



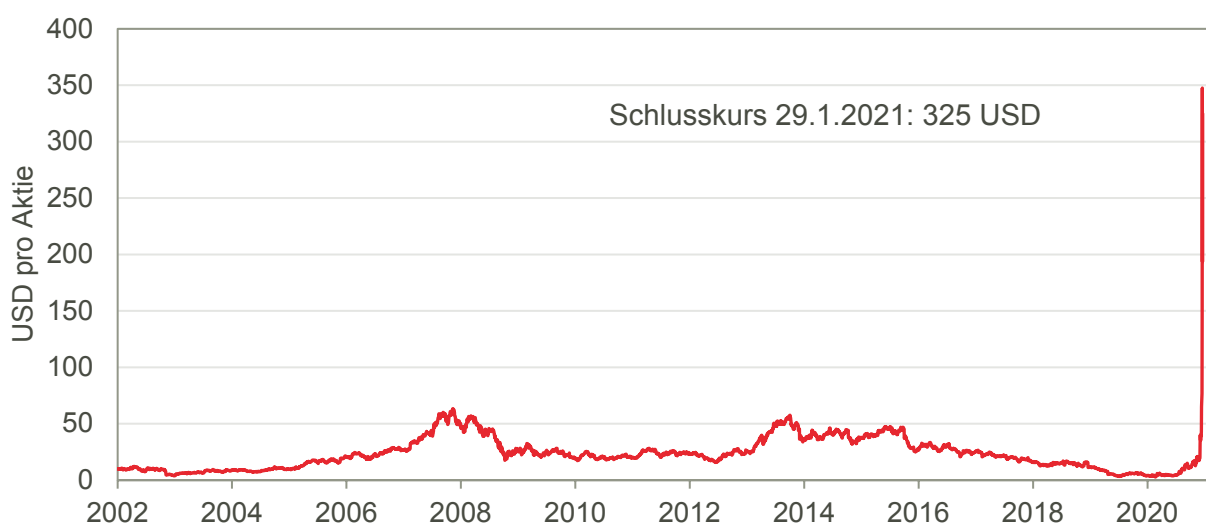
„SHORT SQUEEZE“ GAMESTOP AUSLÖSER FÜR NEUE VOLATILITÄT AN DEN FINANZMÄRKTEN?

Prof. Dr. Jan Viebig

Auf der Heimfahrt aus dem Büro hat mich mein ältester Sohn angerufen und gefragt, welche Auswirkungen der „Short Squeeze“ in der Aktie des Unternehmens GameStop auf die Finanzmärkte haben kann. In meiner Antwort habe ich versucht, ihm zu erklären, was Hedgefonds sind, was ein „Short Squeeze“ ist und welche Auswirkungen Aufrufe auf sozialen Plattformen, von Hedgefonds leerverkaufte Aktien zu kaufen, auf die Finanzmärkte haben können. Die Antworten könnten auch für all jene von Interesse sein, die sich für die aktuellen Entwicklungen an den Finanzmärkten Anfang Februar 2021 interessieren.

Die Aktie von GameStop ist im Januar 2021 in einem einzigen Monat um 1625% von 18,84 USD auf 325 USD gestiegen. Der Aktienkurs des Unternehmens, das Videokonsolen wie die Play Station, die Microsoft Xbox und Nintendo Switch und die dazugehörigen Videospiele in 5.509 Läden (Stand Februar 2020) vertreibt, hat sich von den Fundamentaldaten entkoppelt. Ende Januar 2021 betrug die Marktkapitalisierung 22,7 Mrd. USD, obwohl das Unternehmen im letzten veröffentlichten Jahresbericht für das Jahr 2019 einen Umsatz von nur 6,4 Milliarden USD und einen Verlust in Höhe von 471 Mio. USD auswies. Das Unternehmen war mit über 2,2 Milliarden USD angesichts eines negativen operativen Cashflows in Höhe von 415 Mio. USD, d.h. eines Abflusses von Zahlungsmitteln aus der Geschäftstätigkeit, relativ hoch verschuldet. Die letzten Quartalsberichte deuten darauf hin, dass sich die fundamentale Situation des Unternehmens nicht wesentlich verbessert hat, zumindest nicht so, dass ein Kursanstieg in Höhe von 1625% in wenigen Tagen erklärbar wäre.

