

Liquidität

Ein ausgesprochen relativer Begriff



*Von Prof. Dr. Erwin W. Heri
Dozent an den Universitäten
Basel und Genf
Chairman Valartis Group AG, Baar*

Liquidität ist zu einem der Kernbegriffe bei der Analyse der gegenwärtigen Finanzkrise geworden. Dabei ist nicht wirklich klar, was man unter dem Begriff in einem Finanzmarktcontext alles zu subsumieren hat. Wikipedia bietet seitenweise Anschauungsunterricht für diejenigen, die sich über den Begriff verlustieren mögen. Wir wollen in den nachfolgenden Zeilen unter Liquidität die Möglichkeit verstehen, ein Wirtschaftsgut (z.B. eine Aktie, eine Immobilie, eine Obligation, einen Kredit oder auch irgendein Wertpapier) ohne grössere Turbulenzen zu kaufen oder zu verkaufen. Wobei wir unter

Turbulenzen im Normalfall Preisausschläge in beiden Richtungen verstehen. Wir definieren mit anderen Worten einen Markt dann als liquide, wenn die gehandelten Güter ge- und verkauft werden können, ohne dass sich dadurch die für die Güter geschriebenen Preise wesentlich verändern. Dann und nur dann liefert uns ein Marktpreis einen Hinweis darauf, was das entsprechende Gut im Augenblick wirklich wert ist.

Ich denke, dass eine ähnliche Konzeption in etwa auch den Protagonisten moderner Rechnungslegung Pate gestanden ist, die unter dem Überbegriff des «true and fair» an allen möglichen Ecken und Enden Marktpreisbewertungen durchgesetzt haben. Das Problem ist nur, dass Markt-

liquidität ein ausgesprochen relativer Begriff ist. Das weiss jeder, der schon einmal versucht hat, an einem Tag mit wenig Aktivität an der Aktienbörse in grösserem Stil die Aktien einer mittleren oder kleinen Gesellschaft XY zu verkaufen. Natürlich ist das möglich; aber nicht alles sofort; vielleicht auch nicht am gleichen Tag. Für jeden Verkäufer braucht es einen Käufer. Und nicht immer stehen sogenannte Market Maker da, die Lust (oder das entsprechende Kapital) haben, zum geschriebenen Preis jede beliebige Menge von XY-Aktien zu kaufen. Der Markt ist dann halt nicht liquide genug.

Problematische Liquiditätsabschläge

Und wenn es «übers Knie» gebrochen werden muss? Dann sinkt halt der Kurs

bis jemand bereit ist – dann vielleicht 20% tiefer – die entsprechenden Titel doch noch zu kaufen. Die Firma XY ist deswegen wirtschaftlich nicht weniger wert. Der Titel hat einfach einen Liquiditätsabschlag bekommen.

Leider kann die oben erwähnte Marktpreisbewertung von Bilanzpositionen in einem solchen Fall aber bedeuten, dass andere Anleger dazu gezwungen werden, die Aktien der Firma XY ebenfalls zu verkaufen. Der Preissturz der XY-Aktie kann ja beispielsweise dazu führen, dass der Deckungsgrad der Pensionskasse Z in einem Mass abgenommen hat, dass die Aktienquote – beispielsweise durch Verkäufe der Aktie XY – reduziert werden muss. Der Markt ist inzwischen aber nicht liquider geworden, und entsprechend taucht der Preis von XY munter weiter. Natürlich ist die Firma XY deswegen immer noch nicht weniger wert. Aber die Spirale kann sich dadurch beliebig weiter drehen, und die «Markto-Market»-Bewertungen fallen in sich zusammen. In einer solchen Situation kommen nämlich oft weitere Marktteilnehmer ins Spiel, die von ihrer Strategie her destabilisierende Auswirkungen haben können. Das können Hedge Funds sein, «Strukturierer», Total Return Funds oder «Portfolio Insurer» und so weiter und so fort.

Illiquide Märkte

Es ist klar, dass dieses Denkmodell eins zu eins auf den ganzen Aktienmarkt – organisierte Finanzmärkte generell – angewendet werden kann. Ganze Märkte können bei bestimmten Konstellationen illiquid werden.

In dieser Situation gilt es dann, mit «etwas Eis im Magen» darüber nachzudenken, wie die wirtschaftlichen Zusammenhänge aussehen und was die Firma XY fundamental wirklich wert ist. Im Normalfall hält man ja die Aktien nicht, um sie kurzfristig wieder zu veräussern – zumindest nicht bei

den Pensionskassen –, sondern um die langfristige Struktur der Passivseite der Bilanz abzubilden.

Im Prinzip schon, mag der geeignete Leser hier antworten. Das Problem ist nur, dass uns das nächste Quartalsergebnis und die Bewertung zu Marktpreisen einen Riegel schieben.

Kurzfristige Marktpreispsychosen

Aus diesen Überlegungen ist es nicht das erste Mal, dass ich in diesen Zeilen vor der kurzfristigen Marktpreispsychose warne. Der Liquiditätsaspekt ist nur ein weiteres Element in dieser Argumentationskette. Wir sollten uns vor der Illusion hüten, zu meinen, es gäbe Märkte die immun seien gegen Liquiditäts- (bzw. Illiquiditäts-)krisen. Man nehme nur das Beispiel der Anleihen des Bundes, von denen wir allesamt einige Milliarden in unseren Portfolios halten. Wenn es irgendeinmal einigen wenigen grossen Playern in diesem Markt in den Sinn käme, diese (zu Marktpreisen) auf den Markt zu werfen, würden wir uns wohl sehr wun-

dern, was mit der Zinsstruktur in unserem Land passiert. Natürlich geschieht das nicht. Denn die Pensionskassen und Versicherungen halten diese Papiere ja bis zum Ablauf, und dann werden sie zu 100 zurückbezahlt bzw. wieder investiert.

Das mag wohl so sein; steht aber nirgends geschrieben. Und wenn dem so ist, warum müssen dann die Schweizer Pensionskassen unter FER 26 die entsprechenden Papiere zu Marktpreisen bewerten und damit die gesamte Volatilität der Zinsstruktur eins zu eins im kurzfristigen Deckungsgrad – der eigentlich niemanden wirklich interessiert – abbilden? Fragen über Fragen, auf die es eigentlich noch keine vernünftigen Antworten gibt. Vor allem auch nicht aus denjenigen Kreisen, die die Buchführungsregeln seinerzeit durchgesetzt haben.

Nachdenken über Anreizstrukturen und «Accounting Rules»

Vor wenigen Wochen sind mehrere Ökonomie-Nobelpreisträger am Bo-

densee zusammengetroffen, um sich Gedanken über die gegenwärtige Finanzmarktkrise zu machen. Eine der Schlussfolgerungen war, dass in vielen Bereichen heute Anreizstrukturen wirken, die solche Krisen, wenn nicht auslösen, so doch verstärken, und dass nicht wenige dieser Anreizstrukturen ihre Basis in neueren Entwicklungen im Bereich der «Accounting Rules» haben. Es mag schon sein, dass wir in einzelnen Bereichen neue Regulierungen brauchen. Vielleicht würde es aber auch Sinn machen, ab und zu darüber nachzudenken, welche z.T. komischen Anreize und Handelsstrategien sich aus den bereits vorhandenen Regulierungen ergeben.

www.erwinheri.ch ●