten oder Optionen.....	53
Abb. 13	Komponenten der Erfolge der Strategien	54
Abb. 14	Differenzarbitrage mit Wertpapierleihe und Repo.....	55

Abkürzungsverzeichnis

AG	Aktiengesellschaft
AIG	American International Group
AO	Abgabenordnung
BAK	Bundesaufsichtsamt für das Kreditwesen
BBankG	Gesetz über die Deutsche Bundesbank
BGB	Bürgerliches Gesetzbuch
BNP	Banque National de Paris
bzw.	beziehungsweise
CAPM	Capital Asset Pricing Modell
DAX	Deutscher Aktienindex
CEDEL	Centrale de Livraison de Valeurs
CFD	Contracts for Difference
DB	Die Bank
ders.	derselbe
d.h.	das heißt
DKV	Deutscher Kassenverein
DUB	Deutscher Universitäts-Verlag
DTB	Deutsche Terminbörse
ebda.	Ebenda
EDV	elektronische Datenverarbeitung
EMT	Efficient Market Theory
ETFs	Exchange Traded Funds oder Futures
EU	Europäische Union
EUR	Euro
EUREX	European Exchange
e.V.	eingetragener Verein
FAZ	Frankfurter Allgemeine Zeitung
ff.	ferner folgend
FN.	Fußnote
FT	Financial Times
ggfs.	gegebenenfalls
HB	Handelsblatt
Hrsg.	Herausgeber
i.d.R.	in der Regel
IHT	International Herald Tribune
INYT	International New York Times

insbes.	insbesondere
Jg.	Jahrgang
KAGG	Kapitalanlagegesetz
KWG	Kreditwesengesetz
Mill.	Millionen
Mio	Millionen
Mrd.	Milliarden
Nr:	Nummer
o.V.	Ohne Verfasser
REPO	Repurchase Agreement
S.	Seite
SEC	Securities And Exchange Commission
u.U.	unter Umständen
US	United States
USD	US Dollar
VAG	Versicherungsaufsichtsgesetz
vgl.	vergleiche
Vol	Volume
WPL	Wertpapierleihe
z.B.	zum Beispiel

Symbolverzeichnis

Aus	Ausgleichzahlung
C	Kurs / Preis eines europäischen Call / Kaufoption
Er	Zins- und Kapitalerträge
F_t	Kurs eines Future in t
$G_{Hed,E,T}$	Ergebnis einer Hedge mit Entleihe in T
$G_{WPL,E,T}$	Ergebnis Wertpapierleihe für Entleiher in T
$G_{WPL,V,T}$	Ergebnis Wertpapierleihe für Verleiher in T
F_t	Kurs eines Future in t
K	Basispreis einer Option
K_t	Basispreis einer Option in t
§	Paragraph
%	Prozent
Repo	Repo
r	Zinssatz / Rendite
r_f	risikofreier Zinssatz
r_{REPO}	Repo-Rate
r_{WPL}	Leihgebühr / -prämie in Prozent
P	Kurs / Preis eines Put / Verkaufsoption
S	Kurs des Wertpapiers / Aktie
S_T	Kurs des Wertpapiers / Aktie in T
S_t	Kurs des Wertpapiers / Aktie in t
$S_{t,Repo}$	Kurs einer über einen Repo verkauften Aktie in t
$S_{t,WPL}$	Kurs einer über eine Wertpapierleihe verliehene Aktie in t
t	Anfang des Zeithorizonts
T	Ende des Zeithorizonts
(T-t)	Zeitraum von T minus t
V	Vermögen / Barmittel
V_t	Wert / Kurs des Vermögens in t
$V_{t,REPO}$	Wert / Kurs des über einen Repo verkauften Vermögens in t
WP	Wertpapier
WPL	Wertpapierleihe

Prolog

Die beispiellosen Ereignisse in 2008 und 2009 an den internationalen Wertpapiermärkten waren eine Folge der Sub-Prime Krise auf den amerikanischen Hypothekenmärkten in 2007 bis 2009. Bankeninsolvenzen ergaben sich aus einer dramatischen Geld- und Kapitalknappheit. Staatliche Beteiligungen an gefährdeten Banken sowie drastische Zinssenkungen durch die Notenbanken erfolgten als vermeintlich letzter Rettungsversuch um eine Ausweitung der Finanzkrise zu begrenzen. Bisher nicht gesehene Kursverluste und anschließende Gewinne führten zu historisch hohen Volatilitäten. Ungewissheit hinsichtlich der Zukunft und existentielle Ängste prägten die Diskussion der Ereignisse.