Kursentwicklung GameStop seit Börseneinführung 2002



Quelle: Refinitiv Datastream, Zeitraum: 13.02.2002-29.01.2021

Der Aktienkurs von GameStop ist im Januar 2021 deshalb so stark gestiegen, da sich Privatanleger momentan in Foren auf der Internetplattform Reddit verabreden, Aktien zu kaufen, in denen Hedgefonds hohe Shortpositionen aufgebaut haben. Bei einem Leerverkauf („Shortposition“) leiht sich ein Anleger Wertpapiere gegen eine Gebühr, verkauft diese und hofft darauf, dass die Wertpapiere fallen und zu einem tieferen Kurs zurückgekauft werden können. Steigt das Wertpapier, dann erleiden Leerverkäufer hohe Verluste. Von einem „Short Squeeze“ wird gesprochen, wenn eine leerverkaufte Aktie so stark steigt, dass der Leerverkäufer gezwungen wird, die Aktie zurück zu kaufen, um weitere Verluste zu begrenzen. Laut der Investmentbank Goldman Sachs sind die am stärksten leerverkauften Aktien in den letzten drei Monaten um 98% gestiegen: Der Short Squeeze, den die Finanzmärkte derzeit erleben, ist der größte seit 25 Jahren.

GameStop ist nicht die einzige Aktie, in denen Hedgefonds hohe Shortpositionen aufgebaut haben und die im Januar 2021 aufgrund der konzertierten Käufe von Privatanlegern stark gestiegen ist: AMC Entertainment Holdings (+525%), Blackberry (113%), Bed Bath & Beyond (+99%), Plug Power (+86%), Billibilli (+33%), ViacomCBS (+30%). In Deutschland halten Hedgefonds unter anderem hohe Shortpositionen in der Varta AG, deren Aktie im Januar 2021 um 25% gestiegen ist.

Die massiven Käufe von Privatanlegern zwingen Hedgefonds derzeit, leerverkaufte Aktien zurück zu kaufen, um Shortpositionen zu schließen und Verluste zu begrenzen. Die erzwungenen Käufe der Hedgefonds treiben die Kurse der leerverkauften Aktien weiter nach oben und lassen die Verluste in der Hedgefonds-Industrie weiter ansteigen. Die Nachrichtenagentur Reuters zitierte am 28. Januar 2021 die Analysefirma Ortex, nach deren Berechnungen Hedgefonds im Januar 2021 70,87 Mrd. USD durch Shortpositionen in U.S. Aktien verloren haben sollen. Der Hedgefonds Melvin Capital Management benötigte eine Kapitalzufuhr in Höhe von 2,75 Mrd. USD von Ken Griffins Citadel und Steven Cohens Point72 Asset Management, nachdem er im Januar 2021 laut Wall Street Journal und Financial Times in einem Monat einen Verlust von 53% erlitten hat. Der Hedgefonds Mapelane Capital soll im Januar zeitweise bis zu 45% verloren haben und auch Candlestick Capital Management, D1 Capital Partners und viele weitere Hedgefonds erlitten im Januar 2021 laut Bloomberg und Reuters hohe Verluste. Der Hedgefondsmanager Gabriel Plotkin behauptete in einem Interview auf CNBC, dass sein Hedgefonds Melvin Capital Management die Shortpositionen in GameStop mittlerweile geschlossen habe.

Privatanleger werden eine immer bedeutsamere Größe an den Finanzmärkten seit Broker wie Robinhood Markets mit Hauptsitz in Menlo Park, Kalifornien, Privatanlegern anbieten, gebührenfrei Aktien, Optionen, ETFs und Kryptowährungen online zu handeln. Seriöse Zeitungen wie das Wall Street Journal und die Financial Times kritisieren online-Anbieter dafür, dass sie versteckt Gebühren und Zinsen generieren und ihr Handeln zu einer „Gamification“ führen kann. Der Begriff meint, dass Unternehmen zunehmend versuchen, Verbraucherverhalten zu manipulieren, indem sie sich an Strategien orientieren, die bei Videospielen erfolgreich sind. Gerade bei online-Handelsplattformen gilt, dass Privatanleger dazu verführt werden können, Risiken einzugehen, die weder ihrem Risikoprofil noch ihrer Vermögenssituation entsprechen, wenn diese wie Videospiele aufgebaut sind.

