

# Geleitwort

Investoren in Finanzmärkten sehen sich grundsätzlich drei großen Gruppen von Risiken ausgesetzt: Marktpreis-, Kredit- und Liquiditätsrisiken. Seit etwas dreißig Jahren werden Marktpreisrisiken, seit etwa zehn Jahren Kreditrisiken in methodisch anspruchsvoller Weise behandelt und in Systeme des Risikomanagements integriert. Eine vergleichbare Entwicklung hat für Liquiditätsrisiken, wie sie in der vorliegenden Dissertationsschrift verstanden werden, noch nicht stattgefunden.

Unter praktischen Gesichtspunkten sind zwei Charakterisierungen von Liquiditätsrisiken von Bedeutung. Die erste betrifft die Möglichkeit, dass ein Investor seinen Zahlungsverpflichtungen nicht nachkommt. Bei dieser in jüngster Zeit wieder in den Vordergrund tretenden Risikokategorie dominieren Aspekte der Cash-Flow-Analyse, des Kontrahentenrisikos in Form eines Settlementrisikos sowie Fragen der Gestaltung von Abwicklungssystemen für OTC-Transaktionen. Die zweite, marktorientierte Sichtweise thematisiert das Risiko, dass der Kauf oder Verkauf eines Finanztitels nicht oder nur unter adversen Preiseffekten möglich ist. Trotz der großen Bedeutung dieser Form des Liquiditätsrisikos wird es in den gängigen Systemen zum Management von Preisrisiken in der Regel nur implizit erfasst. So kann die aufsichtsrechtlich vorgegebene Frist von zehn Banktagen für die Bestimmung des Value-at-Risk in der Weise interpretiert werden, dass eine Teilliquidation einer Position zur Reduktion der Eigenkapitalbelastung innerhalb dieser Frist ohne nachteiligen Preiseinfluss möglich ist.

Die quantitative Erfassung, Steuerung und Kontrolle von handelsbedingten Preiskonsequenzen ist aus zwei wesentlichen Gründen außerordentlich schwierig:

- Die Liquidität eines Finanzinstruments umfasst mindestens drei Dimensionen: Die Zeit (ist ein Titel jederzeit handelbar), das Handelsvolumen und den zugehörigen Preiseinfluss.

- Die Erfassung von Liquiditätseffekten im Preis kann nicht mit dem in der neoklassischen Theorie vorherrschenden Modell eines repräsentativen Investors erfolgen. Dieser hält im Gleichgewicht alle Finanztitel, ein Handel findet zwischen den Marktteilnehmern nicht statt und kann somit die gleichgewichtigen Marktpreise auch nicht erklären. Damit erfordert die Modellierung von Liquiditätsrisiken die Berücksichtigung von Handelsmotiven heterogener Investoren und möglicherweise von Marktfriktionen. Als Konsequenz ist die für die neoklassische Charakterisierung von Gleichgewichten zentrale Aggregationseigenschaft nicht mehr erfüllt, und die gleichgewichtigen Preise hängen von den Anfangsausstattungen der Investoren ab.

Die Dissertationsschrift von Herrn Sauerbier zählt zu den wenigen Arbeiten, in denen eine theoretische und empirische Studie für liquiditätsbedingte Preisunterschiede in Anleihemärkten vorgelegt wird. Für Anleihen ergeben sich im Vergleich zu Aktien aufgrund ihrer in der Regel endlichen Laufzeit besondere Schwierigkeiten. So erlauben Anleihen mit identischen Ausstattungsmerkmalen, aber liquiditätsbedingten Preisunterschieden grundsätzlich die Erzielung von Arbitragegewinnen. Diese lassen sich nur durch die Einführung von Handelsfriktionen, z.B. Leerverkaufsbeschränkungen, vermeiden.

Herr Sauerbier legt nach meinem Wissen die erste Arbeit vor, in der Liquiditätsunterschiede von Finanzinstrumenten mit endlicher Laufzeit und bekannten Cash-Flows analysiert werden. Für diese Titel stellt und beantwortet er die folgenden Fragenkreise im Rahmen eines dynamischen Gleichgewichtsmodells:

- Wie werden die Handelsstrategien und die Liquiditätsspreads von Eigenschaften der Anleihemärkte, z. B. der Volatilität des kurzfristigen Zinssatzes und der Wahrscheinlichkeit von Liquiditätsschocks, beeinflusst?
- Welchen Einfluss besitzen die Ausstattungsmerkmale von Anleihen, insbesondere ihre Ursprungs- und Restlaufzeit, auf die Handelsstrategien und den Liquiditätsspread?
- Inwieweit beeinflussen Eigenschaften der Investoren, z.B. deren Risikoaversion und Anfangsausstattung, die Handelsstrategien und den Liquiditätsspread?

Die Dissertationsschrift von Herrn Sauerbier leistet durch die Beantwortung dieser Fragen eine Vielzahl weiterführender Beiträge zur Theorie liquiditätsbedingter Preisabschläge. Im Vergleich von Liquiditätsmodellen des Reduced-Form-Typs gelingt es Herrn Sauerbier, eine ökonomische Begründung für heutige liquiditätsbedingte Preisabschläge aufgrund eines

zukünftigen Handels zu entwickeln. Die Resultate zeigen, dass die Höhe des Liquiditäts-spreads von der Anfangsausstattung der Investoren mit liquiden und illiquiden Anleihen abhängt. Der Spread ist aber auch pfadabhängig, da die Handelsvolumina durch die Entwicklung der Zustandsvariablen, z.B. der Zinsstrukturkurve, bestimmt werden.

Ich wünsche der Monographie eine Vielzahl interessierter Leser – sie werden nicht enttäuscht werden.

Prof. Dr. Dr. h. c. Wolfgang Bühler