Aus der Krise ergaben sich in weiten Kreisen der Politik und Aufsichtsstellen eine neue Betrachtungsweise und Bewertung von börslichen und außerbörslichen Investitionsentscheidungen. Neben Erklärungsversuchen für das Geschehene der vorangegangenen Jahre wurden Forderungen gestellt, wie die Geld- und Kapitalmärkte in der Zukunft geregelt sein sollen. In der Hoffnung, dass sich durch ausgewählte Mittel die Wiederholung der Ereignisse künftig vermeiden lassen, wurden besonders höhere Kapitalanforderungen an die beteiligten Banken gestellt. Viele außerbörsliche Derivate wurden öffentlich geächtet als vermeintlich wesentliche Auslöser der Krise. Auch die Wertpapierleihe wurde zeitweise untersagt. Man hoffte, dass durch fehlende Leerverkäufe der Druck auf die Aktienkurse schwinden würde.

Das Gegenteil trat ein. Marktteilnehmer konnten ihre Positionen am Kassamarkt nicht sichern, da geeignete Instrumente am Terminmarkt nicht mehr zur Verfügung standen. Um das Risiko abzubauen, ergab sich nur ein Verkauf der Positionen am Kassamarkt, ohne sie später zurückkaufen zu müssen. In der Folge verstärkte sich der entsprechende Verkaufsdruck durch gleichförmiges Verhalten vieler Marktteilnehmer, die Kursverluste weiteten sich aus.

Die Wertpapierleihe als Instrument für Leerverkäufe ist nicht nur allein zur Kurssicherung von Kassamarktpositionen geeignet. Sie ist auch eine wesentliche Voraussetzung um Optionen am Terminmarkt bewerten zu können. Deren Bewertung entsprechend der Optionspreistheorie ist ohne die Wertpapierleihe nicht denkbar. Und werden am Markt auch keine vergleichbaren Derivate als Substitut gehandelt ist die Bewertung eines Portfolios aus Kassa- und Terminmarktpositionen nur schwer oder gar nicht möglich. Für die Bilanzen von Banken, Versicherungen und anderen Kapitalsammelstellen ist dieser Sachverhalt ein unheilvoller Zustand.

Eine Bewertung regulatorischer oder politischer Einschränkungen der Wertpapierleihe und Repos ist in dieser Arbeit nicht vorzunehmen. Das wird Gegenstand nachfolgender Untersuchungen sein, spätestens wenn die Wertpapierleihe und Repos wieder das gleiche oder ein größeres Volumen eingenommen haben als vor der Krise.¹

¹ Nachfolgen siehe einige Quellen in der zeitlichen Abfolge zur Diskussion contra und denn wieder pro Wertpapierleihe: O.V., SEC wittert Manipulation, in HB, 17.7.2008, Nr. 137, S. 24. Sigrid Müller, Die Angst vor dem Absturz, in HB, 29.7. 2008, Nr. 145, S. 9. Bettina Schulz, Aufsichtsbehörden verbieten Leerverkäufe von Finanzaktien, in FAZ, 20.9.2008, Nr. 221, S. 13. O.V., Amerika schmiedet Rettungsplan, in FAZ, 20.9.2008, Nr. 221, S. 2, 9. Emily Chasan und Rachelle Younglai, Are short-sellers the culprits they are made out to be?, in IHT, 24.9.2008, S. 17.

O.V., Verbot von Leerverkäufen hält Kurssturz nicht auf, in HB, 7.1.2009, Nr. 4, S. 29. Rolf Benders und Kora Krause, Zurück in die Zukunft, in HB, 8.4.2009, Nr. 69, S. 25. Holger Alich, Paris greift Leerverkäufer an, in HB, 27.7.2009, Nr. 141, S. 20. Rolf Benders, SEC will Leerverkäufe einschränken, in HB, 30.9.2009, Nr. 188, S. 21.