Die Attacken der Privatanleger sind primär gegen Hedgefonds gerichtet. Nach Berechnungen von Hedge Fund Research (HFR) verwalteten Hedgefonds Ende 2020 3,6 Billionen USD weltweit und sind somit bedeutende Akteure an den Finanzmärkten. Der Begriff „hedge fund“ wurde erstmals im April 1966 von Carol Loomis im „Fortune Magazine“ verwendet, um den Anlagestil des angeblich ersten Hedgefondsmanagers Alfred Winslow Jones zu beschreiben, der Leerverkäufe tätigte, Risikopositionen mit Fremdkapital finanzierte („Leverage“) und hohe Gebühren von seinen Kunden vereinnahmte. Heutzutage wird der Begriff „Hedgefonds“ für eine Vielzahl von sehr unterschiedlichen Anlagestrategien verwendet, die bei der Umsetzung nur geringen rechtlichen Restriktionen unterliegen und typischerweise mehrere der folgenden Charakteristika aufweisen: Leerverkäufe, Leverage, hohe gewinnabhängige Gebühren („Performance Fees“), Kapitalbeteiligung des Fondsmanagers und eingeschränkte Liquidität.

Eine wesentliche Erkenntnis der empirischen Kapitalmarktforschung lautet, dass die Renditen und Risiken von Hedgefonds primär von der Strategie abhängen, die diese implementieren, und nicht von den Asset-Klassen, in die sie investieren. Vor undifferenzierten Urteilen zu Hedgefonds sei daher gewarnt, da diese sehr unterschiedliche Strategien verfolgen und damit völlig unterschiedliche Risikoprofile aufweisen. Richtig ist, dass Hedgefonds nur für solche, vornehmlich institutionelle Kunden geeignet sind, die die strategiespezifischen Risiken von Hedgefonds hinreichend gut verstehen.

Die meisten Finanzökonomien halten Leerverkäufe grundsätzlich für sinnvoll, da sie helfen können, starken Überbewertungen von Einzelwerten entgegenzuwirken. Leerverkäufer sind oftmals „Finanzdetektive“, die Unternehmen genau durchleuchten. Skandale wie die von Enron und Wirecard werden oftmals nicht von Regulatoren aufgedeckt, sondern durch Leerverkäufer und investigative Journalisten. Die Leerverkäufe von Jim Chanos in Enron, ein Unternehmen, das 2001 Konkurs anmelden musste, sind hierfür ein klassisches Beispiel. Auch der Fall Wirecard wurde nicht von der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) aufgeklärt, sondern von der Financial Times und Leerverkäufern wie Fraser Perring.

Das schützt Hedgefonds aber nicht vor sachlich berechtigter Kritik, die jüngst auch vermehrt in sozialen Netzen geäußert wird. Hedgefonds haben zuletzt ein schlechtes Risikomanagement unter Beweis gestellt, da sie hohe und konzentrierte Leerverkäufe in einigen wenigen Titeln aufgebaut haben. Da das Handelsvolumen der leerverkauften Aktien oftmals relativ gering ist im Vergleich zu den aggregierten Shortpositionen, haben Hedgefonds Anleger geradezu eingeladen, gegen sie zu spekulieren. Im Fall von GameStop lag der Anteil der leerverkauften Aktien („Short Interest“) bei zeitweise über 140% der tatsächlich gehandelten Aktien. Bei Leerverkäufen ist ein adäquates Risikomanagement zentral, da die Verluste aus einer Shortposition theoretisch unbegrenzt sind, da Wertpapiere weit über 100% steigen können, wie das Beispiel GameStop zeigt. Ist das Handelsvolumen in leerverkauften Titel gering und die Shortposition groß, dann kann es oftmals Tage dauern, bis die Leerverkäufe vollständig eingedeckt sind. Da der Leerverkäufer, die leerverkaufte Aktie kaufen muss, um eine Shortposition zu schließen, treibt er den Kurs mit seinen eigenen Käufen immer weiter nach oben, was seine Verluste jeden Tag weiter vergrößert, bis die Shortposition ganz geschlossen ist.

Hedgefonds haben zudem die Macht der sozialen Netze unterschätzt und die Wut vieler Menschen, die nicht zuletzt dadurch genährt wird, dass die Schere zwischen Arm und Reich gerade in den USA immer weiter auseinanderläuft. Die – bisher unbewiesene – Vermutung, dass einzelne Hedgefonds sich nicht immer an das Gesetz halten und „naked shorts“ aufbauen, also sich die Wertpapiere nicht einmal leihen, die sie leer verkaufen, heizt die Wut der Kritiker von Hedgefonds weiter an. Andrew Left (Citron) – einer der bekanntesten Leerverkäufer neben Jim Chanos (Kynikos Associates) und Carson Block (Muddy Waters) – hinterfragt seine Rolle selbst: „... When we started Citron, it was against the establishment. But now we've actually become the establishment. ...“

Die Verluste, die Hedgefonds aufgrund der konzentrierten Käufe von Privatanlegern erleiden, schwächen die Eigenkapitalposition und erhöhen den Leverage der Hedgefonds, da dem aufgenommenen Fremdkapital infolge der Verluste eine immer kleiner werdende Eigenkapitalposition gegenübersteht. Hohe Verluste zwingen Hedgefonds nicht nur Shortpositionen, sondern auch Kaufpositionen zu schließen, da das Eigenkapital sinkt und damit der Leverage der Fonds steigt. Diese Dynamik kann zu einer höheren Volatilität an den Finanzmärkten und im schlimmsten Fall zu einer systemischen Krise führen, die alle Anleger betrifft.

Ein Extrembeispiel für Verwerfungen, die von Hedgefonds ausgehen können, ist das Scheitern von Long-Term Capital Management (LTCM). Um attraktive Renditen für seine Anleger aus Zinsspread zu generieren, baute LTCM hohe, mit viel Fremdkapital finanzierte Risikopositionen auf. Nachdem Russland am 17. August 1998 ein Schuldenmoratorium ankündigte und die Zinsspreads sich ausweiteten, verzeichnete LTCM hohe Verluste. Infolge der Verluste sank das Eigenkapital und der Leverage stieg. Die hohen Verluste und der Anstieg des Leverages führten dazu, dass zahlreiche Prime

Broker Kreditzusagen einschränkten oder zurückzogen. Da sich LTCMs Zugang zu Fremdkapital verschlechterte und Risikopositionen in den illiquiden Märkten nicht zu vertretbaren Kursen abgebaut werden konnten, drohte LTCM die Insolvenz. Ein von der Federal Reserve Bank of New York initiiertes Konsortium von 14 privaten Finanzinstitutionen führte LTCM Kapital zu, übernahm die Kontrolle und löste den Hedgefonds auf.

Der Zusammenbruch des Hedgefonds Amaranth Advisors im September 2006 zeigt, dass sich die Abwärtsspirale von LTCM jederzeit wiederholen kann. Amaranth war ein Multi-Strategy Fund, dessen 32-jähriger Händler Brian Hunter mit viel Fremdkapital finanzierte Spread-Strategien in Natural Gas Futures einging. Als der Fonds im September 2006 Verluste von über sechs Milliarden US-Dollar erlitt und diese bekannt wurden, verschlechterte sich der Zugang zu Fremdkapital. Da der Fonds nicht mehr über die Liquidität verfügte, Margin Calls zu bedienen, drohten Finanzinstitute zudem damit, in den Finanzierungsbedingungen verbriefte Kündigungsrechte auszuüben. Der Fonds, der rund 65 Prozent an Wert verloren hatte, stellte seine Rückzahlungen ein und wurde liquidiert. Das Scheitern von LTCM und Amaranth zeigt, dass Hedgefonds, besonderen Liquiditäts- und Insolvenzrisiken ausgesetzt sind, wenn hohe Verluste das Eigenkapital aufzehren und Risikopositionen nicht zeitnah zu ökonomisch vertretbaren Bedingungen liquidiert oder refinanziert werden können.

Das besondere an der Situation heute ist die Kombination von Agitation in den sozialen Medien, von Hedgefonds leerverkaufte Aktien zu kaufen, und ein schlechtes Risikomanagement von Hedgefonds, die hohe und konzentrierte Leerverkäufe in zum Teil illiquiden Titeln aufgebaut haben. Die hohen Verluste der Hedgefonds zehren ihr Eigenkapital auf und zwingen sie nicht nur Shortpositionen, sondern auch Longpositionen zu liquidieren. Einige Hedgefonds werden wie Melvin Capital Management auf Kapitalinfusionen angewiesen sein, andere werden aufgrund der hohen Verluste und verschlechterter Finanzierungsbedingungen ihr Geschäft einstellen. In den nächsten Wochen ist daher mit einer erhöhten Volatilität zu rechnen. Ende Januar stieg die Volatilität am Aktienmarkt – gemessen am VIX Index – auf über 33%. Im langfristigen Durchschnitt liegt die Volatilität von Aktien bei rund 16%. Eine hohe Volatilität bedeutet, dass das Risiko von Verlusten an den Finanzmärkten steigt.