Patti Waldmeir und Robert Cookson, Beijing paves the way for short selling, in FT, 9./10.1.2010, S. 21. O.V., Eine Verzweiflungstat der deutschen Regierung, in HB, 20.5.2010, Nr. 96, S. 5. O.V., China erlaubt Leerverkäufe am Aktienmarkt, in HB, 13.1.2010, Nr. 8, S. 45. Frank M. Drost, Leerverkäufe sollen transparent werden, in HB, 24.2.2010, Nr. 38, S. 41. Frank M. Drost, Für Leerverkäufe gelten bald Meldefristen, in HB, 5.3.2010, Nr. 45, S. 37. Udo Rettberg, Aufsicht schränkt Leerverkäufe ein, in HB, 9.4. 2010, Nr. 68, S 48. Interview mit James Chanos durch Rolf Benders und Astrid Dörner, in HB, 17.5.2010, Nr. 93, S. 34-35. Frank M. Drost, Berlin geht gegen Manipulation bei Leerverkäufen vor, in HB, 26.5.2010, Nr. 99, S. 11. Jack Ewing und James Kanter, Germany Steps up its push against speculation, in IHT, 26.5.2010, S. 1, 17. Udo Rettberg, Hedge-Fonds graben nach Schätzen, in HB, 1.4.2010, Nr. 64, S. 40. Olaf Storbeck, Das Geheimnis der Leerverkäufe, in HB, 6.5.2010, Nr. 87, S. 20. Ruth Berschens, EU will Leerverkäufe nicht stoppen, in HB, 15.6.2010, Nr. 112, S. 36. Ruth Berschens, EU setzt auf Transparenz statt Verbote, in HB, 16.9.2010, Nr. 179, S. 34-35. Rolf Benders und Ingo Narat, Leerverkaufsverbot wirkt nicht, in HB, 7.10.2010, Nr. 194, S. 33. Michael Maisch, Leerverkäufer gehen wieder an den Start, in HB, 12.10.2010, Nr. 197, S. 32.

Ziel der vorliegenden Arbeit ist es, die unterschiedlichen Erscheinungsformen und herkömmliche Transaktionen mit Wertpapierleihe und Repos darzustellen. Es ist zu zeigen, dass durch Wertpapierleihe und Repos und mit ausgewählten Strategien Renditen zu erzielen sind, die über dem risikofreien Zinssatz für entsprechende Laufzeiten liegen. Es handelt sich dabei nicht um reines Short-Selling, das auf fallende Kurse spekuliert. Marktteilnehmer nutzen mit den zu zeigenden Strategien Marktgegebenheiten, um durch Differenzarbitrage und Ausgleichsarbitrage mit unterschiedlichen Zinssätzen und Prämien am Markt eine Überrendite zu erzielen. Zinsen und Prämien am Markt sollten durch diese Transaktionen zum Gleichgewicht streben. Die Marktteilnehmer fördern so die Effizienz des Marktes, damit einhergehende veränderte Prämien und Zinssätze kommen allen Marktteilnehmern zugute.

Stephen Castle und Louise Story, E.U. weights ban on negative bets, in IHT, 12.8.2011, S. 15.
Gerald Braunberger, Der Verkäufer als Bösewicht: Alles Wichtige über Leerverkäufe, in FAZ, 13.8.2011, Nr. 187, S. 20. Rolf Benders, SEC bedauert Verbot von Leerverkäufen, in www.handelsblatt.com, 15.8.2011, auch in HB, 15.8.1011, Nr. 156, S. 7. D. Goffart, F. Drost und R. Berschens, Kerneuropa schlägt zurück, in HB, 15.8.2011, Nr. 156, S. 1, 6.
A. Grüttner, Spanien verlängert Leerverkaufsverbot, in HB, 19.11.2012, Nr. 224, S. 29. H. Alich, Schattenbanken im Fokus, in HB, 19.11.2012, Nr. 224, S. 35.
O.V., Griechenland will Leerverkäufe von Bankaktien erlauben, in HB, Nr. 132, 12./13./14.7.2013, S. 28.