Man braucht keine Kristallkugel, um das Ende dieses Short Squeezes vorherzusehen. Die Erfahrung mit dem Short Squeeze in der Aktie von Volkswagen im Oktober 2008 zeigt, wie die Situation enden wird. Am 26. Oktober 2008 hatte Porsche bekannt gegeben, dass es über Aktien und Optionen einen Anteil von über 74% an Volkswagen erworben hatte. Leerverkäufer wurden gezwungen, ihre Shortpositionen zurückzuführen, als der Kurs von rund 200 Euro auf 1000 Euro stieg und der Leihemarkt in der Aktie austrocknete. Leerverkäufer erlitten infolge des Short Squeezes in der Aktie von Volkswagen hohe Verluste. Wer die Aktien jedoch während des Höhenfluges kaufte, erlitt in den folgenden Wochen ebenfalls hohe Verluste, als die Anleger nach und nach einsahen, dass sich die Volkswagen-Aktie von den fundamentalen Daten entkoppelt hatte, sie die Aktie verkauften und der Kurs sank. Die Kleinanleger, die heute – aus sozialen Motiven oder aus schierer Profitgier – Aktien von GameStop kaufen, werden ebenfalls hohe Verluste erleiden, wenn der Hype der Ratio weicht. Die spannende Frage ist, wie lange die Wut in den sozialen Medien anhält. Aber jeder Short Squeeze endet irgendwann, spätestens dann, wenn die Leerverkäufer ihre Shortpositionen eingedeckt haben und ihre Verluste oftmals weinerlich beklagen.

Die Situation an den Finanzmärkten bleibt also volatil. Es scheint, dass ich meinem Sohn noch viel zu erzählen habe, wenn er mich auf der Heimfahrt aus dem Büro anruft. Ich freue mich auf seine Anrufe.

Vergangene Wertentwicklungen, Simulationen oder Prognosen sind kein zuverlässiger Indikator für die Zukunft. Die Rendite kann infolge von Währungsschwankungen steigen oder fallen. Etwaige Meinungsäußerungen geben die aktuelle Einschätzung des Investment Office der ODDO BHF AG wieder, die sich insbesondere von der Hausmeinung innerhalb der ODDO BHF Gruppe unterscheiden und ohne vorherige Ankündigung ändern kann.

WICHTIGE INFORMATION

Dieses vertrauliche Dokument ist nur für Sie bestimmt. Es darf weder insgesamt, noch in Teilen reproduziert, weitergegeben oder veröffentlicht werden. Insbesondere ist dieses Dokument nicht für Kunden oder andere Personen mit Sitz, Wohnsitz, gewöhnlichem Aufenthaltsort oder Greencard in bzw. für die USA, Kanada oder anderen Drittstaaten bestimmt und darf nicht an diese Personen weitergegeben bzw. in diese Länder eingeführt oder dort verbreitet werden.

Diese Publikation ist eine Kundeninformation der ODDO BHF Aktiengesellschaft (nachfolgend „ODDO BHF“) im Sinne des Wertpapierhandelsgesetzes. Das Dokument wurde durch die ODDO BHF erstellt, um Kunden bei der Entscheidungsfindung zu unterstützen und dient ausschließlich Informationszwecken. Es handelt sich hierbei um Werbung und nicht um eine Finanzanalyse. Das Dokument wurde nicht unter Einhaltung der Rechtsvorschriften zur Förderung der Unabhängigkeit von Finanzanalysen erstellt und die in diesem Dokument enthaltenen Informationen unterliegen nicht dem Verbot des Handels im Anschluss an die Verbreitung von Finanzanalysen.

Weder dieses Dokument noch irgendeine in Verbindung hiermit gemachte Aussage stellt ein Angebot, eine Aufforderung oder eine Empfehlung zum Erwerb oder zur Veräußerung von Wertpapieren dar. Insbesondere berücksichtigt dieses Dokument nicht Ihre persönlichen Umstände und Verhältnisse und ist somit für sich allein genommen weder dazu geeignet noch dazu bestimmt, eine individuelle anleger- und anlagegerechte Beratung zu ersetzen.

Soweit in dem Dokument Meinungen Dritter wiedergegeben werden, sind diese Positionen nicht notwendigerweise in Einklang mit den Positionen der ODDO BHF und können diesen ggf. sogar widersprechen.

Diese Präsentation enthält Informationen, die wir für verlässlich halten, für deren Verlässlichkeit wir jedoch keine Gewähr übernehmen können. Die ODDO BHF übernimmt weder eine rechtliche Verbindlichkeit, noch garantiert sie die Aktualität, Vollständigkeit und Fehlerfreiheit des Inhalts. Zusätzlich ist die ODDO BHF nicht verpflichtet, den Inhalt zu aktualisieren, an Änderungen anzupassen oder zu vervollständigen.

Die ODDO BHF oder mit der ODDO BHF verbundene Unternehmen können mit Emittenten von in diesem Dokument genannten Finanzinstrumenten in einer Geschäftsverbindung stehen (z.B. als Erbringer oder Bezieher von Wertpapierdienstleistungen oder Wertpapiernebendienstleistungen, etwa im Bereich des Investmentbankings). Die ODDO BHF oder mit der ODDO BHF verbundene Unternehmen, können im Rahmen solcher Geschäftsverbindungen Kenntnis von Informationen erlangen, die in diesem Dokument nicht berücksichtigt sind. Darüber hinaus können die ODDO BHF oder mit der ODDO BHF verbundene Unternehmen Geschäfte in oder mit Bezug auf die in diesem Dokument angesprochenen Finanzinstrumente getätigt haben (insbesondere solche im Rahmen der Finanzportfolioverwaltung für andere Kunden). Für nähere Informationen zu möglichen Interessenkonflikten wenden Sie sich bitte an Ihren zuständigen Ansprechpartner.

Alle innerhalb des Dokuments genannten und ggf. durch Dritte geschützten Marken- und Warenzeichen unterliegen uneingeschränkt den Bestimmungen des jeweils gültigen Kennzeichenrechts und den Rechten der jeweiligen eingetragenen Eigentümer. Allein aufgrund der bloßen Nennung ist nicht der Schluss zu ziehen, dass Markenzeichen nicht durch Rechte Dritter geschützt sind.

Vergangene Wertentwicklungen, Simulationen oder Prognosen sind kein zuverlässiger Indikator für die Zukunft. Einige Aussagen dieses Dokuments sind in die Zukunft gerichtet. Derartige Prognosen sind kein verlässlicher Indikator für künftige Wertentwicklung. Diese Aussagen basieren auf aktuellen Einschätzungen und unterliegen Risiken und Unwägbarkeiten, welche die aktuellen Resultate grundlegend verändern können. Bei bestimmten Finanzinstrumenten kann es zu einem Totalverlust kommen und der Verlust kann das eingesetzte Kapital sogar übersteigen. Wechselkursbewegungen

können den Wert eines Investments erhöhen oder senken und manche Finanzinstrumente können eingeschränkt liquide oder illiquide sein.

Die ODDO BHF untersteht der Aufsicht der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin), Graurheindorfer Straße 108, 53117 Bonn und Marie-Curie-Straße 24-28, 60439 Frankfurt am Main sowie der Europäischen Zentralbank, Sonnemannstraße 20, 60314 Frankfurt am Main.

ODDO BHF erbringt weder rechtliche noch steuerrechtliche Beratungsleistungen. Soweit solche Gesichtspunkte berührt werden, handelt es sich ausschließlich um allgemeine Meinungsäußerungen oder Anregungen, die eine Einschätzung der ODDO BHF zum Zeitpunkt der Publikation wiedergeben. Wir empfehlen Ihnen, rechtliche und steuerliche Berater hinzuziehen, insbesondere zum Zweck der Überprüfung der Geeignetheit bestimmter Produkte.

© 2021, Herausgeber: ODDO BHF Aktiengesellschaft
Bockenheimer Landstraße 10
60323 Frankfurt am Main. Alle Rechte vorbehalten.